龙湖地产 (960 HK, HK$12.36, 目标价：HK$14.84, 买入）— 下半年前景亮丽

龙湖地产(960 HK)

评级	买入
收市价	HK$12.36
目标价	HK$14.84
市值 (港币百万)	72,142
过去 3 月平均交易 (港币百万)	43.3
52 周高/低 (港币)	12.52/8.38
发行股数 (百万)	5,837
主要股东	吴亚军 (44.1%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	11.3%	6.5%
3 月	21.6%	5.1%
6 月	25.4%	4.1%

来源:彭博

过去一年股价

来源:彭博

- **2016 上半年核心盈利增长 8%。**因为确认均价上升 14.9%至每平方米 10,954 元(人民币・下同)，2016 上半年的营业额增加 9.4%至 184 亿元，同期整体毛利率也因确认均价上升而增加 1.4 个百分点至 27.9%。不过，投资物业重估收益下降及联营公司出现亏损，2016 上半年的纯利下跌 2.7%至 37.3 亿元。扣除投资物业重估收益，基本盈利上升 7.7%至 24.0 亿元。

- **269 万营运中及在建中的投资物业。**受惠于新商场落成及租金上升，2016 上半年的租金收入上升 34%至 8.83 亿元，2016 年中的整体出租率为 96.0%。3 家新开的投资物业在 2016 上半年开始营运，为投资物业组合增加 30 万平方米的面积至 155 万平方米。2 个在北京及重庆共 22 万平方米的投资物业在今年 7 月开业，将可刺激未来租金收益的增幅。最后，另外 7 个共 92 万平方米投资物业仍在兴建，料在 2018 年前竣工。

- **至 7 月止完成 2016 年销售目标 76%。**2016 年 1-7 月合同销售金额增加 81.4%至 473 亿元，同期合同销售面积增加 46.5%至 318 万平方米，即表示公司完成 2016 年全年销售目标 620 亿元的 76.2%。龙湖在 2016 下半年计划销售 72 个项目，其中 13 个为全新项目，另外 14 个为现有项目的新一期。公司在 2016 上半年新购入 16 个共 574 万平方米面积的新土地储备，目前，总土地储备及应占权益的土地储备分别为 3,900 万平方米和 3,265 万平方米，平均土地成本为每平方米 3,507 元。

- **5.18%的财务成本。**龙湖的净负债比率由 2015 年末的 54.6%上升至 2016 年中的 62.7%，但公司仍享有高度的信贷评级，2016 上半年的债务成本下降至 5.18%，应是非国企的房地产商最低的一家。人民币及外币债务分别占 2016 年中总借贷的 72%及 28%。虽然公司在 2016 上半年录得 2.53 亿元外汇亏损，但 2.05 亿元的对冲收益可抵销部份的损失。

- **目标价及预测维持不变。**约 171 万平方米的物业在 2016 上半年竣工，预料下半年竣工物业达 591 万平方米。截至 2016 年中，总值约 758 亿元(或 501 万平方米)物业销售已锁定，盈利前景可观性高。我们维持预测及目标价不变，目标价为 14.84 港元，相等于较资产净值折让 40%。**重申买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万人民币)	50,991	47,423	60,044	67,980	74,850
净利润 (百万人民币)	8,354	8,988	8,832	10,483	12,332
每股收益 (人民币)	1.531	1.544	1.514	1.797	2.114
每股收益变动 (%)	3.5	0.9	(1.9)	18.7	17.6
市盈率(x)	6.9	6.9	7.0	5.9	5.0
市帐率 (x)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	2.7	3.4	4.2	4.9	5.8
权益收益率 (%)	17.5	16.3	14.3	15.0	15.6
净财务杠杆率 (%)	57.1	54.6	57.1	45.1	37.2

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	**50,991**	**47,423**	**60,044**	**67,980**	**74,850**
物业发展	49,289	44,993	57,015	64,081	70,426
物业投资	876	1,415	1,831	2,486	2,756
物业管理	826	1,015	1,198	1,413	1,668
销售成本	(37,475)	(34,408)	(42,613)	(47,710)	(50,999)
毛利	**13,516**	**13,015**	**17,431**	**20,270**	**23,850**
销售费用	(1,065)	(1,018)	(1,171)	(1,360)	(1,497)
行政费用	(1,298)	(1,435)	(1,561)	(1,835)	(2,096)
其他收益	(334)	297	123	125	134
息税前收益	**10,819**	**10,859**	**14,822**	**17,200**	**20,392**
融资成本	(23)	(43)	(82)	(83)	(79)
联营公司	276	248	394	533	543
特殊收入	2,554	2,874	-	-	-
税前利润	**13,627**	**13,938**	**15,134**	**17,651**	**20,856**
所得税	(4,876)	(4,574)	(5,932)	(6,800)	(8,044)
非控制股东权益	(397)	(376)	(369)	(368)	(480)
净利润	**8,354**	**8,988**	**8,832**	**10,483**	**12,332**
核心净利润	**6,610**	**6,950**	**8,832**	**10,483**	**12,332**

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	**58,219**	**63,911**	**65,369**	**71,529**	**78,639**
物业、厂房及设备	20,089	16,832	17,210	20,220	21,230
联营公司	3,304	1,238	1,800	2,400	3,000
投资物业	33,362	43,385	45,000	47,500	53,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,465	2,456	1,359	1,409	1,409
流动资产	**109,937**	**120,177**	**131,905**	**140,602**	**152,791**
现金及现金等价物	19,037	18,160	18,105	18,702	20,291
应收贸易款项	5,668	9,920	7,800	8,400	9,000
存货	2,873	6,770	5,000	5,000	5,000
关连款项	79,122	82,036	97,500	105,000	115,000
其他	3,238	3,291	3,500	3,500	3,500
流动负债	**74,362**	**71,047**	**72,900**	**83,300**	**93,800**
借债	54,490	52,942	53,500	63,000	73,000
应付贸易账款	9,577	10,305	10,000	10,800	11,200
应付税项	7,973	6,178	8,000	8,000	8,000
关连款项	2,323	1,622	1,400	1,500	1,600
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	**43,522**	**50,574**	**54,502**	**50,602**	**49,602**
借债	39,769	46,088	50,000	46,000	45,000
递延税项	3,751	4,487	4,500	4,600	4,600
其他	2	-	2	2	2
少数股东权益	**2,508**	**7,343**	**8,000**	**8,500**	**9,000**
净资产总值	**47,764**	**55,125**	**61,872**	**69,729**	**79,028**
股东权益	**47,764**	**55,125**	**61,872**	**69,729**	**79,028**

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	10,819	10,859	14,822	17,200	20,392
折旧和摊销	55	33	109	113	119
营运资金变动	11,087	(6,712)	(19,464)	(6,600)	(10,600)
税务开支	(3,838)	(3,111)	(6,224)	(5,900)	(7,644)
其他	451	3,249	9,406	5,700	9,653
经营活动所得现金净额	**18,574**	**4,319**	**(1,351)**	**10,513**	**11,920**
购置固定资产	(21,834)	(10,075)	(1,726)	(2,623)	(5,629)
联营公司	(1,164)	2,066	(562)	(600)	(600)
其他	181	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	**(22,817)**	**(8,009)**	**(2,287)**	**(3,223)**	**(6,229)**
股份发行	(6)	1	-	-	-
净银行借贷	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	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	**8,638**	**2,875**	**3,651**	**(6,625)**	**(4,034)**
现金增加净额	**4,395**	**(815)**	**13**	**665**	**1,657**
年初现金及现金等价物	14,399	18,794	17,920	17,865	18,462
汇兑	-	(60)	(68)	(68)	(68)
年末现金及现金等价物	**18,794**	**17,920**	**17,865**	**18,462**	**20,051**
受限制现金	242	240	240	240	240
资产负债表的现金	**19,037**	**18,160**	**18,105**	**18,702**	**20,291**

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	96.7	94.9	95.0	94.3	94.1
物业投资	1.7	3.0	3.0	3.7	3.7
物业管理	1.6	2.1	2.0	2.1	2.2
总额	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
增长 (%)					
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
息税前收益	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
税前利率	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
有效税率	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

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之分析员，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。