

龙光地产 (3380 HK)

预计下半年将恢复增长

- 上半年业绩与去年同期持平。**上半年，公司结转面积从1H17的110万平减少至74万平，但结转面积的平均售价上升68.1%至人民币18,646元/平(1H17:11,093元/平)，因此结转销售额仍然实现7.5%的增长至131.7亿元人民币(下同)。除物业销售外，公司在期内录得一笔10.7亿元的一级土地开发收入，同时，建筑工程收入增长271%至9.7亿元。因此，上半年总体收入增长22.4%至152亿元。但由于投资物业和金融工具公允价值变动收益减少，财务费用上升以及新增了永续债利息(8,300万元)，上半年公司净利润下降1.5%至33.5亿元。除去公允价值变动后的归母核心利润则增长4.0%至26.5亿元。尽管上半年业绩与去年基本持平，但截至2018年6月底，公司已售未结转额已达474亿，按照公司指引其中262亿元将在今年下半年结转，对比2H17结转销售额为147亿元。因此，我们预计盈利增长将在下半年加速。董事会提议中期每股派息28港仙，相当于50%的核心派息率，其中5港仙作为公司上市五周年特别股息，相当于10%的核心派息率。
- 以大湾区为核心扩大土地储备。**截至2018年6月30日，公司土地储备达3,546万平，相当于4,161亿元的可售货值。粤港澳大湾区仍是公司核心投资区域。62%的土地储备面积(2,200万平方米)位于湾区，占总货值的72%(3,001亿元)。今年上半年，公司在公开市场收购了总建面645万平的新土地，其中446万平位于大湾区。除公开市场外，公司在期内成功将2个城市更新项目转为土地储备，总货值在200亿元。截至2018年6月30日，公司并购和城市更新项目储备的总建面达1,240万平，若全部成功转换，可为公司增加1,823亿元的货值。此外，公司在上半年首次进入长三角市场。在上海1小时生活圈内收购了3个项目，为日后在该地区的发展打下基础。
- 销售目标提高至700亿元权益销售。**今年前7个月，公司合约销售额达438亿元，同比增长91.9%。销售面积为222万平。基于良好的销售表现和对目前的市场判断，公司决定将2018年的销售目标从660亿元增加至700亿元权益销售，而2017年的总合约销售额为434亿元。
- 提高盈利预测及目标。**由于一级土地开发收入和销售目标上升，我们分别将18-19财年的盈利预测上调11.4%，2.9%至76.2亿元，97.9亿元。估值方面，受惠于土储上升，我们将FY18-end的预测每股净资产净值从18.32港元上调至20.26港元。但由于房地产市场持续收紧，我们将净资产净值折让率从之前的35%提高至40%。综上，我们的目标价由11.91港元上调至12.16港元。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	20,539	27,690	42,855	62,222	81,921
净利润(百万人民币)	4,488	6,527	7,624	9,790	11,980
EPS(人民币)	0.81	1.17	1.39	1.78	2.18
EPS变动(%)	N.A.	44.4	18.7	28.4	22.4
市盈率(x)	9.1	6.3	5.3	4.1	3.4
市帐率(x)	2.1	1.9	1.6	1.3	1.1
股息率(%)	2.8	4.6	8.5	9.6	11.8
权益收益率(%)	23.1	31.2	30.4	31.6	31.4
净财务杠杆率(%)	71.4	67.9	65.0	73.7	71.1

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$12.16
(过去目标价)	HK\$11.91
潜在升幅	+41.3%
当前股价	HK\$8.60

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	47,084
3月平均流通量(百万港元)	117.8
5周内股价高/低(港元)	13.10/6.59
总股本(百万)	5,487.2

资料来源: 彭博

股东结构

纪海鹏	77.84%
自有流通	22.16%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-13.9%	-11.5%
3-月	-28.8%	-20.1%
6-月	-12.8%	-6.2%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.loganestate.com

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	20,539	27,690	42,855	62,222	81,921
物业开发	21,105	26,951	40,080	59,469	78,376
投资物业租金	84	88	101	134	151
建筑收入	212	966	2,029	3,247	4,221
一级土地开发	-	-	1,067	-	-
减：营业税及其他税金	(862)	(316)	(422)	(629)	(827)
销售成本	(13,979)	(18,172)	(27,975)	(40,520)	(54,881)
毛利	6,560	9,517	14,880	21,702	27,039
其他收入	424	696	1,018	351	479
销售费用	(714)	(929)	(1,500)	(2,116)	(2,785)
行政费用	(557)	(748)	(1,157)	(1,680)	(2,212)
其他费用	(196)	(10)	(37)	(45)	(54)
息税前收益	5,516	8,527	13,203	18,213	22,467
应占联营和合营公司收益	26	205	21	125	206
净融资成本	(372)	(672)	(1,315)	(1,447)	(1,649)
特殊收入	2,764	2,829	1,060	-	-
税前利润	7,933	10,889	12,970	16,890	21,024
所得税	(2,734)	(3,881)	(4,499)	(6,133)	(7,860)
本年利润	5,200	7,008	8,471	10,758	13,164
非控制股东权益	(712)	(481)	(677)	(798)	(1,015)
	-	-	(170)	(170)	(170)
归属股东净利润	4,488	6,527	7,624	9,790	11,980
核心净利润	3,057	4,628	6,908	9,790	11,980

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	58,521	83,595	124,082	163,210	208,119
存货	40,197	38,458	39,965	57,886	78,402
贸易及其他应收账款	2,943	20,448	47,617	69,135	91,023
合同资产	-	-	248	372	558
受限制现金	1,010	2,312	1,998	1,998	1,998
现金及现金等价物	13,560	19,878	32,112	30,708	32,042
其他	811	2,499	2,143	3,111	4,096
流动资产	27,980	28,276	38,279	38,763	39,324
物业、厂房及设备	184	148	169	205	232
投资型房地产	11,891	15,665	17,190	17,190	17,190
联营及合营公司的权益	15,404	11,915	20,205	20,330	20,536
无形资产	-	-	-	-	-
其他	501	548	714	1,037	1,365
总资产	86,502	111,871	162,360	201,973	247,443
流动负债	31,055	57,294	91,755	120,244	156,021
贸易及其他应付账款	23,919	37,276	27,975	45,022	60,979
合同负责	-	-	37,576	46,959	61,226
短期借款	5,118	15,563	20,847	20,485	23,575
其他	2,017	4,455	5,357	7,778	10,240
非流动负债	29,695	27,413	38,595	43,391	45,398
长期负债	28,068	25,278	35,745	40,541	42,548
递延税项	1,627	2,135	2,389	2,389	2,389
其他	-	-	461	461	461
总负债	60,750	84,707	130,350	163,635	201,418
非控股权益	6,324	3,858	4,535	4,988	5,487
永续债	-	2,363	2,363	2,363	2,363
资产净额	25,751	27,164	32,011	38,338	46,024
权益股东应占总权益	25,751	27,164	32,011	38,338	46,024

来源：公司资料，招银国际预测

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	8,527	13,203	18,213	22,467
折旧和摊销	37	64	38	44	53
营运资金变动	3,524	(2,961)	924	(11,681)	(10,888)
税务开支	(2,734)	(3,881)	(4,499)	(6,133)	(7,860)
其他	(1,515)	9,766	1,426	13,022	3,393
经营活动所得现金净额	4,828	11,516	11,093	13,464	7,165
购置固定资产	(689)	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)
联营公司	(13,746)	(176)	(176)	(176)	(176)
其他	1,595	(10,256)	(9,474)	(13,705)	(4,454)
投资活动所得现金净额	(12,840)	(11,844)	(11,062)	(15,293)	(6,043)
股份发行	(173)	(93)	(93)	(93)	(93)
净银行借贷	13,436	7,655	15,751	4,434	5,097
股息	(1,148)	(1,853)	(3,454)	(3,916)	(4,792)
其他	672	1,308	-	-	-
融资活动所得现金净额	12,786	7,017	12,203	425	212
现金增加净额	4,775	6,689	12,233	(1,404)	1,334
年初现金及现金等价物	8,635	13,560	19,878	32,112	30,708
汇兑	150	(371)	-	-	-
年末现金及现金等价物	13,560	19,878	32,112	30,708	32,042

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	93.5	95.6	95.7
投资物业租金	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
建筑收入	1.0	3.5	4.7	5.2	5.2
一级土地开发	-	-	2.5	-	-
减：营业税及其他税金	(4.2)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
总额	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.9	34.4	34.7	34.9	33.0
息税前利润率	26.9	30.8	30.8	29.3	27.4
税前利润率	38.6	39.3	30.3	27.1	25.7
净利润率	21.8	23.6	17.8	15.7	14.6
核心净利润率	14.9	16.7	16.1	15.7	14.6
有效税率	34.5	35.6	34.7	36.3	37.4
增长 (%)					
收入	40.9	34.8	54.8	45.2	31.7
毛利	48.1	45.1	56.3	45.9	24.6
净利润率	69.2	54.6	54.8	37.9	23.4
净利润	69.4	45.4	16.8	28.4	22.4
核心净利润	57.4	51.4	49.3	41.7	22.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3
平均存货周转天数	807	502	521	521	521
平均应收账款周转天数	39	174	406	406	406
平均应付帐款周转天数	480	486	365	406	406
净负债/总权益比率 (%)	71.4	67.9	70.2	73.9	69.7
回报率 (%)					
资本回报率	23.1	31.2	30.4	31.6	31.4
资产回报率	9.2	9.7	8.0	8.4	8.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.81	1.17	1.39	1.78	2.18
每股股息(人民币)	0.21	0.34	0.63	0.71	0.87
每股账面值(人民币)	3.53	3.82	4.58	5.65	6.96

来源：公司资料，招银国际预测

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之分析员，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: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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。报告所载数据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，并可能会受目标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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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责任。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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。