

龙湖集团 (00960.HK)

潜龙在渊，行稳致远

民营房企标杆，千亿房企中的稳健型选手。公司主营业务包括地产开发、投资物业（商业运营+租赁住房）、物业管理及其他收入，2019年收入分别为1407.9、57.9和44.4亿元，同比分别为29.5%、41.5%和48.7%，近五年CAGR分别为33%、42.2%和44.7%，毛利率分别为27.2%、82.8%和26.8%。公司克而瑞销售排名长期稳定在10-15名，2017年销售破千亿，2018年破两千亿，2019年销售额2425亿元，同比增长20.9%，近五年CAGR45.2%。

开发优势：城市深耕助力销售提速，土储聚焦一二线。销售金额近五年CAGR远超行业，截至2020H1已售未结销售额3021亿元，覆盖2019年地产结算收入2.1倍，短期业绩有保障。2019年公司贡献销售城市数量49个，TOP10企业最低，单城市销售规模达到49.5亿元，主流房企中处于高位，且公司在22个城市市占率前10，未来可将成功经验复制到更多城市。2020H1土储总建面7354万平，总货值1万亿，可支撑未来3-4年的开发。布局聚焦一二线并适当强三线城市，安全边际高。拿地遵循逆周期策略，2019年地货比34.4%，成本合理，为后续利润增长提供空间。

多元化业务优势：商业、长租和物业均为行业龙头。提前布局商业赛道，近年迎来收获期，2019购物中心租金47.5亿，同比增长31.9%，增速长期超行业。2019年十座购物中心集中开业，2020年受疫情影响计划开业八座。依靠优秀的选址、清晰的定位、强大的招商能力，运营效率稳健增长，2019年坪效上升至35元/平/天，NPI/cost升至7%，出租率高达98.5%。

财务稳健，兼具盈利能力与安全性。获得国内外全投资评级的民营房企，融资成本4.5%，与大型央企处于同一水平。平均久期延长至6.45年，偿债压力可控。净负债率51%，剔除预收账款的资产负债率67.1%，均在TOP40房企中排名低位。毛利率30.8%、净利率17.1%，显著高于行业平均，销管费/销售金额长期控制在4.5%以内，盈利质量高。

盈利预测与估值。我们预计2020/2021/2022年公司归母净利润分别为204.32/237.25/271.26亿元，增速分别为11.4%/16.1%/14.3%，EPS为3.42/3.97/4.53元。首次覆盖给予“买入”评级，目标价42.21元/股，对应48.2港元/股。

风险提示：一二线房地产调控政策超预期收严，导致销售不及预期；疫情影响超预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	115,798	151,026	192,318	233,527	268,622
增长率 yoy (%)	60.7%	30.4%	27.3%	21.4%	15.0%
归母净利润(百万元)	16,237	18,337	20,432	23,725	27,126
增长率 yoy (%)	28.9%	12.9%	11.4%	16.1%	14.3%
EPS 最新摊薄(元/股)	2.78	3.13	3.42	3.97	4.53
净资产收益率 (%)	21.3%	20.9%	20.4%	20.8%	21.0%
P/E (倍)	14.3	12.8	11.5	9.9	8.6
P/B (倍)	3.7	6.8	12.4	8.6	8.2

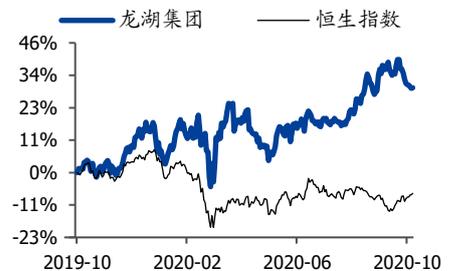
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	
前次评级	
最新收盘价(元)	35.93
总市值(百万元)	215,653.30
总股本(百万股)	6,002.04
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱: yangqianwen@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	372,029	495,261	569,429	604,980	619,106
现金	45,083	60,782	87,658	110,101	126,489
应收票据及应收账款	22,573	28,692	36,883	44,786	58,876
其他应收款	52,601	63,402	79,212	100,100	125,112
预付账款					
存货	247,389	337,174	360,465	344,782	303,418
其他流动资产	4,383	5,211	5,211	5,211	5,211
非流动资产	134,855	156,983	175,540	197,326	223,513
长期投资	110,464	147,632	162,508	178,759	196,635
固定资产	3,366	1,982	1,977	1,986	2,005
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	21,025	7,370	11,055	16,582	24,873
资产总计	506,884	652,245	744,968	802,306	842,619
流动负债	249,844	333,920	376,769	391,637	389,506
短期借款	11,743	13,927	17,927	22,727	28,487
应付票据及应付账款	102,880	135,539	176,722	203,831	226,109
其他流动负债	135,220	184,453	182,120	165,079	134,910
非流动负债	116,222	151,647	180,626	200,077	215,405
长期借款	108,077	132,072	160,072	179,112	193,392
其他非流动负债	8,145	19,575	20,554	20,965	22,013
负债合计	366,066	485,567	557,395	591,714	604,911
少数股东权益	59,157	72,721	80,937	89,394	100,000
股本	517	521	521	521	521
资本公积					
留存收益	81,145	93,436	106,115	120,678	137,187
归属母公司股东权益	81,661	93,956	106,636	121,199	137,708
负债和股东权益	506,884	652,245	744,968	802,306	842,619

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	63,192	34,276	18,910	27,359	28,598
净利润	16,237	18,337	20,432	23,725	27,126
折旧摊销	202	142	220	221	223
财务费用	-498	-633	-506	-757	-968
投资损失	-643	-1,352	-2,153	-3,155	-4,429
营运资金变动	55,342	23,932	-9,025	-4,449	-7,084
其他经营现金流	-7,449	-6,150	9,941	11,775	13,730
投资活动现金流	-101,281	-35,244	-16,623	-18,853	-21,981
资本支出	-2,664	-198	-214	-229	-243
长期投资	-29,677	-22,713	-12,724	-13,096	-13,447
其他投资现金流	-68,941	-12,332	-3,685	-5,527	-8,291
筹资活动现金流	56,531	16,668	24,590	13,940	9,775
短期借款	-27,531	-47,582	4,000	4,800	5,760
长期借款	63,310	65,530	28,000	19,040	14,280
普通股增加	-129	-245	0	0	0
资本公积增加	0	1	2	3	4
其他筹资现金流	20,881	-1,036	-7,412	-9,903	-10,269
现金净增加额	18,441	15,700	26,877	22,446	16,392

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	115,798	151,026	192,318	233,527	268,622
营业成本	76,270	100,229	134,382	165,330	191,929
营业税金及附加					
营业费用	3,193	4,034	4,362	4,669	4,939
管理费用	5,397	6,521	7,051	7,546	7,983
研发费用					
财务费用	-498	-633	-506	-757	-968
资产减值损失	4,701	3,730	0	0	0
其他收益	7,004	4,858	970	680	107
公允价值变动收益	3,387	2,787	3,205	3,365	3,533
投资净收益	643	1,352	2,153	3,155	4,429
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	37,769	46,141	53,356	63,938	72,807
营业外收入	63	170	89	146	137
营业外支出	349	349	178	292	273
利润总额	37,483	45,961	53,267	63,792	72,670
所得税	16,592	19,409	24,378	29,461	33,831
净利润	20,891	26,552	28,889	34,331	38,840
少数股东损益	4,654	8,216	8,456	10,607	11,714
归属母公司净利润	16,237	18,337	20,432	23,725	27,126
EBITDA	36,830	44,298	50,917	60,247	67,633
EPS (元)	2.78	3.13	3.42	3.97	4.53

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	60.7%	30.4%	27.3%	21.4%	15.0%
营业利润(%)	42.5%	22.2%	15.6%	19.8%	13.9%
归属于母公司净利润(%)	28.9%	12.9%	11.4%	16.1%	14.3%
获利能力					
毛利率(%)	34.1%	33.6%	30.1%	29.2%	28.6%
净利率(%)	14.0%	12.1%	10.6%	10.2%	10.1%
ROE(%)	21.3%	20.9%	20.4%	20.8%	21.0%
ROIC(%)					
偿债能力					
资产负债率(%)	72.2%	74.4%	74.8%	73.8%	71.8%
净负债比率(%)	52.9%	51.0%	48.1%	43.5%	40.1%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.6
应付账款周转率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.68	3.00	3.35	3.89	4.44
每股经营现金流(最新摊薄)	10.44	5.62	3.10	4.48	4.69
每股净资产(最新摊薄)	23.27	27.31	30.74	34.51	38.95
估值比率					
P/E	14.3	12.8	11.5	9.9	8.6
P/B	3.7	6.8	12.4	8.6	8.2
EV/EBITDA	3.4	2.8	2.4	2.1	1.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司介绍	7
1.1 历史沿革：发家重庆，布局全国	7
1.2 股权结构稳定，大股东多次增持	8
1.3 四大主航道业务并驾齐驱，打造空间服务生态系统	9
2. 行业分析	10
2.1 人口往高能级城市圈流入，一二线长期基本面向好	10
2.2 短期量价齐升，一二线进入反弹周期	11
2.3 行业集中度加快提升，龙头房企价值凸显	12
3. 开发优势	12
3.1 销售快速增长，短期业绩有保障	12
3.1.1 销售金额快速增长，近五年 CAGR 超行业	12
3.1.2 百亿城市数量提速，深耕策略成效显著	13
3.2 土储优良	17
3.2.1 土储聚焦高能级城市以及核心都市圈	17
3.2.2 多元化方式积极补充土储，可售资源丰富	19
3.2.3 精准把握拿地节奏，土地成本可控	20
4. 多元化业务优势	22
4.1 商业运营：产品线成熟，异地复制成功	22
4.1.1 城市数量和项目数量稳步增长，未来扩张空间足	23
4.1.2 优秀的选址和运营有效支撑单店租金增长	26
4.2 长租公寓：出租率稳步上行，租金收入快速增长	29
4.3 物业管理：在管规模持续扩张，毛利率高于同行	31
5. 财务优势：资产负债表稳健，兼具盈利质量与安全性	33
5.1 利润率行业高位，销管费控制严格	33
5.2 杠杆率低，负债结构健康	35
5.3 高信用，低成本	37
5.4 股东回报丰厚，共享公司成长红利	37
6. 盈利预测与估值	38
6.1 可结算资源充沛，保障收入高增	38
6.1.1 已售未结资源充裕，业绩锁定度高	38
6.1.2 业绩预测	39
6.2 估值	40
6.2.1 开发和投资业务	40
6.2.2 物业管理业务	41
投资建议	42
风险提示	42

图表目录

图表 1: 公司发展历程	7
图表 2: 克而瑞全口径销售额排名	8
图表 3: 公司股权结构图	8
图表 4: 大股东多次增持	9
图表 5: 公司分部收入	9

图表 6: 公司分部毛利率	9
图表 7: 公司四大主航道业务	10
图表 8: 各能级城市人口年均增速 (%)	11
图表 9: 一线城市成交面积及同比	11
图表 10: 二线城市成交面积及同比	11
图表 11: 一线城市成交均价及同比	12
图表 12: 二线城市成交均价及同比	12
图表 13: 集中度 (1-8 月各层级房企权益销售额/TOP100 房企权益销售额)	12
图表 14: 集中度 (1-7 月各层级房企权益销售额/全国累计商品房销售额)	12
图表 15: 公司与 TOP 房企总销售额近五年递进 CAGR 对比	13
图表 16: 公司历年销售金额及同比	13
图表 17: 公司历年合约销售均价及同比	13
图表 18: 公司历年销售面积及同比	13
图表 19: 主流房企业务布局城市数量 (个)	14
图表 20: 主流房企单城市销售规模 (亿元)	14
图表 21: 业绩贡献城市数量 (个)	14
图表 22: 22 城 2019 年当地备案排名 TOP10	14
图表 23: 公司布局城市每年贡献销售情况 (单位: 亿元)	14
图表 24: 景观设计上从“五重空间”到“五维空间”	16
图表 25: 儿童乐园	16
图表 26: 社交空间	16
图表 27: 客户满意度	17
图表 28: 客户忠诚度	17
图表 29: 2020H1 销售额按区域分布	17
图表 30: 2020H1 销售额按城市能级分布	17
图表 31: 2020H1 公司总土储建筑面积按城市能级分布	18
图表 32: 2020H1 公司总土储权益面积按城市能级分布	18
图表 33: 2020H1 公司总土储建筑面积按预估总货值分布	18
图表 34: 2020H1 新增土储按城市能级划分	18
图表 35: 总土储建面按区域分布	19
图表 36: 总土储权益建面按区域分布	19
图表 37: 新增土储建面按区域分布	19
图表 38: 2020H1 新增土储货值按区域分布	19
图表 39: 总土储建面及同比	19
图表 40: 总土储权益建面及同比	19
图表 41: 公司新增土储建面及同比	20
图表 42: 公司新增土储权益建面及同比	20
图表 43: 公司拿地方式占比	20
图表 44: 土储权益比 (面积口径)	20
图表 45: 当季新增项目数占全年比重与 100 大中城市土地成交溢价率	21
图表 46: 主流房企在拿地窗口期新增土储货值占 2018-2020H1 总新增土储货值比重	21
图表 47: 土地市场情况 (单位: %)	22
图表 48: 投销比	22
图表 49: 经测算公司拿地毛利率情况	22
图表 50: 新增土储单方成本/合约销售额	22
图表 51: 龙湖购物中心三条产品线	23
图表 52: 龙湖每年新开业和已开业的商场情况	23

图表 53: 平均每个城市已开业项目数量(座)	24
图表 56: 2020H1 不同开业年限商场个数以及建筑面积	24
图表 57: 商场开业面积及个数	24
图表 58: 在建项目城市能级分布	25
图表 59: 在建项目城市群分布	25
图表 60: 龙湖在 GDP 贡献大省以及人口流入最多的城市基本都有布局	25
图表 61: 公司在长江三角洲人口密集城市都有布局	25
图表 62: 公司已进入城市城轨交通情况	26
图表 63: 分产品的租金收入同比增速	26
图表 64: 分开业年限的租金收入及同比增速	26
图表 65: 主流商场租金收入增速比较	27
图表 66: 公司项目 3 公里半径内的人口密度(人/平方公里)	27
图表 67: 公司项目 3 公里半径内人口规模(万人)	27
图表 68: 驾车距离地铁站 10min 以内项目数量占比	28
图表 69: 平均日均客流量(万人次/天)	28
图表 70: 公司部分合作品牌	28
图表 71: 平均建筑面积(万方)	28
图表 72: 2020H1 商场租户结构-按已租面积分类	28
图表 73: NPI/cost	29
图表 74: 坪效(元/平/天)	29
图表 75: 销售额	29
图表 76: 出租率	29
图表 77: 冠寓三条产品线	30
图表 78: 2019 年 1-12 月中国典型长租公寓品牌指数 TOP5	30
图表 79: 2019 年底冠寓城市布局	30
图表 80: 冠寓运营间数	30
图表 81: 冠寓租金收入(单位: 亿元)	31
图表 82: 冠寓出租率	31
图表 83: 增值服务	31
图表 84: 龙湖物业管理服务的行业排名以及客户满意度	31
图表 85: 物业实际在管规模(亿平方米)	32
图表 86: 物业管理服务进入城市数量以及服务项目和业主数	32
图表 87: 龙湖智慧服务历年收入及同比	32
图表 88: 2020H1 龙湖智慧服务收入构成	33
图表 89: 智慧服务毛利润与毛利率	33
图表 90: 公司营业收入及同比	33
图表 91: 公司归母净利润及同比	33
图表 92: 公司毛利率及行业对比	34
图表 93: 公司净利率及行业对比	34
图表 94: (销售费用+管理费用)/销售金额	34
图表 95: 2020 年上半年 TOP40 房企销管费用率对比((销售费用+管理费用)/权益销售金额)	35
图表 96: 公司净负债率与现金短债比	35
图表 97: 公司债务期限结构	35
图表 98: 平均账期	36
图表 99: 现存债券到期分布(人民币, 亿元)	36
图表 100: 2020 年上半年 TOP40 房企的净负债率对比	36
图表 101: 2020 年上半年 TOP40 房企剔除预收账款的资产负债率对比	36

图表 102: 公司现金短债比.....	37
图表 103: 公司净负债率.....	37
图表 104: 2019 年初至今境外债券发行.....	37
图表 105: 公司股利支付率和股利年增长率.....	38
图表 106: 公司分红总额与股利支付率.....	38
图表 107: TOP40 房企 2019 年分红率 (年度累计现金分红总额/归属母公司股东的净利润).....	38
图表 108: 已售未结销售额及覆盖地产收入倍数.....	39
图表 109: 竣工面积及同比.....	39
图表 110: 公司分部收入以及增速预测.....	39
图表 111: 各业务毛利率预测.....	40
图表 112: NAV 关键假设.....	40
图表 113: 龙湖集团 NAV 计算.....	41
图表 114: 开发业务可比公司.....	41
图表 115: 物业管理可比公司估值.....	42
图表 116: 物管业务估值.....	42

1. 公司介绍

1.1 历史沿革：发家重庆，布局全国

公司1993年成立于重庆，主营业务涵盖地产开发、商业运营、租赁住房、智慧服务四大板块，并积极试水养老、产城等创新领域。2009年公司于香港联交所主板挂牌上市(股票代码00960.HK)。截至2019年集团业务遍布全国7大城市群，50余个城市，克而瑞销售排名第11，营业收入1510.3亿元，收获境内外全投资级的民营房企最佳信用评级，并连续10年获“财富中国500强”，连续8年获“中国房地产开发企业综合实力10强”。

我们把龙湖发展分为四个阶段：

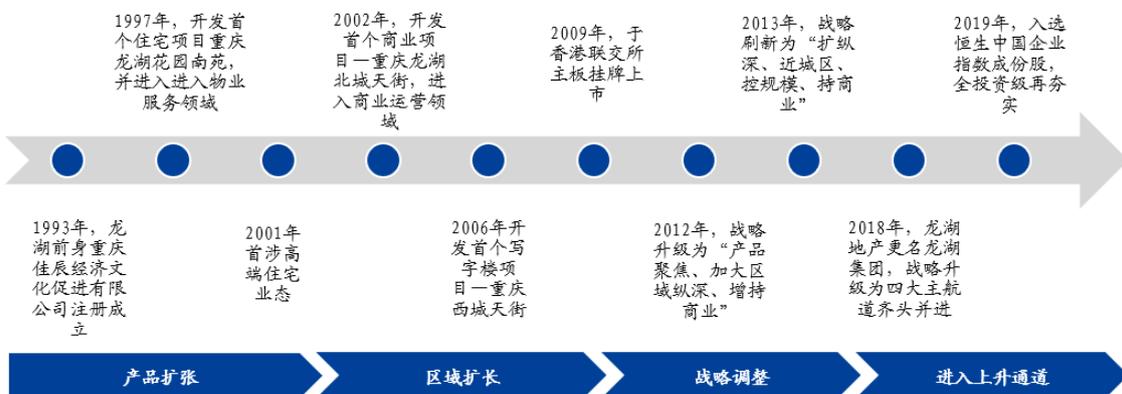
1997-2006 产品扩张：公司在重庆深耕，不断探索各类业态，积累了丰富的产品经验，为后续扩张夯实基础。1997年开发首个住宅项目，并成立物业管理部，进入物业服务领域；2001年开发首个别墅项目，涉足高端住宅业态；2002年开发首个商业项目，进入商业运营领域；2003年成立商业经营管理分公司和物业管理公司，开始接手商业物业；2006年开发首个写字楼项目—重庆西城天街，实现从单业态单项目到多业态多项目齐头并进的转变。

2005-2010 区域扩张：公司秉承“区域聚焦”策略开始由西向东、由北向南布局全国，同时将“多业态、多项目”的运营模式快速复制到各地，实现高速发展。2005年进军北京，2007年拓展西安和上海市场，2009年相继进入无锡、沈阳和常州等城市，并持续深化在西部地区、环渤海地区以及长三角地区的多点布局。

2011-2015 战略转型：公司放缓布局节奏，不断调整战略，开启全国化新阶段。2012年公司战略升级为“产品聚焦、加大区域纵深、增持商业”，2013年战略刷新为“扩纵深、近城区、控规模、持商业”，更坚定地布局一二线热点城市，发展模式由高增长转向精耕细作。同时版图扩张仍在继续，2012年南下厦门，布局华南，2013年首进长沙，布局华中，全国布局更加均衡。

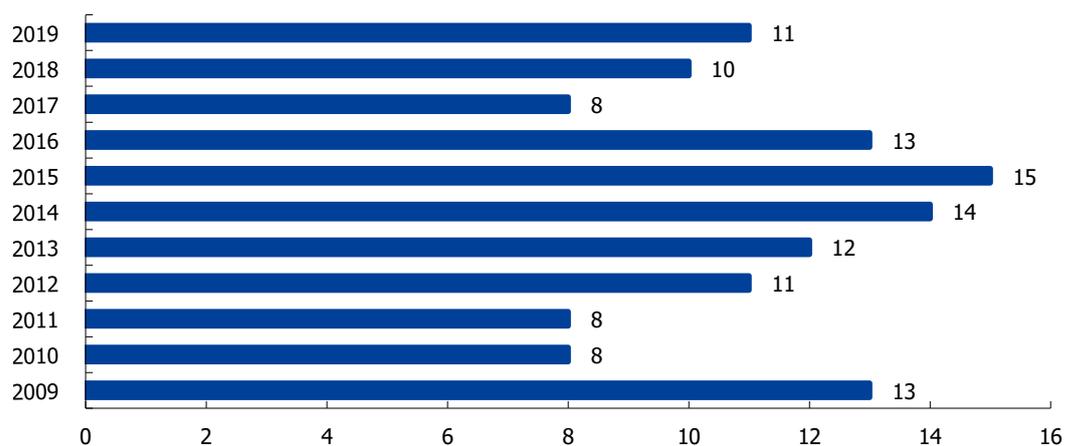
2015-至今 进入上升通道：经过几年的调整蓄势，公司迎来业绩上升期。2016年公司合同销售超过881亿元，2017年公司突破1000亿，2018年突破2000亿。公司多元化业务也逐步完善，2017年正式提出“以地产开发为核心，商业运营、长租公寓及智慧服务形成四大主航道业务”；2018年龙湖地产更名龙湖集团，龙湖物业迭代升级为“智慧服务”。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2: 克而瑞全口径销售额排名

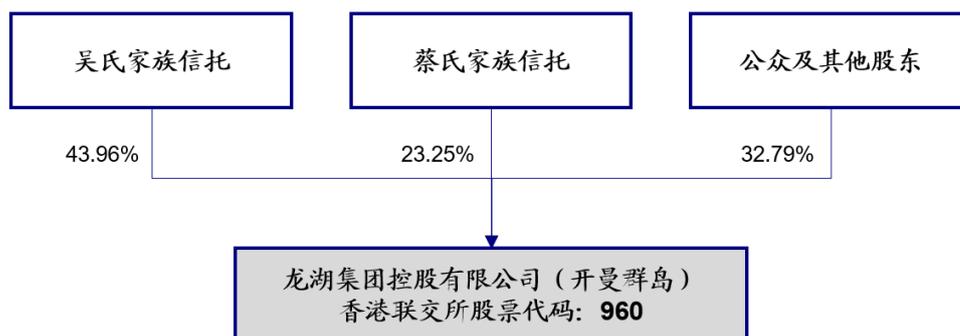


资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

1.2 股权结构稳定, 大股东多次增持

公司依靠家族信托, 保证了股权架构的稳定。2009年, 龙湖上市后吴亚军和蔡奎分别通过“吴氏家族信托”和“蔡氏家族信托”合计持股逾70%。2012年吴亚军与蔡奎离婚后吴氏家族信托和蔡氏家族信托分别持股43.17%和28.73%, 此后吴亚军不断增持股份。2018年11月22日, 吴亚军通过吴氏家族信托持有的龙湖集团43.98%股权分派予女儿蔡馨仪的XTH信托, 吴亚军继续保留公司投票权。截止至2020年8月10日, 公司的主要股东为吴氏家族信托(43.96%)和蔡氏家族信托(23.25%), 公众及其他股东拥有全部已发行股本的32.79%。

图表 3: 公司股权结构图



资料来源: 公司投资者演示材料, 国盛证券研究所

大股东多次增持, 彰显公司发展信心。2020年以来公司大股东五次增持公司股份, 已累计增持1534万股, 累计增持金额5.63亿港元, 均价为36.7元/股。此外, 2020年3月9日, 美国资本集团增持公司350万股, 每股作价35.4655港元, 总金额约为1.24亿港元, 增持后持股比例5.02%。

图表4: 大股东多次增持

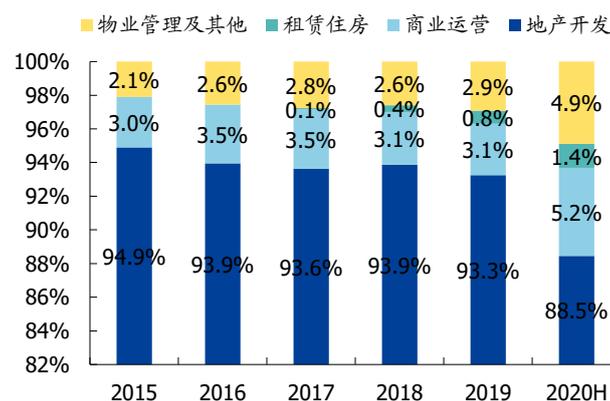
公告日期	主要股东	增持股份数 (万股)	平均价格(港元/股)	收购前持股比例	收购后持股比例
2020/1/10	Charm Talent	640	36.92	43.82%	43.93%
2020/3/30	Charm Talent	300	36.31	43.89%	43.94%
2020/4/6	Charm Talent	100	37.431	43.93%	43.95%
2020/4/15	Charm Talent	420	36.5	43.94%	44.01%
2020/6/12	Charm Talent	74	36.55	43.99%	44.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 四大主航道业务并驾齐驱, 打造空间服务生态系统

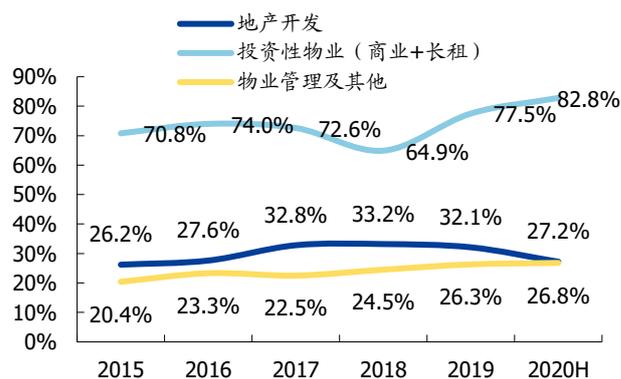
四大业务可形成空间服务生态系统, 深入客户生活的各种场景: 当年轻人刚进入一个城市可选择入住龙湖的长租公寓, 从而信息录入龙湖体系; 接着当他毕业首次置业的时候自然会考虑龙湖的住宅; 购买龙湖的住宅之后会开始逛周边配套的龙湖商场, 享受龙湖的物业服务, 从而将客户绑定龙湖的产品体系。2020年上半年, 地产开发、投资物业(商业运营+租赁住房)、物业管理及其他收入占比分别为88.5%、6.6%和4.9%, 毛利率分别为27.2%、82.8%和26.8%, 持有物业和物管业务的收入毛利贡献持续增长。

图表5: 公司分部收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 公司分部毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司四大主航道业务



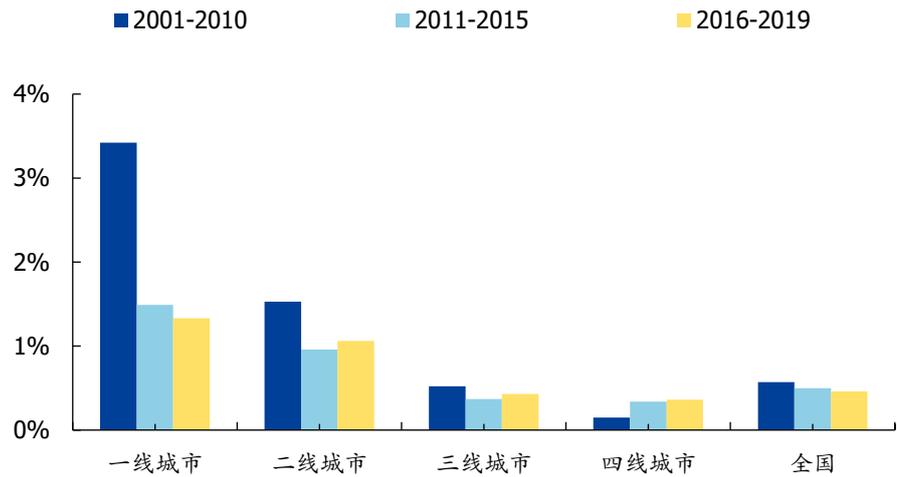
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 行业分析

2.1 人口往高能级城市圈流入, 一二线长期基本面向好

长期来看, 人口增速变化将对房地产市场产生趋势性影响, 目前我国人口维持由三四线向高能级城市圈流入的趋势, 一二线城市存在房地产需求增长的长期动力。2001-2010年/2011-2015年/2016-2019年一线城市人口年均增速分别为 3.42%/1.49%/1.33%, 二线城市为 1.53%/0.96%/1.06%, 三线城市为 0.52%/0.37%/0.43%。一线城市虽然受到京沪人口调控政策影响, 人口增速有所放缓, 但仍远高于全国平均水平; 二线城市由于一些省会城市的快速发展以及都市圈城市对一线城市外流人口的吸纳, 叠加人才政策的持续利好, 人口增速快速提升; 而三、四线城市人口增速持续低于全国平均水平, 仍呈现人口流出的状态。

图表8: 各能级城市人口年均增速 (%)

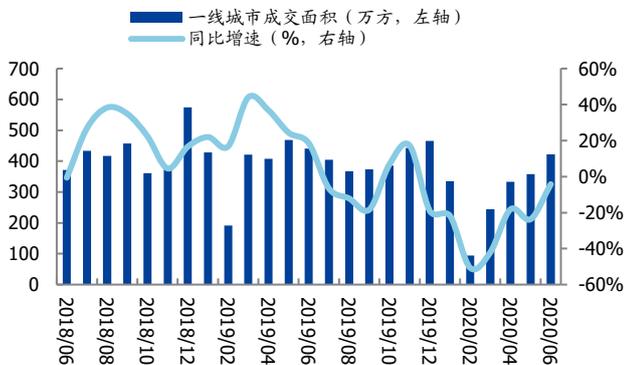


资料来源: 恒大研究院、国盛证券研究所

2.2 短期量价齐升，一二线进入反弹周期

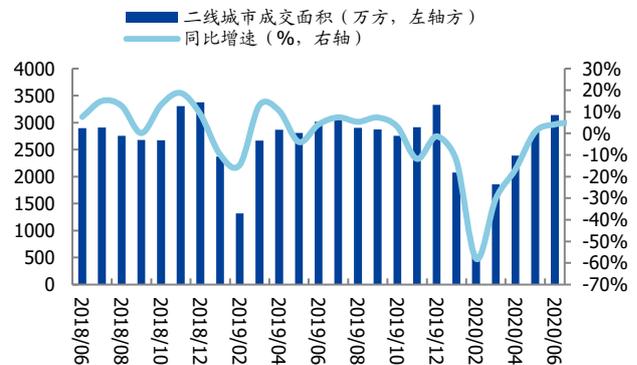
一二线城市成交面积和成交均价同比均有上升，短期需求旺盛。受益于疫情后复工复产的推进以及在售项目的全面回暖，前期积压的购房需求逐步释放，一二线城市房地产市场呈现量价齐升的态势。截至今年6月份，一二线城市成交面积同比已逐步回正并稳健上升，成交均价虽然受“房住不炒”等调控政策影响上升空间有限，但在市场热度恢复且需求逐渐释放的整体趋势下仍以小幅温和上涨为主要步调。

图表9: 一线城市成交面积及同比



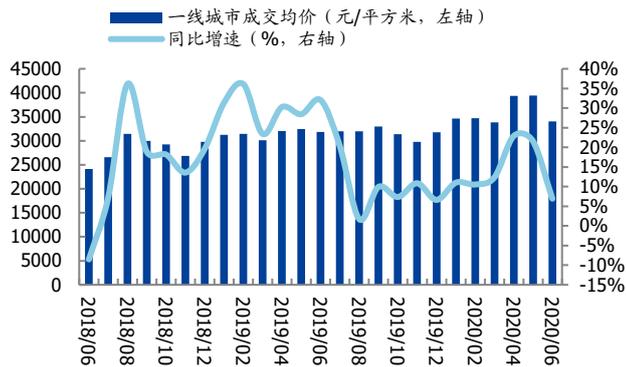
资料来源: CREIS、国盛证券研究所

图表10: 二线城市成交面积及同比



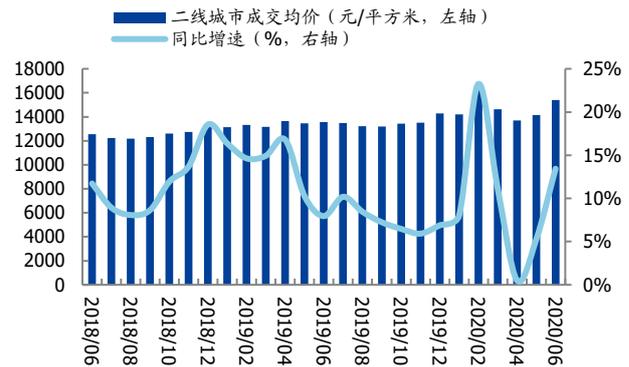
资料来源: CREIS、国盛证券研究所

图表 11: 一线城市成交均价及同比



资料来源: CREIS、国盛证券研究所

图表 12: 二线城市成交均价及同比



资料来源: CREIS、国盛证券研究所

2.3 行业集中度加快提升, 龙头房企价值凸显

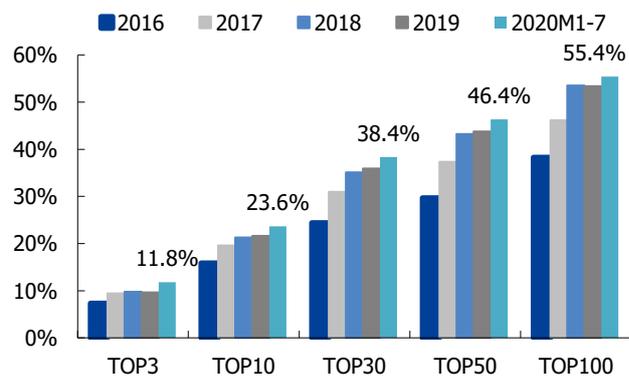
上半年受到疫情影响, 线下销售一度停滞, 很多中小房企面临资金链断裂的风险。而头部房企凭借资金、土储以及经营能力等方面的优势, 能够在行业增速放缓中获得更多市场份额。2019年全国商品房销售额 159725 亿元, 同比增长 6.5%, 明显低于 2018 年的 12.2%, 而 TOP10 房企销售额 2019 年平均增速为 12.4%, 远高于行业增幅。2020 年 1-7 月 TOP3/TOP10/TOP30/TOP50/TOP100 房企权益口径销售额口径的市占率分别为 11.8%/23.6%/38.4%/46.4%/55.4%, 同比分别为 1.4pct/1.1pct/1.6pct/1.8pct/1.1pct, 增速相较于往年显著提升。

图表 13: 集中度 (1-8 月各层级房企权益销售额/TOP100 房企权益销售额)



资料来源: CRIC、国盛证券研究所

图表 14: 集中度 (1-7 月各层级房企权益销售额/全国累计商品房销售额)



资料来源: CRIC、国盛证券研究所

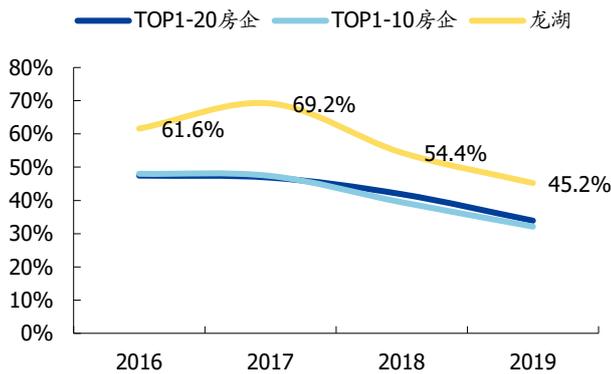
3. 开发优势

3.1 销售快速增长, 短期业绩有保障

3.1.1 销售金额快速增长, 近五年 CAGR 超行业

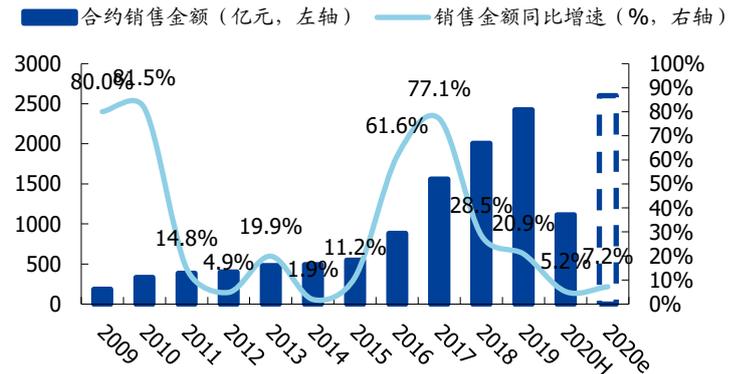
近五年销售金额 CAGR 达 45.2%，远高于行业 TOP1-10（32.1%）以及 TOP1-20（33.9%）房企的销售 CAGR。回顾公司历史，2009 年、2011 年和 2016 年是重要节点。2009 年上市后业绩突飞猛进，连续两年销售金额同比超 80%，2010 年销售额超 300 亿。2011 年由于公司重仓的长三角市场趋冷，大量郊区项目去化困难，难以再维持高速增长。于是公司有意放慢扩张速度，从团队、布局和产品等方面进行战略调整，期间销售额维持 400-550 亿。2016 年调整结束开始销售提速，2017 年全国房市调控政策深化，由于公司提前以较低成本布局了一二线热点城市，仍能持续推盘出货，实现了 1560.8 亿的销售额，同比增长 77.1%，增速再创峰值。

图表 15: 公司与 TOP 房企总销售额近五年递进 CAGR 对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司历年销售金额及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

截至 2020 年上半年, 公司实现合约销售金额 1111 亿元, 同比增长 5.2%; 合约销售面积 655 万方, 同比增长 0.6%; 销售均价 16973 元/平米, 同比增长 4.6%。公司 2020 年销售目标为 2600 亿元, 对应增速 7.2%, 受到疫情影响销售增速有所下滑, 我们预测仍将维持 10% 以上的增速。下半年主力推盘项目 211 个, 其中全新项目 46 个, 下半年可售货值约 3000 亿, 可售货值充足, 预测可顺利完成 2600 亿销售目标。

图表 17: 公司历年合约销售均价及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 公司历年销售面积及同比



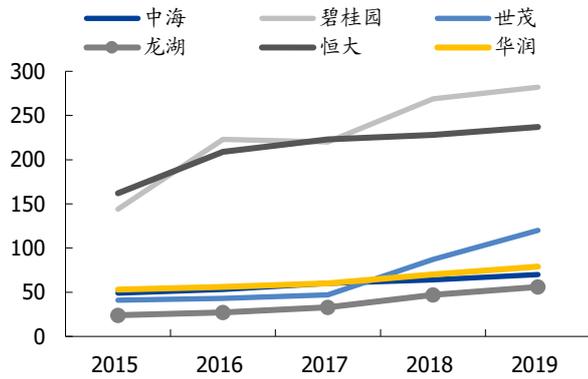
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.1.2 百亿城市数量提速, 深耕策略成效显著

公司销售金额能够快速增长与长期坚持城市深耕策略密不可分。截至 2019 年底, 公司贡献销售的城市数量只有 49 个, 为 TOP10 房企最低, 但是单城市销售规模达到 49.5 亿元, 在主流房企中处于高位, 与以深耕著称的中海相当。且公司在单城市的市占率很高, 2019 年在 22 个城市备案排名 TOP10, 在成都、长沙、重庆等 11 个城市排名前三, 销

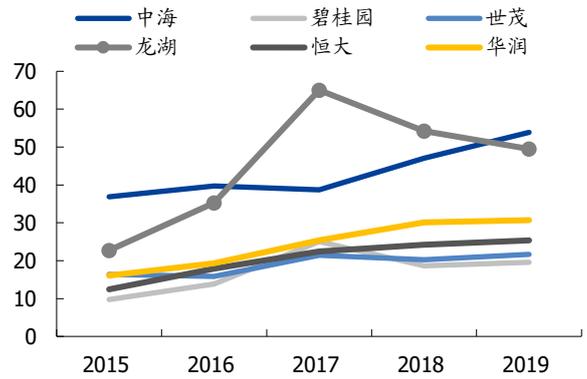
售规模破百亿的城市达到7个。未来公司在继续提升已进入城市的市占率的同时，还可将这些城市的成功经验复制到更多的城市，进一步扩大市场份额。

图表 19: 主流房企业务布局城市数量(个)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 主流房企单城市销售规模(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 业绩贡献城市数量(个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 22城2019年当地备案排名TOP10

成都	长沙	重庆	南京	大连	沈阳
1	1	2	2	2	3
青島	无锡	烟台	咸阳	西安	南通
3	3	3	3	4	4
济南	常德	武汉	合肥	广州	福州
6	6	8	8	9	9

资料来源: 公司公告, 各地第三方机构根据房管局备案数据统计, 国盛证券研究所

单城市的销售贡献具有持续性, 利于在区域形成品牌影响力。从2009-2019年各城市具体情况来看, 基本上每个城市从贡献销售当年起每年都会持续不断地贡献销售额。通过城市深耕, 可以整合区域资源优势、节省管控成本、培育顾客的忠诚度, 从而实现在当地销售规模增长提速。集团CEO在2019年提出“53215”战略, 即龙湖2020年前要实现1-3个500亿元级地区公司, 3-5个300亿元级地区公司, 5-8个200亿元级的地区公司, 8-15个100亿元级的地区公司, 消除或合并三年以上仍在50亿元以下的地区公司, 未来更多超级城市的出现值得期待。

图表 23: 公司布局城市每年贡献销售情况(单位: 亿元)

城市	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
重庆	54.9	82.4	99.5	107.5	106.5	104.5	97.3	91.6	185.2	263.4	287.2
杭州		11.5	17.2	29.7	62.6	60.6	65.1	90.3	231.8	161.1	226.3
成都	33.1	43.8	45.3	50.2	59.9	33.5	38.1	70.5	136.6	128.3	179.3
青島		15.2	14.5	17.2	21.8	18.5	22.1	40.1	96.6	107.3	103.0
南京							27.1	53.0	41.1	39.6	170.1

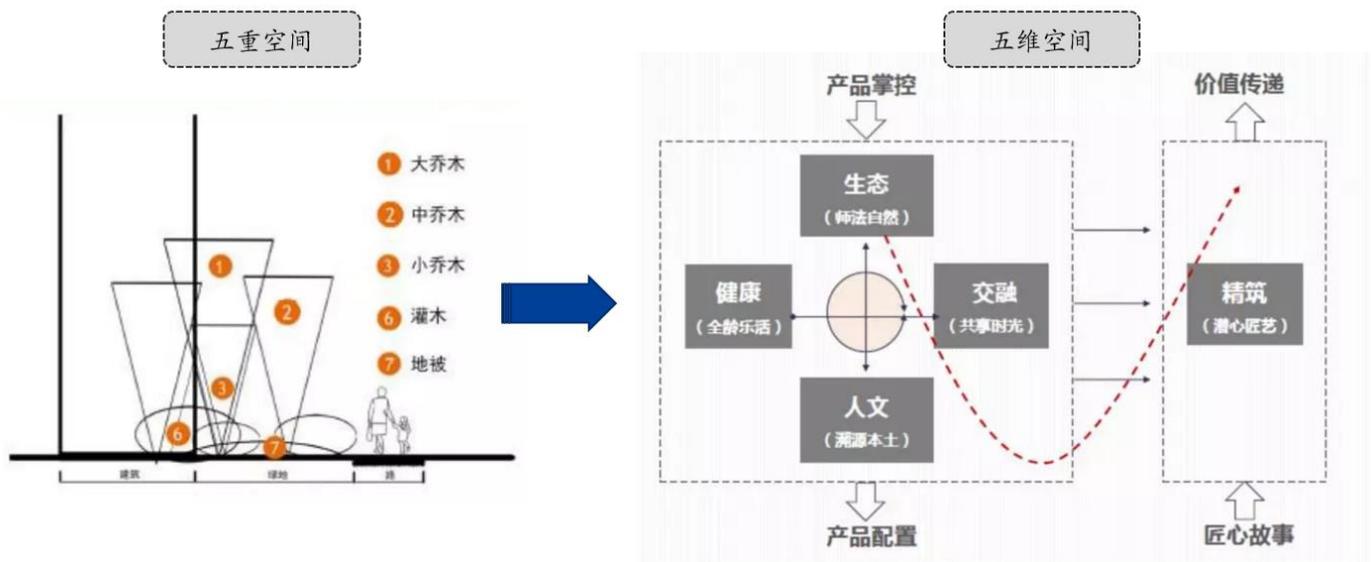
武汉										8.5	103.5
北京	60.9	99.2	69.3	71.9	78.5	80.9	78.2	136.0	174.6	227.5	108.8
长沙					8.1	8.0	5.7	13.5	28.0	46.7	92.6
济南						7.0	8.1	20.6	118.0	180.7	72.1
沈阳		2.7		7.4	14.9	12.6	17.0	24.5	46.7	57.3	97.3
西安	8.6	6.1	13.4	28.0	25.3	16.6	12.6	34.2	45.4	67.0	76.1
无锡		19.0	6.1	8.9	5.8	7.3	3.6	16.5	35.9	44.3	62.3
南通										16.3	75.2
广州							10.7	31.3	39.1	79.1	74.4
宁波				5.9	9.7	6.5	12.2	17.3	53.9	94.1	87.4
合肥									35.9	63.3	47.5
大连					10.1	12.6	12.1	9.2	30.6	37.2	52.1
天津								3.7	26.6	24.5	40.7
绍兴				5.5	8.7	5.5	4.6	5.3	7.2	0.1	37.5
上海	24.2	30.1	27.1	21.6	12.6	43.0	48.4	77.2	27.3	83.9	34.1
嘉兴										29.6	20.4
珠海										5.1	28.2
泉州						6.9	4.6	10.8	30.1	61.0	15.7
苏州						19.0	26.7	43.8	27.6	8.4	36.0
烟台			30.0	11.6	7.0	4.9	2.7	4.7	10.1	26.3	24.9
昆明					1.8	6.8	3.9	0.2		1.6	12.3
贵阳										12.0	7.3
温州											14.2
厦门					26.0	10.4	29.8	55.4	83.1	44.4	12.9
南昌										8.8	7.6
福州										21.2	52.6
常德										1.8	8.1
保定										20.1	5.9
赣州											6.0
南宁											5.5
玉溪											9.9
郑州										4.2	6.0
石家庄										7.9	6.6
常州		20.2	27.8	30.5	15.0	9.4	8.9	15.3	35.2	18.6	12.9
威海										1.1	7.2
佛山							3.4	9.9	14.0	4.4	3.8
深圳											5.9
宜兴					4.8	2.9	2.6	6.4			
香港											37.1
咸阳											19.9
中山											9.8
漳州											9.1
东莞											7.1

太原											4.0
茂名											0.8
合计	181.7	330.2	350.2	395.9	479.2	477.1	545.4	881.4	1560.8	2006.4	2425.0

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

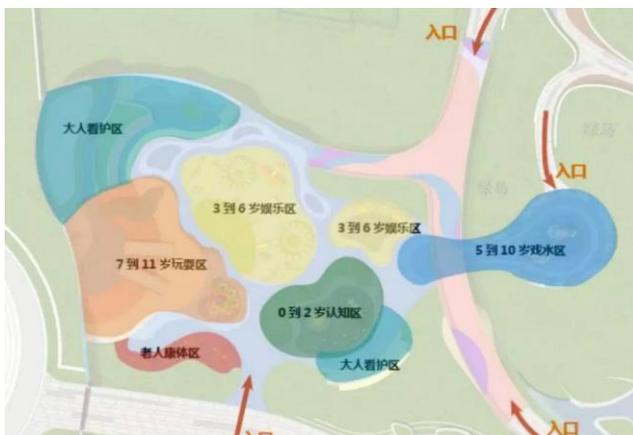
教科书级别的产品打造能力是公司能够将成功经验复制到更多城市的重要原因。以上海龙湖天璞项目为例，在产品规划阶段经过了28次反复修改、54次细节调整和168张手稿图；在园林设计上秉持“五维景观”理念，从生态、健康、交融、精筑、人文五种维度创造景观艺术；在社交区域的打造上围绕“邻里”元素把每个角落都构筑成一个完整的社交体系。该盘在2018年7月推出956套房源，实现51亿销售额，创下当月上海销售额排行榜第一。龙湖客户满意度和客户忠诚度都远超行业均值，而客户的满意能够帮助龙湖塑造品牌口碑，提升溢价率和去化率。我们认为在行业步入存量时代的背景下，龙湖对于产品的态度和多年打磨的产品力将成为公司能够穿越周期的重要护城河。

图表 24: 景观设计上从“五重空间”到“五维空间”



资料来源：微信公众号“真叫卢俊”，国盛证券研究所

图表 25: 儿童乐园



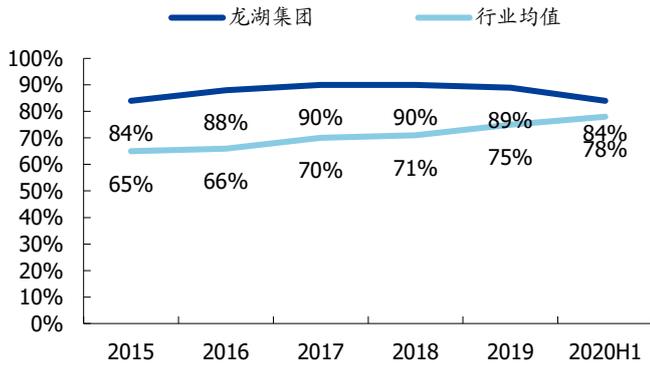
资料来源：微信公众号“真叫卢俊”，国盛证券研究所

图表 26: 社交空间



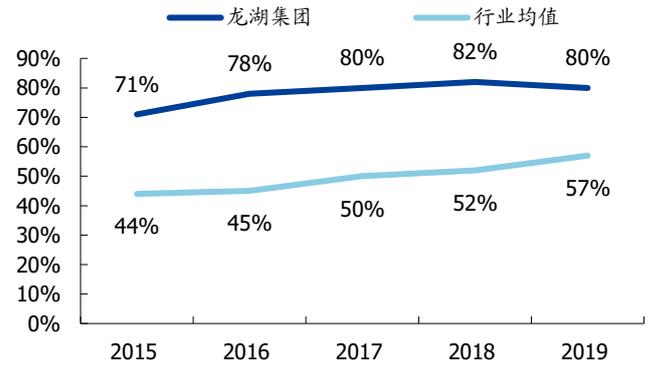
资料来源：微信公众号“真叫卢俊”，国盛证券研究所

图表 27: 客户满意度



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

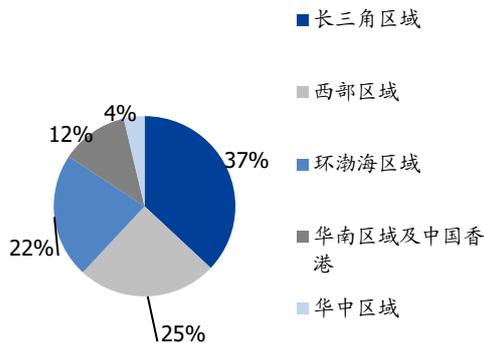
图表 28: 客户忠诚度



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

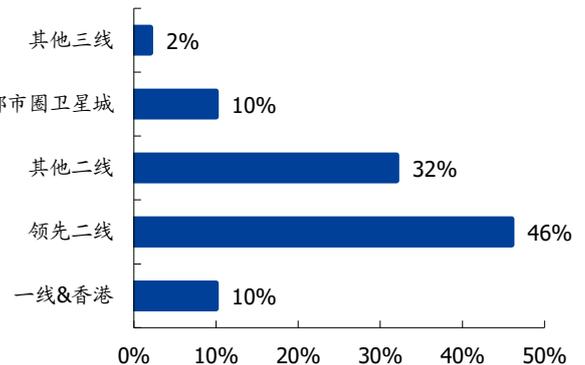
扎根高能级城市, 销售动力强劲。从销售区域分布来看, 长三角、西部和环渤海区域是支柱地区, 2020 年上半年销售额占比分别为 37%、24.9%和 22.4%, 三个区域占比相对均衡, 华南和华中地区进入较晚, 占比相对较低, 分别为 12%和 3.7%。分城市能级来看, 一二线城市销售额贡献力度最大, 2020 年上半年占比 88%, 环都市卫星城和其他三线占比 10%和 2%。

图表 29: 2020H1 销售额按区域分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 2020H1 销售额按城市能级分布



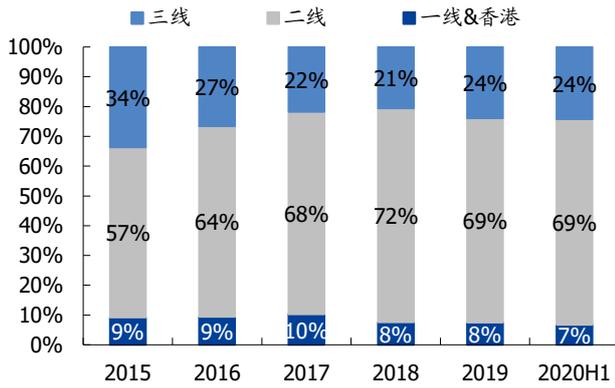
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 土储优良

3.2.1 土储聚焦高能级城市以及核心都市圈

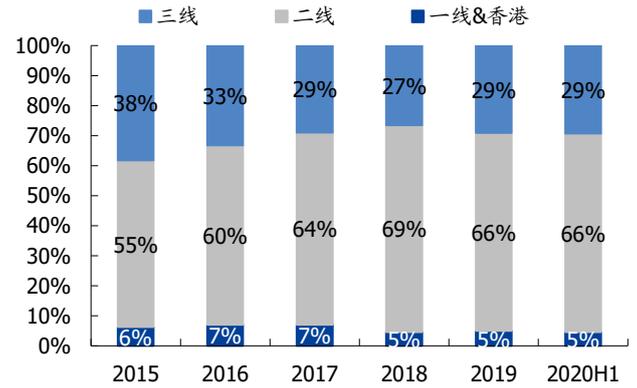
土储 70%-80%布局一二线城市, 安全边际高去化有保障, 并且适当地布局环都市卫星城、长三角和大湾区的强三线城市, 有利于提升周转率。截至 2020 年上半年, 公司土储总建面一、二、三线占比分别为 7%、69%和 24%, 权益建面占比为 5%、66%和 29%。预估可售货值来看, 一线&香港/领先二线/其他二线/环都市圈卫星城/其他三线占比分别为 13%/44%/24%/9%/10%, 一线城市 7%的总建面相当于 13%的货值。2020 年上半年新增土储来看, 一二线城市占比 81%, 城市能级进一步提升。

图表 31: 2020H1 公司总土储建筑面积按城市能级分布



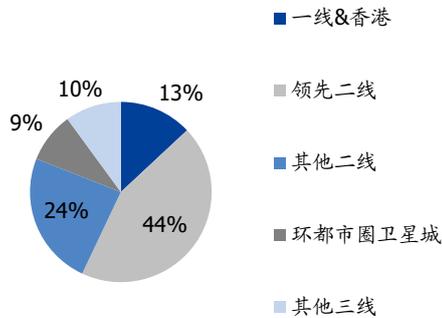
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 2020H1 公司总土储权益面积按城市能级分布



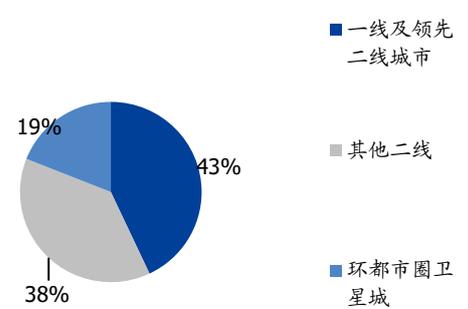
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 2020H1 公司总土储建筑面积按预估总货值分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

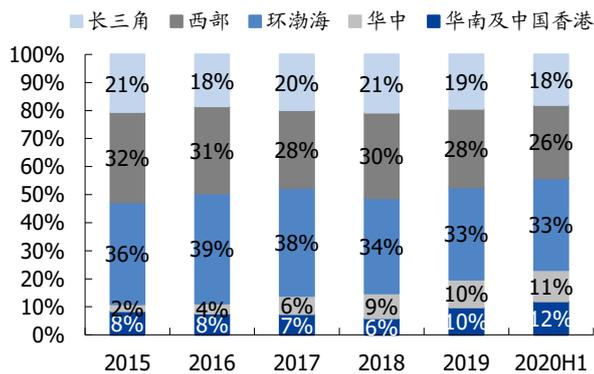
图表 34: 2020H1 新增土储按城市能级划分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

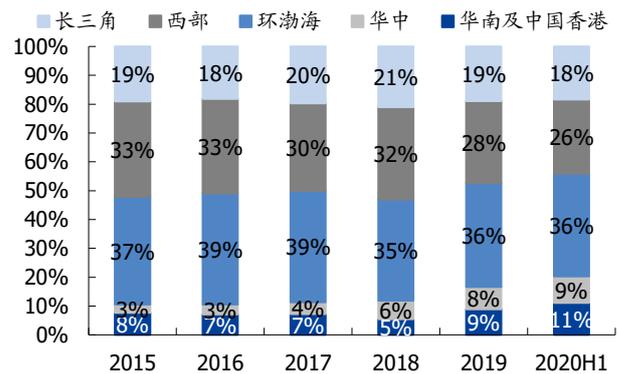
深耕五大核心区域, 环渤海和西部区域占比最大, 新增土储中长三角和西部占比减少, 环渤海、华中和华南占比增加。存量土储方面, 2020年上半年环渤海、西部、长三角、华南及中国香港、华中区域总土储建面占比分别为 33%、26%、18%、12%和 11%; 权益建面占比分别为 36%、26%、18%、11%和 9%。新增土储方面, 2020年上半年上述五大区域新增总建面占比分别为 26%、23%、12%、22%和 17%; 新增土储货值占比为 25%、23%、17%、20%和 15%。公司过去在华南地区的布局较为薄弱, 2019年开始显著加大了在华南的布局, 未来华南区域有望成为公司又一个增长极。

图表 35: 总土储建面按区域分布



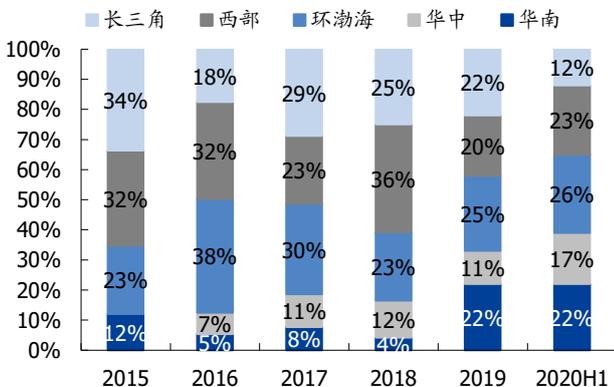
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 总土储权益建面按区域分布



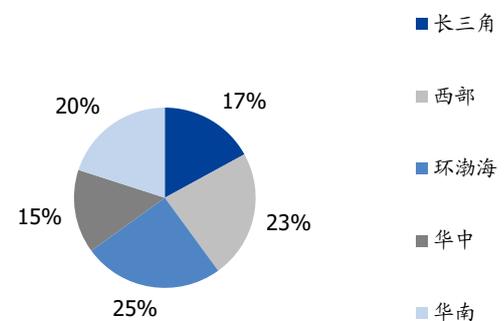
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 新增土储建面按区域分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 2020H1 新增土储货值按区域分布

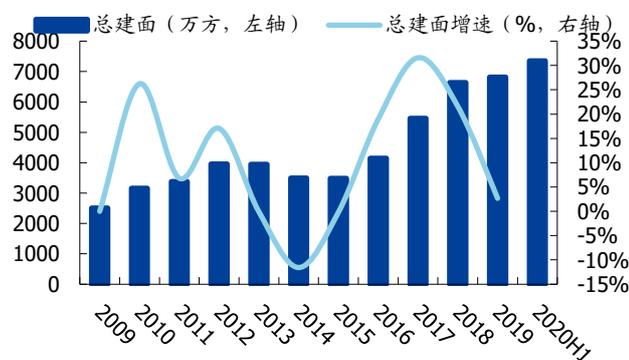


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2.2 多元化方式积极补充土储, 可售资源丰厚

土储丰厚可支撑销售增长。公司土储总建面和权益建面近五年内复合增长率分别为 18.2% 和 11.6%，土储增长较为稳定。截至 2020 年上半年，公司土储总建面 7354 万平方米，权益建面 5128 万平方米，权益比 70%，预估总货值达到 1 万亿元，可满足公司 3-4 年的开发。

图表 39: 总土储建面及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

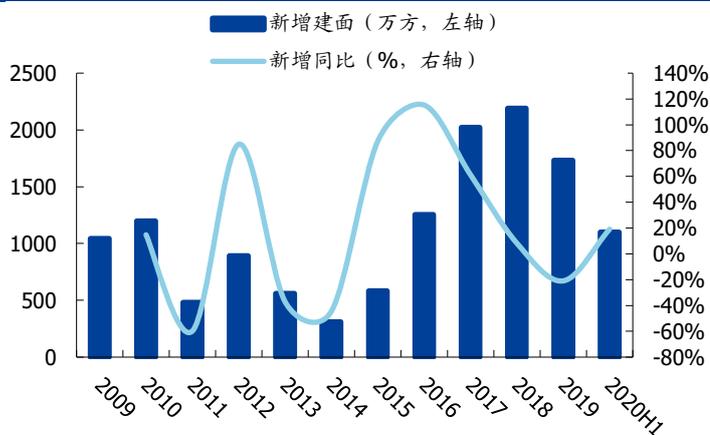
图表 40: 总土储权益建面及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2020年上半年拿地积极，持续补充土储。上半年新增项目53个，总建面1101万方，同比增长19%；权益建面743万方，同比增长11%，权益比67%；对应权益地价478亿元，对应单价6425元/平方米。新增权益地价/当期权益销售额为61%，新增建面/销售建面为168%，拿地力度积极。

图表 41: 公司新增土储建面及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

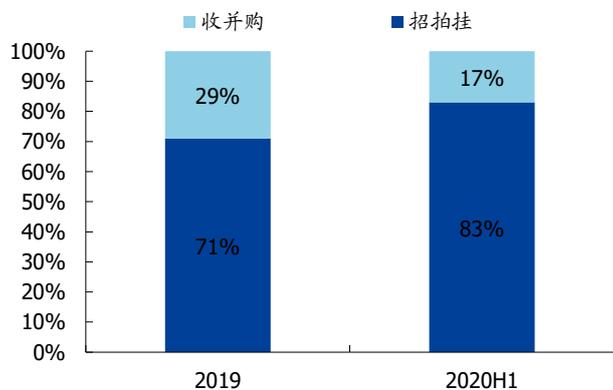
图表 42: 公司新增土储权益建面及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

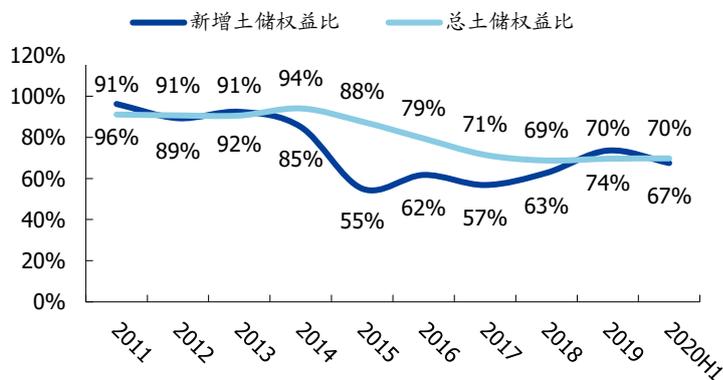
拿地方式方面, 公司主要通过招拍挂拿地, 2020年上半年招拍挂与收并购获取项目占比分别为83%和17%。同时由于融资环境趋紧, 土地成本不断上升, 龙湖加大了合作拿地的力度, 新增土储权益比在2015年显著下降到55%, 近两年回升至70%左右, 总土储权益比也呈现逐年下降的趋势。

图表 43: 公司拿地方式占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 土储权益比 (面积口径)

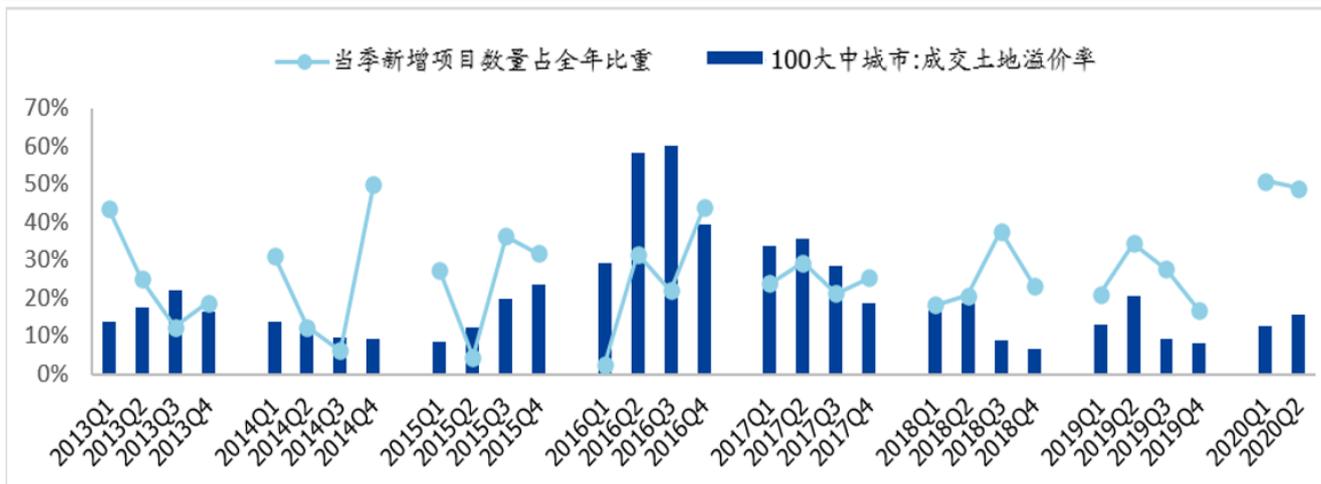


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2.3 精准把握拿地节奏, 土地成本可控

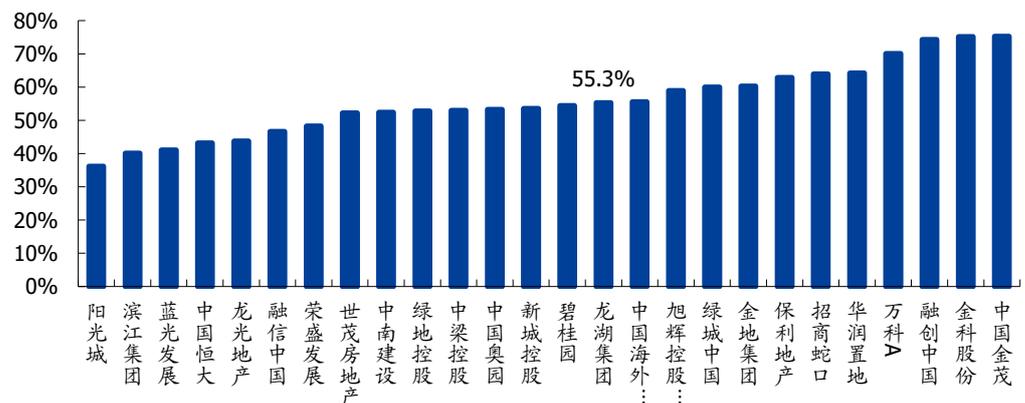
公司遵循逆周期拿地规则, 基于对市场和地价的判断抓住拿地窗口期, 在市场较弱时积极补仓, 在市场较热时保持谨慎。根据百城纯宅用地楼面价和溢价率数据, 我们发现在2018Q2-Q4和2019Q3-2020Q1这两个区间内土地成本较低, 为拿地窗口期, 公司在这个时间段内的新增土储货值占2018-2020H1新增土储货值比重达55.26%。在主流房企中排名中等偏上。

图表 45: 当季新增项目数占全年比重与 100 大中城市土地成交溢价率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

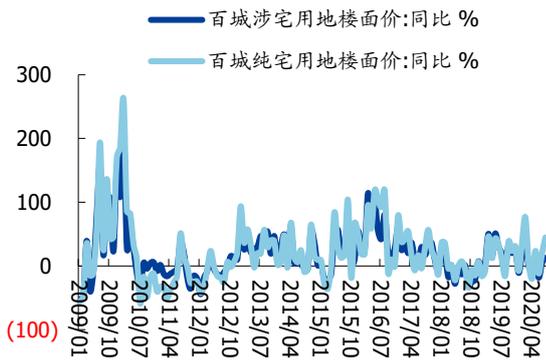
图表 46: 主流房企在拿地窗口期新增土储货值占 2018-2020H1 总新增土储货值比重



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 国盛证券研究所

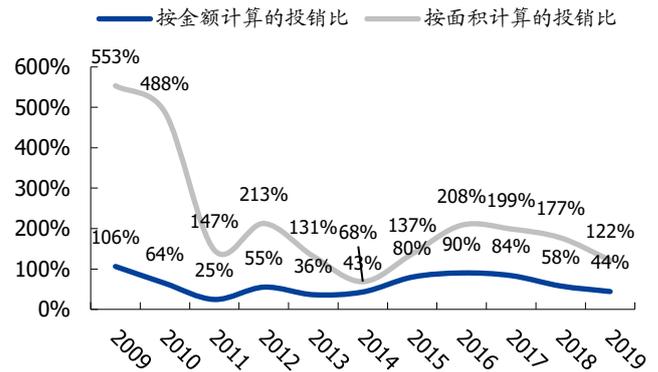
从投销比的角度来看, 公司坚持量入为出, 金额口径投销比基本控制在 **100%** 以内, 并根据市场预期以及战略情况不断调整拿地力度。2009-2010 年由于公司规模较小, 需要储备较多土储支持异地扩张, 投销比达 106% 和 64%; 2011-2014 年公司战略转型, 放缓扩张开始精耕细作, 期间投销比维持在 25%-55%; 2015-2017 年随着楼市回暖加上公司适度下沉布局, 投销比增长至 80%-90%; 2018 年至今公司投销比回归稳定, 下降至 40%-50% 的水平。

图表 47: 土地市场情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

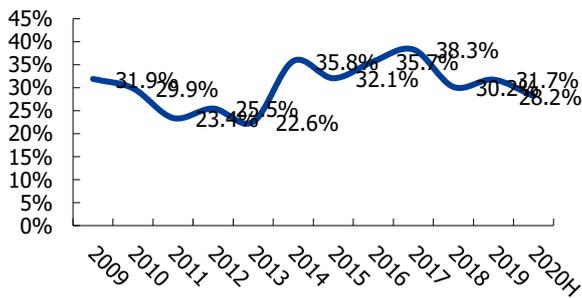
图表 48: 投销比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

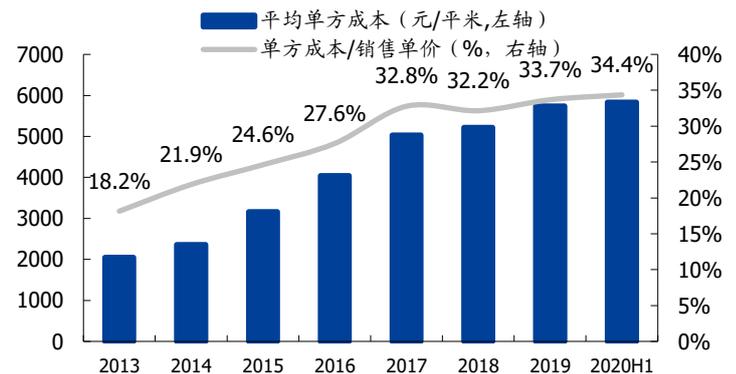
由于公司拿地时机较为准确, 土地成本得以有效控制。2020年上半年土地平均单方成本5829元/平, 平均单方成本/合约销售单价为34.4%, 土地成本较低, 为后续利润增长提供空间。考虑到拿地到销售中间可能有一到两年的滞后, 我们对每年的拿地毛利率进行测算, 公司的拿地毛利率基本维持在28%-38%。(粗略测算拿地毛利率=1-(建安成本+土地成本)/税后销售收入)。

图表 49: 经测算公司拿地毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 新增土储单方成本/合约销售额



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 多元化业务优势

4.1 商业运营: 产品线成熟, 异地复制成功

公司自2011年起每年投入销售回款的10%发展商业, 目前已经形成天街、星悦荟、家悦荟三条成熟产品线, 分别定位为都市购物、社区商业和家居生活购物中心。其中天街为主力品牌, 截至2019年底已开业项目数31个, 占到总开业项目个数的79%, 建筑面积占比92.9%。

图表 51: 龙湖购物中心三条产品线

	天街	星悦荟	家悦荟
定位	一战体验式购物中心	社区购物中心	中高端家居生活购物中心
开业数量	31	7	1
在建数量	20	1	0
代表作	重庆北城天街、北京长楹天街	重庆春森星悦荟、重庆晶郛馆	MOCO 家悦荟
体量	8-20 万方不等	5-10 万方	3-5 万方
客群	中等收入新兴家庭	中产阶级家庭	中高收入人群
业态	购物、餐饮、休闲、娱乐等多业态为一体	餐饮、娱乐为主	家具、建材、家具配套三大业态为主，辅以设计、餐饮等配套服务

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4.1.1 城市数量和项目数量稳步增长, 未来扩张空间足

公司商业运营上跟随住宅采取深耕策略, 基本保证每年新进入一个城市。截至 2019 年公司开业项目共分布在 10 个城市, 其中 5 个城市分别有不少于 5 个项目, 单城市项目数量 2011 年的 2.7 座提升至 2019 年的 3.9 座。未来龙湖也将继续在这些城市深耕并进行异地扩张, 以社区、物业和购物中心多种业态组合深化空间服务功能。

图表 52: 龙湖每年新开业和已开业的商场情况

	<=2009 年	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	总计
重庆	4	1	1	2		1		1	2			12
成都		1			1	1	1			1	1	6
北京			1			1		1		1	1	5
上海								1	1		3	5
杭州							1		1		3	5
西安						1	1					2
合肥											1	1
苏州									1			1
常州										1		1
南京											1	1
新增项目数	4	2	2	2	1	4	3	3	5	3	10	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

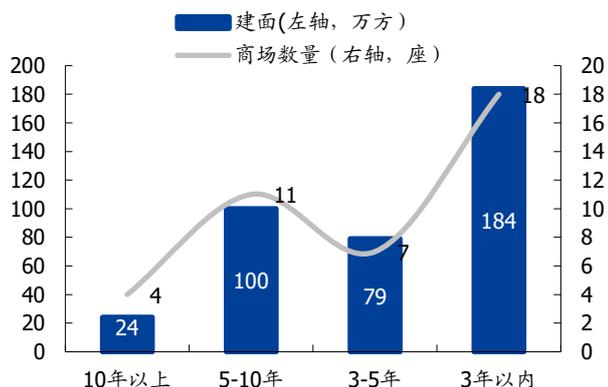
图表 53: 平均每个城市已开业项目数量 (座)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2019年10个项目集中开业, 预计未来每年可新增十座。公司2014年之前每年新增1-2个购物中心, 2014年开始全国化布局之后每年新增3-5个。由于前期销售快速增长增加了商业投入, 2019年开始迎来集中开业期。截至2019年底公司总共有39个已开业购物中心, 总建筑面积达377万方。公司目前在手项目已超过80座(含已开业项目和未开业土储), 根据土储拿地时间以及预计竣工时间, 我们预计未来每年可新增10座购物中心。

图表 54: 2020H1 不同开业年限商场个数以及建筑面积



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

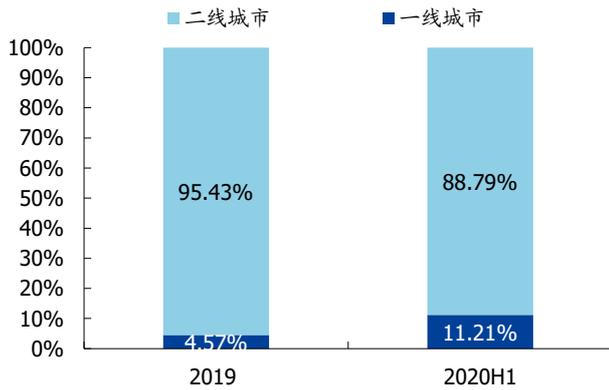
图表 55: 商场开业面积及个数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

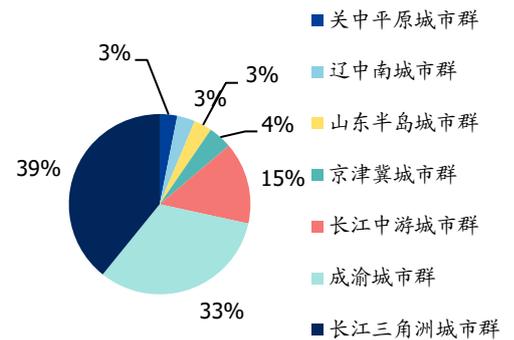
公司项目储备充足, 未来开业规模增长有保障。截至2020年上半年, 公司主要在建商场有25个, 包括24座天街和1座星悦荟, 总建筑面积达到253.3万平方米。其中有7个预计在下半年开业, 18个将在2021年及以后开业。公司在建项目11%分布在一线城市, 剩下的分布在强二线城市, 且主要位于长江三角洲城市群、成渝城市群和长江中游城市群, 这些地区人口密集、消费力成熟, 有助于提升商场的运营效率。

图表 56: 在建项目城市能级分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 在建项目城市群分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

龙湖在城市的选择上坚持一线和核心二线, 根据人口规模和轨道交通节点进行网格化布局。目前公司已经开业的购物中心加上未开业储备项目一共进入 24 个城市, 这些城市基本上都是有开通城轨交通运营路线且人口净流入量达到一定规模的城市。且运营线路长度都在 30 公里以上, 地铁线路条数基本不少于两条。纵观全国, 截至 2019 年底我国共有 40 个城市开通城市轨道交通, 共有 65 个城市的城轨交通线网规划获批。随着城轨交通的发展以及经济、人口不断向城市圈加速聚集, 未来将涌现更多有城市发展机会的新区。龙湖由于一贯稳健的风格, 目前进入城市数量相对较少, 随着全国化进程的推进, 之后布局城市数量有望进一步增长。

图表 58: 龙湖在 GDP 贡献大省以及人口流入最多的城市基本都有布局



资料来源: “地理沙龙号”, 国盛证券研究所

图表 59: 公司在长江三角洲人口密集城市都有布局



资料来源: “地理沙龙号”, 国盛证券研究所

图表 60: 公司已进入城市城轨交通情况

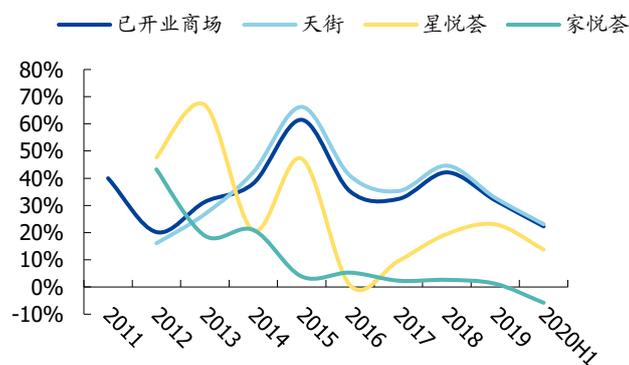
城市	城轨交通运营线路长度(公里)	地铁线路条数	城市	城轨交通运营线路长度(公里)	地铁线路条数
重庆	328.5	7	青岛	184	2
成都	435.7	7	沈阳	184.6	2
北京	771.8	20	武汉	387.5	9
上海	809.9	15	长沙	100.4	3
杭州	130.9	4	海口	-	-
西安	158	5	济南	47.7	2
合肥	89.5	3	昆明	88.7	3
苏州	210.1	4	南宁	80.9	3
常州	34.2	1	厦门	71.9	2
南京	394.3	5	天津	238.8	5
南昌	60.4	2	无锡	58.8	2
宁波	96.9	3	烟台	-	-

资料来源: 中国城市轨道交通协会, 国盛证券研究所

4.1.2 优秀的选址和运营有效支撑单店租金增长

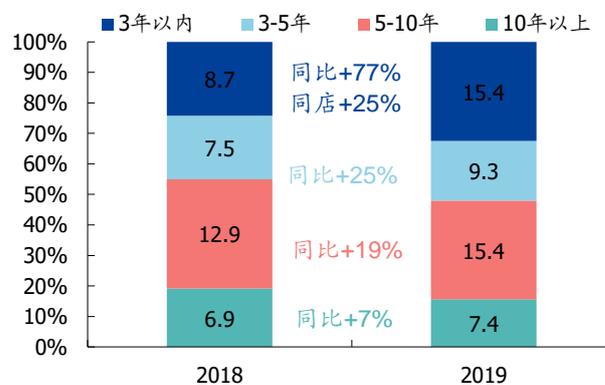
租金收入增速常年位居行业高位, 2019 年公司已开业商场租金同比增速达 **31.9%**, 未来公司有信心继续维持 **30%** 的增速。其中开业 3 年内/3-5 年/5-10 年/10 年以上的商场租金同比分别为 77%/25%/19%/7%, 开业 3 年内的同店增速达 25%。

图表 61: 分产品的租金收入同比增速



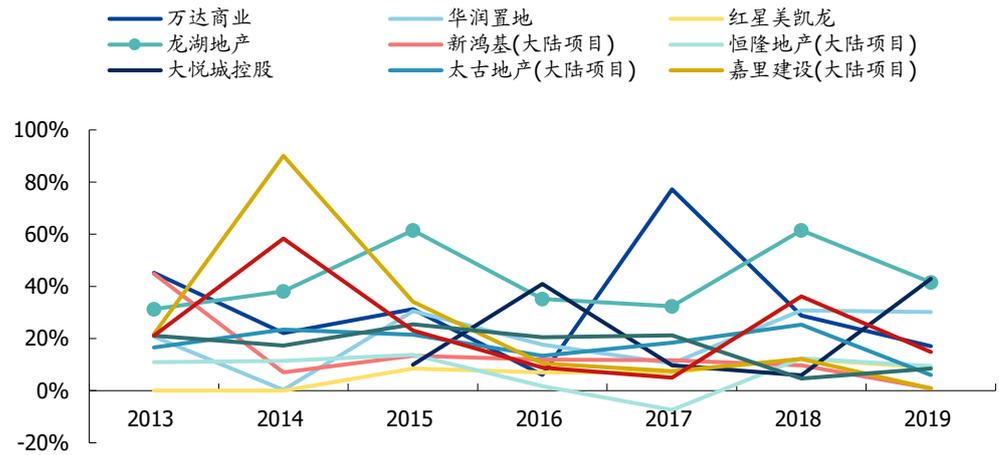
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 62: 分开业年限的租金收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 63: 主流商场租金收入增速比较

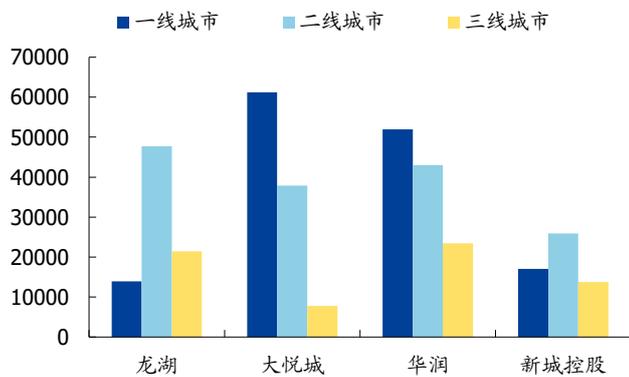


资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

我们认为公司商业租金收入之所以能快速增长主要源于其精准的选址能力、清晰的定位、强大招商能力以及运营能力。

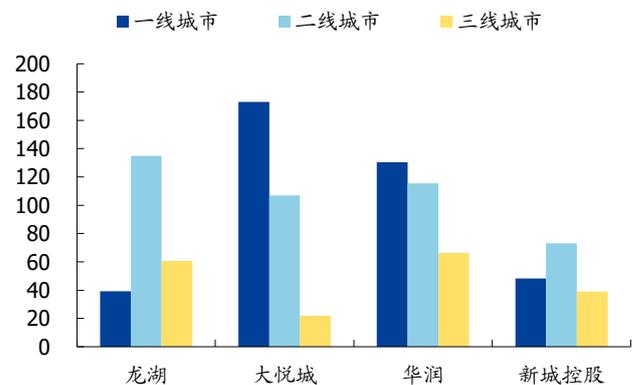
公司在二线城市的项目周边人口密度和规模高于同行, 先发优势明显。公司的购物中心在二线城市主要分布在城市核心, 周边三公里的人口密度和人口规模分别为 4.8 万人/平方公里和 134.9 万人, 显著高于同行水平。公司在一线城市虽然不全在核心区, 但是也都处于居民密度很高、且缺乏大型商业项目的区域, 项目周边三公里内的平均人口密度和平均人口规模分别达到 1.4 万人/平方公里和 39.3 万人。

图表 64: 公司项目 3 公里半径内的人口密度 (人/平方公里)



资料来源: 公司公告, 高德大数据, 国盛证券研究所

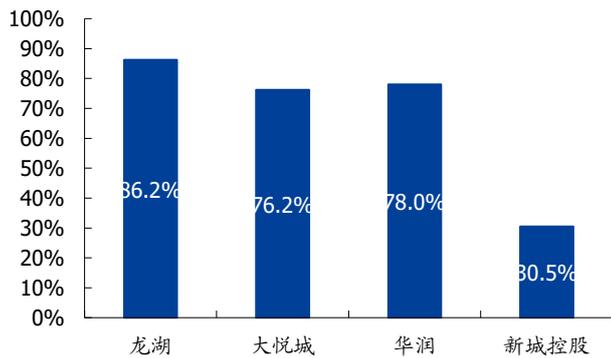
图表 65: 公司项目 3 公里半径内人口规模 (万人)



资料来源: 公司公告, 高德大数据, 国盛证券研究所

从项目紧邻地铁站情况看, 2019 年新开业的项目基本上都位于地铁上盖, 所有项目地图导航商场至最近地铁站的默认驾车时间平均为 6.3 分钟, 其中距离地铁 10 分钟以内的项目占比达到 86.2%, 超过同行。需要注意的是, 该统计未考虑即将开设或在规划中的地铁站, 可能会低估了实际开业后的情况。由于公司从选址初期能够较为准确地踏准城市发展的节奏, 平均日均客流量从 2016 年的 67 万人次/天逐年提升至 2019 年的 154 万人次/天, 2019 年全年总客流达到 4.7 亿人。

图表 66: 驾车距离地铁站 10min 以内项目数量占比



资料来源: 公司公告, 高德大数据, 国盛证券研究所

图表 67: 平均日均客流量 (万人次/天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

定位清晰, 能够吸引到与之匹配的品牌并达成长期战略合作。龙湖天街主要面向周边住宅的中等收入家庭客群, 并且体量大, 业态丰富, 能够满足周边社区的一站式服务需求。目前已经与超过 230 多家品牌形成战略合作, 合作商户超过 4000 家, 其中有近 200 家品牌与龙湖商业合作超过 10 家店铺。在与现有品牌保持合作的同时, 也不断注入新鲜品牌, 疫情期间公司在全国范围内新进了 2075 家商户, 其中包括北京 161 家、重庆 604 家、成都 273 家、上海 115 家、杭州 201 家、南京 313 家、华东 181 家, 这些品牌中不乏城市首店和区域首店, 具有较强的客群吸引力。

图表 68: 公司部分合作品牌

时尚		美妆护理		珠宝手表		餐饮精品		亲子		生活方式	
UNIQLO	H&M	SEPHORA	MAC	周大福	LONGINES	西贝	海底捞	乐高	乐高	WEICO	星巴克
ZARA	MISS SIXTY	CHANEL	Dior	周生生	ROLEX	霸王	blue frog	乐高	乐高	HUAWEI	SISYPHE
Victoria's Secret	VICTORIA'S SECRET	IPSA	妍丽	DR	中国黄金	绿色	蓝色	乐高	乐高	乐高	HIMO

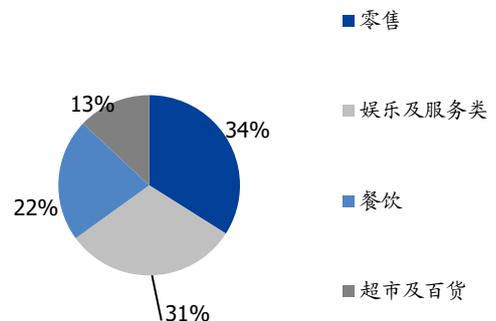
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 69: 平均建筑面积 (万方)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 70: 2020H1 商场租户结构-按已租面积分类

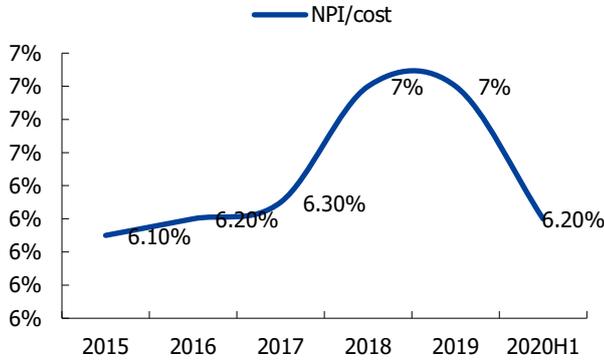


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从运营效率来看各个指标持续稳健增长。2019 年, 公司购物中心销售额为 267 亿元, 整

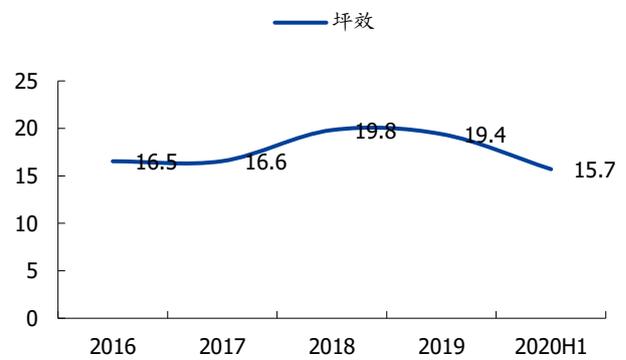
体同比增长 25%，同店增长 14%；近四年 CAGR 达到 32%；剔除超市百货的销售金额为 225 亿元，整体增长 29%，同店增长 17%，近四年 CAGR 为 38%。2019 年坪效上升至 19.4 元/平/天，NPI/cost 上升至 7%，出租率高达 98.5%。2020 年上半年受到疫情影响，各项指标有所回落，坪效为 15.7 元/平/天，NPI/cost 为 6.2%，出租率为 94.7%。

图表 71: NPI/cost



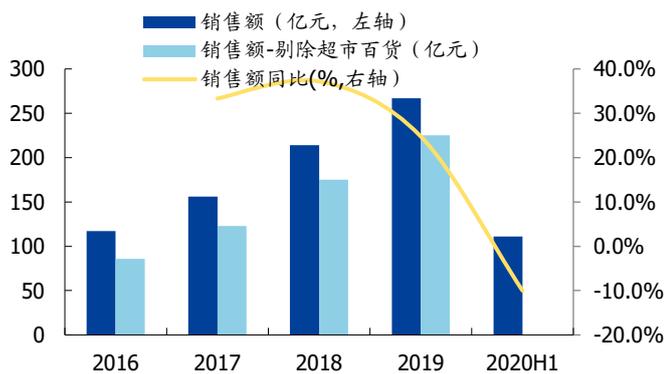
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 72: 坪效 (元/平/天)



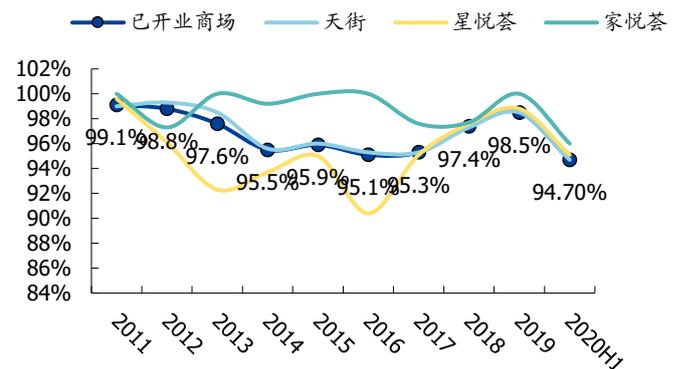
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 73: 销售额



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 74: 出租率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 长租公寓: 出租率稳步上行, 租金收入快速增长

2016 年龙湖响应国家“实行租购并举、培育和发展住房租赁市场”的政策, 推出长租公寓品牌“冠寓”, 主要为 20-35 岁的年轻租客打造温暖便捷的青年社区。目前已经形成“核桃”——质享型租住生活、“松果”——综合型青年社区、“豆豆”——自助型功能住房三大系列品牌, 各自切入不同细分市场满足多样租房需求, 品牌指数行业位于前三。

图表 75: 冠寓三条产品线

	核桃	松果	豆豆
定位	消费升级的质享型租住生活	以邻为友的综合型青年社区	灵活便利的自助型功能住房
特点	大户型+小公区	标准化+增值服务	小房间+大公区
配套资源	享受龙湖生态 VIP 资源（龙湖商业等）	享受龙湖生态资源	配套第三方 O2O 服务
服务配比	硬件与服务配比 4: 6	硬件与服务配比 7: 3	硬件与服务配比 3: 7
代表产品	上海乐山路店项目	绝大多数项目	上海松江小昆山项目
主力客群	20-35 岁年轻人	20-35 岁年轻人	20-35 岁年轻人
物业	龙湖物业统一管理	龙湖物业统一管理	龙湖物业统一管理

资料来源: CRIC, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 76: 2019 年 1-12 月中国典型长租公寓品牌指数 TOP5

排名	长租公寓品牌	品牌指数
1	蛋壳公寓	88.01
2	龙湖·冠寓	78.73
3	万科·泊寓	76.17
4	旭辉·领寓	74.79
5	凯德·雅诗阁	73.44

资料来源: 地产资管参考, 国盛证券研究所

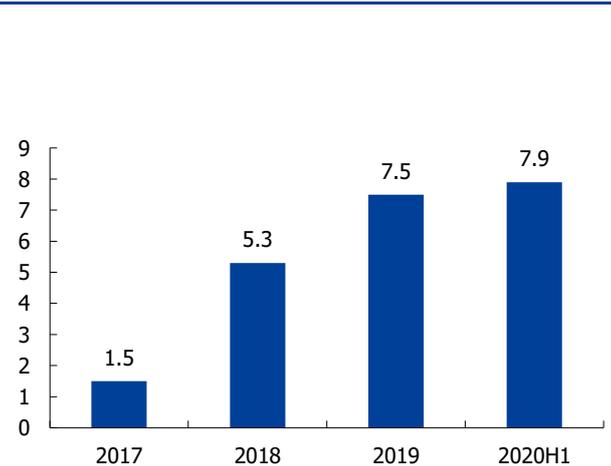
截至 2019 年底冠寓已经陆续在北京、上海、深圳、杭州、南京、重庆、成都等 34 个城市开业运营, 主要布局一二线城市, 流动人口大、市场租金高。截至 2020 年上半年运营房源数达 7.9 万间, 整体出租率达 85.3%, 其中开业超过 6 个月的房源出租率达 88.6%。2019 年租金收入达 11.73 亿元, 同比增长 150.6%; 2020 年上半年租金年收入 7.3 亿元, 同比增长 63%, 预计 2020 年可实现租金收入约 20 亿元。

图表 77: 2019 年底冠寓城市布局



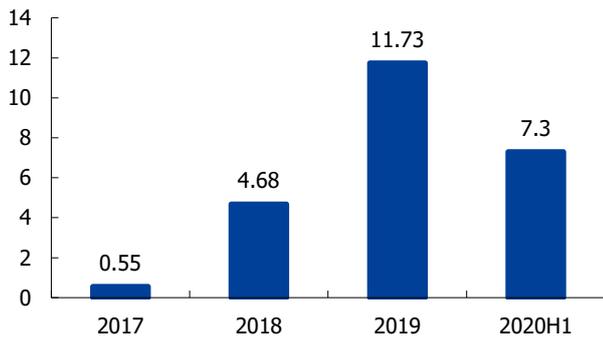
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 78: 冠寓运营间数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 79: 冠寓租金收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 80: 冠寓出租率

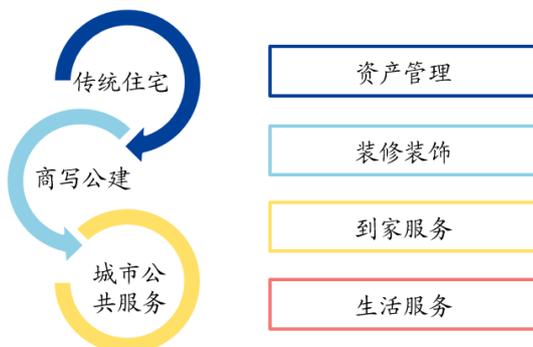


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3 物业管理: 在管规模持续扩张, 毛利率高于同行

深耕物业 23 年, 服务质量得到认可。龙湖智慧服务成立于 1997 年, 以住宅物业为主, 2018 年从社区服务拓展至城市公共服务, 目前已经布局医院、学校、公园、航空后勤、交通枢纽等 13 种业态。连续 10 年客户满意度超过 90%, 连续两年在中国物业服务百强企业综合实力排名中位列第九, 具有强大的品牌价值。

图表 81: 增值服务



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

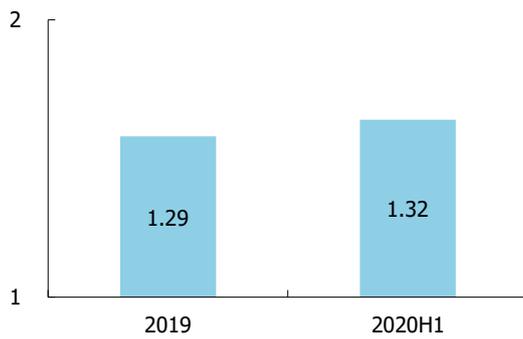
图表 82: 龙湖物业管理服务的行业排名以及客户满意度



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

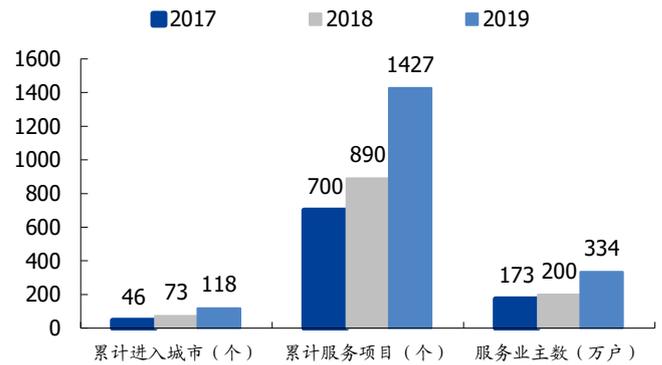
内生+外延的拓展方式促进管理规模快速提升。龙湖智慧服务一方面承接来自龙湖开发业务的项目, 从前期拿地开始, 到中期施工和后期交付全程介入房地产开发环节; 另一方面龙湖从 2016 年 11 月开始向外输出管理模式, 有利于脱离现有的管理领域带来收入的快速增长。截至 2019 年底, 公司已进入 118 座城市, 累计服务项目达到 1427 个, 服务业主数 334 万户, 公司合约管理面积达 4.28 亿平方米, 其中实际在管面积 1.29 亿平, 2020 年上半年实管面积达 1.32 亿平。

图表 83: 物业实际在管规模 (亿平方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

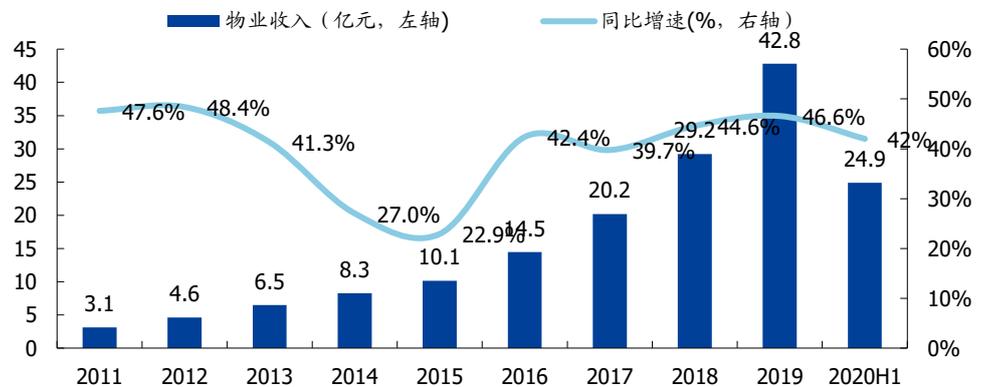
图表 84: 物业管理服务进入城市数量以及服务项目和业主数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

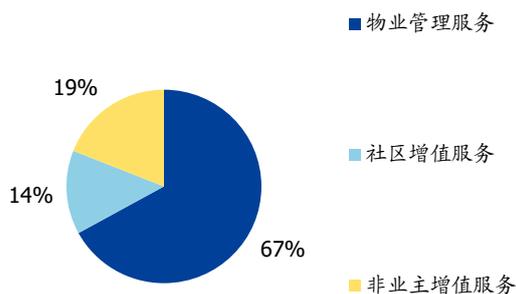
收入和毛利的近五年 CAGR 分别达 **43.3%** 和 **54.1%**, 毛利率高于行业平均。截至 2019 年底龙湖智慧服务收入 42.8 亿元, 同比增长 46.6%; 2020 年上半年收入 24.9 亿元, 同比增长 42%, 其中物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务收入占比分别为 67%、14% 和 19%。2020 年上半年智慧服务贡献毛利 6.8 亿元, 毛利率 27.5%, 高于我们选择的 16 家样本上市物管公司的平均毛利率 22%。(样本物管公司包括: 碧桂园服务、中海物业、绿城服务、保利物业、招商积余、永升生活服务、时代邻里、中奥到家、蓝光嘉宝服务、佳兆业美好、滨江服务、南都物业、雅生活服务、新城悦服务、建业新生活、新大正)

图表 85: 龙湖智慧服务历年收入及同比



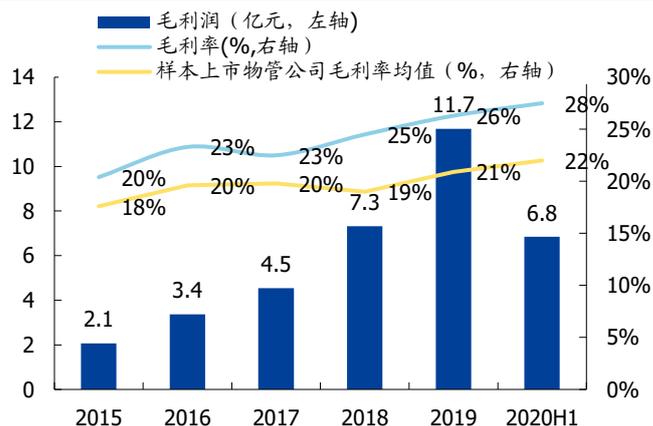
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 86: 2020H1 龙湖智慧服务收入构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 87: 智慧服务毛利润与毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 财务优势: 资产负债表稳健, 兼具盈利质量与安全性

5.1 利润率行业高位, 销管费控制严格

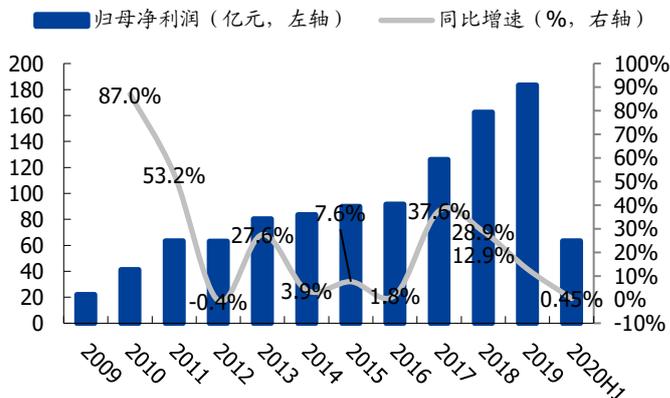
收入规模快速增长, 近五年 CAGR 达 33.6%, 毛利率与净利率远超行业平均水平。2019 年实现营业收入 1510.3 亿元, 同比增长 30.4%; 归母净利润 183.4 亿元, 同比增长 12.9%; 毛利率和净利率分别为 33.6% 和 12.9%, 均超 TOP10 房企平均水平。2020 上半年, 公司实现营业收入 511 亿元, 疫情影响下仍取得 33% 的同比增长, 归母净利润 63.4 亿元, 同比增长 0.45%, 毛利率和净利率分别为 30.8% 和 17.1%。

图表 88: 公司营业收入及同比



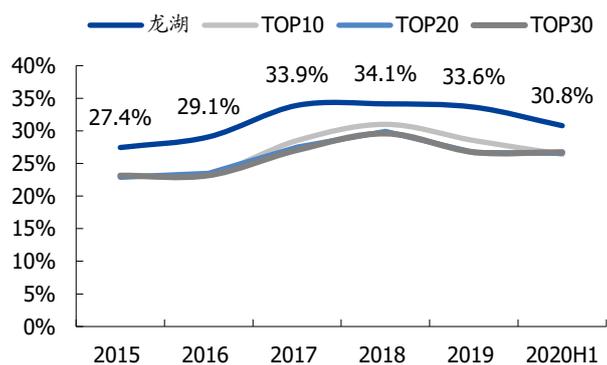
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 89: 公司归母净利润及同比



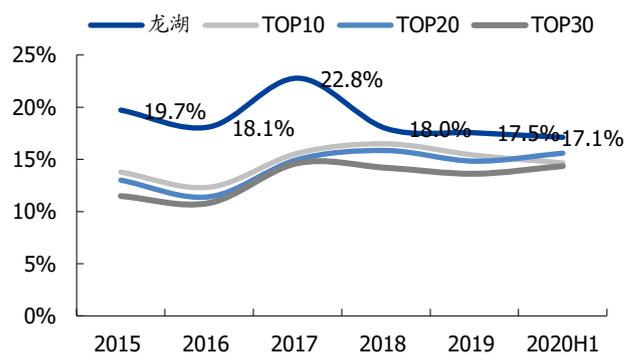
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 90: 公司毛利率及行业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

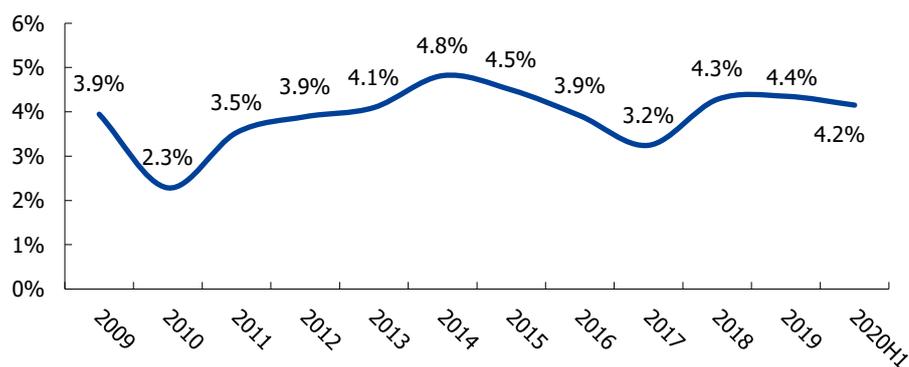
图表 91: 公司净利率及行业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

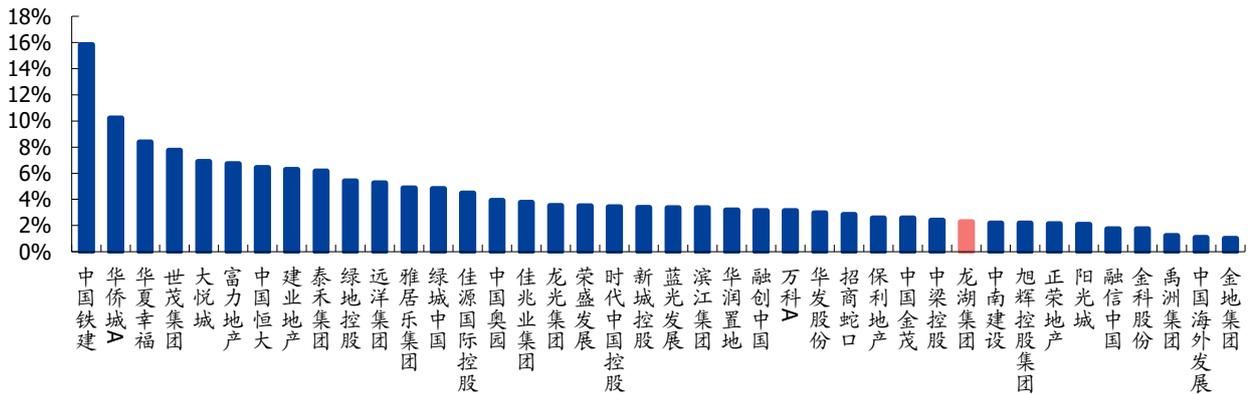
公司销售口径的销管费用率((销售费用+管理费用)/销售金额)基本控制在 4.5%以内, 2020 年上半年降至 4.2%; 权益销售额口径的销管费用率 2.29%, 在 TOP40 房企中处于低位, 说明公司有很好的费用管控能力。

图表 92: (销售费用+管理费用)/销售金额



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 93: 2020 年上半年 TOP40 房企销管费用率对比 ((销售费用+管理费用)/权益销售金额)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.2 杠杆率低, 负债结构健康

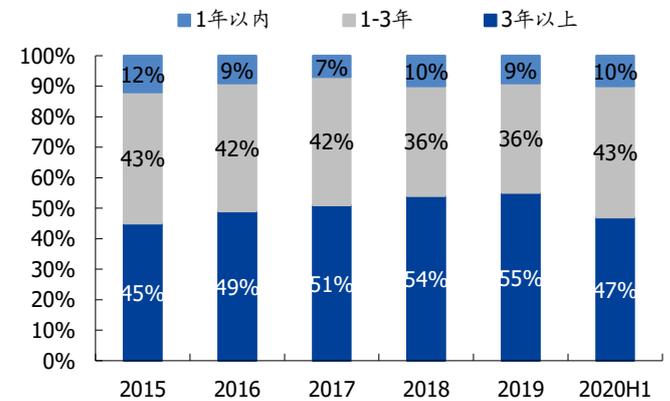
调控政策趋严, 房企融资环境紧张的环境下, 龙湖稳健的财务是能够抵抗不确定性的基本盘。公司的净负债率基本长期稳定在 55% 以内, 2020 年上半年公司的净负债率 51%, 剔除预收账款的资产负债率 67.1%, 均在 TOP40 房企中排名低位。且公司债务结构健康, 连续 4 年将一年到期负债的比率控制在 10% 左右, 2020 年上半年现金短债比 4.55, 平均久期延长至 6.45 年, 偿债压力可控。

图表 94: 公司净负债率与现金短债比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 95: 公司债务期限结构



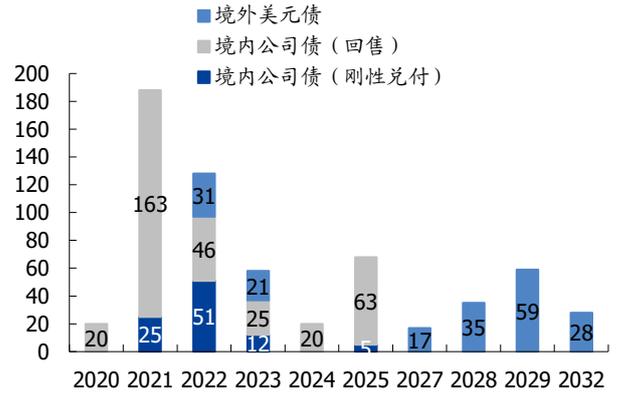
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 96: 平均账期



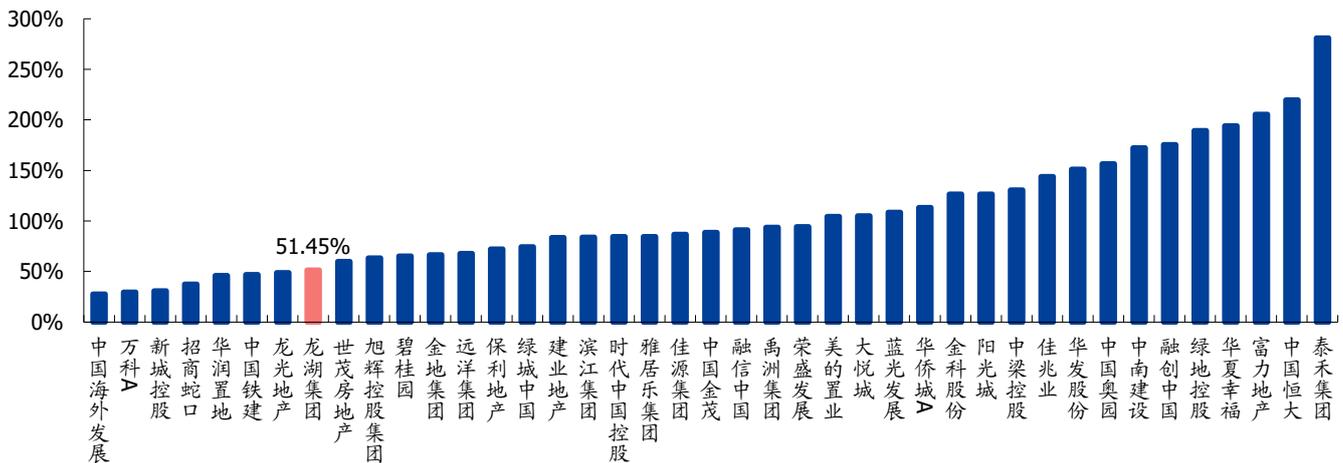
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 97: 现存债券到期分布 (人民币, 亿元)



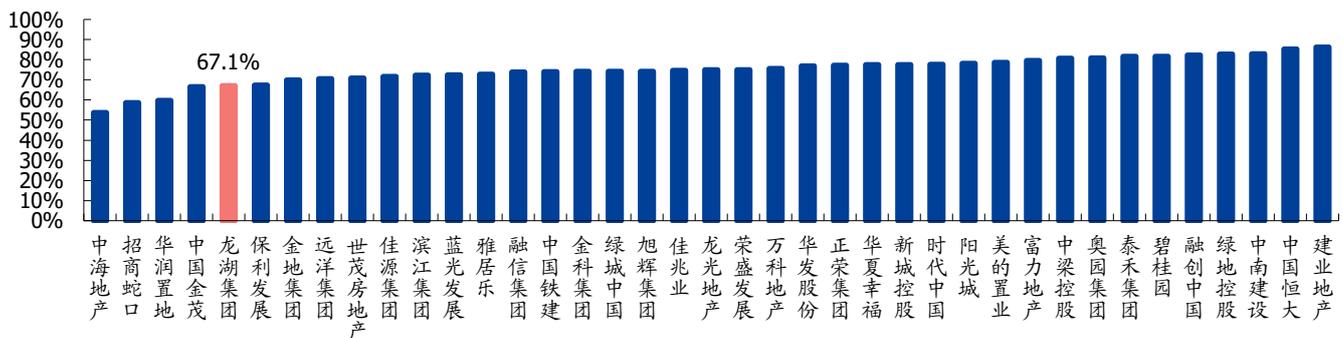
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 98: 2020 年上半年 TOP40 房企的净负债率对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 99: 2020 年上半年 TOP40 房企剔除预收账款的资产负债率对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

5.3 高信用，低成本

境内外均实现全投资评级的民营房企，融资成本优势明显。融资趋向长期和稳定，三大境外评级机构，标普 BBB，穆迪 Baa2，惠誉 BBB，均为投资级主体评级。2020 年上半年龙湖平均融资成本 4.5%，与华润等大型央企处于同一水平，

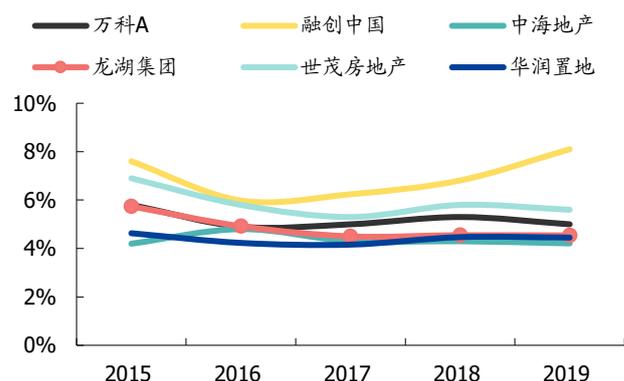
2020 年 1 月龙湖发行了 6.5 亿美元票据，其中 2.5 亿美元为 7.25 年期，票息 3.375%，4 亿美元为 12 年期，票息 3.85%，创下中国民营房企“最长年期”和“最低票息”双纪录。此后又踩准窗口期在境内发行 28 亿元公司债券以及 30 亿元住房租赁专项公司债券，票面利率介于 3.55%至 4.2%之间，期限介于 5-7 年。

图表 100: 公司现金短债比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 101: 公司净负债率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 102: 2019 年初至今境外债券发行

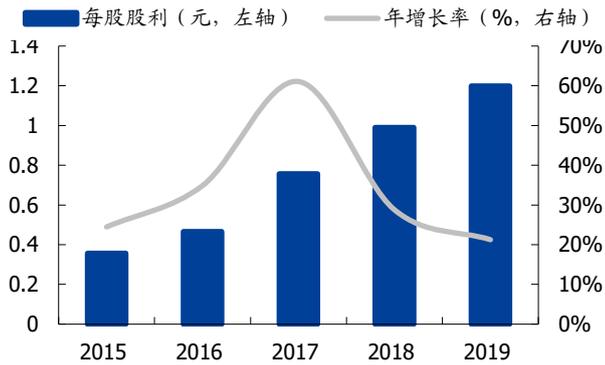
发行时间	类型	年期	票息 (%)	发行量 (亿)
2019 年 2 月	公司债	5/7	3.99/4.7	RMB22
2019 年 7 月	住房专项债	5/7	3.9/4.67	RMB20
2019 年 9 月	美金债	10	3.95	USD8.5
2020 年 1 月	美金债	7.25/12	3.375/3.85	USD6.5
2020 年 1 月	公司债	5/7	3.55/4.2	RMB28
2020 年 3 月	住房专项债	7	3.8	RMB30

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.4 股东回报丰厚，共享公司成长红利

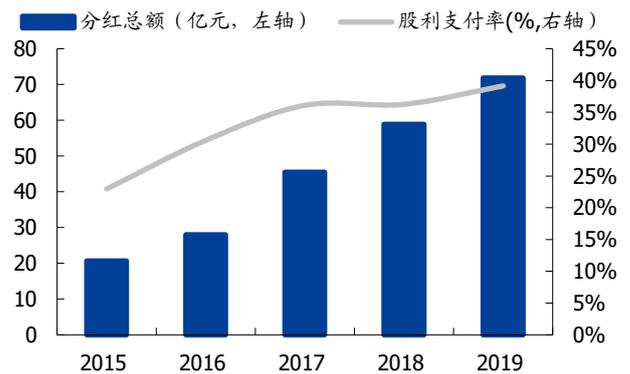
公司在保证投入的基础上，积极回馈股东。2019 年全年分红 1.2 元/股，同比上涨 21.2%，分红总额达到 71.8 亿元，分红率达 39%，在主流房企中排名前列。2020 年中分红 0.4 元/股，同比上升 11%。

图表 103: 公司股利支付率和股利年增长率



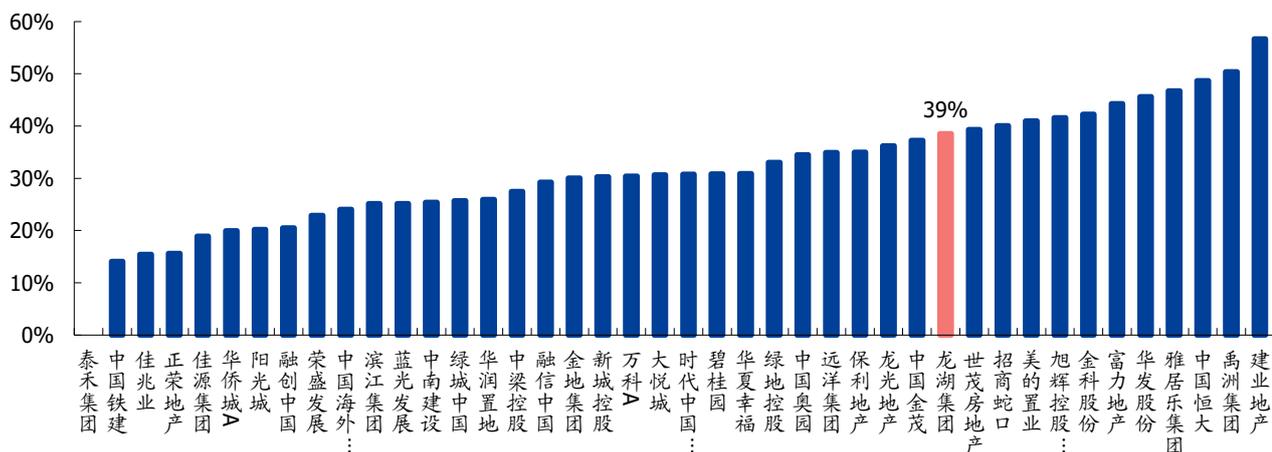
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 104: 公司分红总额与股利支付率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 105: TOP40 房企 2019 年分红率 (年度累计现金分红总额/归属母公司股东的净利润)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1 可结算资源充沛, 保障收入高增

6.1.1 已售未结资源充裕, 业绩锁定度高

销售规模的快速增长给公司积累了充裕的未结算资源。截至 2020 年上半年公司已售未结销售额 3021 亿元, 覆盖 2019 年地产结算收入 2.1 倍; 合同负债 1953.8 亿元, 覆盖 2019 年地产收入 1.4 倍。公司 2020 年预计竣工 2000 万平, 对应同比 33.3%, 相对上年有所下降但仍处于较高水平。随着 2018 年的高价项目逐步进入结算期, 营收和净利润将进一步增长。

图表 106: 已售未结销售额及覆盖地产收入倍数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 107: 竣工面积及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6.1.2 业绩预测

1. 收入

鉴于公司较高的已售未结资源, 我们预测公司 2020 年开发业务收入可以实现 26.1% 的增长达到 1775.8 亿元。2019 年公司商业运营板块实现 46.2 亿元收入, 同比达 27.4%, 我们预计购物中心开业数量和租金将持续上涨, 2020 年公司商业运营收入可达 60.3 亿元, 同比增长 30.7%。其它业态收入预测如下表:

图表 108: 公司分部收入以及增速预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
开发物业	108,719	140,793	177,575	213,756	243,058
yoy	61.16%	29.50%	26.12%	20.37%	13.71%
投资物业	4,090	5,789	8,122	10,980	14,299
yoy	57.74%	41.53%	40.29%	35.19%	30.22%
商业运营	3,622	4,616	6,034	7,848	10,227
yoy	42.72%	27.43%	30.71%	30.07%	30.31%
长租公寓	468	1,173	2,088	3,132	4,071
yoy	750.91%	150.64%	78.00%	50.00%	30.00%
物业管理及其他服务	2,989	4,444	6,621	8,791	11,266
yoy	48.00%	48.70%	48.99%	32.77%	28.15%
总收入	115,798	151,026	192,318	233,527	268,622
yoy	60.66%	30.42%	27.34%	21.43%	15.03%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

2. 毛利率

考虑到 2018 年开始我们测算的公司拿地毛利率有所下降, 随着下半年结转项目数量增多, 判断 2020 年开发业务毛利率回落到 28.6%, 未来保持在 25%-30% 的水平。其它业态毛利率预测如下表:

图表 109: 各业务毛利率预测

	2019	2020E	2021E	2022E
开发物业	32.10%	28.62%	27.48%	26.49%
投资物业	77.50%	64.72%	63.59%	63.61%
商业运营		75.00%	75.00%	75.00%
长租公寓		35.00%	35.00%	35.00%
物业管理及其他服务	26.30%	27.00%	27.50%	28.00%
综合毛利率	33.63%	30.13%	29.20%	28.55%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

3. 业绩

我们预测公司 2020/2021/2022 年净利润分别为 204.32 /236.32/269.89 亿元, 增速分别为 11.4%/15.7%/14.2%, EPS 为 3.42/3.95/4.51 元。

6.2 估值

6.2.1 开发和投资业务

(1) NAV 法

我们首先计算公司开发物业和持有物业的 NAV 水平。根据 NAV 测算, 在 WACC 为 8.1% 的假设下, 开发性物业的权益现金流折现总额为 2622.3 亿元, 持有物业资产价值 691.6 亿元, 收回未收回的现金流 688.4 亿、偿付净有息负债 850.5 亿元后, 重估后的净资产价值 3151.8 亿元, 每股净资产 51.65 元, 当前股价 38.36 元, 折价率为 25.73%。开发和投资物业按照每股净资产 75% 计算, 净资产价值 2363.9 亿元, 每股 38.73 元。

图表 110: NAV 关键假设

假设项	假设参数	说明
一二三线城市未来售价涨幅	0%, 0%, 0%	售价增速趋缓, 一二线限价严格, 三线涨幅回落。
一二三线城市单方建安成本	5000、4000、3000 元/m ²	行业经验值。
预售进度	按每年销售 6-10 万方	行业经验值。根据项目区位和市场景气度调整。
销售管理费用率	4%	根据公司历史费效比算出。
债务成本	4.50%	公司 19 年综合融资成本。
股权要求回报	11.30%	CAPM 公式计算
WACC	8.10%	计算得到的加权资本成本。

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 111: 龙湖集团 NAV 计算

NAV 计算 (百万元)	
	2020E
开发性物业资产价值	262,232
持有物业资产价值	69,156
总资产价值	331,388
有息负债	85,047
未收回的现金	68,841
净资产价值	315,182
稀释股数(百万股)	6,103
NAV/sh (元/股)	51.65
当前股价 (元/股)	38.36
NAV 折让幅度	-25.73%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

(2) PE 法

我们预测 2021 年开发业务净利润 195.82 亿元, 按可比公司 6.6x 平均 PE 计算, 开发业务市值 1292.4 亿元; 因为我们预测公司持有物业租金增速能够持续保持 30% 的增长, 所以按照 25xPE 计算, 对应估值测算为 1098 亿元。开发业务+持有型物业合计 2390.4 亿元。

图表 112: 开发业务可比公司

公司	股票代码	总营业收入		EPS(稀释) (元/股)			PE (倍)		
		(百万元)	币元/股)	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
保利地产	600048.SH	214,140.48	16.84	2.34	2.72	3.22	7.20	6.19	5.23
万科 A	000002.SZ	368,196.33	28.96	3.44	3.85	4.44	8.42	7.52	6.52
金地集团	600383.SH	57,247.61	15.41	2.23	2.55	2.97	6.91	6.04	5.19
均值							7.51	6.59	5.65

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2020、2021 年 EPS 为 Wind 一致预期, 股价时间为 2020/9/22)

综上, 我们对两种方法取平均, 得到开发物业+持有型物业的资产价值为 2377.13 亿元, 对应每股 NAV38.95 元。

6.2.2 物业管理业务

因为公司的物管业务未上市, 所以我们按照可比公司的平均 PE 进行估值。根据前文预测, 2021 年物管服务的收入为 81.2 亿元, 净利润为 6.6 亿元, 按可比公司 2021 年 PE 均值 30.14 倍测算, 物业管理业务价值 198.89 亿元, 增厚公司每股价值 3.26 元。

图表 113: 物业管理可比公司估值

公司	股票代码	总营业收入 (百万元)	股价 (港元/每股)	股价(人民币元/股)	EPS(稀释) (元/股)			PE(倍)		
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中海物业	2669.HK	4,896.81	6.52	5.71	0.14	0.18	0.24	40.79	31.72	23.79
雅生活服务	3319.HK	5,129.64	39.25	34.37	0.92	1.31	1.70	37.36	26.24	20.22
碧桂园服务	6098.HK	9,651.68	50.25	44.01	0.62	0.87	1.22	70.98	50.58	36.07
绿城服务	2869.HK	8,586.92	9.21	8.07	0.17	0.20	0.26	47.45	40.33	31.02
永升生活服务	1995.HK	1,878.58	15.82	13.85	0.15	0.22	0.35	92.36	62.98	39.58
均值								57.79	42.37	30.14

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2020、2021年EPS为Wind一致预期, 股价日期为2020/9/22, 汇率: 1人民币=1.1414港元)

图表 114: 物管业务估值

	营业收入(百万元)			净利率	净利润(百万元)			PE	市值(百万元)
	2019	2020E	2021E		2019	2020E	2021E		
龙湖物业	4444.05	6110.56	8249.26	8%	355.52	488.85	659.94	30.14	19889.32

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上, 我们对公司(住宅开发业务+持有型业务)+物管业务进行分部估值, 住宅开发业务+持有型业务 NAV38.95 元, 加上物业价值 3.26 元/股, 合理价值为 42.21 元/股, 对应 48.2 港元/股(汇率: 1人民币=1.1414港元)。

投资建议

公司上市十余年一直保持稳健发展, 四大主航道业务都位居行业前列。公司克而瑞销售排名长期稳定在 10-15 名, 土储丰厚且优良能够支撑销售增长; 商业精细化运营, 购物中心集中开业, 后续能够提供稳定现金流; 物业管理稳居行业前十, 长租公寓行业前三。且公司负债率低, 融资能力强, 稳健的财务可成为公司抵抗不确定性的基本盘。我们预计 2020/2021/2022 年公司归母净利润分别为 204.32/237.25/271.26 亿元, 增速分别为 11.4%/16.1%/14.3%, EPS 为 3.42/3.97/4.53 元。首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 42.21 元/股, 对应 48.2 港元/股。

风险提示

- (1) 销售增长不及预期。公司销售主要由一二线城市贡献, 如果一二线房地产调控政策超预期收严, 则会导致需求下滑以及降价压力。
- (2) 疫情影响超预期。疫情尚未完全控制, 如果疫情影响反复, 则会影响商场客流量, 和销售额表现, 从而使得出租率和租金收入增长不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com