

龙湖 (960 HK)

销售和市值双双突破千亿大关

- ❖ **中期净利润增长 18%**。2017 上半年，龙湖物业销售结转面积同比减少 8.7%，平均售价则上升 7.5%，因此公司物业销售收入同比减少 1.7%至 166 亿元人民币。公司上半年新开业 4 家购物商场以及推出长租公寓，上半年租金收入因此增长 28.8%至 11.4 亿元人民币。上半年公司总收入达 186 亿元人民币，增长 1.3%。由于在上海及重庆的高利润物业交付，上半年毛利率由去年同期的 29.7%提高至 36.5%。尽管有效税率上升 5.1 个百分点至 39.0%，净利润仍大幅增长 18.1%至 44.1 亿元人民币。公司宣派中期股息每股 0.20 元人民币。
- ❖ **7 月份累计合约销售突破 1,000 亿元人民币**。公司 1-7 月份累计合约销售增长 118%至 1,030 亿元人民币，销售面积增长 108%至 662 万平方米。因此龙湖将 2017 年销售目标由之前的 1,100 亿元人民币上升至 1,500 亿元人民币，以反映 2,200 亿元人民币的可售资源及 68%的去化率。截止至今年 7 月，仍有 1,564 亿元人民币的合约销售未结转，面积达 989 万平方米。2017 上半年，公司已完工 215 万平方米的建筑面积，预计下半年有 512 万平方米的建筑面积将会完工。这些庞大的资源将为公司收入增长提供有力支持。截止至 6 月，公司总土地储备和权益储备分别为 5,002 万平方米和 3,711 万平方米。平均土地成本为每平方米 4,845 元人民币，相当于上半年平均售价的 31%。我们预计未来 3 年公司物业开发毛利率将维持在 29%左右。
- ❖ **长租公寓成为新的收入来源**。除「天街」、「星悦荟」和「MOCO」系列的购物商场外，公司于上半年推出「冠寓」系列的长租公寓产品。截止至今年 7 月，冠寓已进入 7 个城市、运营 10 个项目。年内更将合计新增超过 1.5 万间，预计到 2020 年公寓租金收入超过 20 亿元人民币。
- ❖ **在民营房企中拥有较低的借贷成本**。截止 2017 年 6 月 30 日，公司净负债率为 56.2%，较去年年底的 53.9%略有上升，现金和短期负债分别为 227 亿元人民币和 77 亿元人民币。截至上半年底，公司平均借贷成本较去年下降 22 个基点至 4.7%，我们认为这是民营房企中最低的，反映出龙湖健康的资产负债情况。
- ❖ **市值突破 1,000 亿港元**。龙湖现在已经是千亿级的上市公司，公司未来将力争每年 15-20%的增长。基于稳健的销售增长和较好的利润水平，我们分别上调 2017-2019 年的净利润预测 10.1%、21.7%及 19.2%至 108 亿、129 亿和 144 亿元人民币。我们同时将 2017 年底的净资产预测由 21.11 港元升至 26.28 港元，因此目标价由 14.78 港元调升至 18.40 港元，相等于 30%的与净资产折让，维持「持有」评级。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	47,423	54,799	71,487	102,575	114,652
淨利潤 (百萬人民幣)	8,988	9,153	10,765	12,857	14,419
EPS (人民幣)	1.544	1.573	1.843	2.183	2.449
EPS 變動 (%)	0.9	1.9	17.2	18.4	12.2
市盈率 (x)	10.3	10.1	8.7	7.3	6.5
市帳率 (x)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
股息率 (%)	2.2	2.9	3.4	4.0	4.5
權益收益率 (%)	16.3	14.8	15.8	17.0	17.0
淨財務杠杆率 (%)	54.6	53.9	49.6	45.7	45.5

資料來源：公司及招銀國際研究

持有(維持)

目标价	HK\$18.40
(过去目标价)	HK\$14.78
潜在升幅	-0.9%
当前股价	HK\$18.56

文干森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	109,288
3 月平均流通量 (百万港元)	109.8
5 周内股价高/低 (港元)	20.25/9.5
总股本 (百万)	5,888.4

资料来源：彭博

股东结构

吴亚军	44.1%
蔡奎	26.5%
吴光正	6.0%
自由流通	55.9%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.6%	-4.4%
3-月	38.7%	29.1%
6-月	51.5%	32.2%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: 德勤

公司网站: www.longfor.com

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	71,487	102,575	114,652
物业发展	44,993	51,441	67,330	97,920	109,440
物业投资	1,415	1,913	2,453	2,660	2,898
物业管理	1,015	1,445	1,705	1,995	2,314
销售成本	(34,408)	(38,864)	(49,821)	(71,771)	(80,261)
毛利	13,015	15,935	21,667	30,804	34,391
销售费用	(1,018)	(1,428)	(1,573)	(2,359)	(2,637)
行政费用	(1,435)	(2,022)	(2,216)	(2,462)	(2,752)
其他收益	297	72	424	148	151
息税前收益	10,859	12,557	18,302	26,131	29,154
融资成本	(43)	(53)	(59)	(62)	(64)
联营公司	248	1,434	295	522	680
特殊收入	2,874	2,018	2,338	-	-
税前利润	13,938	15,956	20,876	26,591	29,770
所得税	(4,574)	(6,021)	(9,653)	(13,111)	(14,642)
非控制股东权益	(376)	(782)	(459)	(623)	(708)
净利润	8,988	9,153	10,765	12,857	14,419
核心净利润	6,950	7,765	9,202	12,857	14,419

来源: 公司及招银国际研究部预测

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	97,150	102,220	107,240
物业、厂房及设备	16,832	29,546	28,250	30,270	32,300
联营公司	1,238	4,323	7,500	7,800	8,000
投资物业	43,385	49,031	58,000	60,500	63,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	2,456	3,442	3,400	3,650	3,940
流动资产	120,177	138,139	191,506	204,224	221,198
现金及现金等价物	18,160	17,355	20,506	22,124	21,398
应收贸易款项	9,920	10,324	14,000	14,800	13,400
存货	6,770	6,103	19,500	20,500	21,200
关连款项	82,036	100,512	133,000	142,000	160,000
其他	3,291	3,845	4,500	4,800	5,200
流动负债	71,047	91,462	135,500	143,330	152,820
借债	52,942	66,726	103,000	108,500	116,000
应付贸易账款	10,305	12,940	12,000	12,380	12,520
应付税项	6,178	5,333	6,000	6,450	6,800
关连款项	1,622	6,464	14,500	16,000	17,500
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	50,574	58,253	64,656	66,160	69,275
借债	46,088	52,539	58,500	60,000	63,000
递延税项	4,487	5,498	5,800	5,800	5,900
其他	-	216	356	360	375
少数股东权益	7,343	13,350	20,500	21,200	21,500
净资产总值	55,125	61,415	68,000	75,754	84,843
股东权益	55,125	61,765	68,200	75,754	84,843

来源: 公司及招银国际研究部预测

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	10,859	12,557	18,302	26,131	29,154
折舊和攤銷	33	46	49	58	61
營運資金變動	6,509	14,075	(30,765)	(7,800)	(14,600)
稅務開支	(3,083)	(3,919)	(10,291)	(12,731)	(14,402)
其他	(237)	9,914	34,258	100	2,271
經營活動所得現金淨額	14,081	32,673	11,554	5,758	2,483
購置固定資產	(17,035)	(40,330)	(9,070)	(2,578)	(2,591)
聯營公司	1,587	1,530	(3,177)	(300)	(200)
其他	(2,184)	(1,317)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(17,632)	(40,117)	(12,247)	(2,878)	(2,791)
股份發行	138	(526)	-	-	-
淨銀行借貸	3,267	4,380	6,628	1,950	3,350
股息	(1,654)	(2,083)	(2,722)	(3,212)	(3,769)
其他	925	5,012	-	-	-
融資活動所得現金淨額	2,676	6,782	3,906	(1,262)	(419)
現金增加淨額	(875)	(662)	3,213	1,618	(726)
年初現金及現金等价物	18,794	17,920	17,258	20,471	22,089
匯兌	-	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	17,920	17,258	20,471	22,089	21,363
受限制現金	240	97	35	35	35
資產負債表的現金	18,160	17,355	20,506	22,124	21,398

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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	94.2	95.5	95.5
物業投資	3.0	3.5	3.4	2.6	2.5
物業管理	2.1	2.6	2.4	1.9	2.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長(%)					
收入	(7.0)	15.6	30.5	43.5	11.8
毛利率	(3.7)	22.4	36.0	42.2	11.6
息稅前收益	0.4	15.6	45.8	42.8	11.6
淨利潤	7.6	1.8	17.6	19.4	12.2
盈利能力比率(%)					
毛利率	27.4	29.1	30.3	30.0	30.0
稅前利率	29.4	29.1	29.2	25.9	26.0
淨利潤率	19.0	16.7	15.1	12.5	12.6
核心淨利潤率	14.7	14.2	12.9	12.5	12.6
有效稅率	32.8	37.7	46.2	49.3	49.2
資產負債比率					
流動比率(x)	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
平均應收賬款周轉天數	38.2	34.4	35.7	26.3	21.3
平均應付賬款周轉天數	569.8	561.9	621.7	537.8	510.5
平均存貨周轉天數	854.8	857.2	855.4	699.3	686.7
淨負債/總權益比率(%)	54.6	53.9	49.6	45.7	45.5
回報率(%)					
資本回報率	17.5	15.7	16.6	17.9	18.0
資產回報率	5.1	4.5	4.2	4.3	4.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.544	1.573	1.843	2.183	2.449
每股股息(人民幣)	0.357	0.466	0.550	0.640	0.720
每股賬面值(人民幣)	9.46	10.57	11.58	12.87	14.41

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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。接收本報告之行為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。