

## 龙湖地产(960 HK, HK\$13.4, 目标价HK\$18.2, 买入) - 边际利润在2013年见底回升

- ❖ **悠长历史及受顾客与投资者赞赏。**龙湖地产在房地产市场有19年的良好记录。其项目遍布中国20个城市。在2013年首5个月,龙湖地产收购了310万平方米土地储备。目前的总土地储备达至4,259万平方米,平均地价为每平方米2,063元(人民币·下同)。与此同时,龙湖地产投资物业组合可出租总建筑面积的为55万平方米,出租率达98.8%。而且,2015年的投资物业预计会增至120万平方米。公司最近已发行了10年的6.75%美元债券,债券息率是一个中国开发商最低之一。
- ❖ **健康的资产负债表和低廉的资金成本。**公司于2012年9月进行了25亿元的配股,强大了资产负债表。此外,发行公司债券增强了龙湖用作收购土地的现金水平。2012年底的平均债务成本是6.72%。因为2013年的现金流预测为42亿元流出,我们预计在2013年净负债比率将上升至55.5%。
- ❖ **我们预计净利润将以21%的复合年增长率上升。**我们预计2013-15年的营业额分别为373亿元、441亿元及567亿元。因为在减价后,利润率受压力,但我们预计边际利润将在2013年见底。我们估计2013-15年的净利润分别为56亿元、70亿元和96亿元。
- ❖ **股东结构可能限制股价短期表现。**龙湖地产的股价年初至今表现落后于同行,我们认为主要的原因是市场可能担心主席吴亚军前夫蔡奎出售股份。根据一些借贷融资协议,他们必须共同拥有不低于51%龙湖的股权,否则银行可以要求终止借贷及要求还款。但两人有口头协议,如果蔡奎计划出售股份,吴亚军有优先选择购买权。在吴亚军仍可保持大股东的情况下,龙湖地产是没有债务偿还的风险。
- ❖ **值得重新评级。**我们首发龙湖地产的研究报告,评级为买入。我们估计龙湖地产在2013年底的资产净值为每股26.01港元。目前估值较资产净值折让48.1%。由于资产负债表稳健、优质的土地储备及有信誉的管理,我们认为龙湖地产估值并不昂贵。若在2013年下半年销售回暖和股东结构前景转趋明确,龙湖地产在未来可获重新评级。我们的目标价为18.2港元,较资产净值折让30%。上升潜力为38.4%。

### 龙湖地产(960 HK)

评级	买入
收市价	13.4 港元
目标价	18.2 港元
市值(港币百万)	72,780
过去3个月平均交易(港币百万)	117
52周高/低(港币)	16.1/10.66
发行股数(百万股)	5,431
主要股东	吴亚军(43.2%)

来源:彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1月	4.8%	4.5%
3月	-0.3%	0.6%
6月	-4.0%	-7.0%

来源:彭博

### 过去一年股价



### 财务资料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(人民币百万元)	24,093	27,893	37,310	44,124	56,836
净利润(人民币百万元)	6,328	6,301	5,558	6,952	9,566
每股收益(人民币)	1.227	1.203	1.023	1.280	1.761
每股收益变动(%)	53	(2)	(15)	25	38
市盈率(x)	8.6	8.8	10.3	8.3	6.0
市帐率(x)	2.5	1.9	1.6	1.3	1.0
股息率(%)	1.7	1.9	1.9	2.4	2.8
权益收益率(%)	28.8	21.1	15.2	15.6	17.2
净财务杠杆率(%)	43.0	47.6	55.5	53.4	42.9

来源:公司及招银国际研究部

**利润表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>收入</b>	<b>24,093</b>	<b>27,893</b>	<b>37,310</b>	<b>44,124</b>	<b>56,836</b>
物业发展	23,376	26,946	36,004	42,401	54,676
物业投资	402	483	680	910	1,119
物业管理	315	463	625	813	1,041
销售成本	(14,324)	(16,710)	(25,904)	(29,022)	(35,625)
<b>毛利</b>	<b>9,769</b>	<b>11,183</b>	<b>11,406</b>	<b>15,102</b>	<b>21,211</b>
销售费用	(643)	(689)	(746)	(882)	(1,194)
行政费用	(709)	(873)	(970)	(1,059)	(1,364)
其他收益	276	171	177	159	161
<b>息税前收益</b>	<b>8,693</b>	<b>9,793</b>	<b>9,867</b>	<b>13,319</b>	<b>18,814</b>
融资成本	(202)	(48)	(71)	(78)	(84)
联营公司	324	248	66	146	191
特殊收入	2,631	1,309	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>11,445</b>	<b>11,302</b>	<b>9,863</b>	<b>13,387</b>	<b>18,921</b>
所得税	(4,524)	(4,436)	(3,873)	(5,934)	(8,783)
非控制股东权益	(593)	(564)	(431)	(501)	(572)
<b>净利润</b>	<b>6,328</b>	<b>6,302</b>	<b>5,558</b>	<b>6,952</b>	<b>9,566</b>
<b>核心净利润</b>	<b>4,503</b>	<b>5,402</b>	<b>5,558</b>	<b>6,952</b>	<b>9,566</b>

来源: 公司及招銀国际研究部

**资产负债表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>非流动资产</b>	<b>28,484</b>	<b>37,606</b>	<b>41,309</b>	<b>48,524</b>	<b>54,859</b>
物业、厂房及设备	25,933	34,516	38,200	45,215	51,250
联营公司	1,873	2,068	2,200	2,400	2,700
投资物业	-	-	-	-	-
无形资产	-	-	-	-	-
其他	678	1,021	909	909	909
<b>流动资产</b>	<b>68,776</b>	<b>87,821</b>	<b>94,748</b>	<b>108,121</b>	<b>123,310</b>
现金及现金等价物	14,527	18,611	14,148	14,021	14,710
应收贸易款项	3,344	4,098	5,200	5,600	6,000
存货	13	29	-	-	-
关连款项	49,811	62,861	73,000	86,000	100,000
其他	1,081	2,222	2,400	2,500	2,600
<b>流动负债</b>	<b>50,582</b>	<b>62,575</b>	<b>69,152</b>	<b>79,452</b>	<b>90,052</b>
借债	41,411	48,515	53,500	62,000	71,500
应付贸易账款	4,788	7,899	8,200	8,600	9,000
应付税项	3,580	5,109	6,400	7,800	8,500
关连款项	803	1,052	1,052	1,052	1,052
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>22,583</b>	<b>30,274</b>	<b>28,990</b>	<b>31,040</b>	<b>31,040</b>
借债	20,386	27,728	28,000	30,000	30,000
递延税项	2,197	2,432	800	850	850
其他	-	114	190	190	190
<b>少数股东权益</b>	<b>2,154</b>	<b>2,668</b>	<b>1,400</b>	<b>1,600</b>	<b>1,600</b>
<b>净资产总值</b>	<b>21,941</b>	<b>29,909</b>	<b>36,515</b>	<b>44,553</b>	<b>55,477</b>
<b>股东权益</b>	<b>21,941</b>	<b>29,909</b>	<b>36,515</b>	<b>44,553</b>	<b>55,477</b>

来源: 公司及招銀国际研究部

## 现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息税前收益	8,692	9,793	9,867	13,320	18,814
折旧和摊销	27	33	46	51	59
营运资金变动	3,631	4,144	(10,410)	(11,900)	(12,900)
税务开支	(2,500)	(2,574)	(5,205)	(5,484)	(8,383)
其他	629	235	2,632	5,439	6,751
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>10,479</b>	<b>11,631</b>	<b>(3,070)</b>	<b>1,425</b>	<b>4,341</b>
购置固定资产	(11,009)	(16,122)	(1,677)	(3,566)	(2,594)
联营公司	-	52	(132)	(200)	(300)
其他	235	320	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(10,774)</b>	<b>(15,750)</b>	<b>(1,808)</b>	<b>(3,766)</b>	<b>(2,894)</b>
股份发行	0	2,554	-	-	-
净银行借贷	6,822	6,818	1,563	3,400	700
股息	(706)	(953)	(1,048)	(1,086)	(1,358)
其他	(1,487)	-	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>4,629</b>	<b>8,418</b>	<b>516</b>	<b>2,314</b>	<b>(658)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>4,334</b>	<b>4,299</b>	<b>(4,363)</b>	<b>(27)</b>	<b>789</b>
年初现金及现金等价物	9,863	14,121	18,384	13,921	13,794
汇兑	(76)	(36)	(100)	(100)	(100)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>14,121</b>	<b>18,384</b>	<b>13,921</b>	<b>13,794</b>	<b>14,483</b>
受限制现金	406	227	227	227	227
<b>资产负债表中的现金</b>	<b>14,527</b>	<b>18,611</b>	<b>14,148</b>	<b>14,021</b>	<b>14,710</b>

来源: 公司及招银国际研究部

## 主要比率

年结: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>销售组合(%)</b>					
物业发展	97.0	96.6	96.5	96.1	96.2
物业投资	1.7	1.7	1.8	2.1	2.0
物业管理	1.3	1.7	1.7	1.8	1.8
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	40.5	40.1	30.6	34.2	37.3
税前利率	47.5	40.5	26.4	30.3	33.3
净利润率	26.3	22.6	14.9	15.8	16.8
核心净利润率	18.7	19.4	14.9	15.8	16.8
有效税率	39.5	39.3	39.3	44.3	46.4
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率 (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
平均应收账款周转天数	25.3	26.8	25.4	23.2	19.3
平均应付帐款周转天数	928.6	982.1	718.7	726.3	683.9
平均存货周转天数	1,080.7	1,230.6	957.2	999.9	952.8
总负债/ 权益比率 (%)	109.2	109.8	94.2	84.8	69.4
净负债/ 权益比率 (%)	43.0	47.6	55.5	53.4	42.9
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	33.4	24.3	16.7	17.2	19.1
资产回报率	7.5	5.7	4.3	4.8	5.7
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	1.227	1.203	1.023	1.280	1.761
每股股息(人民币)	0.175	0.200	0.200	0.250	0.300
每股账面值(人民币)	4.26	5.51	6.72	8.20	10.21

来源: 公司及招银国际研究部

## 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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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

本报告期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，并可能会受标的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上责任。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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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。