

龍湖地產 (960 HK, HK\$10.82, 目標價: HK\$14.84, 買入) — 10 + X 策略

- ❖ **核心盈利增長 5%**。因為 2015 年的確認均價下跌 15.1% 至每平方米 9,275 元(人民幣·下同)，營業額下跌 7.0% 至 474 億元。不過成本控制得宜，2015 年整體毛利率增加 0.9 個百分點至 27.4%。2015 年純利增加 7.6% 至 89.9 億元。扣除投資物業重估收益，基本盈利上升 5.1% 至 69.5 億元。龍湖增加以基本盈利計算的股息派送率，由 2014 年的 25% 上升至 2015 年的 30%，公司宣佈派發末期息每股 0.357 元。
- ❖ **預期未來租金年複合增長 25%**。受惠於新商場落成及租金上升，2015 年租金收入上升 62% 至 14.2 億元，2015 年末的出租率為 95.9%。2 家新開的投資物業在 2015 年開始營運，為投資物業組合增加 24 萬平方米的面積，該 2 個新物業出租率在 2015 年末已達 92% 以上。另有 9 個投資物業將分別在 2016 年至 2018 年竣工，將增加出租面積為 141 萬平方米。我們預期未來 3 年的租金收入年複合增長為 24.9%，至 2018 年可達 27.6 億元。
- ❖ **2016 年銷售目標為 620 億元**。2015 年合同銷售金額增加 11.2% 至 545 億元，但合同銷售面積卻減少 6.3% 至 420 萬平方米。截至 2015 年底，總值約 553 億元物業銷售已鎖定，盈利前景可觀性高。龍湖在 2016 年可售資源為 1,100 億元，在 72 個預售的項目中，其中 15 個為全新項目，所以公司定下 2016 年全年銷售目標為 620 億元。公司在 2015 年新購入 25 個共 583 萬平方米面積的新土地儲備，目前，總土地儲備及應佔權益的土地儲備分別為 3,486 萬平方米和 3,054 萬平方米。
- ❖ **良好的財務管理**。龍湖 2015 年的債務成本下降了 66 個點子至 5.74%，淨負債比率由 2014 年的 57.1% 下降至 2015 年的 54.6%。因為良好的財務管理，龍湖信貸評級優良。人民幣及外幣債務分別佔 2015 年總借貸的 71% 及 29%。雖然公司在 2015 年錄得 7.73 億元外匯虧損，但 6.14 億元的對沖收益可抵銷部份的損失。
- ❖ **上調目標價**。龍湖施行「10 + X」的投資策略，以北京、上海、廣州、杭州、南京、蘇州、重慶、廈門、成都及深圳的 10 個城市為投資重點。我們推出 2016 年底每股資產淨值預測為 24.73 港元，目標價從 14.16 港元上升至 14.84 港元，相等於較資產淨值折讓 40%。**重申買入評級**。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬人民幣)	50,991	47,423	60,044	67,980	74,850
淨利潤 (百萬人民幣)	8,354	8,988	8,832	10,483	12,332
每股收益 (人民幣)	1.531	1.544	1.514	1.797	2.114
每股收益變動 (%)	3.5	0.9	(1.9)	18.7	17.6
市盈率(x)	5.9	5.9	6.0	5.1	4.3
市帳率(x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	3.1	3.9	5.0	5.7	6.8
權益收益率 (%)	17.5	16.3	14.3	15.0	15.6
淨財務槓桿率 (%)	57.1	54.6	57.1	45.1	37.2

來源: 公司及招銀國際研究部

龍湖地產(960 HK)

	買入
評級	
收市價	HK\$10.82
目標價	HK\$14.84
市值 (港幣百萬)	63,125
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	41.2
52 周高/低 (港幣)	15.0/8.38
發行股數 (百萬)	5,834
主要股東	吳亞軍 (44.3%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	10.4%	4.9%
3 月	-9.9%	-3.2%
6 月	13.3%	14.4%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	50,991	47,423	60,044	67,980	74,850
物業發展	49,289	44,993	57,015	64,081	70,426
物業投資	876	1,415	1,831	2,486	2,756
物業管理	826	1,015	1,198	1,413	1,668
銷售成本	(37,475)	(34,408)	(42,613)	(47,710)	(50,999)
毛利	13,516	13,015	17,431	20,270	23,850
銷售費用	(1,065)	(1,018)	(1,171)	(1,360)	(1,497)
行政費用	(1,298)	(1,435)	(1,561)	(1,835)	(2,096)
其他收益	(334)	297	123	125	134
息稅前收益	10,819	10,859	14,822	17,200	20,392
融資成本	(23)	(43)	(82)	(83)	(79)
聯營公司	276	248	394	533	543
特殊收入	2,554	2,874	-	-	-
稅前利潤	13,627	13,938	15,134	17,651	20,856
所得稅	(4,876)	(4,574)	(5,932)	(6,800)	(8,044)
非控制股東權益	(397)	(376)	(369)	(368)	(480)
淨利潤	8,354	8,988	8,832	10,483	12,332
核心淨利潤	6,610	6,950	8,832	10,483	12,332

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	58,219	63,911	65,369	71,529	78,639
物業、廠房及設備	20,089	16,832	17,210	20,220	21,230
聯營公司	3,304	1,238	1,800	2,400	3,000
投資物業	33,362	43,385	45,000	47,500	53,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,465	2,456	1,359	1,409	1,409
流動資產	109,937	120,177	131,905	140,602	152,791
現金及現金等價物	19,037	18,160	18,105	18,702	20,291
應收貿易款項	5,668	9,920	7,800	8,400	9,000
存貨	2,873	6,770	5,000	5,000	5,000
關連款項	79,122	82,036	97,500	105,000	115,000
其他	3,238	3,291	3,500	3,500	3,500
流動負債	74,362	71,047	72,900	83,300	93,800
借債	54,490	52,942	53,500	63,000	73,000
應付貿易賬款	9,577	10,305	10,000	10,800	11,200
應付稅項	7,973	6,178	8,000	8,000	8,000
關連款項	2,323	1,622	1,400	1,500	1,600
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	43,522	50,574	54,502	50,602	49,602
借債	39,769	46,088	50,000	46,000	45,000
遞延稅項	3,751	4,487	4,500	4,600	4,600
其他	2	-	2	2	2
少數股東權益	2,508	7,343	8,000	8,500	9,000
淨資產總值	47,764	55,125	61,872	69,729	79,028
股東權益	47,764	55,125	61,872	69,729	79,028

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	10,819	10,859	14,822	17,200	20,392
折舊和攤銷	55	33	109	113	119
營運資金變動	11,087	(6,712)	(19,464)	(6,600)	(10,600)
稅務開支	(3,838)	(3,111)	(6,224)	(5,900)	(7,644)
其他	451	3,249	9,406	5,700	9,653
經營活動所得現金淨額	18,574	4,319	(1,351)	10,513	11,920
購置固定資產	(21,834)	(10,075)	(1,726)	(2,623)	(5,629)
聯營公司	(1,164)	2,066	(562)	(600)	(600)
其他	181	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(22,817)	(8,009)	(2,287)	(3,223)	(6,229)
股份發行	(6)	1	-	-	-
淨銀行借貸	9,633	4,524	5,734	(4,000)	(1,000)
股息	(1,341)	(1,650)	(2,083)	(2,625)	(3,034)
其他	352	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	8,638	2,875	3,651	(6,625)	(4,034)
現金增加淨額	4,395	(815)	13	665	1,657
年初現金及現金等價物	14,399	18,794	17,920	17,865	18,462
匯兌	-	(60)	(68)	(68)	(68)
年末現金及現金等價物	18,794	17,920	17,865	18,462	20,051
受限制現金	242	240	240	240	240
資產負債表的現金	19,037	18,160	18,105	18,702	20,291

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.7	94.9	95.0	94.3	94.1
物業投資	1.7	3.0	3.0	3.7	3.7
物業管理	1.6	2.1	2.0	2.1	2.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	22.8	(7.0)	26.6	13.2	10.1
毛利率	17.1	(3.7)	33.9	16.3	17.7
息稅前收益	4.6	0.4	36.5	16.0	18.6
淨利潤	3.9	7.6	(1.7)	18.7	17.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.5	27.4	29.0	29.8	31.9
稅前利率	26.7	29.4	25.2	26.0	27.9
淨利潤率	16.4	19.0	14.7	15.4	16.5
核心淨利潤率	13.0	14.7	14.7	15.4	16.5
有效稅率	35.8	32.8	39.2	38.5	38.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.7	1.8	1.7	1.6
平均應收賬款周轉天數	20.3	38.2	23.7	22.6	21.9
平均應付帳款周轉天數	526.7	569.8	455.9	445.6	486.7
平均存貨周轉天數	760.8	854.8	768.9	774.6	787.3
淨負債/ 總權益比率 (%)	57.1	54.6	57.1	45.1	37.2
回報率 (%)					
資本回報率	19.7	17.5	15.1	15.9	16.6
資產回報率	5.3	5.1	4.6	5.1	5.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.531	1.544	1.514	1.797	2.114
每股股息(人民幣)	0.284	0.357	0.450	0.520	0.620
每股賬面值(人民幣)	8.22	9.46	10.61	11.95	13.55

來源: 公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。