

买入 (上调)

00960.HK 龙湖集团

港股通 (沪、深)

目标价: 33.80 港元

现价: 28.05 港元

上市十年里程碑, 成长与价值并重

2019年03月27日

预期升幅: 20%

主要财务指标

市场数据

日期	2019.03.27
收盘价(港元)	28.05
总股本(亿股)	59.43
总市值(亿港元)	1667.15
总资产(亿元)	5068.84
净资产(亿元)	816.61
每股净资产(元)	13.75

数据来源: Wind

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	115,798	155,974	202,500	262,586
增长率(%)	60.7	34.7	29.8	29.7
核心净利润(百万元)	12,850	16,316	20,419	25,463
增长率(%)	31.5	27.0	25.1	24.7
毛利率(%)	34.1	32.0	31.1	30.1
核心净利率(%)	11.1	10.5	10.1	9.7
净资产收益率(%)	19.9	18.0	20.0	22.0
每股核心收益(元)	2.20	2.79	3.49	4.36
每股派息(分)	99	126	157	196

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

相关报告

《销售稳步推进, 土储深化布局》20181222
《四大核心业务均衡发展》跟踪报告 20180823
《合约销售保持规模, 土地储备稳健扩张》20180725
《稳稳的幸福》20180326

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

- **上调至“买入”评级, 目标价 33.8 港元:** 2018 年是龙湖集团上市 10 周年, 10 年来公司充分抓住中国城市化进程及房地产行业大发展的红利, 持续稳健增长, 合约销售规模由 184 亿增长至 2006 亿元, 年复合增长超过 30%, 租金收入由 2 亿元增至 41 亿元, 年复合增长约 40%。我们预计公司 2019/2020 年营业收入为 1560/2025 亿元, 分别同比增长 34.7%和 29.8%, 核心净利润为 163.2 和 204.1 亿元, 分别同比增长 27%和 25.1%, 业绩开始加速释放。公司兼具较高的成长性和稳健的财务策略, 丰厚的派息回报股东, 我们上调公司评级至“买入”评级, 目标价 33.8 港元, 较现价有 20%的升幅, 相当于 2019/2020 年核心净利润的 10/8 倍 PE。公司派息率 45%, 按照当前股价, 股息收益率达到 4%。
- **核心净利润增速达到 31.5%, 业绩好于预期:** 2018 年公司实现营业收入 1158 亿元, 同比增长 60.7%, 其中销售物业、租金收入和物业管理的收入占比分别为 94%、3%和 3%, 租金收入提前实现 40.9 亿的规模; 毛利润 763 亿元, 同比增长 62%, 毛利率 34.1%, 继续保持较高水平, 公司销售物业毛利率将保持在 30%左右; 核心净利润为 129 亿元, 同比增长 31.5%; 公司末期派息 0.69 元, 加上中期股息, 全年每股派息 0.99 元, 同比增长 30.6%, 派息率提升至 46%。公司的业绩释放好于预期。
- **销售规模继续保持第一梯队:** 2018 年公司销售金额和面积分别为 2006 亿元和 1236 万平方米, 分别同比增长 29%和 22%, 合同销售单价为 16229 元/平方米, 同比增长 6%。公司的销售金额按区域划分, 环渤海、华中、西部、长三角和华南区域分别占比 34%、3%、24%、28%、11%。2019 年公司可售货值达到 3500 亿元, 销售目标为 2200 亿元, 但我们认为公司土地储备充足, 今年二线城市随着流动性宽松和政策改善销售将持续改善, 公司的合约销售有望超过 2500 亿元, 销售规模继续保持行业第一梯队。

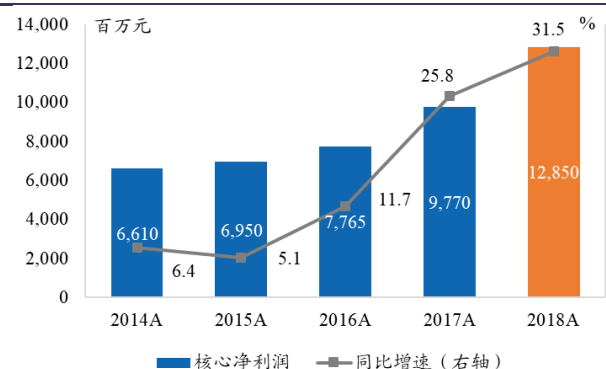
风险提示: 宏观经济增长放缓、行业调控政策加严、流动性收紧、商品房销售不及预期、人民币贬值。



报告正文

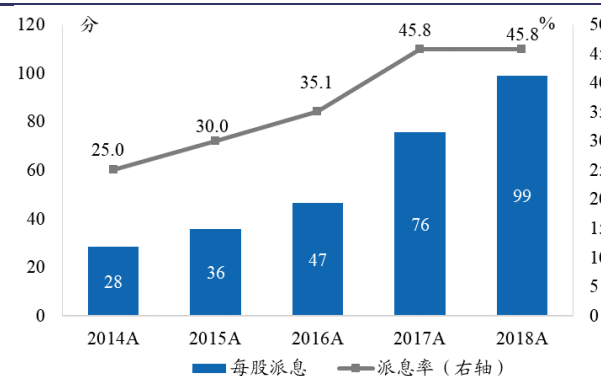
- **核心净利润增速达到 31.5%，业绩好于预期：**2018 年公司实现营业收入 1158 亿元，同比增长 60.7%，其中销售物业、租金收入和物业管理的收入占比分别为 94%、3%和 3%，租金收入提前实现 40.9 亿的规模；毛利润 763 亿元，同比增长 62%，毛利率 34.1%，继续保持较高水平，公司销售物业毛利率将保持在 30%左右；核心净利润为 129 亿元，同比增长 31.5%；公司末期派息 0.69 元，加上中期股息，全年每股派息 0.99 元，同比增长 30.6%，派息率提升至 46%。公司的业绩释放好于预期。

图 1、公司的核心净利润



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

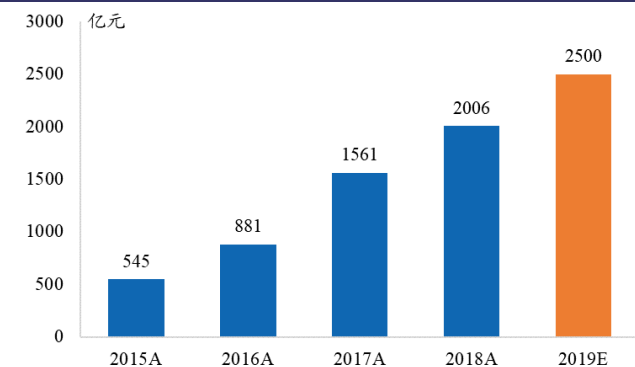
图 2、派息持续提升



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

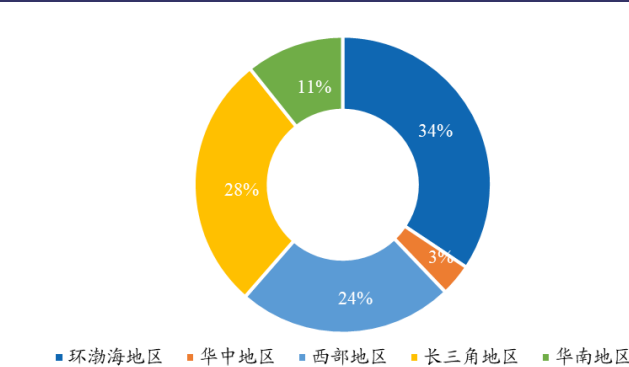
- **销售规模继续保持第一梯队：**2018 年公司合同销售金额和面积分别为 2006 亿元和 1236 万平米，分别同比增长 29%和 22%，合同销售单价为 16229 元/平米，同比增长 6%。公司的销售金额按区域划分，环渤海、华中、西部、长三角和华南区域分别占比 34%、3%、24%、28%、11%。2019 年公司可售货值达到 3500 亿元，销售目标为 2200 亿元，但我们认为公司土地储备充足，今年二线城市随着流动性宽松和政策改善销售将持续改善，公司的合约销售有望超过 2500 亿元，销售规模继续保持行业第一梯队。

图 3、公司的销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

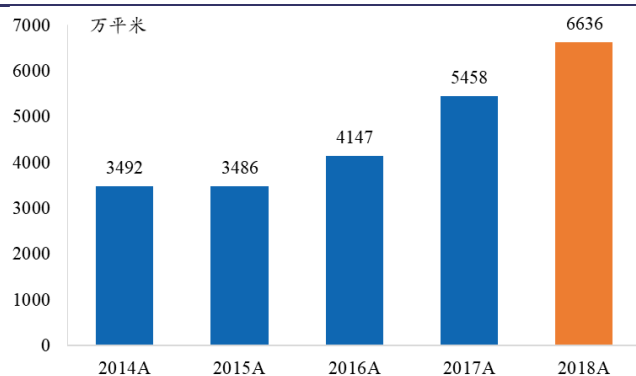
图 4、销售金额按区域划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

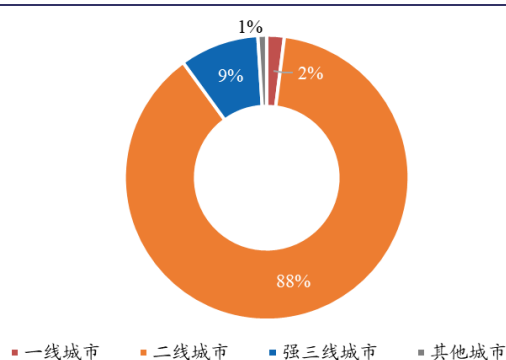
- **持续布局深耕核心一、二线城市：**2018 年公司新增土地 91 幅，二线城市分布较多，90%以上（按土地款）的拿地均分布在一二线及强三线城市。新增土地储备建筑面积为 2189 万平方米，权益比例 63%，平均权益收购成本为 5297 元/平方米，2018 年公司的拿地力度较适度放缓，拿地金额占销售金额比例为 59%，2018 年进入了 9 个新城市。截至 2018 年末，公司的土地储备达到 6636 万平方米，同比增长 22%，可供未来公司销售持续增长。公司土储优质，90% 位于一二线城市，9% 位于强三线城市。

图 5、公司的土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

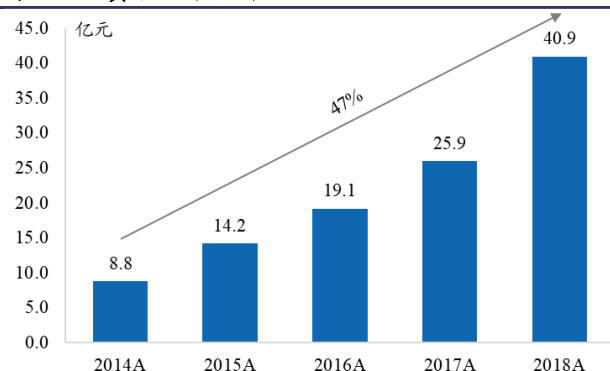
图 6、公司的土地储备按城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

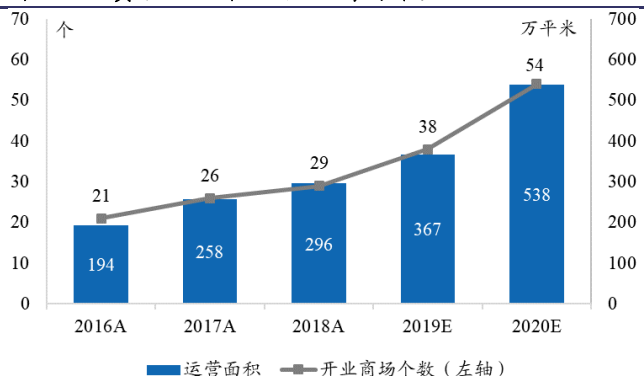
- **投资物业租金进入高速增长期：**2018 年公司已经有 29 个商场投入运营，总建筑面积达到 296 万平方米，出租率达到 97%，租金收入提前实现 40 亿元的目标。公司仍有 21 个商场在建中，建筑面积达到 208.9 万平方米，今明两年陆续投入运营，预计 2020 年公司的租金收入将超过 60 亿元，复合增速超过 30%。投资物业进入门槛高，即考验公司的运营能力，又要求公司有较低的融资成本，龙湖集团提前布局投资物业，打造的“天街”品牌占据了重点二线城市的核心交通节点位置，竞争优势明显。

图 7、投资物业租金收入



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、投资物业运营面积及商场个数



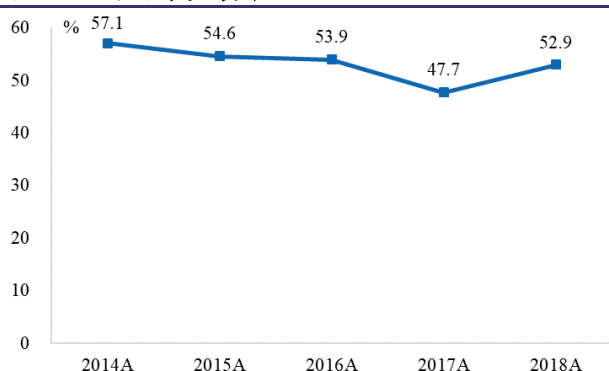
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **资产负债表强劲，融资成本优势凸显：**截至 2018 年末，公司的净负债率为 53%，同比提升 6 个百分点，但仍低于行业平均水平，资产负债表强劲。公司平均融资成本为 4.6%，同比仅提升 10bps，公司的融资渠道通畅，随着公

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

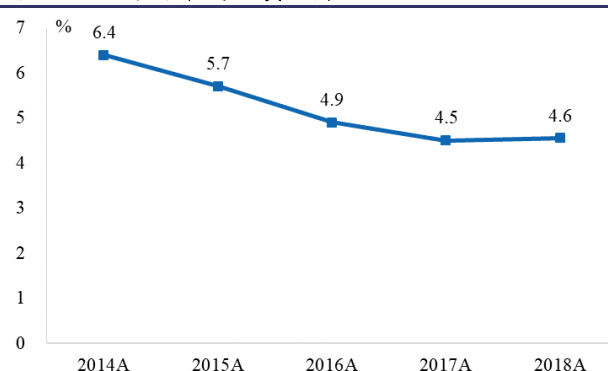
司租金规模的提升，公司的融资优势将更明显，成本将有望下行。

图 9、公司的净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司的平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **上调至“买入”评级，目标价 33.8 港元：**2018 年是龙湖集团上市 10 周年，10 年来公司充分抓住中国城市化进程及房地产行业大发展的红利，持续稳健增长，合约销售规模由 184 亿增长至 2006 亿元，年复合增长超过 30%，租金收入由 2 亿元增至 41 亿元，年复合增长约 40%。我们预计公司 2019/2020 年营业收入为 1560/2025 亿元，分别同比增长 34.7%和 29.8%，核心净利润为 163.2 和 204.1 亿元，分别同比增长 27%和 25.1%，业绩开始加速释放。公司兼具较高的成长性和稳健的财务策略，丰厚的派息回报股东，我们上调公司评级至“买入”评级，目标价 33.8 港元，较现价有 20%的升幅，相当于 2019/2020 年核心净利润的 10/8 倍 PE。公司派息率达到 45%，按照当前股价，股息收益率达到 4%。
- **风险提示：宏观经济增长放缓、行业调控政策加严、流动性收紧、商品房销售不及预期、人民币贬值。**

附表

资产负债表				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	372,029	396,163	436,603	488,772
货币资金	45,083	47,850	54,016	54,489
发展中物业	232,015	232,660	255,223	290,976
应收账款	22,573	29,913	38,836	50,359
其他流动资产	56,984	56,984	56,984	56,984
存货	15,373	28,756	31,544	35,963
非流动资产	134,855	144,515	154,085	163,565
物业、厂房及设备	3,366	4,026	4,596	5,077
预付租赁款项	16,519	16,519	16,519	16,519
投资物业	84,410	93,410	102,410	111,410
联合营公司权益	14,937	14,937	14,937	14,937
其他非流动资产	10,696	10,696	10,696	10,696
递延税项资产	4,193	4,193	4,193	4,193
资产总计	506,884	540,678	590,688	652,337
流动负债	249,844	261,364	285,238	316,294
短期借款	11,743	12,882	13,782	14,682
应付账款	216,320	226,702	249,675	279,832
应付税项	21,612	21,612	21,612	21,612
非流动负债	116,222	124,083	132,183	140,283
长期借款	108,077	115,938	124,038	132,138
长期应付款	398	398	398	398
递延所得税负债	7,747	7,747	7,747	7,747
负债合计	366,066	385,448	417,421	456,578
股本	517	517	517	517
储备	81145	90118	101349	115353
少数股东权益	59157	64595	71402	79889
股东权益合计	140,818	155,230	173,267	195,759
负债及权益合计	506,884	540,678	590,688	652,337

现金流量表				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	20891	21754	27225	33951
折旧和摊销	105	340	430	520
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	75	98	106	113
所得税开支	16592	17799	22275	27778
营运资金的变动	-42535	-10985	-11301	-21539
经营活动产生现金流量	-21907	10650	15849	12393
投资活动产生现金流量	-18480	-9442	-9389	-9349
融资活动产生现金流量	36462	1560	-294	-2571
现金净变动	-3926	2767	6166	473
现金的期初余额	28620	45083	47850	54016
现金的期末余额	45,083	47,850	54,016	54,489

利润表				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	115,798	155,974	202,500	262,586
营业成本	76,270	106,019	139,560	183,589
其它收益	1,535	1,323	1,376	1,416
销售费用	3,193	4,367	5,468	6,827
管理费用	5,397	7,331	9,315	11,816
营业利润	31,902	39,008	48,962	61,198
财务费用	75	98	106	113
公允价值变动	5,012	0	0	0
投资收益	643	643	643	643
税前盈利	37,483	39,553	49,500	61,728
所得税	16592	17799	22275	27778
税后盈利	20,891	21,754	27,225	33,951
少数股东损益	4,654	5,439	6,806	8,488
归属母公司净利润	16,237	16,316	20,419	25,463
核心 EPS(元)	2.20	2.79	3.49	4.36

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入	60.7	34.7	29.8	29.7
营业利润	57.8	22.3	25.5	25.0
核心净利润	31.5	27.0	25.1	24.7
盈利能力(%)				
毛利率	34.1	32.0	31.1	30.1
净利率	11.1	10.5	10.1	9.7
ROE	19.9	18.0	20.0	22.0
偿债能力(%)				
净资产负债率	52.9	52.2	48.4	47.2
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5
营运能力(次)				
资产周转率	22.8	28.8	34.3	40.3
应收帐款周转率	5.1	5.2	5.2	5.2
每股资料(元)				
每股核心收益	2.2	2.8	3.5	4.4
每股净资产	14.0	15.5	17.4	19.8
估值比率(倍)				
PE	10.2	8.0	6.4	5.1
PB	1.6	1.4	1.3	1.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。