

龙光地产 (3380 HK)

立足深圳，深耕粤港澳大湾区

- ❖ **首次覆盖给予「买入」评级。**龙光地产是一家总部位于深圳的领先物业开发商，业务主要集中粤港澳大湾区。我们推出公司2017年底的每股资产净值为9.65港元，以资产净值折让40%计算，得出目标价为5.85港元，潜在升幅为12.3%。首次覆盖给予「买入」评级。
- ❖ **深耕粤港澳大湾区。**粤港澳大湾区指的是由广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门9市以及香港、澳门形成的城市群。面积约为5.6万平方公里，人口超过6600万，2016年GDP总量已超1.3万亿美元。是继美国纽约湾区、旧金山湾区和日本东京湾区之后，全球第四大湾区。今年3月5日，“粤港澳大湾区”首次出现在总理政府工作报告中，上升为国家战略。4月11日，国务院总理李克强在会见香港特区第五任行政长官林郑月娥时再次表示，今年中央政府要研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划。粤港澳大湾区的提出再次肯定了珠三角地区未来的发展价值。作为以深圳为基地的开发商，龙光地产业务主要集中在粤港澳大湾区，在当地拥有较高的渗透率，并且项目位置优越。加上多年在珠三角的开发经验和日渐雄厚的资本，我们相信龙光地产已经是粤港澳大湾区里重要的市场参与者。
- ❖ **积极投资海外项目。**今年2月，龙光地产联手合景泰富(1813 HK, 买入)以总价168.55亿港元竞得位于香港鸭脷洲的高端住宅地块，创下香港近年来单幅土地的成交总价最高纪录。该地块建筑面积为12.65万呎平方呎，折合平均楼面价为22,118港元/平方呎。龙光地产与合景泰富各占50%的权益。今年5月，龙光在海外市场再次出手，联合南山集团在新加坡以总代价10亿新元（约56亿港元）竞得位于女皇镇区的大型市区住宅地块。该项目总建筑面积约954,327平方呎，折合平均楼面价为新币1,050元/平方呎。龙光地产与南山集团同样各占50%的权益。对龙光地产而言，海外项目有助公司提高市场知名度，优化资产配置，增加与其他湾区项目的协同效应。但不利的是海外房地产市场较内地市场更为波动，受到外围因素尤其是美国利率走势的影响。
- ❖ **城市更新是重要的项目来源。**除公开市场招拍挂外，城市更新是龙光地产另外一个重要的项目获取途径，尤其在土地资源紧缺的深圳区域。截止2017年3月20日，龙光地产所有开发项目，包括收购及更新项目，总建筑面积达2,650万平方米，其中收购及更新项目占43%。从货值上看，更新项目占到总货值的40%。在城市更新项目竞争中，大型开发商不一定是最后的赢家，而是那些已经取得当地政府以及原物业主信任的开发商往往能够获得项目。龙光地产以深圳为基地，在当地拥有丰富的资源和充足的资本。我们相信龙光地产在城市更新项目的争取上较其他开发商拥有更大的灵活性和积极性。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	14,574	20,539	27,615	35,145	41,839
净利润(百万人民币)	2,649	4,488	3,779	5,255	6,571
EPS(人民币)	0.48	0.82	0.69	0.96	1.20
EPS变动(%)	1.5	71.3	(15.8)	39.1	25.0
市盈率(x)	9.7	5.7	6.7	4.8	3.9
市帐率(x)	1.9	1.3	1.2	1.0	0.8
股息率(%)	2.5	4.8	4.4	6.2	7.7
权益收益率(%)	21.4	27.2	18.2	22.0	23.4
净财务杠杆率(%)	56.4	71.4	82.4	73.9	72.5

资料来源：公司及招银国际研究

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$5.85
潜在升幅	+12.3%
当前股价	HK\$5.21

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, 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)	28,636
3月平均流通量(百万港元)	49.59
5周内股价高/低(港元)	5.25/2.65
总股本(百万)	5,496

资料来源：彭博

股东结构

纪海鹏	76.82%
自有流通	22.18%

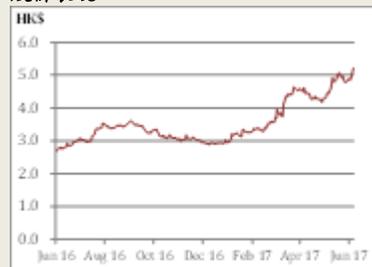
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.6%	10.5%
3-月	29.9%	22.4%
6-月	67.0%	40.4%

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

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	14,574	20,539	27,615	35,145	41,839
物业开发	15,247	21,105	28,471	36,280	43,190
投资物业租金	72	84	110	136	156
建筑收入	121	212	184	193	236
减：营业税及其他税金	(866)	(862)	(1,151)	(1,464)	(1,743)
销售成本	(10,144)	(13,979)	(18,481)	(22,955)	(26,811)
毛利	4,430	6,560	9,134	12,189	15,027
其他收入	135	424	192	232	260
销售费用	(573)	(714)	(986)	(1,255)	(1,494)
行政费用	(588)	(557)	(994)	(1,265)	(1,506)
其他收益	(144)	(196)	(176)	(196)	(181)
息税前收益	3,260	5,516	7,170	9,704	12,106
净融资成本	(36)	(372)	(378)	(447)	(505)
联营公司	-	26	35	35	35
特殊收入	950	2,764	-	-	-
税前利润	4,174	7,933	6,827	9,292	11,636
所得税	(1,486)	(2,734)	(2,805)	(3,638)	(4,420)
非控制股东权益	(39)	(712)	(243)	(399)	(645)
净利润	2,649	4,488	3,779	5,255	6,571
核心净利润	1,974	3,107	3,779	5,255	6,571

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	7,011	27,980	35,538	38,691	42,604
物业、厂房及设备	166	184	213	217	241
投资型房地产	6,118	11,891	14,864	17,836	21,404
联营及合营公司的权益	-	15,404	19,766	19,766	19,766
无形资产	-	-	-	-	-
其他非流动资产	728	501	695	872	1,194
流动资产	49,760	58,521	71,155	85,632	100,001
现金及现金等价物	10,848	14,570	17,884	21,359	23,963
贸易及其他应收账款	10,026	2,943	5,523	7,029	8,368
存货	28,198	40,197	46,856	56,263	66,591
应收账款	-	-	-	-	-
其他	689	811	892	981	1,079
流动负债	22,621	31,055	39,250	49,086	55,214
银行借款	4,045	5,118	6,505	9,080	10,594
贸易及其他应付账款	5,961	7,870	10,099	12,408	14,415
即期税项	1,321	2,017	2,219	2,441	2,685
预收款项	11,008	16,049	20,427	25,157	27,520
其他	287	-	-	-	-
非流动负债	16,689	29,695	37,782	40,379	46,113
带息借款	15,706	28,068	35,829	38,036	43,301
递延税项	984	1,627	1,953	2,343	2,812
其他	-	-	-	-	-
非控股权益	3,912	6,324	7,589	9,107	10,929
资产净额	13,549	19,427	22,072	25,751	30,350
权益股东应占总权益	13,549	19,427	22,072	25,751	30,350

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	3,260	5,516	7,170	9,704	12,106
折旧和摊销	19	23	27	28	29
营运资金变动	8,761	(3,007)	(7,009)	(8,604)	(9,660)
税务开支	(1,242)	(1,875)	(2,135)	(2,768)	(3,364)
其他	(10,034)	4,171	5,556	5,941	5,641
经营活动所得现金净额	764	4,828	3,608	4,302	4,752
购置固定资产	(370)	(689)	(1,074)	(1,282)	(1,417)
联营公司	-	(13,746)	(4,800)	-	-
其他	(542)	1,595	-	(4,266)	(6,943)
投资活动所得现金净额	(911)	(12,840)	(5,874)	(5,548)	(8,359)
股份发行	1,289	(173)	-	-	-
净银行借贷	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
融资活动所得现金净额	3,115	12,786	8,287	4,129	5,859
现金增加净额	2,967	4,775	6,021	2,882	2,251
年初现金及现金等价物	8,635	8,635	13,560	16,039	18,893
汇兑	92	150	-	-	-
年末现金及现金等价物	11,694	13,560	19,581	18,921	21,144

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业开发	104.6	102.8	103.1	103.2	103.2
投资物业租金	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
建筑收入	0.8	1.0	0.7	0.5	0.6
减：营业税及其他税金	(5.9)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
总额	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	30.4	31.9	33.1	34.7	35.9
税前利率	28.6	38.6	24.7	26.4	27.8
净利润率	18.2	21.8	13.7	15.0	15.7
核心净利润率	13.5	15.1	13.7	15.0	15.7
有效税率	35.6	34.5	41.1	39.2	38.0

增长 (%)

收入	16.6	40.9	34.5	27.3	19.0
毛利	16.4	48.1	39.2	33.5	23.3
净利润率	11.0	69.2	30.0	35.4	24.7
净利润	12.8	69.4	(15.8)	39.1	25.0
核心净利润	12.2	57.4	21.6	39.1	25.0

资产负债比率

流动比率 (x)	2.2	1.9	1.8	1.7	1.8
平均应收账款周转天数	251.1	52.3	73.0	73.0	73.0
平均应付帐款周转天数	214.5	205.5	199.5	197.3	196.2
平均存货周转天数	1,068.0	1,119.8	1,180.9	1,233.9	1,251.5
净负债/总权益比率 (%)	56.4	71.4	82.4	73.9	72.5

回报率 (%)

资本回报率	21.4	27.2	18.2	22.0	23.4
资产回报率	5.3	7.3	4.2	4.9	5.4

每股数据

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

来源：公司资料，招银国际则预测

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于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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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的法律上责任。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。