

龙光地产 (3380 HK)

旧改业务可期

❖ **2019年目标850亿权益销售。**龙光2018年合同销售额上升65%至718亿元(人民币,下同),期内销售面积440万平方米,销售均价16,008/平,应占销售额701亿元。深圳地区及其他大湾区城市在2018年分别贡献了34.4%和26.0%合同销售额。龙光2019年目标为850亿权益销售,较2018年应占销售额高21.3%。在2019年首两个月,公司录得合同销售额92亿元,同比增长11%。

❖ **2018年核心利润符合预期。**2018年公司收入为441亿元,同比增长59%;毛利率从2017年的34.4%略微下滑至2018年的33.7%;应占净利润83亿元,同比增长27%;核心应占净利润70亿元,同比增长52%,较我们的预测高出2%。截至2018年末,公司总有息借款589亿元,净资产负债比率63.2%,低于2017年末的67.9%。平均融资成本略微上升至7.1%(2017年末:5.8%)。管理层表示,未入账合同销售额为550亿元,其中500亿元预计在今年内入账。

❖ **在大湾区拥有丰富土储。**在2018年,龙光增添747万平方米土储,其中498万平方米位于大湾区。截至2018年末,龙光拥有土储总面积达3,626万平方米,可售货值4,020亿元。龙光大湾区土储达到2,260万平方米(占总土储62%),可售货值2,889亿元(占总可售货值71%)。此外,龙光还有1,380万平方米并购/旧改项目在手,其可售货值达2,500亿元。我们认为,虽然并购/旧改项目具有更大的不确定性和需要更长的开发时间,但它们与龙光聚焦大湾区和高利润的业务特点一致。我们认为并购/旧改项目对龙光非常重要,使龙光得以在大湾区填补土储,保持竞争优势。

❖ **维持持有评级。**我们认为当前股价已反映深圳项目的价值,以及市场对高利润的预期。由于2019年市场不确定性增加以及销售目标温和,我们将2019/2020年盈利预测分别上调0.1%至98亿元,和下调2.4%至117亿元。我们将2019年底每股净资产预测从20.26港元上调至21.81港元。基于资产净值40%折扣,我们的目标价由12.16港元上调至13.10港元。**维持持有评级**

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	27,690	44,137	60,839	74,139	94,283
净利润(百万人民币)	6,431	8,123	9,803	11,690	14,045
EPS(人民币)	1.17	1.48	1.79	2.13	2.56
EPS变动(%)	44.4	26.5	20.7	19.2	20.1
市盈率(x)	9.3	7.3	6.1	5.1	4.2
市帐率(x)	2.9	2.2	1.9	1.5	1.3
股息率(%)	1.9	3.1	6.0	8.2	7.8
权益收益率(%)	30.7	30.2	30.8	30.1	29.7
净资产负债比率(%)	67.9	63.2	61.6	60.3	58.6

资料来源:公司及招银国际研究预测

持有(维持)

目标价	HK\$13.10
(过去目标价)	HK\$12.16
潜在升幅	+3.6%
当前股价	HK\$12.64

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文干森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	69,463
3月平均流通量(百万港元)	71
52周内股价高/低(港元)	12.95/6.72
总股本(百万)	5,496.0

资料来源:彭博

股东结构

纪海鹏	77.41%
自有流通	22.59%

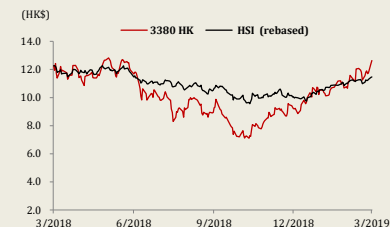
资料来源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	15.4%	11.2%
3-月	33.5%	17.2%
6-月	39.1%	28.2%

资料来源:彭博

股价表现



资料来源:彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.loganestate.com

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	27,690	44,137	60,839	74,139	94,283
物业开发	26,951	39,063	55,274	67,877	87,247
投资物业租金	88	92	99	107	115
建筑收入	966	4,192	4,611	5,072	5,579
一级土地开发	-	1,067	1,334	1,668	2,085
减：营业税及其他税金	(316)	(277)	(480)	(584)	(744)
销售成本	(18,172)	(29,250)	(40,392)	(49,545)	(64,648)
毛利	9,517	14,887	20,447	24,594	29,635
其他收入	604	1,046	409	511	582
销售费用	(929)	(1,231)	(1,825)	(2,224)	(2,828)
行政费用	(748)	(1,134)	(1,338)	(1,779)	(2,263)
其他费用	(10)	(57)	-	-	-
息税前收益	8,434	13,511	17,692	21,102	25,125
应占联营和合营公司收益	205	(184)	89	143	230
净融资成本	(672)	(1,417)	(1,515)	(1,847)	(2,049)
特殊收入	2,922	2,109	-	-	-
税前利润	10,889	14,019	16,267	19,398	23,306
所得税	(3,881)	(5,023)	(5,726)	(6,828)	(8,204)
本年利润	7,008	8,996	10,541	12,570	15,102
非控制股东权益	(481)	(708)	(572)	(714)	(892)
	(97)	(165)	(165)	(165)	(165)
归属股东净利润	6,431	8,123	9,803	11,690	14,045
核心净利润	4,628	7,023	9,803	11,690	14,045

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	83,595	130,640	166,177	191,554	217,117
存货	38,458	54,781	65,282	76,297	81,567
贸易及其他应收账款	20,448	37,816	50,699	61,783	78,569
合同资产	-	-	-	-	-
现金及现金等价物	19,878	28,452	33,615	36,893	40,399
其他	4,810	9,591	9,591	9,591	9,591
流动资产	28,276	39,454	39,563	39,716	39,972
物业、厂房及设备	148	176	196	205	232
投资型房地产	15,665	18,338	18,338	18,338	18,338
联营及合营公司的权益	11,915	19,490	19,579	19,722	19,951
无形资产	-	-	-	-	-
其他	548	1,450	1,450	1,450	1,450
总资产	111,871	170,095	205,740	231,270	257,088
流动负债	57,294	88,539	115,203	128,209	139,701
贸易及其他应付账款	37,276	47,450	60,326	66,060	71,832
合同负债	-	16,785	29,471	34,152	36,736
短期借款	17,309	19,745	20,847	23,438	26,575
其他	2,709	4,559	4,559	4,559	4,559
非流动负债	27,413	44,810	48,317	53,113	58,120
长期负债	25,278	42,238	45,745	50,541	55,548
其他	2,135	2,572	2,572	2,572	2,572
总负债	84,707	133,349	163,521	181,322	197,822
非控股权益	3,858	7,497	8,069	8,784	9,676
永续债	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363
资产净额	27,164	36,746	42,219	49,948	59,267
权益股东应占总权益	27,164	36,746	42,219	49,948	59,267

来源：公司资料，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	8,434	13,511	17,692	21,102	25,125
折旧和摊销	64	-	38	44	53
营运资金变动	(6,008)	(14,342)	2,179	(11,685)	(13,700)
税务开支	(3,881)	(5,023)	(5,726)	(6,828)	(8,204)
其他	12,906	12,129	(5,692)	6,393	3,952
经营活动所得现金净额	11,516	6,275	8,492	9,026	7,227
购置固定资产	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)
联营公司	(176)	(176)	(176)	(176)	(176)
其他	(10,256)	(5,253)	(9,474)	(13,705)	(4,454)
投资活动所得现金净额	(11,844)	(6,841)	(11,062)	(15,293)	(6,043)
股份发行	(93)	(94)	(93)	(93)	(93)
净银行借贷	9,400	28,796	24,005	7,387	8,144
股息	(1,853)	(3,556)	(4,901)	(4,676)	(5,618)
其他	(437)	(16,005)	(11,277)	6,928	(110)
融资活动所得现金净额	7,017	9,140	7,733	9,546	2,322
现金增加净额	6,689	8,574	5,163	3,278	3,507
年初现金及现金等价物	13,560	19,878	28,452	33,615	36,893
汇兑	(371)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	19,878	28,453	33,615	36,893	40,400

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业开发	97.3	88.5	90.9	91.6	92.5
投资物业租金	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
建筑收入	3.5	9.5	7.6	6.8	5.9
一级土地开发	-	2.4	2.2	2.2	2.2
减：营业税及其他税金	(1.1)	(0.6)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
总额	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.4	33.7	33.6	33.2	31.4
息税前利润率	30.5	30.6	29.1	28.5	26.6
税前利润率	39.3	31.8	26.7	26.2	24.7
净利润率	23.2	18.4	16.1	15.8	14.9
核心净利润率	16.7	15.9	16.1	15.8	14.9
有效税率	35.6	35.8	35.2	35.2	35.2
增长 (%)					
收入	34.8	59.4	37.8	21.9	27.2
毛利	45.1	56.4	37.3	20.3	20.5
净利润率	53.1	60.2	30.9	19.3	19.1
净利润	43.3	26.3	20.7	19.2	20.1
核心净利润	51.4	51.7	39.6	19.2	20.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6
平均存货周转天数	772	684	590	562	461
平均应收账款周转天数	270	313	304	304	304
平均应付账款周转天数	749	592	545	487	406
净负债 / 总权益比率 (%)	67.9	63.2	61.6	60.3	58.6
回报率 (%)					
资本回报率	30.7	30.2	30.8	30.1	29.7
资产回报率	9.7	8.2	7.9	8.4	9.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.17	1.48	1.79	2.13	2.56
每股股息(人民币)	0.21	0.34	0.65	0.89	0.85
每股账面值(人民币)	3.81	4.90	5.79	7.07	8.60

来源：公司资料，招银国际预测

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的分析员，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: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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，请与我们联系。

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士。