

龙湖地产 (960 HK, HK\$13.78, 目标价: HK\$14.78, 持有) — 高素质建筑商及优质业主

- ❖ **2016年基本盈利增长12%**。受惠于2016年的确认均价上升15.7%，2016年营业额增加15.6%至548亿元(人民币·下同)，而且同期的毛利率增加1.6个百分点至29.1%。约14.3亿元的盈利来自联营公司的贡献，2016年的纯利增加1.8%至91.5亿元。扣除投资物业重估，基本盈利增加11.7%至77.7亿元。
- ❖ **2017年销售目标为1,100亿元**。2016年月合同销售金额及面积分别增加61.6%至881亿元及41.9%至602万平方米，平均销售价钱上升13.9%至每平方米14,641元。2017年首2个月，销售速度增快，合同销售金额增加269.3%至245亿元，管理层表示害怕2017年下半年会出现不确定性，所以希望2017年第一季的销售能完成全年目标的三分之一。以1,700亿元的可售资源考量，龙湖2017年的销售目标为1,100亿元。公司在2017年会推出107个项目销售，其中30个为新项目，另外54个为现有项目的新期数。
- ❖ **租金收入为另一个增长引擎**。2016年的租金收入上升35.2%至19.1亿元。3个位于北京、重庆及上海的「天街」购物商场在2016年开始营运，目前，共有21个购物商场(面积为194万平方米)正在营运，平均出租率为95.1%。龙湖在2020年前将有14个购物商场竣工，提供152万平方米的出租面积，公司预计在2020年后的租金收入可达50亿元。
- ❖ **2016年底的总土地储备为4,147万平方米**。龙湖在2016年购入42幅土地，应占权益的面积为774万平方米，应占权益的地价为490亿元，即平均地价为每平方米6,329元。以销售货值计算，位于1线城市及领先2线城市的新买入土地分别占总数的23%及53%。于2016年12月，总土地储备及应占权益的土地储备分别为4,147万平方米及3,294万平方米，平均地价为每平方米4,039元，相等于2016年销售均价的27.6%。
- ❖ **估值充分反映**。净负债比率由2015年的54.6%下降至2016年的53.9%。从4.92%的借贷成本来反映，龙湖为其中一家的财政健康房地产商。因为交付面积下降的假设，我们下调2017及2018年的盈利预测6.7%至97.8亿元及14.3%至106亿元。我们推出2017年底的每股资产净值预测为21.11港元。由于年初至今股价已有40%的涨幅，我们相信目前的估值已反映前景。以资产净值折让30%计算，目标价由14.84港元下降至14.78港元。评级下降至「持有」。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY18E
营业额(百万人民币)	47,423	54,799	71,645	79,660	90,452
净利润(百万人民币)	8,988	9,153	9,777	10,565	12,096
每股收益(人民币)	1.544	1.573	1.676	1.811	2.073
每股收益变动(%)	0.9	1.9	6.5	8.1	14.5
市盈率(x)	7.5	7.4	6.9	6.4	5.6
市帐率(x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	3.1	4.0	4.5	5.4	5.4
权益收益率(%)	16.3	14.8	14.3	14.1	14.8
净财务杠杆率(%)	54.6	53.9	51.7	48.8	45.9

来源:公司及招銀国际研究部

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

龙湖地产(960 HK)

评级	持有
收市价	HK\$13.78
目标价	HK\$14.78
市值(港币百万)	80,536
过去3个月平均交易(港币百万)	75
52周高/低(港币)	14.08/9.5
发行股数(百万)	5,844
主要股东	吴亚军 (44.1%)

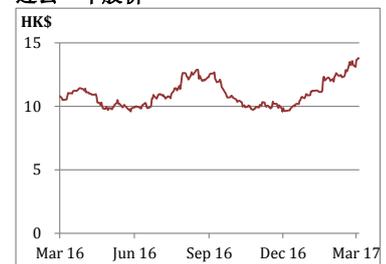
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	15.6%	13.8%
3月	43.3%	27.1%
6月	9.7%	7.1%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	47,423	54,799	71,645	79,660	90,452
物业发展	44,993	51,441	67,330	74,880	85,120
物业投资	1,415	1,913	2,610	2,785	3,018
物业管理	1,015	1,445	1,705	1,995	2,314
销售成本	(34,408)	(38,864)	(50,854)	(56,194)	(63,876)
毛利	13,015	15,935	20,791	23,466	26,576
销售费用	(1,018)	(1,428)	(1,576)	(1,832)	(2,080)
行政费用	(1,435)	(2,022)	(2,364)	(2,549)	(2,804)
其他收益	297	72	121	138	155
息税前收益	10,859	12,557	16,971	19,223	21,846
融资成本	(43)	(53)	(59)	(65)	(70)
联营公司	248	1,434	749	522	680
特殊收入	2,874	2,018	-	-	-
税前利润	13,938	15,956	17,661	19,679	22,457
所得税	(4,574)	(6,021)	(7,425)	(8,492)	(9,653)
非控制股东权益	(376)	(782)	(459)	(623)	(708)
净利润	8,988	9,153	9,777	10,565	12,096
核心净利润	6,950	7,765	9,777	10,565	12,096

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	63,911	86,342	84,800	88,290	92,440
物业、厂房及设备	16,832	29,546	25,200	26,210	27,420
联营公司	1,238	4,323	4,800	5,200	5,600
投资物业	43,385	49,031	51,500	53,500	56,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	2,456	3,442	3,300	3,380	3,420
流动资产	120,177	138,139	151,798	166,052	176,640
现金及现金等价物	18,160	17,355	18,598	21,652	22,840
应收贸易款项	9,920	10,324	11,200	12,100	13,400
存货	6,770	6,103	6,000	6,000	6,000
关连款项	82,036	100,512	112,000	122,500	130,900
其他	3,291	3,845	4,000	3,800	3,500
流动负债	71,047	91,462	94,000	101,250	107,350
借债	52,942	66,726	71,000	78,200	83,500
应付贸易账款	10,305	12,940	12,000	11,200	11,200
应付税项	6,178	5,333	6,000	6,450	6,800
关连款项	1,622	6,464	5,000	5,400	5,850
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	50,574	58,253	60,602	64,302	65,902
借债	46,088	52,539	55,000	58,500	60,000
递延税项	4,487	5,498	5,600	5,800	5,900
其他	-	216	2	2	2
少数股东权益	7,343	13,350	13,800	13,850	13,940
净资产总值	55,125	61,415	68,196	74,940	81,888
股东权益	55,125	61,765	68,196	74,940	81,888

来源: 公司及招银国际研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	10,859	12,557	16,971	19,223	21,846
折舊和攤銷	33	46	49	52	54
營運資金變動	6,509	(15,899)	(11,965)	(10,200)	(8,400)
稅務開支	(3,083)	(2,375)	(8,263)	(9,092)	(9,553)
其他	(237)	10,252	7,041	4,616	1,971
經營活動所得現金淨額	14,081	4,582	3,834	4,599	5,919
購置固定資產	(17,035)	(5,682)	(2,520)	(2,062)	(2,564)
聯營公司	1,587	(3,085)	(477)	(400)	(400)
其他	(2,184)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(17,632)	(8,767)	(2,997)	(2,462)	(2,964)
股份發行	138	-	-	-	-
淨銀行借貸	3,267	5,606	3,128	3,950	1,850
股息	(1,654)	(2,083)	(2,722)	(3,034)	(3,617)
其他	925	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	2,676	3,523	406	916	(1,767)
現金增加淨額	(875)	(662)	1,243	3,054	1,188
年初現金及現金等价物	18,794	17,920	17,258	18,501	21,555
匯兌	-	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	17,920	17,258	18,501	21,555	22,743
受限制現金	240	97	97	97	97
資產負債表的現金	18,160	17,355	18,598	21,652	22,840

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	94.9	93.9	94.0	94.0	94.1
物業投資	3.0	3.5	3.6	3.5	3.3
物業管理	2.1	2.6	2.4	2.5	2.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增長 (%)

收入	(7.0)	15.6	30.7	11.2	13.5
毛利率	(3.7)	22.4	30.5	12.9	13.3
息稅前收益	0.4	15.6	35.2	13.3	13.6
淨利潤	7.6	1.8	6.8	8.1	14.5

盈利能力比率 (%)

毛利率	27.4	29.1	29.0	29.5	29.4
稅前利率	29.4	29.1	24.7	24.7	24.8
淨利潤率	19.0	16.7	13.6	13.3	13.4
核心淨利潤率	14.7	14.2	13.6	13.3	13.4
有效稅率	32.8	37.7	42.0	43.1	43.0

資產負債比率

流動比率 (x)	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6
平均應收賬款周轉天數	38.2	34.4	28.5	27.7	27.0
平均應付帳款周轉天數	569.8	561.9	494.3	484.6	462.0
平均存貨周轉天數	854.8	857.2	762.6	761.6	724.0
淨負債/ 總權益比率 (%)	54.6	53.9	51.7	48.8	45.9

回報率 (%)

資本回報率	17.5	15.7	15.0	14.8	15.4
資產回報率	5.1	4.5	4.2	4.3	4.6

每股數據

每股盈利(人民幣)	1.544	1.573	1.676	1.811	2.073
每股股息(人民幣)	0.357	0.466	0.520	0.620	0.620
每股賬面值(人民幣)	9.46	10.57	11.69	12.85	14.04

來源: 公司及招銀國際研究部

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。报告所载资料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，并可能会受标的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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。