

龍湖 (960 HK)

2020年經常性收入目標 150 億

- ❖ **可售資源有限，18年一季度銷售增長放緩。**2018年一季度，公司合約銷售增長2%至440億元人民幣(下同)，銷售面積282萬平。銷售放緩主要是由於去年銷售放量增長，使得今年年初可售資源相對有限。公司將加快工程建設，儘快拿到在建項目的預售證。龍湖計劃今年將有3,000億的可售資源，仍然維持2,000億的銷售目標。今年可售資源中，27%位於一線城市，70%位於二線城市，總共約50個新項目和47個新一期樓盤將在今年銷售。從公司計劃看，全年的可售資源仍然是充足的，若能實現去化目標，今年的銷售增長仍然可期。
- ❖ **做長租公寓的領導者。**截止到2017年底，公司在14個城市運營了15,120套長租公寓，並計劃在今年新增50,000套供應。截止到2017年底，租住3個月以上和6個月以上的出租率分別為67%和92%，而17年全年的長租公寓租金收入為4,018萬。絕大部分公寓的目標客戶都平均月收入在2,000-6,000元，年齡在25-35歲的人群。龍湖計劃在2020年，建設完成200,000套公寓，年收入達30億。目前在長租公寓的運營上，84%是輕資產模式，16%是持有物業的重資產模式。公司已經在長租公寓上投入20億，並且透露成本收益率，在已運營1-2年的項目上為1-3%，期望在3-4年的運營後能夠提升至5-6%。此外，公司在3月首次發行5年期，30億，利率5.6%的專項債用於長租公寓發展債券。
- ❖ **物業管理業務穩步增長。**截止到2017年底，公司物業管理合約面積2.08億平，管理項目705個，服務173萬個家庭。2017年物業管理收入增長39.7%至20億。公司在2017年開始向第三方提供物業服務，目前約75%的項目來自第三方。公司期望在2020年前，物業管理收入能夠達到60億。
- ❖ **目標2020年經常性收入150億。**2017年，公司商場租金收入由2016年的19.1億增長至25.3億。而目前在運營的商場有26個，公司計劃在2020年前運營超過47個商場。公司期望經常性收入，包括商場、長租公寓和物業管理的收入在2020年能夠達到150億。但由於長租公寓仍處在初級階段，我們對這部分的收入預期持謹慎態度。我們維持之前的盈利預測，由於我們港幣兌人民幣假設由HK\$1/Rmb0.84調至HK\$1/Rmb0.81，因此目標價由HK\$20.91提升至HK\$21.68，維持「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)	54,799	72,075	96,679	113,370	132,063
淨利潤(百萬人民幣)	9,153	12,599	12,885	14,973	17,049
EPS(人民幣)	1.573	2.170	2.178	2.532	2.882
EPS變動(%)	1.9	37.9	0.4	16.2	13.8
市盈率(x)	12.1	8.8	8.7	7.5	6.6
市帳率(x)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	2.4	4.0	4.5	5.3	6.1
權益收益率(%)	14.8	17.9	16.2	17.0	17.5
淨財務杠杆率(%)	53.9	47.7	53.6	55.3	57.9

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有(維持)

目標價	HK\$21.68
(過去目標價)	HK\$20.91
潛在升幅	-7.7%
當前股價	HK\$23.50

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853
 郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773
 郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	139,032
3月平均流通量(百萬港元)	145
5周內股價高/低(港元)	27.7/12.68
總股本(百萬)	5,915.5

資料來源：彭博

股東結構

吳亞軍	43.8%
蔡奎	26.3%
吳光正	6.0%
自由流通	56.2%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.7%	2.4%
3-月	-3.0%	4.4%
6-月	22.4%	14.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: 德勤

公司網站: www.longfor.com

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	54,799	72,075	96,679	113,370	132,063
物業發展	51,441	67,462	90,720	106,400	123,240
物業投資	1,913	2,593	3,434	3,941	5,188
物業管理	1,445	2,019	2,524	3,029	3,635
銷售成本	(38,864)	(47,639)	(66,366)	(77,946)	(91,788)
毛利	15,935	24,436	30,313	35,424	40,275
銷售費用	(1,428)	(1,797)	(2,224)	(2,608)	(3,037)
行政費用	(2,022)	(3,267)	(3,480)	(3,968)	(4,358)
其他收益	72	848	186	175	164
息稅前收益	12,557	20,219	24,795	29,024	33,043
融資成本	(53)	(45)	(75)	(77)	(83)
聯營公司	1,434	1,868	522	680	800
特殊收入	2,018	4,511	-	-	-
稅前利潤	15,956	26,554	25,243	29,627	33,760
所得稅	(6,021)	(10,075)	(11,607)	(13,603)	(15,262)
非控制股東權益	(782)	(3,880)	(750)	(1,050)	(1,450)
淨利潤	9,153	12,599	12,885	14,973	17,049
核心淨利潤	7,765	9,770	12,885	14,973	17,049

來源:公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	86,342	129,096	142,780	145,020	159,250
物業、厂房及设备	29,546	43,914	45,880	40,920	44,450
聯營公司	4,323	13,193	14,500	16,500	18,000
投資物業	49,031	68,095	78,500	83,500	92,400
無形資產	-	-	-	-	-
其他	3,442	3,894	3,900	4,100	4,400
流動資產	138,139	233,668	242,900	268,784	296,702
現金及現金等价物	17,355	26,761	25,600	23,934	22,802
應收貿易款項	10,324	14,184	14,800	15,400	16,200
存貨	6,103	26,061	20,500	21,200	21,200
關連款項	100,512	163,000	178,000	204,000	232,000
其他	3,845	3,663	4,000	4,250	4,500
流動負債	91,462	177,494	205,380	220,140	245,520
借債	66,726	125,430	156,000	168,000	191,200
應付貿易賬款	12,940	15,211	13,580	12,520	12,520
應付稅項	5,333	5,589	6,000	6,420	6,800
關連款項	6,464	31,264	29,800	33,200	35,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	58,253	79,091	79,660	84,275	91,275
借債	52,539	71,816	73,500	78,000	85,000
遞延稅項	5,498	6,618	5,800	5,900	5,900
其他	216	658	360	375	375
少數股東權益	13,350	35,612	21,200	21,500	21,500
淨資產總值	61,415	70,567	79,440	87,889	97,657
股東權益	61,765	70,567	79,440	87,889	97,657

來源:公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	12,557	20,219	24,795	29,024	33,043
折舊和攤銷	46	29	69	79	84
營運資金變動	14,222	16,225	(13,830)	(24,600)	(26,600)
稅務開支	(3,919)	(7,147)	(14,056)	(14,563)	(15,262)
其他	9,767	42,021	12,068	13,098	15,030
經營活動所得現金淨額	32,673	71,347	9,046	3,038	6,295
購置固定資產	(40,330)	(88,897)	(10,491)	(5,119)	(9,014)
聯營公司	1,530	(8,672)	2,790	700	300
其他	(1,317)	(13,335)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(40,117)	(110,904)	(7,702)	(4,419)	(8,714)
股份發行	(526)	277	-	-	-
淨銀行借貸	4,380	17,565	2,096	4,920	7,380
股息	(2,083)	(2,739)	(4,602)	(5,205)	(6,093)
其他	5,012	33,839	-	-	-
融資活動所得現金淨額	6,782	48,941	(2,506)	(285)	1,287
現金增加淨額	(662)	9,384	(1,161)	(1,666)	(1,132)
年初現金及現金等价物	17,920	17,258	26,642	25,481	23,815
匯兌	-	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	17,258	26,642	25,481	23,815	22,683
受限制現金	97	119	119	119	119
資產負債表的現金	17,355	26,761	25,600	23,934	22,802

來源:公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合(%)					
物業發展	93.9	93.6	93.8	93.9	93.3
物業投資	3.5	3.6	3.6	3.5	3.9
物業管理	2.6	2.8	2.6	2.7	2.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增長(%)

收入	15.6	31.5	34.1	17.3	16.5
毛利率	22.4	53.3	24.1	16.9	13.7
息稅前收益	15.6	61.0	22.6	17.1	13.8
淨利潤	1.8	37.6	2.3	16.2	13.9

盈利能力比率(%)

毛利率	29.1	33.9	31.4	31.2	30.5
稅前利率	29.1	36.8	26.1	26.1	25.6
淨利潤率	16.7	17.5	13.3	13.2	12.9
核心淨利潤率	14.2	13.6	13.3	13.2	12.9
有效稅率	37.7	37.9	46.0	45.9	45.2

資產負債比率

流動比率(x)	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
平均應收賬款周轉天數	34.4	35.9	27.9	24.8	22.4
平均應付帳款周轉天數	561.9	736.1	773.9	758.6	714.2
平均存貨周轉天數	857.2	1,009.5	937.7	894.4	866.9
淨負債/總權益比率(%)	53.9	47.7	53.6	55.3	57.9

回報率(%)

資本回報率	15.7	19.0	17.2	17.9	18.4
資產回報率	4.5	4.3	3.4	3.7	3.9

每股數據

每股盈利(人民幣)	1.573	2.170	2.178	2.532	2.882
每股股息(人民幣)	0.466	0.758	0.850	1.000	1.160
每股賬面值(人民幣)	10.57	11.98	13.43	14.86	16.51

來源:公司及招銀國際研究預測

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）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個人。