

龍光地產 (3380 HK)

大鵬一日同風起，扶搖直上九萬里

❖ **2017 業績符合預期。**2017 年，公司實現收入 277 億元人民幣(下同)，增長 35%，淨利潤 65 億，增長 45%。收入增長主要受確認銷售面積推動，由 2016 年的 186 萬平增長 23.4%至 2017 年的 229 萬平。毛利率同比提升了 2.5 個百分點至 34.4%，除去投資物業/金融資產重估後的核心利潤增長 43%至 29 億，高於我們預期 3%，核心利潤率為 16.7%。截止到 2017 年底，公司淨負債率為 67.9%，將 2016 年下降 3.5 個百分點。

❖ **660 億權益銷售目標。**2017 年，公司實現合約銷售 434 億，增長 51.2%，銷售面積 243 萬平，平均銷售單價 17,096 元/平，增長 44%。銷售價格大幅上升只要是由于多個深圳項目在當年開盤銷售。2018 年前 3 個月，公司實現合約銷售 160 億，增長 119.6%，龍光也將今年銷售目標定在 660 億權益銷售。

❖ **總土地儲備 2,743 萬平。**2017 年，公司通過公開市場獲取了 21 塊地，總建面 570 萬平，權益建面 440 萬平，平均新購土地價格 2,580 元/平。除公開市場外，龍光通過收并購及城市更新也獲取了 11 個項目，總建面 530 萬平，預計這些項目短期能夠開工。龍光將自身定位為專注粵港澳大灣區的開發商。截止到 2017 年底，公司總土儲 2,743 萬平，其中 64.2%位于大灣區，10.1%位于汕頭，20.6%位于南寧。平均土地成本(除去香港、新加坡項目)為 3,231 元/平。根據公司測算，截止到 2017 年底，收并購及城市更新的項目儲備貨值達 1,823 億，建面 876 萬平，而土地儲備的貨值在 3,371 億元。我們認為這些項目的轉化落地將會是公司的一個潛在利好因素。

❖ **盈利增長進入快車道。**目前龍光地產擁有大量位于大灣區的資源，公司也有信心實現 2016-2020 合約銷售年複合增長超過 50%，同時在 2017-2019 年毛利率維持 35%-36%，核心利潤率達 16-17%。公司在去年 10-12 月共回購 1,565.2 萬股，回購價格在 6.64-8.08 港元。而公司大股東也在今年 1 月增持了約 160 萬股，增持價格在 8.45-9.19 港元。管理層對公司的增長是有信心的。

❖ **上調預測及目標價。**因為優于預期的盈利能力、銷售表現及充足的土儲，我們分別上調 2018/19 年的淨利潤預測 1.0%、5.9%至 68.4 億和 95.2 億元人民幣。我們將 2018 年底的淨資產預測由每股 HK\$17.56 提升至 HK\$19.45。目標價由 12.30 港元調升至 13.61 港元，相當于 30%的淨資產折讓。維持買入評級。

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	43,159	60,750	86,614
淨利潤(百萬人民幣)	4,488	6,527	6,843	9,517	12,772
EPS(人民幣)	0.81	1.17	1.25	1.73	2.32
EPS 變動(%)	N.A.	44.4	6.4	39.1	34.2
市盈率(x)	11.3	7.8	7.3	5.3	3.9
市帳率(x)	2.3	2.2	2.2	1.8	1.5
股息率(%)	2.3	3.7	5.5	7.6	10.2
權益收益率(%)	27.2	32.3	29.8	34.1	36.9
淨財務杠杆率(%)	71.4	67.9	67.8	40.6	52.8

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$13.61
(過去目標價)	HK\$12.30)
潛在升幅	+20.9%
當前股價	HK\$11.26

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)	61,844
3 月平均流通量(百萬港元)	113.6
5 周內股價高/低(港元)	12.88/4.08
總股本(百萬)	5,491.2

資料來源：彭博

股東結構

紀海鵬	77.84%
自有流通	22.16%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.4%	-0.7%
3-月	8.1%	13.5%
6-月	44.6%	32.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: KPMG

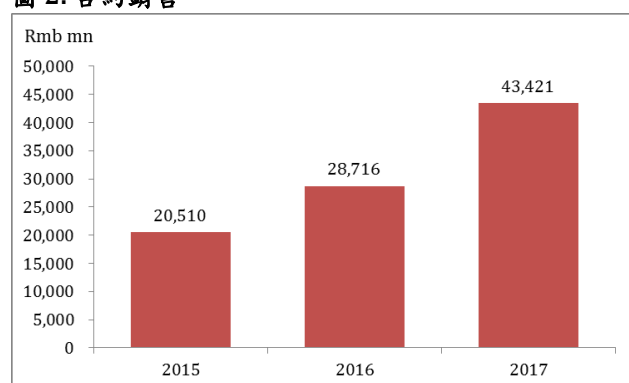
公司網站: www.loganestate.com

圖 1: FY2017 業績

	2017	2016	YoY	2017E	Diff
	(Rmb mn)	(Rmb mn)	%	(Rmb mn)	%
收入	27,690	20,539	35%	28,062	-1%
物業開發	26,951	21,105	28%	28,011	-4%
投資物業租金	88	84	5%	111	-21%
建築收入	966	212	356%	223	334%
減: 營業稅及其他稅金	(316)	(862)	-63%	(283)	11%
銷售成本	(18,172)	(13,979)	30%	(18,242)	0%
毛利	9,517	6,560	45%	9,820	-3%
毛利率	34.4%	31.9%		35.0%	
其他收入	696	424	64%	355	96%
銷售費用	(929)	(714)	30%	(982)	-5%
行政費用	(748)	(557)	34%	(702)	7%
其他收益	(10)	(196)	-95%	(4)	147%
占聯營及合營公司權益	205	26	703%	180	14%
息稅前收益	8,732	5,542	58%	8,667	1%
特殊收入	2,829	2,764	2%	1,646	72%
淨融資成本	(672)	(372)	81%	(559)	20%
稅前利潤	10,889	7,933	37%	9,753	12%
所得稅	(3,881)	(2,734)	42%	(3,156)	23%
全年淨利潤	7,008	5,200	35%	6,597	6%
非控制股東權益	(481)	(712)	-32%	(888)	-46%
歸屬母公司股東淨利潤	6,527	4,488	45%	5,709	14%
核心利潤	4,620	3,107	49%	4,475	3%

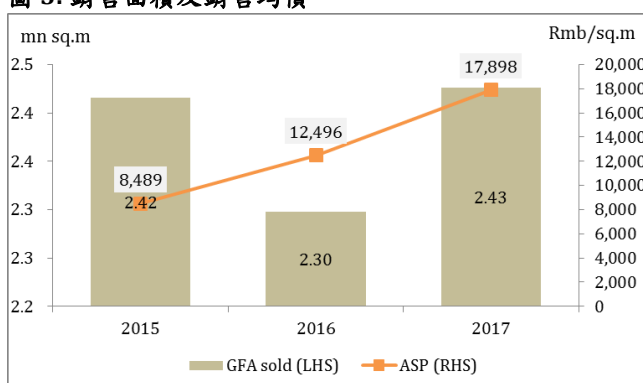
來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 合約銷售



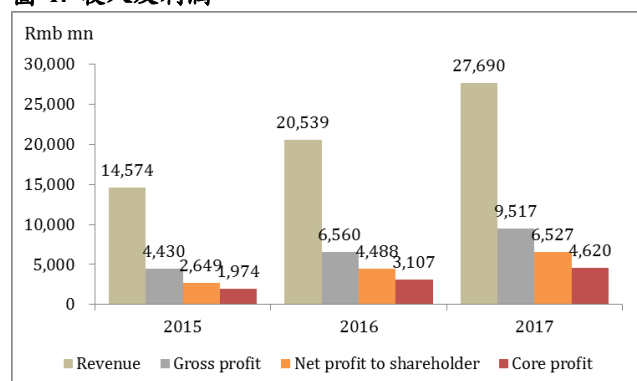
來源: 公司

圖 3: 銷售面積及銷售均價



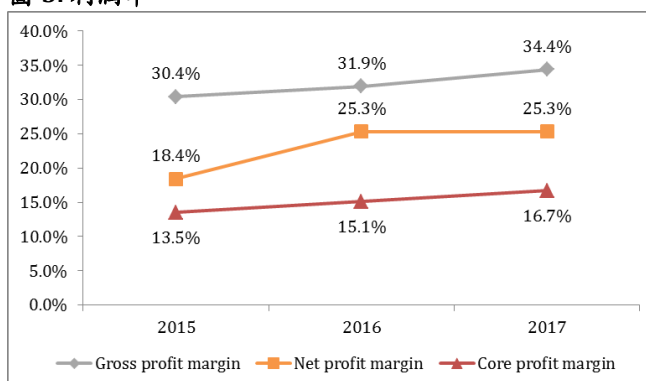
來源: 公司

圖 4: 收入及利潤



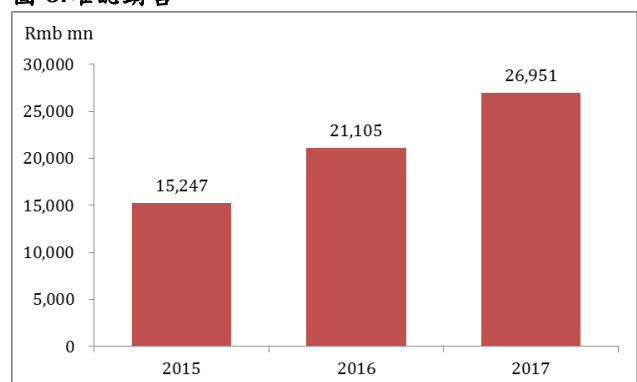
來源: 公司

圖 5: 利潤率



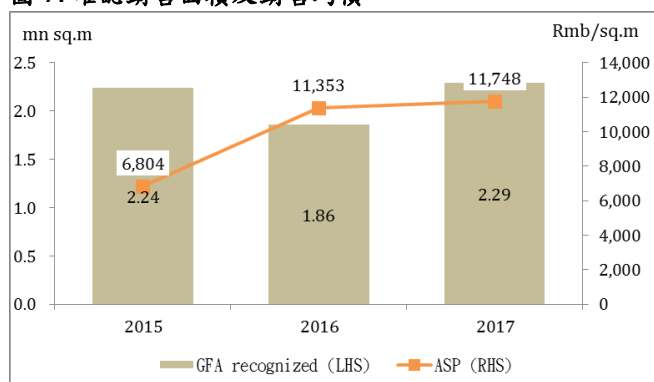
來源: 公司

圖 6: 確認銷售



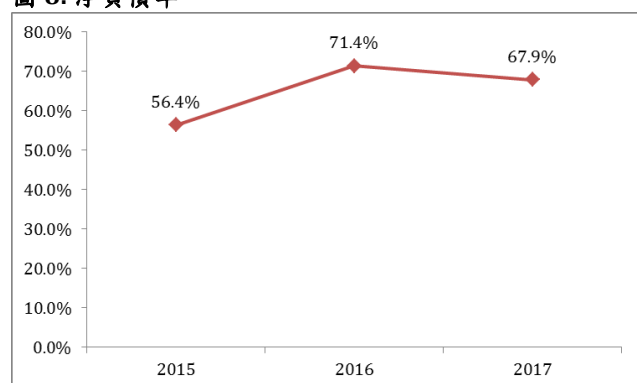
來源: 公司

圖 7: 確認銷售面積及銷售均價



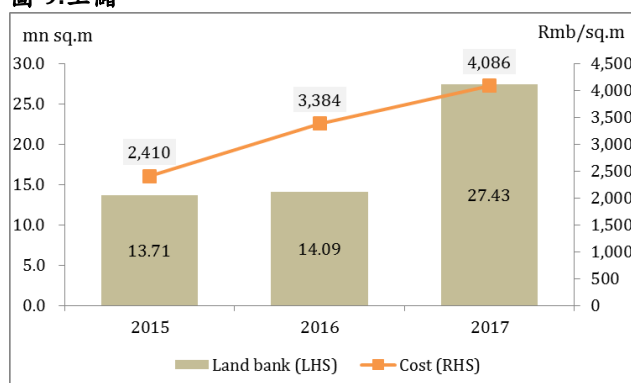
來源: 公司

圖 8: 淨負債率



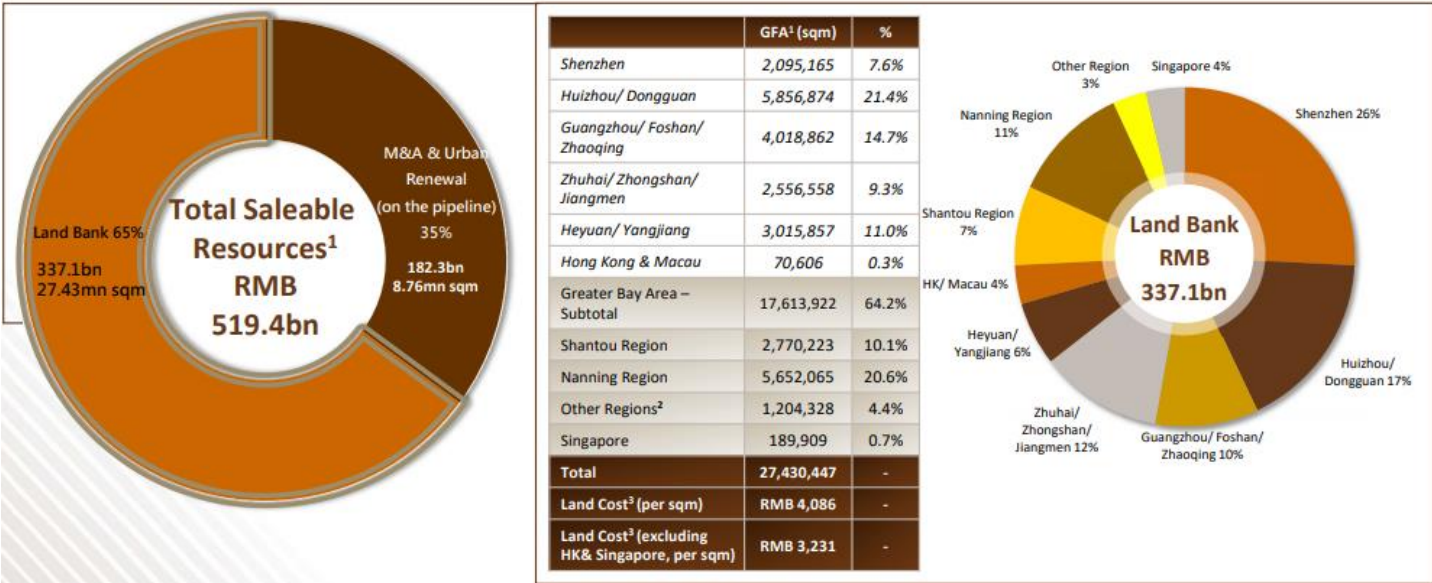
來源: 公司

圖 9: 土儲



來源: 公司

圖 10: 總土地資源



Note 1: As of 31 Dec 2017, saleable resources are classified as attributable saleable resources. Both saleable resources and GFA are based on internal estimation.
Note 2: Other regions are Chengdu and Hainan.
Note 3: The land cost is the total land cost divided by GFA.

來源: 公司截止 2017 底

18

圖 11: 土地資源分布



來源: 公司截止 2017 底

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	43,159	60,750	86,614
物業開發	21,105	26,951	42,412	59,965	85,847
投資物業租金	84	88	111	131	150
建築收入	212	966	1,160	1,392	1,670
減：營業稅及其他稅金	(862)	(316)	(524)	(738)	(1,052)
銷售成本	(13,979)	(18,172)	(28,271)	(39,926)	(58,211)
毛利	6,560	9,517	14,888	20,824	28,403
其他收入	424	696	208	259	320
銷售費用	(714)	(929)	(1,511)	(2,126)	(3,031)
行政費用	(557)	(748)	(1,165)	(1,822)	(2,598)
其他收益	(196)	(10)	-	-	-
聯營公司	26	205	180	200	250
息稅前收益	5,542	8,732	12,601	17,334	23,344
淨融資成本	(372)	(672)	(518)	(562)	(615)
特殊收入	2,764	2,829	-	-	-
稅前利潤	7,933	10,889	12,083	16,773	22,729
所得稅	(2,734)	(3,881)	(4,465)	(6,137)	(8,555)
非控制股東權益	(712)	(481)	(774)	(1,118)	(1,402)
淨利潤	4,488	6,527	6,843	9,517	12,772
核心淨利潤	3,107	4,620	6,843	9,517	12,772

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	27,980	28,276	28,649	29,178	29,886
物業、厂房及設備	184	148	169	205	232
投資型房地產	11,891	15,665	15,665	15,665	15,665
聯營及合營公司的權益	15,404	11,915	12,095	12,295	12,545
其他非流動資產	501	548	719	1,012	1,444
流動資產	58,521	83,595	96,642	117,739	151,377
存貨	40,197	38,458	56,542	66,543	97,018
貿易及其他應收賬款	2,943	20,448	14,386	15,187	21,654
現金及現金等价物	13,560	19,878	21,711	31,249	26,415
受限制現金	1,010	2,312	1,845	1,722	1,960
其他流動資產	811	2,499	2,158	3,037	4,331
流動負債	31,055	57,294	63,709	76,297	99,088
貿易及其他應付賬款	7,870	17,661	15,706	19,963	29,106
預收賬款項	16,049	19,615	26,176	32,720	43,122
短期帶息借款	5,118	15,563	18,847	20,485	23,575
即期稅項	2,017	2,709	2,980	3,129	3,286
其他	-	1,745	-	-	-
非流動負債	29,695	27,413	29,094	31,125	33,390
帶息借款	28,068	25,278	26,745	28,541	30,548
遞延稅項	1,627	2,135	2,349	2,584	2,842
其他	-	-	-	-	-
非控股權益	6,324	3,858	4,467	4,914	5,405
永續債	-	2,363	2,973	3,824	4,957
資產淨額	19,427	20,943	25,049	30,759	38,422
權益股東應占總權益	19,427	20,943	25,049	30,759	38,422

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	8,732	12,601	17,334	23,344
折旧和摊销	23	52	38	44	53
营运资金变动	(3,007)	(2,961)	(8,083)	(609)	(18,770)
税务开支	(1,875)	(3,881)	(4,465)	(6,137)	(8,555)
其他	4,171	1,783	3,597	(3,543)	7,227
经营活动所得现金净额	4,828	3,725	3,688	7,089	3,299
购置固定资产	(689)	(80)	(60)	(80)	(80)
联营公司	(13,746)	3,489	1,598	(200)	(250)
其他	1,595	(9,135)	(8,235)	(4,518)	(9,831)
投资活动所得现金净额	(12,840)	(5,726)	(6,697)	(4,798)	(10,161)
股份发行	(173)	-	-	-	-
净银行借贷	13,436	13,436	7,655	4,751	3,434
股息	(506)	(2,737)	(3,807)	(5,109)	-
其他	29	(2,379)	994	7,605	(1,406)
融资活动所得现金净额	12,786	8,320	4,842	7,247	2,028
现金增加净额	4,775	6,319	1,833	9,538	(4,834)
年初现金及现金等价物	8,635	13,560	19,878	21,711	31,249
汇兑	150	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	13,560	19,878	21,711	31,249	26,415

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	98.3	98.7	99.1
投资物业租金	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
建筑收入	1.0	3.5	2.7	2.3	1.9
减：营业税及其他税金	(4.2)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
总额	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.9	34.4	34.5	34.3	32.8
税前利率	38.6	39.3	28.0	27.6	26.2
净利润率	21.8	23.6	15.9	15.7	14.7
核心净利润率	15.1	16.7	15.9	15.7	14.7
有效税率	34.5	35.6	37.0	36.6	37.6
增长 (%)					
收入	40.9	34.8	55.9	40.8	42.6
毛利	48.1	45.1	56.4	39.9	36.4
净利润率	70.0	57.6	44.3	37.6	34.7
净利润	69.4	45.4	4.8	39.1	34.2
核心净利润	57.4	48.7	48.1	39.1	34.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	52	270	122	91	91
平均应付账款周转天数	205	355	203	183	183
平均存货周转天数	1,557	1,084	702	511	384
净负债 / 总权益比率 (%)	71.4	67.9	67.8	40.6	52.8
回报率 (%)					
资本回报率	27.2	32.3	29.8	34.1	36.9
资产回报率	7.3	7.1	6.4	7.8	8.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.81	1.17	1.25	1.73	2.32
每股股息(人民币)	0.21	0.34	0.50	0.69	0.93
每股账面值(人民币)	3.88	4.19	4.20	5.20	6.20

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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。而過去的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。接收本報告之行爲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。