

## 龍光地產 (3380 HK)

### 高毛利推動盈利增長

- ❖ **銷售增長主要來自汕頭和深圳。**2017年上半年，公司實現合約銷售193億元人民幣，增長34.2%，平均售價同比上漲33.5%至每平方米15,452元人民幣。其中33.5%和29.5%的合約銷售分別來自汕頭和深圳地區。截止2017年6月30日，公司約有203.3億元人民幣的合約銷售仍未結轉，其中深圳占31%，汕頭占21%。在上半年銷售表現優異的情況下，公司也將今年全年345億元人民幣的銷售目標提高至370億元人民幣。
- ❖ **毛利率提升推動盈利增長。**今年上半年，公司收入達123.8億元人民幣，大幅增長94.6%。由於公司多個高毛利的項目在今年上半年結算，因此公司期內毛利率由去年同期的30.4%大幅提升至39.5%。在收入增長和毛利率提升的雙重推動下，毛利大幅增長153.4%至48.9億元人民幣。相應地，淨利潤增長166.1%至34.0億元人民幣，核心利潤則增長195.4%至25.5億元人民幣。淨利潤率和核心利潤率分別為27.5%和20.6%。公司董事會也宣布中期每股派息19港仙(1H16:無)，以及每股3港仙的特別派息，共計22港仙。
- ❖ **可控的財務狀況。**截止2017年6月30日，公司現金約234.5億元人民幣，足夠覆蓋52.5億元人民幣的短期負債。同時，平均借貸成本也由去年底的6.1%降至5.9%。公司在5月成功發行一筆3.5億美元的永續債，淨負債率也較去年底下降了4.4個百分點至67%。總體財務狀況仍處在可控範圍內。
- ❖ **繼續聚焦粵港澳大灣區。**截止2017年6月30日，公司土地儲備總貨值達3,880億元人民幣，總建築面積約2,789萬平方米。其中80%的貨值位於粵港澳大灣區，貨值約3,145億元人民幣，建築面積約1,830萬平方米。在獲取土地方面，併購及城市更新已經成為公司重要的獲取途徑。公司53%的貨值或47%的土地儲備面積來自併購及城市更新渠道。公司預計近期將有6個併購及城市更新項目將在短期落地形成供應。
- ❖ **上調預測及目標價。**因為優於預期的盈利能力以及銷售表現，我們分別上調2017-2019年的淨利潤預測41.5%、14.7%及10.5%至53.4億、60.3億和72.6億元人民幣。考慮到毛利率提升和良好的項目位置，我們將2017年底的淨資產預測由9.75港元升至14.06港元，因此目標價由5.85港元調升至8.44港元，相等於40%的與淨資產折讓。

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY17E	FY18E
營業額(百萬人民幣)	14,574	20,539	28,107	37,214	45,232
淨利潤(百萬人民幣)	2,649	4,488	5,347	6,028	7,259
EPS(人民幣)	0.48	0.82	0.96	1.09	1.31
EPS變動(%)	1.5	71.3	17.9	12.7	20.4
市盈率(x)	17.4	10.1	8.6	7.6	6.3
市帳率(x)	3.4	2.3	1.8	1.6	1.4
股息率(%)	1.4	2.7	4.7	5.2	6.3
權益收益率(%)	21.4	27.2	24.1	22.5	23.6
淨財務杠杆率(%)	56.4	71.4	70.8	73.0	75.2

資料來源：公司及招銀國際研究

#### 買入(維持)

目標價	HK\$8.44
(過去目標價)	HK\$5.85)
潛在升幅	+17.2%
當前股價	HK\$7.20

#### 黃程宇

電話：(852) 3761 8773

郵件：[huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：[samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 中國房地產行業

市值(百萬港元)	38,574
3月平均流通量(百萬港元)	85.02
5周內股價高/低(港元)	7.39/2.76
總股本(百萬)	5,552.5

資料來源：彭博

#### 股東結構

紀海鵬	76.82%
自有流通	22.18%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	19.8%	12.9%
3-月	69.5%	55.3%
6-月	117.0%	86.0%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

#### 審計師: KPMG

公司網站：[www.loganestate.com](http://www.loganestate.com)

## 利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>14,574</b>	<b>20,539</b>	<b>27,615</b>	<b>35,145</b>	<b>41,839</b>
物業開發	15,247	21,105	28,471	36,280	43,190
投資物業租金	72	84	110	136	156
建築收入	121	212	184	193	236
減：營業稅及其他稅金	(866)	(862)	(1,151)	(1,464)	(1,743)
銷售成本	(10,144)	(13,979)	(18,481)	(22,955)	(26,811)
<b>毛利</b>	<b>4,430</b>	<b>6,560</b>	<b>9,134</b>	<b>12,189</b>	<b>15,027</b>
其他收入	135	424	192	232	260
銷售費用	(573)	(714)	(986)	(1,255)	(1,494)
行政費用	(588)	(557)	(994)	(1,265)	(1,506)
其他收益	(144)	(196)	(176)	(196)	(181)
<b>息稅前收益</b>	<b>3,260</b>	<b>5,516</b>	<b>7,170</b>	<b>9,704</b>	<b>12,106</b>
淨融資成本	(36)	(372)	(378)	(447)	(505)
聯營公司	-	26	35	35	35
特殊收入	950	2,764	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>4,174</b>	<b>7,933</b>	<b>6,827</b>	<b>9,292</b>	<b>11,636</b>
所得稅	(1,486)	(2,734)	(2,805)	(3,638)	(4,420)
非控制股東權益	(39)	(712)	(243)	(399)	(645)
<b>淨利潤</b>	<b>2,649</b>	<b>4,488</b>	<b>3,779</b>	<b>5,255</b>	<b>6,571</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,974</b>	<b>3,107</b>	<b>3,779</b>	<b>5,255</b>	<b>6,571</b>

來源：公司資料，招銀國際則預測

## 資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流動資產</b>	<b>7,011</b>	<b>27,980</b>	<b>35,538</b>	<b>38,691</b>	<b>42,604</b>
物業、廠房及設備	166	184	213	217	241
投資型房地產	6,118	11,891	14,864	17,836	21,404
聯營及合營公司的權益	-	15,404	19,766	19,766	19,766
無形資產	-	-	-	-	-
其他非流動資產	728	501	695	872	1,194
<b>流動資產</b>	<b>49,760</b>	<b>58,521</b>	<b>71,155</b>	<b>85,632</b>	<b>100,001</b>
現金及現金等價物	10,848	14,570	17,884	21,359	23,963
貿易及其他應收賬款	10,026	2,943	5,523	7,029	8,368
存貨	28,198	40,197	46,856	56,263	66,591
應收賬款	-	-	-	-	-
其他	689	811	892	981	1,079
<b>流動負債</b>	<b>22,621</b>	<b>31,055</b>	<b>39,250</b>	<b>49,086</b>	<b>55,214</b>
銀行借款	4,045	5,118	6,505	9,080	10,594
貿易及其他應付帳款	5,961	7,870	10,099	12,408	14,415
即期稅項	1,321	2,017	2,219	2,441	2,685
預收款項	11,008	16,049	20,427	25,157	27,520
其他	287	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>16,689</b>	<b>29,695</b>	<b>37,782</b>	<b>40,379</b>	<b>46,113</b>
帶息借款	15,706	28,068	35,829	38,036	43,301
遞延稅項	984	1,627	1,953	2,343	2,812
其他	-	-	-	-	-
<b>非控股權益</b>	<b>3,912</b>	<b>6,324</b>	<b>7,589</b>	<b>9,107</b>	<b>10,929</b>
<b>資產淨額</b>	<b>13,549</b>	<b>19,427</b>	<b>22,072</b>	<b>25,751</b>	<b>30,350</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>13,549</b>	<b>19,427</b>	<b>22,072</b>	<b>25,751</b>	<b>30,350</b>

來源：公司資料，招銀國際則預測

**現金流量表**

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>息稅前收益</b>	<b>3,260</b>	<b>5,516</b>	<b>7,170</b>	<b>9,704</b>	<b>12,106</b>
折舊和攤銷	19	23	27	28	29
營運資金變動	8,761	(3,007)	(7,009)	(8,604)	(9,660)
稅務開支	(1,242)	(1,875)	(2,135)	(2,768)	(3,364)
其他	(10,034)	4,171	5,556	5,941	5,641
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>764</b>	<b>4,828</b>	<b>3,608</b>	<b>4,302</b>	<b>4,752</b>
購置固定資產	(370)	(689)	(1,074)	(1,282)	(1,417)
聯營公司	-	(13,746)	(4,800)	-	-
其他	(542)	1,595	-	(4,266)	(6,943)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(911)</b>	<b>(12,840)</b>	<b>(5,874)</b>	<b>(5,548)</b>	<b>(8,359)</b>
股份發行	1,289	(173)	-	-	-
淨銀行借貸	3,485	13,436	9,147	4,782	6,779
股息	(740)	(506)	(983)	(907)	(1,261)
其他	(919)	29	123	254	341
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>3,115</b>	<b>12,786</b>	<b>8,287</b>	<b>4,129</b>	<b>5,859</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>2,967</b>	<b>4,775</b>	<b>6,021</b>	<b>2,882</b>	<b>2,251</b>
年初現金及現金等價物	8,635	8,635	13,560	16,039	18,893
匯兌	92	150	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>11,694</b>	<b>13,560</b>	<b>19,581</b>	<b>18,921</b>	<b>21,144</b>

來源：公司資料，招銀國際則預測

**主要比率**

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售組合（%）</b>					
物業開發	104.6	102.8	103.1	103.2	103.2
投資物業租金	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
建築收入	0.8	1.0	0.7	0.5	0.6
減：營業稅及其他稅金	(5.9)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
<b>總額</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**盈利能力比率（%）**

毛利率	30.4	31.9	33.1	34.7	35.9
稅前利率	28.6	38.6	24.7	26.4	27.8
淨利潤率	18.2	21.8	13.7	15.0	15.7
核心淨利潤率	13.5	15.1	13.7	15.0	15.7
有效稅率	35.6	34.5	41.1	39.2	38.0

**增長（%）**

收入	16.6	40.9	34.5	27.3	19.0
毛利	16.4	48.1	39.2	33.5	23.3
淨利潤率	11.0	69.2	30.0	35.4	24.7
淨利潤	12.8	69.4	(15.8)	39.1	25.0
核心淨利潤	12.2	57.4	21.6	39.1	25.0

**資產負債比率**

流動比率（x）	2.2	1.9	1.8	1.7	1.8
平均應收賬款周轉天數	251.1	52.3	73.0	73.0	73.0
平均應付帳款周轉天數	214.5	205.5	199.5	197.3	196.2
平均存貨周轉天數	1,068.0	1,119.8	1,180.9	1,233.9	1,251.5
淨負債/總權益比率（%）	56.4	71.4	82.4	73.9	72.5

**回報率（%）**

資本回報率	21.4	27.2	18.2	22.0	23.4
資產回報率	5.3	7.3	4.2	4.9	5.4

**每股數據**

每股盈利（人民幣）	0.48	0.82	0.69	0.96	1.20
每股股息（人民幣）	0.12	0.22	0.21	0.29	0.36
每股賬面值（人民幣）	2.44	3.53	4.02	4.69	5.52

來源：公司資料，招銀國際則預測

## 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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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并無直接或間接關係。

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）并没有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

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

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道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。報告所載數據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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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，本公司及其僱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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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士。