

龍光地產 (3380 HK)

立足深圳，深耕粵港澳大灣區

- ❖ **首次覆蓋給予「買入」評級。**龍光地產是一家總部位於深圳的領先物業開發商，業務主要集中粵港澳大灣區。我們推出公司 2017 年底的每股資產淨值為 9.65 港元，以資產淨值折讓 40% 計算，得出目標價為 5.85 港元，潛在升幅為 12.3%。首次覆蓋給予「買入」評級。
- ❖ **深耕粵港澳大灣區。**粵港澳大灣區指的是由廣州、佛山、肇慶、深圳、東莞、惠州、珠海、中山、江門 9 市以及香港、澳門形成的城市群。面積約為 5.6 萬平方公里，人口超過 6600 萬，2016 年 GDP 總量已超 1.3 萬億美元。是繼美國紐約灣區、舊金山灣區和日本東京灣區之後，全球第四大灣區。今年 3 月 5 日，“粵港澳大灣區”首次出現在總理政府工作報告中，上升為國家戰略。4 月 11 日，國務院總理李克強在會見香港特區第五任行政長官林鄭月娥時再次表示，今年中央政府要研究制定粵港澳大灣區城市群發展規劃。粵港澳大灣區的提出再次肯定了珠三角地區未來的發展價值。作為以深圳為基地的開發商，龍光地產業務主要集中在粵港澳大灣區，在當地擁有較高的滲透率，並且項目位置優越。加上多年在珠三角的開發經驗和日漸雄厚的資本，我們相信龍光地產已經是粵港澳大灣區裏重要的市場參與者。
- ❖ **積極投資海外項目。**今年 2 月，龍光地產聯手合景泰富(1813 HK, 買入)以總價 168.55 億港元就位於香港鴨脷洲的高端住宅地塊，創下香港近年來單幅土地的成交總價最高紀錄。該地塊建築面積為 12.65 萬呎平方呎，折合平均樓面價為 22,118 港元/平方呎。龍光地產與合景泰富各占 50% 的權益。今年 5 月，龍光在海外市場再次出手，聯合南山集團在新加坡以總代價 10 億新元（約 56 億港元）就位於女皇鎮區的大型市區住宅地塊。該項目總建築面積約 954,327 平方呎，折合平均樓面價為新幣 1,050 元/平方呎。龍光地產與南山集團同樣各占 50% 的權益。對龍光地產而言，海外項目有助公司提高市場知名度，優化資產配置，增加與其他灣區項目的協同效應。但不利的是海外房地產市場較內地市場更為波動，受到外圍因素尤其是美國利率走勢的影響。
- ❖ **城市更新是重要的項目來源。**除公開市場招拍掛外，城市更新是龍光地產另外一個重要的項目獲取途徑，尤其在土地資源緊缺的深圳區域。截止 2017 年 3 月 20 日，龍光地產所有開發項目，包括收購及更新項目，總建築面積達 2,650 萬平方米，其中收購及更新項目占 43%。從貨值上看，更新項目占到總貨值的 40%。在城市更新項目競爭中，大型開發商不一定是最後的贏家，而是那些已經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，在當地擁有豐富的資源和充足的資本。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。

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	27,615	35,145	41,839
淨利潤 (百萬人民幣)	2,649	4,488	3,779	5,255	6,571
EPS (人民幣)	0.48	0.82	0.69	0.96	1.20
EPS 變動 (%)	1.5	71.3	(15.8)	39.1	25.0
市盈率(x)	9.7	5.7	6.7	4.8	3.9
市帳率(x)	1.9	1.3	1.2	1.0	0.8
股息率 (%)	2.5	4.8	4.4	6.2	7.7
權益收益率 (%)	21.4	27.2	18.2	22.0	23.4
淨財務杠杆率 (%)	56.4	71.4	82.4	73.9	72.5

資料來源：公司及招銀國際研究

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$5.85
潛在升幅	+12.3%
當前股價	HK\$5.21

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)	28,636
3 月平均流通量 (百萬港元)	49.59
5 周內股價高/低 (港元)	5.25/2.65
總股本 (百萬)	5,496

資料來源：彭博

股東結構

紀海鵬	76.82%
自有流通	22.18%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	10.6%	10.5%
3-月	29.9%	22.4%
6-月	67.0%	40.4%

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	27,615	35,145	41,839
物業開發	15,247	21,105	28,471	36,280	43,190
投資物業租金	72	84	110	136	156
建築收入	121	212	184	193	236
減：營業稅及其他稅金	(866)	(862)	(1,151)	(1,464)	(1,743)
銷售成本	(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
銷售費用	(573)	(714)	(986)	(1,255)	(1,494)
行政費用	(588)	(557)	(994)	(1,265)	(1,506)
其他收益	(144)	(196)	(176)	(196)	(181)
息稅前收益	3,260	5,516	7,170	9,704	12,106
淨融資成本	(36)	(372)	(378)	(447)	(505)
聯營公司	-	26	35	35	35
特殊收入	950	2,764	-	-	-
稅前利潤	4,174	7,933	6,827	9,292	11,636
所得稅	(1,486)	(2,734)	(2,805)	(3,638)	(4,420)
非控制股東權益	(39)	(712)	(243)	(399)	(645)
淨利潤	2,649	4,488	3,779	5,255	6,571
核心淨利潤	1,974	3,107	3,779	5,255	6,571

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	35,538	38,691	42,604
物業、廠房及設備	166	184	213	217	241
投資型房地產	6,118	11,891	14,864	17,836	21,404
聯營及合營公司的權益	-	15,404	19,766	19,766	19,766
無形資產	-	-	-	-	-
其他非流動資產	728	501	695	872	1,194
流動資產	49,760	58,521	71,155	85,632	100,001
現金及現金等價物	10,848	14,570	17,884	21,359	23,963
貿易及其他應收賬款	10,026	2,943	5,523	7,029	8,368
存貨	28,198	40,197	46,856	56,263	66,591
應收賬款	-	-	-	-	-
其他	689	811	892	981	1,079
流動負債	22,621	31,055	39,250	49,086	55,214
銀行借款	4,045	5,118	6,505	9,080	10,594
貿易及其他應付帳款	5,961	7,870	10,099	12,408	14,415
即期稅項	1,321	2,017	2,219	2,441	2,685
預收款項	11,008	16,049	20,427	25,157	27,520
其他	287	-	-	-	-
非流動負債	16,689	29,695	37,782	40,379	46,113
帶息借款	15,706	28,068	35,829	38,036	43,301
遞延稅項	984	1,627	1,953	2,343	2,812
其他	-	-	-	-	-
非控股權益	3,912	6,324	7,589	9,107	10,929
資產淨額	13,549	19,427	22,072	25,751	30,350
權益股東應占總權益	13,549	19,427	22,072	25,751	30,350

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	7,170	9,704	12,106
折舊和攤銷	19	23	27	28	29
營運資金變動	8,761	(3,007)	(7,009)	(8,604)	(9,660)
稅務開支	(1,242)	(1,875)	(2,135)	(2,768)	(3,364)
其他	(10,034)	4,171	5,556	5,941	5,641
經營活動所得現金淨額	764	4,828	3,608	4,302	4,752
購置固定資產	(370)	(689)	(1,074)	(1,282)	(1,417)
聯營公司	-	(13,746)	(4,800)	-	-
其他	(542)	1,595	-	(4,266)	(6,943)
投資活動所得現金淨額	(911)	(12,840)	(5,874)	(5,548)	(8,359)
股份發行	1,289	(173)	-	-	-
淨銀行借貸	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
融資活動所得現金淨額	3,115	12,786	8,287	4,129	5,859
現金增加淨額	2,967	4,775	6,021	2,882	2,251
年初現金及現金等價物	8,635	8,635	13,560	16,039	18,893
匯兌	92	150	-	-	-
年末現金及現金等價物	11,694	13,560	19,581	18,921	21,144

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	103.1	103.2	103.2
投資物業租金	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
建築收入	0.8	1.0	0.7	0.5	0.6
減：營業稅及其他稅金	(5.9)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
總額	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	30.4	31.9	33.1	34.7	35.9
稅前利率	28.6	38.6	24.7	26.4	27.8
淨利潤率	18.2	21.8	13.7	15.0	15.7
核心淨利潤率	13.5	15.1	13.7	15.0	15.7
有效稅率	35.6	34.5	41.1	39.2	38.0

增長 (%)

收入	16.6	40.9	34.5	27.3	19.0
毛利	16.4	48.1	39.2	33.5	23.3
淨利潤率	11.0	69.2	30.0	35.4	24.7
淨利潤	12.8	69.4	(15.8)	39.1	25.0
核心淨利潤	12.2	57.4	21.6	39.1	25.0

資產負債比率

流動比率 (x)	2.2	1.9	1.8	1.7	1.8
平均應收賬款周轉天數	251.1	52.3	73.0	73.0	73.0
平均應付賬款周轉天數	214.5	205.5	199.5	197.3	196.2
平均存貨周轉天數	1,068.0	1,119.8	1,180.9	1,233.9	1,251.5
淨負債 / 總權益比率 (%)	56.4	71.4	82.4	73.9	72.5

回報率 (%)

資本回報率	21.4	27.2	18.2	22.0	23.4
資產回報率	5.3	7.3	4.2	4.9	5.4

每股數據

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

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）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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。