

龙光地产 (3380 HK)

坐拥充足的大湾区资源

2019 上半年核心盈利上升 59%至 46.7 亿元（人民币，同下）。今年首七个月，公司合同销售额达到 546 亿元，同比增长 25%，完成全年销售目标 850 亿元的 64%。我们将目标价维持在 13.10 港元不变。上调至买入评级。

- **2019 上半年核心盈利上升 59%。**2019 上半年公司收入增长 78.3%至 270 亿元。龙光拥有充足的城市更新项目，部分项目已经能够可为公司创造收益。公司期间录得 49 亿元的一级土地开发收入，占总收入 10%以上。一级土地开发利润率（毛利率约为 50%），因此支撑整体毛利率达到 34.8%，高于 2017/18 财年的 34.4%/ 33.7%。核心溢利上升 59%至 46.7 亿元，对应核心利润率 17.3%。
- **首七个月达成率 64%。**上半年合约销售额 453 亿元，合约销售面积 339 万平，分别增长 27.7%和 85.9%。由于南宁项目销售增加及期内深圳项目销售较少，整体均价为 13,186 元/平，低于 2018/19 财年（每平 17,096/16,008 元）。管理层表示，各地方项目的销售价格仍然稳定，公司 2019 财年可售货值达到 1,500 亿元。今年首七个月的合约销售额为 546 亿元，公司已完成全年销售目标 850 亿元的 64%。我们相信龙光很大机会完成其全年销售目标。此外，已预售待入账的物业总额超过 700 亿元。
- **城市更新项目发挥更重要作用。**截至 2019 上半年，龙光拥有土储 3,590 万平，估计可售货值金额为 4,270 亿元。龙光在大湾区的土储达到 2,170 万平（占土储总面积 70%），估计可售货值为 3,009 亿元（占可售总货值 61%）。此外，公司尚有 1,880 万平的并购/城市更新项目在手，其可售货值达到 3,250 亿元。公司拥有强大的本地优势和稳健的执行力，管理层计划每年从城市更新业务转换不低于可售货值 300 亿元，并在未来每年贡献 10%-20%的核心溢利。
- **维持目标价不变，上调至买入评级。**我们将 2019/20 财年的盈利预测上调 7.3%/ 1.1%至 105.16/ 118.17 亿元。龙光以开发深圳项目为主，因此受益于深圳作为“试点城市”的新地位。公司目前估值不高，2019/20 财年市盈率为 5.4 倍/4.8 倍，2019/20 财年股息率为 6.3%/ 7.0%。我们维持目标价 13.10 港元，对应资产净值 26.20 港元有 50%折让。上调至买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	27,690	44,137	61,377	92,755	105,695
同比增长(%)	34.8	59.4	39.1	51.1	14.0
净收入(百万人民币)	6,431	8,123	10,516	11,817	12,627
EPS (人民币)	1.17	1.48	1.92	2.15	2.30
EPS 变动(%)	44.4	26.5	29.5	12.4	6.9
市盈率(x)	8.8	7.0	5.4	4.8	4.5
市帐率(x)	2.7	2.1	1.7	1.4	1.2
股息率(%)	2.0	3.3	6.3	7.0	8.4
权益收益率(%)	30.7	30.2	31.5	29.2	26.3
净资产负债比率(%)	67.9	63.2	59.4	57.9	50.2

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (上调)

目标价	HK\$13.10
(此前目标价)	HK\$13.10)
潜在升幅	+14.1%
当前股价	HK\$11.48

中国房地产行业

黄程宇

(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	62,944
3 月平均流通量(百万港元)	59.2
52 周内股价高/低(港元)	14.26/6.69
总股本(百万)	5,483

资料来源：彭博

股东结构

纪海鹏	77.6%
自有流通	22.4%

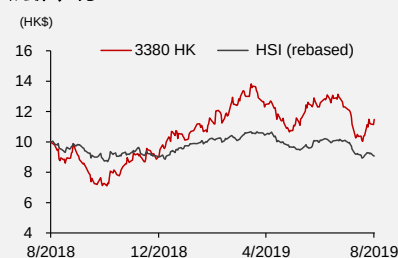
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.0%	0.6%
3-月	3.7%	10.5%
6-月	-1.2%	10.6%
12-月	13.0%	21.7%

资料来源：彭博

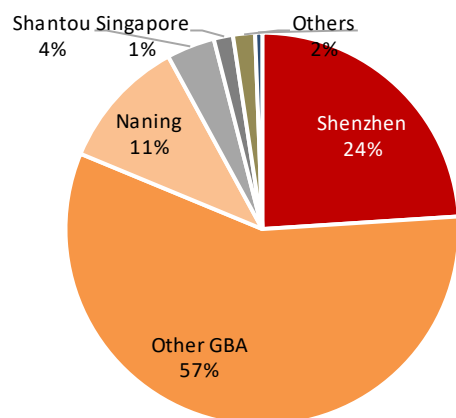
股份表现



资料来源：彭博

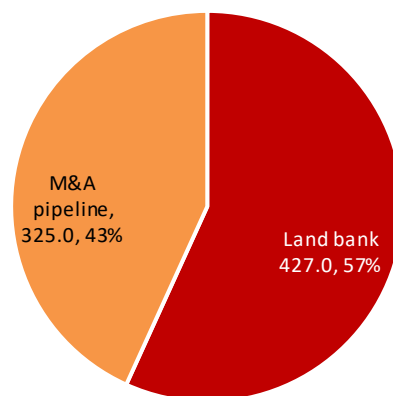
审计师：安永

图 1: 可售货值城市分布

Total saleable:
RMB75.20bn

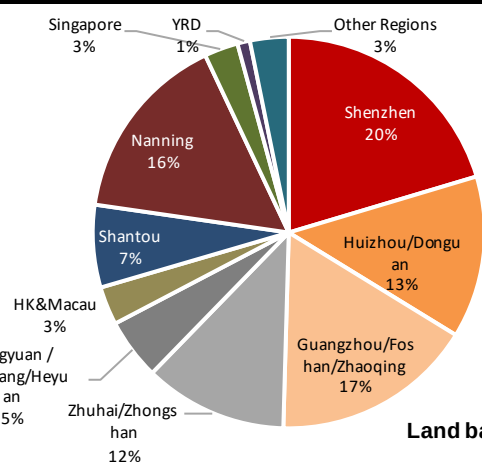
资料来源: 公司

图 2: 可售货值分类

Total saleable:
RMB75.20bn

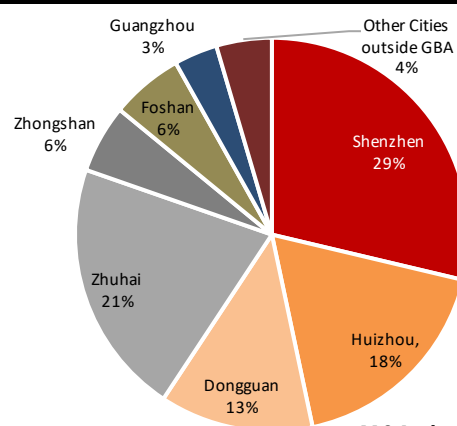
资料来源: 公司

图 3: 土储城市分布

Land bank saleable:
RMB427.0bn

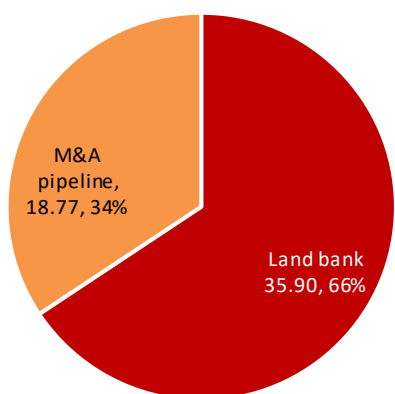
资料来源: 公司, 预计销售均价: RMB11,894/sq m

图 4: 收并购及更新项目分布

M&A pipeline saleable:
RMB325.0bn

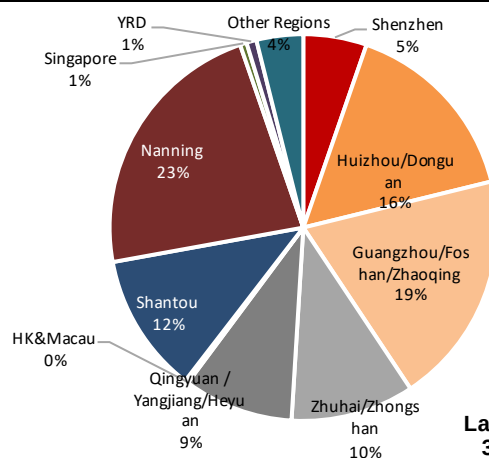
资料来源: 公司, 预计销售均价: RMB17,315/sq m

图 5: 总土储面积分类

Total land reserve:
54.67 mn sq m

资料来源: 公司

图 6: 土储城市分布

Land bank GFA:
35.90mn sq m

资料来源: 公司

财务报表

利润表

12 月年结 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	27,690	44,137	61,377	92,755	105,695
物业开发	26,951	39,063	44,220	57,695	61,073
投资物业租金	88	92	138	172	198
建筑收入	966	4,192	12,575	31,437	40,869
一级土地开发	-	1,067	4,900	4,165	4,373
减: 营业税及其他税金	(316)	(277)	(455)	(714)	(817)
销售成本	(18,172)	(29,250)	(41,256)	(66,211)	(77,061)
毛利	9,517	14,887	20,120	26,544	28,634
其他收入	696	1,369	1,572	311	412
销售费用	(929)	(1,231)	(1,841)	(2,783)	(3,171)
行政费用	(748)	(1,134)	(1,350)	(2,133)	(2,325)
其他费用	(10)	(57)	(2)	-	-
息税前收益	8,527	13,834	18,499	21,939	23,550
应占联营和合营公司收益	205	(184)	(50)	30	80
净融资成本	(672)	(1,417)	(1,815)	(2,147)	(2,449)
特殊收入	2,829	1,787	816	-	-
税前利润	10,889	14,019	17,450	19,822	21,181
所得税	(3,881)	(5,023)	(6,142)	(6,977)	(7,456)
本年利润	7,008	8,996	11,308	12,845	13,725
非控制股东权益	(481)	(708)	(626)	(862)	(933)
永续债	(97)	(165)	(165)	(165)	(165)
归属股东净利润	6,431	8,123	10,516	11,817	12,627
核心净利润	4,628	7,023	9,947	11,817	12,627

资产负债表

12 月年结 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流动资产	83,595	130,640	166,532	209,111	234,863
存货	38,458	54,781	65,282	76,297	81,567
贸易及其他应收账款	20,448	37,816	51,147	79,278	91,909
现金及现金等价物	19,878	28,452	33,522	36,955	44,806
其他	4,810	9,591	9,591	9,591	9,591
非流动资产	28,276	39,454	39,424	39,464	39,570
物业、厂房及设备	148	176	196	205	232
投资型房地产	15,665	18,338	18,338	18,338	18,338
联营及合营公司的权益	11,915	19,490	19,440	19,470	19,550
其他	548	1,450	1,450	1,450	1,450
总资产	111,871	170,095	205,956	248,575	274,433
流动负债	57,294	88,539	113,730	143,600	155,943
贸易及其他应付账款	37,276	47,450	60,326	88,281	85,624
合同负债	-	16,785	27,997	27,321	39,185
短期借款	17,309	19,745	20,847	23,438	26,575
其他	2,709	4,559	4,559	4,559	4,559
非流动负债	27,413	44,810	48,317	53,113	58,120
长期负债	25,278	42,238	45,745	50,541	55,548
其他	2,135	2,572	2,572	2,572	2,572
总负债	84,707	133,349	162,047	196,713	214,063
非控股权益	3,858	7,497	8,123	8,985	9,918
永续债	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363
权益股东应占总权益	27,164	36,746	43,909	51,861	60,370

资料来源: 公司及招銀国际证券预测

现金流量表

12 月年结 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	8,527	13,834	18,499	21,939	23,550
折旧和摊销	64	-	38	44	53
营运资金变动	(6,008)	(14,342)	257	(11,867)	(8,695)
税务开支	(3,881)	(5,023)	(6,142)	(6,977)	(7,456)
其他	12,813	10,099	(5,177)	6,093	3,552
经营活动所得现金净额	11,516	4,568	7,475	9,231	11,005
购置固定资产	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)
联营公司	(176)	(176)	(176)	(176)	(176)
其他	(10,256)	(22,457)	(9,474)	(13,705)	(4,454)
投资活动所得现金净额	(11,844)	(24,046)	(11,062)	(15,293)	(6,043)
股份发行	(93)	(94)	(93)	(93)	(93)
净银行借贷	9,400	28,796	24,005	7,387	8,144
股息	(1,853)	(3,556)	(3,979)	(4,727)	(5,051)
其他	(437)	3,122	(11,277)	6,928	(110)
融资活动所得现金净额	7,017	28,268	8,656	9,495	2,890
现金增加净额	6,689	8,790	5,069	3,433	7,852
年初现金及现金等价物	13,560	19,878	28,452	33,522	36,955
汇兑	(371)	(216)	-	-	-
年末现金及现金等价物	19,878	28,452	33,521	36,955	44,806

主要比率

12 月年结 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业开发	97.3	88.5	72.0	62.2	57.8
投资物业租金	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
建筑收入	3.5	9.5	20.5	33.9	38.7
一级土地开发	-	2.4	8.0	4.5	4.1
总额	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.4	33.7	32.8	28.6	27.1
息税前利润率	30.8	31.3	30.1	23.7	22.3
税前利润率	39.3	31.8	28.4	21.4	20.0
净利润率	23.2	18.4	17.1	12.7	11.9
核心净利润率	16.7	15.9	16.2	12.7	11.9
有效税率	35.6	35.8	35.2	35.2	35.2
增长 (%)					
收入	34.8	59.4	39.1	51.1	14.0
毛利	45.1	56.4	35.2	31.9	7.9
净利润率	54.6	62.2	33.7	18.6	7.3
净利润	43.3	26.3	29.5	12.4	6.9
核心净利润	51.4	51.7	41.6	18.8	6.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
平均存货周转天数	772	684	578	421	386
平均应收账款周转天数	270	313	304	312	317
平均应付账款周转天数	749	592	534	487	406
净负债/ 总权益比率 (%)	67.9	63.2	59.4	57.9	50.2
回报率 (%)					
资本回报率	30.7	30.2	31.5	29.2	26.3
资产回报率	9.7	8.2	8.5	8.0	7.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.17	1.48	1.92	2.15	2.30
每股股息(人民币)	0.21	0.34	0.65	0.72	0.86
每股账面值(人民币)	3.81	4.90	6.09	7.38	8.76

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。