

龍光地產 (3380 HK)

與深圳成長,隨灣區飛翔

❖ **收穫的一年。**2017年,龍光地產實現合約銷售434億元人民幣,增長51.2%,銷售面積243萬平方米,平均售價約17,890元人民幣/平。龍光以深圳為基地的開發商,在深圳擁有大量銷售資源。我們上周調研了公司多個深圳項目,這些項目均臨近地鐵,儘管過去一段時間面臨調控政策,但2017年的銷售情況仍然良好。此外,由於這些項目獲取時間早,地價低,在過去兩年深圳房價上漲後,項目利潤率非常可觀。2017年上半年,由於多個深圳項目交付,當期毛利率由16年同期的30.3%升至期內的39.5%。儘管目前深圳市政府採取了嚴厲的限購限價措施,但我們認為由於地價低廉,深圳項目在限價的情況下仍然能保持高於同業平均的利潤率,並且長期看,市場對於臨近地鐵的物業,尤其在一線城市,需求仍然強勁。

❖ **收併購及城市更新已經成為龍光另一個增長引擎。**截止到17年末,公司總貨值達5,194億元人民幣。其中,通過公開市場獲得項目約2,171億,占42%;併購及城市更新項目約3,042億,占58%。收併購及城市更新已經成為龍光獲取項目的另一個主要途徑,尤其在土地稀缺的深圳。去年11月,龍光以69.8億元人民幣收購深圳南山區康佳項目70%股權。在城市更新方面,我們此次調研也參觀了公司位於蛇口的更新項目。該項目位置優越,臨近前海區域,在更新改造之前是一座舊工廠。我們在之前的報告中提到過,在城市更新項目的競爭中,大型開發商不一定是最後的贏家,而那些取得當地政府以及原物業業主信任的開發商往往能夠獲得項目。龍光地產以深圳為基地,在過去幾年積累了豐富當地資源以及充足的資本。我們相信龍光地產在城市更新項目的爭取上較其他開發商擁有更大的靈活性和積極性,康佳和蛇口項目就是最好的案例。

❖ **聚焦粵港澳大灣區。**自2017年初寫入政府工作報告後,粵港澳大灣區城市群發展規劃就從多年籌備階段正式進入國家戰略層面。目標是將粵港澳大灣區發展成國際一流航運中心、貿易中心、金融中心、全球科技創新中心和全球先進製造業基地。龍光地產戰略目標清晰,主要在優勢區域,即粵港澳大灣區內投資開發。公司在大灣區的貨值占總貨值的81%,其中深圳、惠州、東莞、香港的貨值則占總貨值的54.4%。

❖ **盈利增長進入快車道。**2018年公司可售貨值超過1,300億元人民幣,其中65%位於大灣區。公司也將2018年銷售目標設在660億元人民幣(權益銷售),增長超過50%。目前龍光地產擁有大量位於大灣區的資源,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%。管理層對公司未來充滿信心,公司在去年11.24至12.7期間累計回購了約190萬股,而公司主席在今年初(1.8-1.17)也累計增持了160萬股。

❖ **上調預測及目標價。**因為優於預期的盈利能力以及銷售表現,我們分別上調2017-19年的淨利潤預測6.8%、12.4%及23.8%至57.1億、67.8億和90.0億元人民幣。我們推出2018年底的淨資產預測為每股17.56港元。我們將淨資產折讓率由40%降至30%,以反映較高價值的灣區項目以及收併購和城市更新帶來的盈利增長。目標價由8.44港元調升至12.30港元,維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	14,574	20,539	28,062	40,454	59,549
淨利潤(百萬人民幣)	2,649	4,488	5,709	6,776	8,985
EPS(人民幣)	0.48	0.82	1.03	1.22	1.62
EPS變動(%)	1.5	71.3	25.9	18.7	32.6
市盈率(x)	19.4	11.3	9.0	7.6	5.7
市帳率(x)	3.8	2.6	2.2	1.9	1.6
股息率(%)	1.3	2.4	3.9	5.3	7.0
權益收益率(%)	21.4	27.2	26.8	26.9	30.1
淨財務杠杆率(%)	56.4	71.4	71.3	68.4	72.9

資料來源:公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$12.30
(過去目標價)	HK\$8.44)
潛在升幅	+11.8%
當前股價	HK\$11.00

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)	60,359
3月平均流通量(百萬港元)	80.46
5周內股價高/低(港元)	11.48/29.1
總股本(百萬)	5,4965

資料來源:彭博

股東結構

紀海鵬	77.84%
自有流通	22.16%

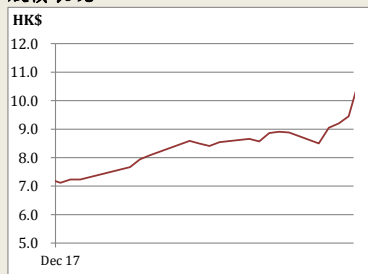
資料來源:彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	54.1%	40.7%
3-月	38.4%	20.3%
6-月	66.3%	37.8%

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

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	14,574	20,539	28,062	40,454	59,549
物業開發	15,247	21,105	28,011	40,498	59,755
投資物業租金	72	84	111	131	150
建築收入	121	212	223	234	246
減：營業稅及其他稅金	(866)	(862)	(283)	(409)	(602)
銷售成本	(10,144)	(13,979)	(18,242)	(26,647)	(39,326)
毛利	4,430	6,560	9,820	13,806	20,223
其他收入	135	424	355	264	292
銷售費用	(573)	(714)	(982)	(1,214)	(1,786)
行政費用	(588)	(557)	(702)	(809)	(1,786)
其他收益	(144)	(196)	(4)	-	-
息稅前收益	3,260	5,516	8,487	12,047	16,942
淨融資成本	(36)	(372)	(559)	(655)	(749)
聯營公司	-	26	180	200	250
特殊收入	950	2,764	1,646	-	-
稅前利潤	4,174	7,933	9,753	11,592	16,443
所得稅	(1,486)	(2,734)	(3,156)	(3,880)	(6,276)
非控制股東權益	(39)	(712)	(792)	(771)	(1,017)
永續債利息	-	-	(97)	(165)	(165)
淨利潤	2,649	4,488	5,709	6,776	8,985
核心淨利潤	1,974	3,107	4,475	6,776	8,985

來源：公司資料，招銀國際則預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	7,011	27,980	35,544	39,321	42,814
物業、廠房及設備	166	184	213	217	241
投資型房地產	6,118	11,891	14,864	16,350	17,167
聯營及合營公司的權益	-	15,404	19,766	21,743	23,917
無形資產	-	-	-	-	-
其他非流動資產	728	501	702	1,011	1,489
流動資產	49,760	58,521	81,950	113,566	142,567
現金及現金等價物	8,635	13,560	21,499	26,605	27,207
	2,212	1,010	1,611	1,311	1,461
貿易及其他應收賬款	10,026	2,943	5,612	8,990	13,233
存貨	28,198	40,197	52,120	75,063	98,315
應收賬款	-	-	-	-	-
其他	689	811	1,108	1,597	2,351
流動負債	22,621	31,055	45,882	70,364	91,751
銀行借款	4,045	5,118	9,965	11,854	14,237
貿易及其他應付賬款	5,961	7,870	10,134	14,804	21,848
即期稅項	1,321	2,017	2,219	2,441	2,563
預收款項	11,008	16,049	23,564	41,265	53,103
其他	287	-	-	-	-
非流動負債	16,689	29,695	38,522	44,229	49,072
帶息借款	15,706	28,068	36,732	42,260	46,906
遞延稅項	984	1,627	1,790	1,969	2,166
其他	-	-	-	-	-
非控股權益	3,912	6,324	7,589	8,728	9,601
永續債	-	-	2,363	2,363	2,363
資產淨額	13,549	19,427	23,137	27,203	32,594
權益股東應占總權益	13,549	19,427	23,138	27,203	32,594

來源：公司資料，招銀國際則預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	3,260	5,516	8,667	12,247	17,192
折舊和攤銷	19	23	52	55	57
營運資金變動	8,761	(3,007)	(5,509)	(3,917)	(9,395)
稅務開支	(1,242)	(1,875)	(3,156)	(3,880)	(6,276)
其他	(10,034)	4,171	1,799	(609)	1,300
經營活動所得現金淨額	764	4,828	1,852	3,897	2,877
購置固定資產	(370)	(689)	(1,045)	(846)	(417)
聯營公司	-	(13,746)	(4,362)	1,598	(2,174)
其他	(542)	1,595	17	(6,563)	(2,100)
投資活動所得現金淨額	(911)	(12,840)	(5,390)	(5,811)	(4,691)
股份發行	1,289	(173)	(16)	-	-
淨銀行借貸	3,485	13,436	13,436	13,510	7,417
股息	(740)	(506)	(1,998)	(2,710)	(3,594)
其他	(919)	29	55	(3,780)	(1,407)
融資活動所得現金淨額	3,115	12,786	11,477	7,020	2,416
現金增加淨額	2,967	4,775	7,939	5,106	602
年初現金及現金等價物	5,576	8,635	13,560	21,499	26,605
匯兌	92	150	-	-	-
年末現金及現金等價物	8,635	13,560	21,499	26,605	27,207

來源：公司資料，招銀國際則預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合（%）					
物業開發	104.6	102.8	99.8	100.1	100.3
投資物業租金	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
建築收入	0.8	1.0	0.8	0.6	0.4
減：營業稅及其他稅金	(5.9)	(4.2)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
總額	100	100	100	100	100

盈利能力比率（%）

毛利率	30.4	31.9	35.0	34.1	34.0
稅前利率	28.6	38.6	34.8	28.7	27.6
淨利潤率	18.2	21.8	20.3	16.7	15.1
核心淨利潤率	13.5	15.1	15.9	16.7	15.1
有效稅率	35.6	34.5	32.4	33.5	38.2

增長（%）

收入	16.6	40.9	36.6	44.2	47.2
毛利	16.4	48.1	49.7	40.6	46.5
淨利潤率	11.0	69.2	53.9	42.0	40.6
淨利潤	12.8	69.4	27.2	18.7	32.6
核心淨利潤	12.2	57.4	44.0	51.4	32.6

資產負債比率

流動比率（x）	2.2	1.9	1.8	1.6	1.6
平均應收賬款周轉天數	251.1	52.3	73.0	81.1	81.1
平均應付帳款周轉天數	214.5	205.5	202.8	202.8	202.8
平均存貨周轉天數	1,068.0	1,119.8	1,223.5	1,483.0	1,560.7
淨負債／總權益比率（%）	56.4	71.4	71.3	68.4	72.9

回報率（%）

資本回報率	21.4	27.2	26.8	26.9	30.1
資產回報率	5.3	7.3	6.5	5.7	6.0

每股數據

每股盈利（人民幣）	0.48	0.82	1.03	1.22	1.62
每股股息（人民幣）	0.12	0.22	0.36	0.49	0.65
每股賬面值（人民幣）	2.44	3.53	4.17	4.90	5.87

來源：公司資料，招銀國際則預測

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併無直接或間接關係。

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）併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	: 招銀國際併未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 45/F, 冠君大廈, 花園道 3 號, 香港

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，併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，併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併不時自行及/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。