

龍光地產 (3380 HK)

深圳項目確保可觀利潤率

❖ **2018年實現718億元人民幣銷售額。**龍光在2018年實現合同銷售額718億元(人民幣·下同)，同比增長65%，成功完成700億元銷售目標。雖然期內深圳項目結轉減少，致使平均售價下跌9%至16,314元/平方米，但銷售面積增加81%至440萬平方米。此外，權益銷售額約為700億元，權益占比高於同業平均水平。我們認為高權益和穩健的銷售增長共同推動龍光於2018年做出突破性的表現。管理層表示，公司將在2019年推出1,600億元可銷售資源。若按照50-60%的去化率計算，我們預計龍光2019年銷售額將達到800億至960億。

❖ **深圳項目確保可觀利潤率。**龍光享有高於同業的利潤率，於2017財年及2018上半年分別錄得毛利率34.4%及37.0%。我們認為這主要歸因於(1)項目區域具有很強的競爭性和(2)較早地獲取優質地塊。龍光是深耕深圳和大灣區的開發商，其大部分重點項目在深圳一小時交通圈內。而且公司一些旗艦項目鄰近地鐵站，享受一定的銷售溢價。此外，龍光早在2015年房地產市場升溫前，適時地加大了在深圳的土地收購。因此，積累了足夠的低成本(與今天的土地價格相比)土地儲備。至2018上半年，龍光在深圳擁有210萬平方米土儲，或943億元可銷售資源。我們認為龍光並不急於開發其深圳項目，它將每年推出一定數量的深圳項目，優化推盤結構，以確保穩定和較高的利潤率。我們相信龍光在未來2-3年內仍可確保可觀的利潤率。

❖ **收并購/城市更新在2019年發揮更大作用。**自房地產市場升溫，土地市場的價格水漲船高，因此龍光收購策略亦轉向收并購/城市更新。截至2018上半年，龍光擁有土儲3,546萬平方米，或可銷售資源4,161億元。可銷售資源中有200億元來自并購/城市更新。此外，龍光還有1,240萬平方米的并購/城市舊改項目正在孵化，其可銷售資源達到2,251億元。我們認為，雖然并購/城市更新具有更大不確定性和需要更長開發時間，但這與龍光的發展戰略是一致的，即深耕大灣區，強調項目區位和利潤率。我們認為并購/城市更新對龍光至為重要，尤其是在深圳區域的土地補充。維持充足且具有成本優勢的深圳儲備是龍光維持競爭優勢的一個重要途徑。

❖ **下調至持有評級。**龍光股價已從10月中旬的6.83港元反彈至11.20港元。我們認為當前股價已反映了其深圳項目的價值，以及市場對龍光高利潤率表現預期。我們維持目標價及盈利預測不變。2019年房地產市場不確定性增加，特別是中美貿易緊張可能對珠江三角洲的經濟產生不利影響，在股價反彈超過60%後，我們給予龍光持有評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	20,539	27,690	42,855	62,222	81,921
淨利潤(百萬人民幣)	4,488	6,527	7,624	9,790	11,980
EPS(人民幣)	0.81	1.17	1.39	1.78	2.18
EPS變動(%)	N.A.	44.4	18.7	28.4	22.4
市盈率(x)	12.2	8.4	7.1	5.5	4.5
市帳率(x)	2.8	2.6	2.2	1.7	1.4
股息率(%)	2.1	3.4	6.4	7.2	8.9
權益收益率(%)	23.1	31.2	30.4	31.6	31.4
淨財務杠杆率(%)	71.4	67.9	65.0	73.7	71.1

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有(下調)

目標價	HK\$12.16
(過去目標價)	HK\$12.16)
潛在升幅	+8.6%
當前股價	HK\$11.20

黃程宇

電話：(852) 3761 8773

郵件：huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	61,521
3月平均流通量(百萬港元)	56.4
52周內股價高/低(港元)	12.95/6.72
總股本(百萬)	5,493.0

資料來源：彭博

股東結構

紀海鵬	77.41%
自有流通	22.59%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-13.9%	-11.5%
3-月	-28.8%	-20.1%
6-月	-12.8%	-6.2%

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

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	20,539	27,690	42,855	62,222	81,921
物業開發	21,105	26,951	40,080	59,469	78,376
投資物業租金	84	88	101	134	151
建築收入	212	966	2,029	3,247	4,221
一級土地開發	-	-	1,067	-	-
減：營業稅及其他稅金	(862)	(316)	(422)	(629)	(827)
銷售成本	(13,979)	(18,172)	(27,975)	(40,520)	(54,881)
毛利	6,560	9,517	14,880	21,702	27,039
其他收入	424	696	1,018	351	479
銷售費用	(714)	(929)	(1,500)	(2,116)	(2,785)
行政費用	(557)	(748)	(1,157)	(1,680)	(2,212)
其他費用	(196)	(10)	(37)	(45)	(54)
息稅前收益	5,516	8,527	13,203	18,213	22,467
應占聯營和合營公司收益	26	205	21	125	206
淨融資成本	(372)	(672)	(1,315)	(1,447)	(1,649)
特殊收入	2,764	2,829	1,060	-	-
稅前利潤	7,933	10,889	12,970	16,890	21,024
所得稅	(2,734)	(3,881)	(4,499)	(6,133)	(7,860)
本年利潤	5,200	7,008	8,471	10,758	13,164
非控制股東權益	(712)	(481)	(677)	(798)	(1,015)
	-	-	(170)	(170)	(170)
歸屬股東淨利潤	4,488	6,527	7,624	9,790	11,980
核心淨利潤	3,057	4,628	6,908	9,790	11,980

來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	58,521	83,595	124,082	163,210	208,119
存貨	40,197	38,458	39,965	57,886	78,402
貿易及其他應收賬款	2,943	20,448	47,617	69,135	91,023
合同資產	-	-	248	372	558
受限制現金	1,010	2,312	1,998	1,998	1,998
現金及現金等价物	13,560	19,878	32,112	30,708	32,042
其他	811	2,499	2,143	3,111	4,096
流動資產	27,980	28,276	38,279	38,763	39,324
物業、厂房及设备	184	148	169	205	232
投資型房地產	11,891	15,665	17,190	17,190	17,190
聯營及合營公司的權益	15,404	11,915	20,205	20,330	20,536
無形資產	-	-	-	-	-
其他	501	548	714	1,037	1,365
總資產	86,502	111,871	162,360	201,973	247,443
流動負債	31,055	57,294	91,755	120,244	156,021
貿易及其他應付賬款	23,919	37,276	27,975	45,022	60,979
合同負債	-	-	37,576	46,959	61,226
短期借款	5,118	15,563	20,847	20,485	23,575
其他	2,017	4,455	5,357	7,778	10,240
非流動負債	29,695	27,413	38,595	43,391	45,398
長期負債	28,068	25,278	35,745	40,541	42,548
遞延稅項	1,627	2,135	2,389	2,389	2,389
其他	-	-	461	461	461
總負債	60,750	84,707	130,350	163,635	201,418
非控股權益	6,324	3,858	4,535	4,988	5,487
永續債	-	2,363	2,363	2,363	2,363
資產淨額	25,751	27,164	32,011	38,338	46,024
權益股東應占總權益	25,751	27,164	32,011	38,338	46,024

來源：公司資料，招銀國際預測

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	5,516	8,527	13,203	18,213	22,467
折旧和摊销	37	64	38	44	53
营运资金变动	3,524	(2,961)	924	(11,681)	(10,888)
税务开支	(2,734)	(3,881)	(4,499)	(6,133)	(7,860)
其他	(1,515)	9,766	1,426	13,022	3,393
经营活动所得现金净额	4,828	11,516	11,093	13,464	7,165
购置固定资产	(689)	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)
联营公司	(13,746)	(176)	(176)	(176)	(176)
其他	1,595	(10,256)	(9,474)	(13,705)	(4,454)
投资活动所得现金净额	(12,840)	(11,844)	(11,062)	(15,293)	(6,043)
股份发行	(173)	(93)	(93)	(93)	(93)
净银行借贷	13,436	7,655	15,751	4,434	5,097
股息	(1,148)	(1,853)	(3,454)	(3,916)	(4,792)
其他	672	1,308	-	-	-
融资活动所得现金净额	12,786	7,017	12,203	425	212
现金增加净额	4,775	6,689	12,233	(1,404)	1,334
年初现金及现金等价物	8,635	13,560	19,878	32,112	30,708
汇兑	150	(371)	-	-	-
年末现金及现金等价物	13,560	19,878	32,112	30,708	32,042

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业开发	102.8	97.3	93.5	95.6	95.7
投资物业租金	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
建筑收入	1.0	3.5	4.7	5.2	5.2
一级土地开发	-	-	2.5	-	-
减：营业税及其他税金	(4.2)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
总额	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.9	34.4	34.7	34.9	33.0
息税前利润率	26.9	30.8	30.8	29.3	27.4
税前利润率	38.6	39.3	30.3	27.1	25.7
净利润率	21.8	23.6	17.8	15.7	14.6
核心净利润率	14.9	16.7	16.1	15.7	14.6
有效税率	34.5	35.6	34.7	36.3	37.4
增长 (%)					
收入	40.9	34.8	54.8	45.2	31.7
毛利	48.1	45.1	56.3	45.9	24.6
净利润率	69.2	54.6	54.8	37.9	23.4
净利润	69.4	45.4	16.8	28.4	22.4
核心净利润	57.4	51.4	49.3	41.7	22.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3
平均存货周转天数	807	502	521	521	521
平均应收账款周转天数	39	174	406	406	406
平均应付账款周转天数	480	486	365	406	406
净负债/总权益比率 (%)	71.4	67.9	70.2	73.9	69.7
回报率 (%)					
资本回报率	23.1	31.2	30.4	31.6	31.4
资产回报率	9.2	9.7	8.0	8.4	8.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.81	1.17	1.39	1.78	2.18
每股股息(人民币)	0.21	0.34	0.63	0.71	0.87
每股账面值(人民币)	3.53	3.82	4.58	5.65	6.96

来源：公司资料，招银国际预测

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）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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。

本報告基於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。