

龍湖地產(960 HK, HK\$10.92, 目標價: HK\$14.42, 買入) — 預期中的盈利但增長較慢

- ❖ **核心盈利增長 6%**。2014 年收入及純利分別上升 22.8%至 510 億元(人民幣·下同)及 3.9%至 83.5 億元。扣除投資物業重估收益,基本盈利上升 6.4%至 66 億元,較我們預期高 4.3%。確認平均售價上升 12.2%至每平方米 10,925 元,交付樓面建築面積增加 9.2%的 451 萬平方米;此外,成都的北城天街的全年租金貢獻及 4 個新的投資物業在 2014 年開業帶動期內租金收入上升 38.1%至 8.76 億元。最後因為地價較高,2014 年總體毛利率下跌 1.3 個百分點至 26.5%。
- ❖ **2015 年銷售目標為 540 億元**。龍湖地產 2014 年合同銷售金額和面積分別增加 2%至 491 億元和 6.5%至 454 萬平方米。此外,截至 2014 年底,總值約 520 億元物業銷售已鎖定。公司在處理庫存工作方面表現較佳,龍湖在 2014 年底的持作出售物業減少 6.4%至 103 億元。龍湖在 2015 年推出 66 個值 980 億元的項目銷售,其中 13 個為新項目,另外 21 個為現有項目的新期數。龍湖具信心完成 2015 年全年銷售目標 540 億元。
- ❖ **未來 3 年商業物業增加 86 萬平方米**。目前,約 15 個投資物業(出租面積為 125 萬平方米)已經營運,另有 7 個投資物業(出租面積為 86 萬平方米)在興建中。2014 年底,物業出租率達 95.5%。公司預計至 2018 年租金收入將增長至約 30 億元,將可足夠支付利息開支及支持公司高的信貸評級。受惠於高的信貸評級,龍湖 2014 年的平均借貸成本為 6.4%;2014 年底的淨負債與總權益比率為 57.1%,為健康水平。
- ❖ **在 24 個城市建立 3,492 萬平方米的土地儲備**。龍湖地產在 2014 年新購入 311 萬平方米的新土地儲備,公司新開拓廣州、南京和佛山市場,土地儲備遍佈國內 24 個城市。目前,總土地儲備及應佔權益的土地儲備分別為 3,492 萬平方米和 3,284 萬平方米,土地成本為每平方米 2,363 元。公司的土地擴展政策穩健,在 2014 年,龍湖退出瀋陽部份投資及將土地交還給地方政府。
- ❖ **重申買入評級**。因為退還土地,我們分別下調 2014 及 2015 年的盈利預測 2.5%至 79 億元及 18.5%至 96.2 億元。我們更推出 2015 年底每股資產淨值預測為 23.71 港元,目標價從 14.42 港元下調至 14.22 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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬人民幣)	41,510	50,991	53,538	68,811	79,016
淨利潤(百萬人民幣)	8,037	8,354	7,900	9,622	11,287
每股收益(人民幣)	1.478	1.531	1.360	1.656	1.943
每股收益變動(%)	22.9	3.5	(11.1)	21.8	17.3
市盈率(x)	5.3	5.1	5.8	4.7	4.0
市帳率(x)	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	2.9	3.6	3.8	4.7	5.5
權益收益率(%)	21.7	17.5	14.6	15.5	15.9
淨財務槓桿率(%)	57.9	57.1	52.9	48.9	46.4

來源:公司及招銀國際研究部

龍湖地產(960 HK)

評級	買入
收市價	HK\$9.81
目標價	HK\$14.22
市值(港幣百萬)	56,989
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	36.1
52 周高/低(港幣)	11.78/8.46
發行股數(百萬)	5,442
主要股東	吳亞軍 (44.3%)

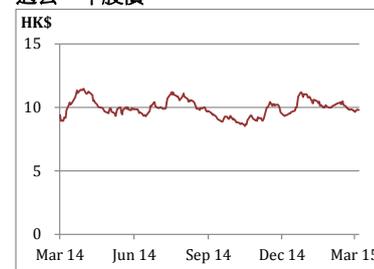
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-3.0%	0.2%
3 月	4.7%	-1.1%
6 月	2.6%	3.6%

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	41,510	50,991	53,538	68,811	79,016
物業發展	40,224	49,289	51,286	66,139	75,920
物業投資	635	876	1,195	1,351	1,445
物業管理	652	826	1,057	1,321	1,651
銷售成本	(29,972)	(37,475)	(37,709)	(48,230)	(55,410)
毛利	11,538	13,516	15,829	20,581	23,606
銷售費用	(887)	(1,065)	(1,071)	(1,239)	(1,422)
行政費用	(1,084)	(1,298)	(1,338)	(1,479)	(1,659)
其他收益	778	(334)	207	208	210
息稅前收益	10,345	10,819	13,626	18,071	20,734
融資成本	(39)	(23)	(69)	(73)	(77)
聯營公司	321	276	258	221	436
特殊收入	2,592	2,554	-	-	-
稅前利潤	13,219	13,627	13,815	18,219	21,094
所得稅	(4,583)	(4,876)	(5,818)	(8,486)	(9,741)
非控制股東權益	(599)	(397)	(97)	(110)	(66)
淨利潤	8,037	8,354	7,900	9,622	11,287
核心淨利潤	6,210	6,610	7,900	9,622	11,287

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流動資產	45,426	58,219	64,009	70,169	77,429
物業、廠房及設備	17,440	20,089	24,200	27,210	30,220
聯營公司	3,101	3,304	3,500	3,600	3,800
投資物業	23,813	33,362	35,000	38,000	42,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,072	1,465	1,309	1,359	1,409
流動資產	98,746	109,937	114,707	135,927	147,504
現金及現金等價物	14,676	19,037	18,607	19,327	19,104
應收貿易款項	4,343	5,668	6,000	7,800	8,400
存貨	7	2,873	2,500	2,000	2,000
關連款項	77,092	79,122	85,000	104,000	115,000
其他	2,627	3,238	2,600	2,800	3,000
流動負債	72,587	74,362	79,100	96,300	103,300
借債	53,665	54,490	59,500	76,500	83,000
應付貿易賬款	8,511	9,577	9,000	10,000	10,800
應付稅項	9,067	7,973	8,300	8,000	8,000
關連款項	1,344	2,323	2,300	1,800	1,500
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	31,810	43,522	43,502	46,002	48,602
借債	28,636	39,769	40,000	42,500	45,000
遞延稅項	2,959	3,751	3,500	3,500	3,600
其他	215	2	2	2	2
少數股東權益	2,792	2,508	2,100	1,900	2,000
淨資產總值	36,984	47,764	54,014	61,894	71,031
股東權益	36,984	47,764	54,014	61,894	71,031

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)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	10,345	10,819	13,626	18,071	20,734
折舊和攤銷	39	55	84	88	96
營運資金變動	6,706	5,332	(13,875)	(18,800)	(10,100)
稅務開支	(3,899)	(3,019)	(6,646)	(7,486)	(8,841)
其他	(19)	(7,730)	9,460	11,656	1,911
經營活動所得現金淨額	13,171	5,459	2,649	3,529	3,800
購置固定資產	(17,618)	(9,609)	(1,732)	(3,098)	(4,106)
聯營公司	(711)	(203)	(196)	(100)	(200)
其他	68	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(18,262)	(9,812)	(1,929)	(3,198)	(4,306)
股份發行	36	-	1	-	-
淨銀行借貸	5,134	10,038	559	2,200	2,500
股息	(1,155)	(1,240)	(1,650)	(1,743)	(2,149)
其他	(2,869)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,145	8,798	(1,090)	457	351
現金增加淨額	(3,945)	4,445	(370)	788	(155)
年初現金及現金等價物	18,384	14,399	18,794	18,365	19,085
匯兌	(40)	(50)	(60)	(68)	(68)
年末現金及現金等價物	14,399	18,794	18,365	19,085	18,862
受限制現金	277	242	242	242	242
資產負債表的現金	14,676	19,037	18,607	19,327	19,104

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.9	96.7	95.8	96.1	96.1
物業投資	1.5	1.7	2.2	2.0	1.8
物業管理	1.6	1.6	2.0	1.9	2.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增長 (%)

收入	48.8	22.8	5.0	28.5	14.8
毛利率	3.2	17.1	17.1	30.0	14.7
息稅前收益	5.6	4.6	25.9	32.6	14.7
淨利潤	27.6	3.9	(5.4)	21.8	17.3

盈利能力比率 (%)

毛利率	27.8	26.5	29.6	29.9	29.9
稅前利率	31.8	26.7	25.8	26.5	26.7
淨利潤率	19.4	16.4	14.8	14.0	14.3
核心淨利潤率	15.0	13.0	14.8	14.0	14.3
有效稅率	34.7	35.8	42.1	46.6	46.2

資產負債比率

流動比率 (x)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4
平均應收賬款周轉天數	19.1	20.3	20.5	20.7	19.4
平均應付帳款周轉天數	622.2	526.7	551.7	514.6	525.3
平均存貨周轉天數	852.2	760.8	794.3	715.2	721.3
淨負債/ 總權益比率 (%)	57.9	57.1	52.9	48.9	46.4

回報率 (%)

資本回報率	24.0	19.7	15.5	16.6	17.0
資產回報率	6.0	5.3	4.6	5.0	5.2

每股數據

每股盈利(人民幣)	1.478	1.531	1.360	1.656	1.943
每股股息(人民幣)	0.228	0.284	0.300	0.370	0.430
每股賬面值(人民幣)	6.80	8.78	9.93	11.38	13.06

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士。