

龙光地产 (03380.HK) 深度研究报告

大湾区龙头，高质量成长

强推 (首次)

目标价: 14.00 港元

当前价: 10.24 港元

❖ 深耕粤港澳大湾区，专注旧改和轨交沿线，实现高质量成长

龙光地产历经 25 载发展，坚持深耕粤港澳大湾区，持续受益于大湾区政策支持，同时坚持专注旧改和布局轨交沿线，销售排名快速提升，规模迈进千亿台阶，并成为千亿房企中盈利最强之一。公司股权结构稳定，纪氏家族合计持股 78%。公司传统家族式管理模式逐渐淡出，加速向职业经理人管理架构转变，多方招揽人才打造明星管理团队，多轮激励激发员工活力，为千亿后再上台阶打下坚实基础。近年来，公司持续回购、认可价值，并持续高分红回报股东，分红率维持在 40% 上下，我们预期 19E 股息率或达 8.4%，极具吸引力。

❖ 高权益销售增速、高权益销债比，城市深耕和区域扩张并重

公司实现规模和效应并重的高质量成长。19 年销售额 960 亿元、同比+34%；10-19 年销售额 CAGR47%，销售面积 CAGR36%，并权益占比保持在 95% 高位；17-19 年权益销售额 CAGR 46%，优于主流房企平均 CAGR29%；19 年权益销债比 1.7 倍，高于主流房企平均 1.3 倍；19 年单城市销售金额 40 亿元，处于行业中上游水平；近年毛利率稳定在 34% 上下，处于行业中上游水平；10-18 年结转金额 CAGR 41%，归母净利润 CAGR31%。千亿规模之际，公司坚持深耕大湾区，积极加快区域扩张，17-19 年新进 11 城，目前合计进入 24 城，预计在新管理架构和新管理团队护航下，公司将保持高质量成长。

❖ 大湾区龙头、土储质优量足，逆周期扩张、旧改优势凸显

公司拿地特色鲜明：1) 拿地逆周期扩张，14、17 年拿地/销售面积比高达 247% 和 235%；2) 小盘化加快周转，单项目面积从 14 年 56 万方降至 19 年 21 万方，下降 63%；3) 一二线占比提升，17-19 年一二线拿地面积占比 45%、59%、71%；4) 成本控制得当，目前土储的平均楼面价 4,304 元/平、地价房价比 31%，隐含后续较高毛利率；5) 旧改优势明显，18-19 年大湾区孵化 4 个旧改，平均地价房价比仅 27%。土储质优量足：19H1 末土储超 3,592 万方，货值 4,270 亿元/7,520 亿元 (含旧改后)，覆盖 19 年销售 4.4 倍/7.8 倍 (含旧改后)，货值中 71%/81% (含旧改后) 位于大湾区，属大湾区龙头。

❖ 低负债率+高周转率+高盈利能力，推动 ROE 行业排名靠前

公司财务稳健、优势明显。19H1 末，净负债率 65%、现金短债比 1.8 倍，长短债比 2.0 倍、EBITDA/利息支出 4 倍、EBITDA/有息负债 0.2 倍、融资成本 6.1%，加杠杆空间、偿债能力、单位债务盈利能力、融资成本均属行业较强水平。运营方面，公司存货周转率 63%、资产周转率 31%、销售净利率 21%，均明显优于主流 31 家房企平均值 33%、23%、14%，高周转效率及高净利率推动公司 ROE 达 32%，表现十分亮眼，突显高质量成长。此外，我们测算公司 NAV 约 1,106 亿港元、每股 NAV 为 20.1 港元/股，现价折价 49%。

❖ 投资建议：大湾区龙头，高质量成长，首次覆盖、并给予“强推”评级

龙光地产历经 25 载发展，坚持深耕粤港澳大湾区，专注旧改和布局轨交沿线；积极逆周期扩张，土储质优量足，旧改潜在土储业绩贡献可观；积极转向职业经理人体系，多方招揽人才打造明星管理团队，多轮激励激发员工活力；推动公司实现规模和效应并重的高质量成长。我们预测公司 2019-21 年每股收益分别为 1.98、2.38 和 2.85 元，并按照 NAV 折价 30% 给予目标价 14.0 港元、相当于 20PE5.4 倍，首次覆盖、并给予“强推”评级。

❖ 风险提示：新冠肺炎疫情超预期、房地产调控政策超预期收紧

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	44,224	60,244	75,541	94,800
同比增速(%)	60	36	25	25
归母净利润(百万)	8,288	10,877	13,084	15,712
同比增速(%)	27	31	20	20
每股盈利(元)	1.51	1.98	2.38	2.85
市盈率(倍)	6.2	4.7	3.9	3.3
市净率(倍)	1.8	1.4	1.1	0.9

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 03 月 24 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

联系人：鲁星泽

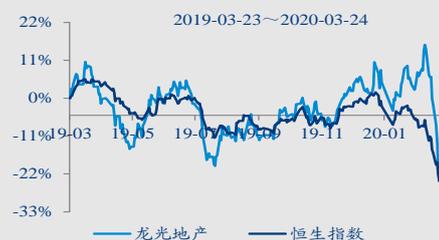
电话：021-20572575

邮箱：luxingze@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	550,819
已上市流通股(万股)	550,819
总市值(亿港元)	564
流通市值(亿港元)	564
资产负债率(%)	78.4
每股净资产(元)	5.3
12 个月内最高/最低价	14.54/8.89

市场表现对比图(近 12 个月)



目录

一、公司概况：汕头起家，深耕粤港澳大湾区、专注旧改，打造高质量成长典范	9
(一) 公司介绍：汕头起家，深耕粤港澳大湾区、专注旧改，发展迈入快车道.....	9
(二) 公司战略：深耕粤港澳大湾区，布局轨交沿线，专注刚需及改善.....	11
(三) 股权结构：股权结构稳定、纪氏家族持股 78%，持续高分红、持续回购.....	12
(四) 股权激励：大力度、高频次股权激励，有效激发员工活力.....	14
(五) 管理架构：家族式管理模式淡出，转向职业经理人体系，打造明星管理团队.....	15
(六) 产品系列：持续专注于刚需及改善，受益于珠三角人口持续流入.....	17
二、经营情况：开发业务高质量增长，城市深耕和区域扩张并重	18
(一) 营收情况：8 年营收 CAGR 达 41%，住宅开发为主、多元业务实现快速增长.....	18
(二) 销售情况：高权益销售增速、高权益债销比，城市深耕效果显著、区域结构更趋平衡.....	20
1、历经十年高增长，销售规模近千亿，行业排名快速上升.....	20
2、高权益销售增速彰显高质量成长，高权益销债比凸显公司资金使用效率.....	21
3、城市深耕战略效果显著，新布局城市市场排名快速提升.....	25
4、对外拓展加速，首次进入长三角，区域销售占比结构更趋均衡.....	26
(三) 结转情况：8 年结算金额 CAGR 达 41%，预收款虽较低、但存货周转率较高.....	28
三、土储情况：大湾区龙头、土储质优量足，积极逆周期扩张、旧改拿地能力凸显	30
(一) 拿地情况：积极逆周期扩张，聚焦一二线及轨交沿线，旧改拿地能力凸显.....	30
1、拿地积极扩张，成本控制得当.....	30
2、历来投资判断精准，拿地逆周期特色鲜明.....	33
3、拿地聚焦一二线、区域结构优化，项目小盘化有利周转提升.....	35
4、拿地权益占比回升至 79%，在行业中处于较高水平.....	36
5、17 年开始加速对外扩张，布局重心仍聚焦于城市圈.....	37
6、坚持沿轨交沿线布局，充分保障销售去化.....	37
7、非市场化拿地能力凸显，低成本旧改项目保障利润率.....	40
(二) 土储分布：公司土储质优量足，大湾区货值占比超 70%，尽享湾区发展红利.....	41
1、目前土储资源充裕，19H1 末未结货值 4,270 亿元、覆盖 19 年销售 4.4 倍.....	41
2、土储中大湾区货值占比达 71%，当属湾区龙头之一，受益于大湾区发展红利.....	43
3、公司土储成本低廉、地价占房价比仅 31%，保障后续毛利率稳定于较高水平.....	44
4、旧改潜在土储货值 3,250 亿元、覆盖 19 年销售 3.4 倍，其中大湾区占比高达 80%.....	45
5、考虑旧改后公司土储货值将高达 7,520 亿，覆盖 19 年销售 7.8 倍，土储质优量足.....	46
四、财务分析：低负债率+高周转率+高盈利能力，推动 ROE 行业排名靠前	47
(一) 盈利能力：6 年归母核心净利润 CAGR37%，低成本土储保障毛利率稳定.....	47

(二) 负债水平: 净负债率行业低位, 逆周期具备灵活加杠杆空间	49
(三) 债务结构: 债务结构较好, 偿债及单位债务盈利能力均处于行业较强水平	51
(四) 融资能力: 融资成本属民营房企低位, 评级上调推动成本继续下行	54
(五) 杜邦分析: 高周转效率及高净利率下, 公司 ROE 处于行业优秀水平	56
(六) 盈利预测: 土储优异、销售稳定、成本优化共同确保未来业绩稳定释放	59
(七) 估值分析: 公司 NAV 估值合计 1,011 亿元, 目前总市值较之折价 49%	62
五、投资建议: 大湾区龙头, 高质量成长, 首次覆盖、并给予“强推”评级.....	63
六、风险提示: 新冠肺炎疫情影响超预期、房地产调控政策超预期收紧.....	63

图表目录

图表 1、公司发展历程.....	9
图表 2、公司历年发展大事纪要.....	10
图表 3、公司历年经营亮点及战略规划.....	11
图表 4、截至 2019H1 末公司股权结构.....	12
图表 5、2020 年以来公司加大回购力度.....	12
图表 6、公司历年回购数量.....	13
图表 7、公司历年回购金额.....	13
图表 8、公司分红率持续高增.....	13
图表 9、公司历年股息率均处于高位.....	13
图表 10、公司分红比例在行业主流公司中名列前茅.....	14
图表 11、公司股息率在行业主流公司中处于高水平.....	14
图表 12、公司股权激励详情.....	15
图表 13、公司历年股权激励及总股本占比.....	15
图表 14、公司管理层（执行董事）介绍（截至 2019 年 9 月公告）.....	16
图表 15、2019 年下半年以来公司加大高管引进力度.....	16
图表 16、主流地产公司高管团队平均年龄（截至 2018 年年报）.....	17
图表 17、公司三大产品系列.....	18
图表 18、深圳龙光玖龙台.....	18
图表 19、珠海龙光玖龙玺.....	18
图表 20、公司营收增速加速上行.....	19
图表 21、房地产开发销售为公司绝对营收主力.....	19
图表 22、2018 年公司销售收入占比 88%.....	19
图表 23、公司历年租金收入及同比.....	20
图表 24、公司建筑及一级开发业务收入快速增长.....	20
图表 25、公司销售飞跃历经三个阶段.....	20
图表 26、18 年销售均价有所下滑.....	21
图表 27、公司全口径/权益销售金额行业排名.....	21
图表 28、公司月度销售金额及同比.....	21
图表 29、公司权益销售金额及权益占比.....	21
图表 30、2019 年主流房企权益销售占比.....	22
图表 31、2019 年主流房企销售金额同比及权益销售金额同比.....	22
图表 32、主流房企 2017-2019 全口径销售和权益销售金额复合增速.....	23
图表 33、主流房企销售金额覆盖有息负债倍数情况（销债比）.....	23

图表 34、主流房企权益销售金额覆盖有息负债倍数情况 (权益销债比)	24
图表 35、估算主流房企 2019 年预测销售归母净利润/2019 年预测结算归母净利润	24
图表 36、2019 年主流房企平均单城市销售金额	25
图表 37、2018 年深圳成交金额排名	25
图表 38、2019 年佛山权益销售金额排名	25
图表 39、2018 年南宁权益销售金额排名	26
图表 40、2018 年汕头销售面积排名	26
图表 41、柳州 2018 年成交金额排名	26
图表 42、肇庆 2018 年成交金额排名	26
图表 43、公司 2018-2019 年新进入城市均位于城市圈	27
图表 44、公司 18-19 年新进城市市场规模	27
图表 45、公司新进城市第三、第六名销售金额	27
图表 46、公司历年销售金额各区域占比	28
图表 47、公司历年销售面积各区域占比	28
图表 48、公司历年结转金额及同比	28
图表 49、公司历年结转面积及同比	28
图表 50、公司销售增速连续 4 年高于结转增速	29
图表 51、18 年公司销售面积增速大幅高于结转增速	29
图表 52、18 年结转均价快速上行	29
图表 53、公司历年结算面积分区域占比	29
图表 54、公司历年结算金额分区域占比	29
图表 55、公司预收账款及同比增速	30
图表 56、公司历年存货周转率	30
图表 57、主流 31 家房企存货周转率横向对比	30
图表 58、公司历年拿地金额及同比	31
图表 59、公司历年拿地面积及同比	31
图表 60、主流 20 家房企拿地金额占比销售金额	31
图表 61、主流 20 家房企拿地金额占比销售金额	32
图表 62、公司拿地均价占比销售均价趋势性回落	32
图表 63、主流 20 家房企拿地均价占比销售均价	33
图表 64、公司长三角市场的拿地项目溢价率普遍较低	33
图表 65、公司逆周期拿地特色鲜明	34
图表 66、公司在土地市场下行周期加大拿地力度	34
图表 67、公司 2020 年 1-2 月新增拿地	35

图表 68、公司新增用地按城市能级分布	35
图表 69、公司新增用地按区域分布	35
图表 70、公司历年新增项目数量	36
图表 71、单项目面积持续下降有利周转提升	36
图表 72、2019 年公司拿地建面权益占比有所回升	36
图表 73、主流房企 2019 年拿地权益占比横向对比	36
图表 74、2017 年开始公司对外拓展明显加速	37
图表 75、公司深圳项目基本沿轨交站布局	38
图表 76、公司佛山项目基本沿轨交站布局	39
图表 77、公司南宁项目基本沿轨交站布局	39
图表 78、珠海玖龙湾项目距离珠海站距离不超 1km	40
图表 79、2018-2019 年公司孵化中的城市更新项目货值达 885 亿元	40
图表 80、公司 2018-2019 年部分孵化中城市更新项目毛利率水平估算	41
图表 81、公司土储分区域占比	41
图表 82、公司货值分区域占比	41
图表 83、公司粤港澳大湾区内土储分城市占比	42
图表 84、公司粤港澳大湾区内货值分城市占比	42
图表 85、公司招拍挂土地储备对上年销售面积覆盖率	42
图表 86、公司土储及货值按区域分布	42
图表 87、粤港澳大湾区 9+2 城市面积与人口规模	43
图表 88、公司粤港澳地区项目分布及货值分布 (现有土储口径)	44
图表 89、珠三角主流房企粤港澳大湾区土储占比	44
图表 90、公司历年招拍挂总土储及同比	45
图表 91、公司总土储楼面价占比销售均价	45
图表 92、公司在各城市旧改项目未结转货值	45
图表 93、各城市旧改项目未结转货值占比	45
图表 94、公司旧改项目货值主要分布在粤港澳大湾区	46
图表 95、公司大湾区内旧改货值按城市分布	46
图表 96、公司总土储货值 (含旧改) 按区域分布	46
图表 97、公司粤港澳大湾区总土储货值按城市分布	46
图表 98、公司总土储货值 (含旧改) 按区域分布	46
图表 99、近年来公司营收规模加速提升	47
图表 100、公司归母净利润持续高增	47
图表 101、公司历年归母核心净利润及同比	48

图表 102、公司历年毛利率&净利率.....	48
图表 103、公司费用率有所下行.....	48
图表 104、主流房企 2015 至 3Q/1H2019 毛利率情况.....	49
图表 105、主流房企 2018 年三项费用率横向对比.....	49
图表 106、公司历年总资产规模及增速.....	50
图表 107、营收高增推动公司资产规模快速上升.....	50
图表 108、剔除预收款后公司资产负债率处于较低水平.....	50
图表 109、公司净资产负债率基本稳定在 70% 以下.....	50
图表 110、主流房企 2019Q3/H1 末净负债率情况.....	51
图表 111、公司历年有息负债规模及同比.....	51
图表 112、2019H1 公司有息负债按类型分布.....	51
图表 113、2019H1 公司有息负债按时间分布.....	52
图表 114、公司长债占比仍保持在合理水平.....	52
图表 115、公司现金短债比（含受限制现金）水平较为健康.....	52
图表 116、主流房企 2019Q3/H1 末现金短债比.....	53
图表 117、主流房企 2019Q3/H1 末长短债比.....	53
图表 118、主流房企 2018 年 EBITDA/利息支出.....	54
图表 119、主流房企 2018 年 EBITDA/有息负债.....	54
图表 120、公司整体平均融资成本逐年降低.....	55
图表 121、主流房企融资成本.....	55
图表 122、公司 2019-2020 发债概览.....	56
图表 123、公司历年净资产收益率.....	56
图表 124、主流房企 2018 年净资产收益率.....	57
图表 125、公司存货周转率在主流 31 家房企中排名领先.....	57
图表 126、公司资产周转率在主流 31 家房企中排名靠前.....	58
图表 127、公司销售净利率在主流 31 家房企中处于上游水平.....	58
图表 128、公司权益乘数在主流 31 家房企中处于较低水平.....	59
图表 129、公司营业收入及预测.....	60
图表 130、公司归母净利润及预测.....	60
图表 131、公司三费率及预测.....	60
图表 132、公司少数股东权益占比及预测.....	60
图表 133、公司利润率及预测.....	61
图表 134、公司分业务收入及毛利率预测汇总.....	61
图表 135、公司 WACC 及参数假设.....	62

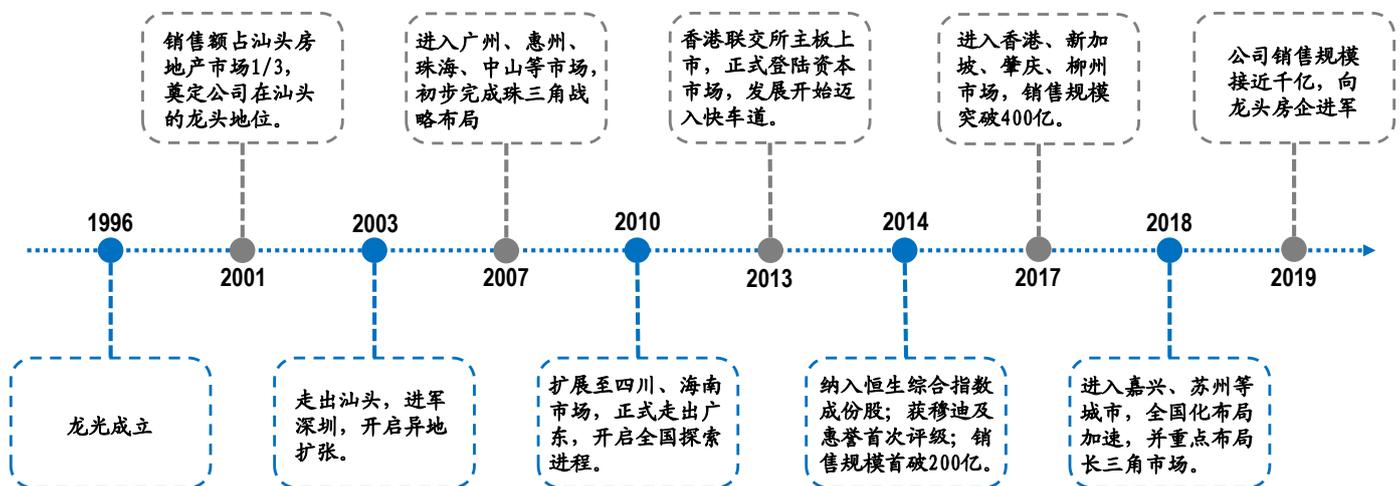
图表 136、龙光地产 NAV 估值情况..... 62

一、公司概况：汕头起家，深耕粤港澳大湾区、专注旧改，打造高质量成长典范

(一) 公司介绍：汕头起家，深耕粤港澳大湾区、专注旧改，发展迈入快车道

龙光地产 (3380.HK) 成立于 1996 年，前身为龙光建安，起家于汕头，历经 25 年发展，已成为一家以住宅开发为主的一体化房地产开发商，公司多年深耕两广，其发展核心区域位于粤港澳大湾区，该区域土地储备资源占比超 80%，足够保证未来销售和利润快速增长。同时，公司近两年来积极拓展长三角环沪城市圈，为实现未来增长奠定良好基础。公司迄今已开发逾 150 个项目，开发产品为主要针对首次及改善型置业客户的住宅物业项目。优异项目布局叠加较好产品口碑，推动公司销售规模快速提升，2019 年公司权益销售规模接近千亿，克而瑞行业全口径销售排名第 35 名，权益销售排名第 24 名，排名持续多年提升。

图表 1、公司发展历程



资料来源：公司网站、公司公告，华创证券

纵观龙光地产发展历程，可分为以下三个阶段：

阶段一：起家汕头，高效基因，旧改成名（1996 年-2002 年）：公司前身龙光建安于 1996 年在汕头成立，1997 年公司从建安工程到尝试转型房地产业务经营，开发首个项目阳光花园一期，并在项目二期首次尝试快周转，实现了当年开工、竣工、售罄、交房、办证，植入了龙光“快速周转”基因。2000 年，公司获取 776 亩的汕头城中村大型改造项目金禧花园，并凭借该项目一举成名；2001 年公司销售额已占据汕头市场 1/3，汕头龙头地位初成。

阶段二：异地扩张，进军深佛，布局广东（2003 年-2009 年）：2003 年公司首次走出汕头，进军深圳，以地王价竞得深圳宝安中心地块，正式开启异地扩张序幕。2004 年公司进入佛山，并正式确立了“立足广东、面向全国”的目标；2007 年公司布局广州、惠州、珠海、中山等市场，立足广东的战略目标实现，完成初步珠三角战略布局；同时在该阶段，公司完成股改工作，积极展开境内重组，为未来上市提前做好准备。

阶段三：走出广东，登陆港股，开始迈入发展快车道（2010-至今）：2010 年公司正式走出两广，新进四川、海南市场，全国探索进程开启；2013 年公司于香港联交所主板上市，正式登陆资本市场，发展开始迈入快车道；2014

年公司新进桂林、防城港，2017年公司新进香港、新加坡、肇庆、柳州，销售规模突破400亿元；2018年公司新进汕尾、河源、清远、眉山、嘉兴、苏州，全国化布局加速，并重点看好长三角市场，销售规模突破700亿元；2019年新进江门市场，到目前为止，公司布局城市达24个，销售规模近千亿元。

图表 2、公司历年发展大事纪要

概括	时间	事件
起家汕头， 高效基因， 旧改成名	1996年	龙光建安在汕头成立。
	1997年	从建安工程到独立经营房地产业务，开发阳光花园一期。
	1998年	在阳光花园二期项目中首次尝试快周转，实现了当年开工、当年竣工、当年售罄、当年交房、当年办证的高效率，植入了龙光“快速周转”的基因。
	1999年	龙光物业成立，物管服务延长了房地产业务产业链，进一步提升产品价值。
	2000年	启动占地776亩的汕头城中村改造项目“金禧花园绿色小区”，在汕头一举成名，并积累了大量经验和资本，为后续的异地扩张打下坚实基础。
	2001年	龙光年销售额占据汕头房地产市场的1/3，奠定了公司在汕头的龙头地位。
	2002年	公司更名为龙光集团。
异地扩张， 进军深佛， 布局广东	2003年	首次走出汕头，进军深圳，以2.86亿元竞投得深圳宝安中心地王天悦龙庭专案，掀起了异地扩张的序幕。
	2004年	进军佛山，以“地王价”拍下天湖椰都地块。并确立了“立足广东、面向全国”的远期发展目标。
	2005年	在大本营汕头试水高端产品，打造了粤东首个“引活水、造环境”的汕头阳光海岸高端项目，产品系列向高端迈进。
	2006年	并尝试将旧改模式对外输出，首次探索省外布局，进入南宁市场，开发普罗旺斯项目，成为当地人居标杆项目。
	2007年	进入广州、惠州、珠海、中山等市场，立足广东的战略目标实现，完成初步珠三角战略布局。
	2008年	完成企业股改工作，内部管理全面优化，更名为广东龙光地产股份有限公司。
	2009年	展开境内重组，首次进入东莞，发展物业市场。
走出广东， 登陆港股， 公司开始 迈入发展 快车道	2010年	扩展至成都、海南市场，正式走出广东，开始全国探索进程；
	2011年	龙光地产总部入驻深圳龙光世纪；首次荣登中国房地产百强企业地产；
	2012年	成立香港总部，加大资本投资；销售额突破100亿，中国房地产百强企业；
	2013年	公司于香港联交所主板上市，正式登陆资本市场，发展开始迈入快车道；
	2014年	首次布局桂林、防城港，广西布局力度进一步加大；纳入恒生综合大型股/中型股指数成份股；获国际权威评级机构穆迪及惠誉首次评级，资本市场对公司逐渐认可；伴随布局城市快速增多，公司销售规模首破200亿元。
	2016年	成为沪港通合资格可投资港股；
	2017年	首次进入香港、新加坡、肇庆柳州市场，公司开始尝试泛亚太房地产投资；公司销售规模突破400亿元。
	2018年	首次进入汕尾、河源、清远、眉山、嘉兴、苏州，公司全国化布局加速，并重点布局长三角市场，战略看好环上海一小时生活圈。2018年公司销售规模突破700亿元。
	2019年	首次进入江门，在城市圈扩张同时，仍保持深耕区域战略；公司销售规模接近千亿。

资料来源：公司网站、公司公告、华创证券

(二) 公司战略: 深耕粤港澳大湾区, 布局轨交沿线, 专注刚需及改善

从历年战略规划上可以看到, 公司一直坚持区域深耕, 持续加大在粤港澳大湾区及珠三角区域的投资力度, 进一步扩大区内主要城市的市场占有率和盈利规模; 同时也重点关注大西南、长三角区域的投资机会, 为未来进一步开疆扩土做好准备。产品方面, 公司坚持锁定首次置业及改善型住房产品, 并自 2014 年起, 加强轨道交通沿线项目布局。公司刚需/刚改+轨交布局产品组合打造了公司较强的抗市场波动能力。

图表 3、公司历年经营亮点及战略规划

年份	经营亮点	战略规划	市场判断
2013	通过实施“双高均衡(高周转与高利润)与精细管控”经营模式, 即以产品结构均衡搭配以及全开发周期的精细化管理; 深耕区域、聚焦刚需 取得显著成果, 2013 年在惠州、汕头等基地城市的年度销售额占据当地第一, 在南宁的销售额名列前茅。	获取项目侧重两类: 在经济发达或活跃的城市 中心可快速周转的短期项目, 以及在城市近郊具有较高溢价空间的中长期项目 , 通过以上两类项目均衡搭配以实现高周转、高利润目标。加大在现有城市的市场份额, 坚持 主打刚需、改善型产品 , 贯彻高周转的发展战略。	房地产市场中刚需市场仍有较大的发展空间, 主要得益于经济发展与消费升级、新型城镇化、轨道交通发展等带来的市场动力。
2014	建立了涵盖土地拓展、规划设计、工程建设、营销策划等全流程产业链, 形成快速周转开发模式 ; 同时, 龙光工程建设有限公司负责本集团大部分项目, 配合本集团的 中央采购管理 , 利用协同效应有效控制了建筑成本。	坚持深耕区域、聚焦刚需的策略, 继续坚持在公开市场以招拍挂方式, 把握时机及时补充优质地块 。在市场调整期中, 及时调整销售策略, 以确保稳定盈利能力, 进一步实施精细化的专业管理。 土储获取重点关注基础设施建设、或与城市轨道、城际轨道站台连接的项目 。	随着新型城镇化的推进, 首次置业的刚性需求愈加庞大; 政府对房地产行业的调控将逐步减少, 行业也会向更市场化的方向发展。
2015	在 一线和部分热点二线城市的复苏动力强劲背景下 , 公司精确把握市场动态, 深圳 旗舰项目东龙光城及玖龙玺为全年 销售的增长带来巨大动力 , 合约销售增长率高达 53.6%。	产品结构上 继续专注于刚需和改善型住宅 ; 在巩固汕头、南宁市场龙头地位同时, 持续 加大在大深圳圈及珠三角区域的投资力度 。并重点关注京津冀、上海及其周边区域等城市及周边土地获取机会。	由于国内生产总值增幅放缓, 中央政府有望继续执行宽松的货币政策及有效的财政政策, 对房地产适度宽松的政策也有望继续维持。
2016	因应市场发展配合推盘速度, 把握住了市场调控前强劲的增长 , 快速项目周转亦使现金流快速回笼得到保证; 旗舰项目龙光城、玖龙玺为全年的销售增长带来显著的贡献, 其中, 龙光城在 2016 年全国总价成交金额排名中排名第九;	深耕深圳及受其带动的珠三角都市圈 , 特别是珠海、佛山及中山等具备庞大发展潜力的城市。 布局多个轨道交通沿线物业 ; 珠三角的战略区域持续物色优质土地, 为辐射及开拓区域内的重点城市做好准备工作。开拓更多元化的拿地渠道, 参与多个城市更新项目。	政府工作报告中首次明确提出研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划, 预期区内珠海、中山及佛山等价值洼地的土地价值及房价上升。
2017	销售金额同比+51.2%。 地铁上盖或沿线的项目 玖钻、玖云着及玖龙台, 销售屡创佳绩 ; 在深圳全年成交 4,416 成交套, 排名全市第一; 未来随着轨道交通的延伸, 核心区域需求外溢, 本集团将成为粤港澳大湾区的龙头房企。加权平均借款利率为 5.8%, 较上年下降 0.3pct。	制定 18 年权益合约销售目标为人民币 660 亿元, 全力推进连续两年销售按年增长逾 50%; 充分把握粤港澳大湾区高速发展所带来的机遇 , 进一步增加集团的市场份额并实现规模与利润快速成长。持续关注粤港澳大湾区、粤东区及粤西区的土地收购机遇, 以多元化方式增加土地储备, 并以最少成本锁定更多高回报。	将加快建立楼市长效机制, 通过预期粤港澳政策未来将进入规划落地、实质推进建设阶段, 并将进一步细化; 未来三年行业进入快速整合期, 市场集中度将快速提高, 行业将出现大量企业之间内部并购的机会。
2018	三个于深圳地铁沿线的项目深圳龙光玖钻、龙光玖龙玺和龙光玖龙台推盘后, 销售屡创佳绩, 成交面积在深圳市场位居第一 ; 汕头市场继续稳居第一; 南宁权益销	2019 年 将继续坚持深耕大湾区, 扩大区内主要城市的市场占有率和盈利规模 ; 将积极把握土地收购机遇, 同时寻求更多并购目标, 多元化增加优质土地储备; 加快销售, 同时继续全面	因城施策下, 促进市场供求平衡, 在房地产市场发展长效机制下, 预期中国房地产市场将维持平稳发展, 商品房市场集中度将

年份	经营亮点	战略规划	市场判断
	销售额第一；城市更新 2018 年公司成功孵化珠海玖龙汇和佛山禅城绿岛湖项目，从拿地到成功孵化仅用了不到 1 年半时间。	提升项目的产品力，不断增强市场竞争力及渗透率，巩固集团在粤港澳大湾区的领导地位。	进一步提升，人口和产业将继续向中国三大都市圈集中。

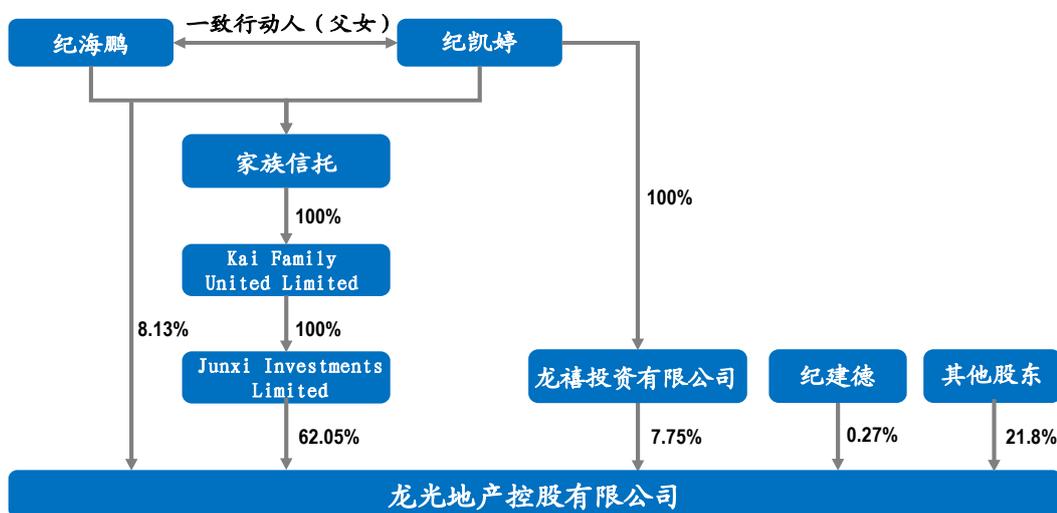
资料来源：公司公告，华创证券

（三）股权结构：股权结构稳定、纪氏家族持股 78%，持续高分红、持续回购

公司股权架构十分稳定，实际控制人为纪海鹏及其女儿纪凯婷。截至 2019H1，两人通过家族信托合计持有公司 62.05% 的股权，纪凯婷通过龙禧投资单独持有公司 7.75% 的股权，此外加上两人直接持有的公司 8.13% 的股权，纪氏家族合计持有公司 77.93% 的股权，掌握公司绝对控制权。公司历年分红较为积极，并且近年来公司分红比例维持在 40%，按目前股价测算，2018/19E 年对应股息率分别达 6.8%、8.4%，公司分红率及股息率在行业同类公司中均处于较高水平。

此外，基于对自身价值的认可，公司多年来持续回购股票。2016 年至今已合计回购 1.15 亿股，对应回购金额 6.12 亿元。并且继去年 5 月暂停回购后，于 2020 年 1 月 14 日至 1 月 24 日再次加大回购力度，期间合计回购 375 万股，对应回购金额为 4,394 万元，占比公司总股本 0.07%。

图表 4、截至 2019H1 末公司股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

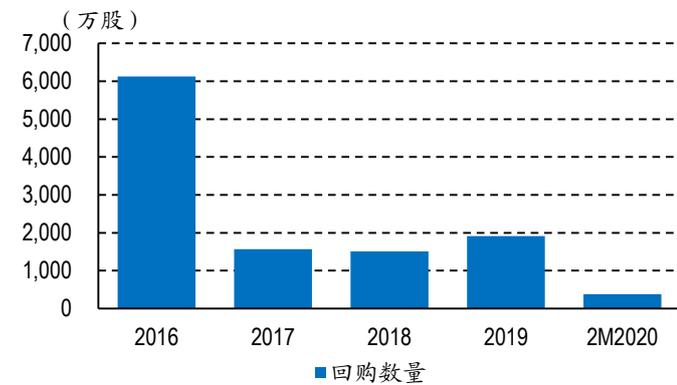
图表 5、2020 年以来公司加大回购力度

回购	回购数量 (万股)	回购金额 (万元)
2020-01-24	50	584
2020-01-23	50	584
2020-01-21	50	576

回购	回购数量 (万股)	回购金额 (万元)
2020-01-20	120	1446
2020-01-16	5	55
2020-01-15	50	580
2020-01-14	50	569
合计	375	4,394

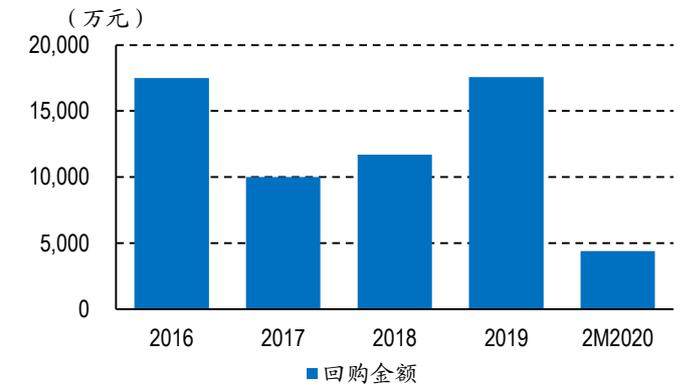
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 6、公司历年回购数量



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 7、公司历年回购金额



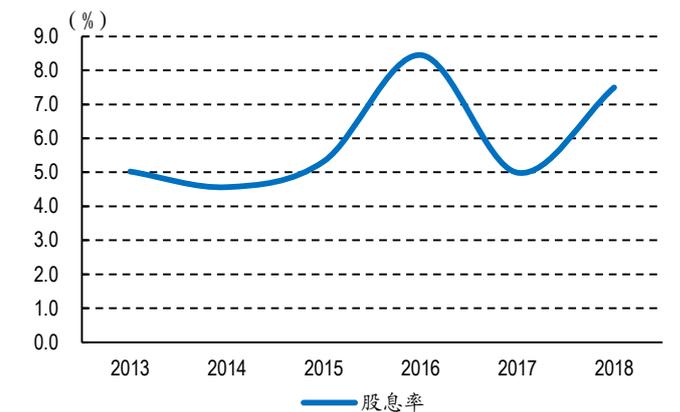
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 8、公司分红率持续高增



资料来源: 公司公告, 华创证券

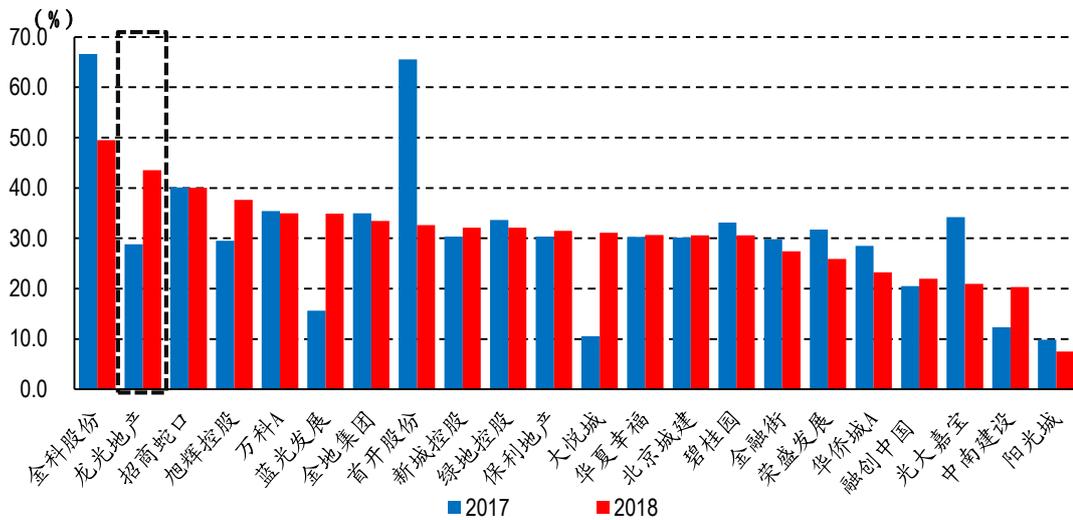
图表 9、公司历年股息率均处于高位



资料来源: 公司公告, 华创证券

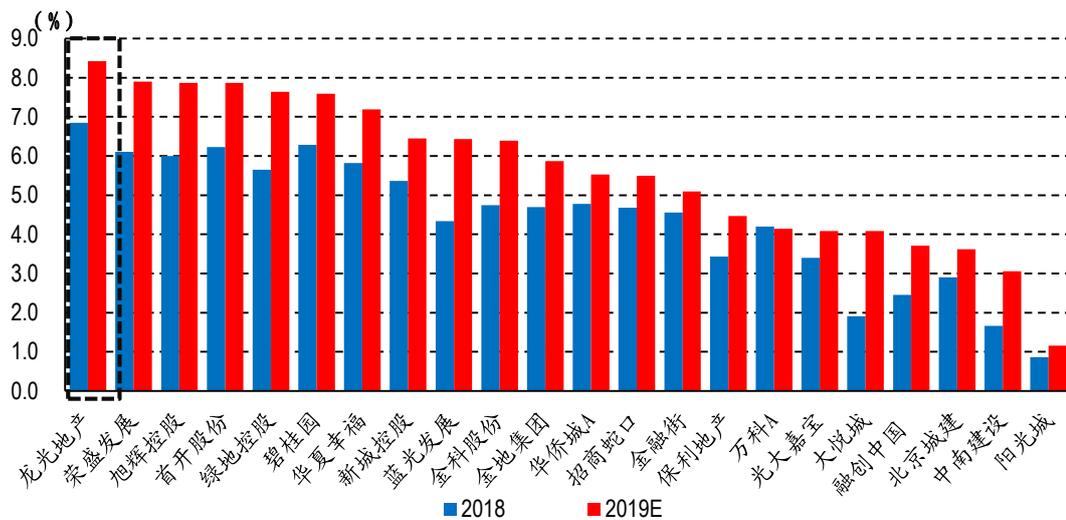
注: 股息率=公司当年分红/公司当年年末总市值。

图表 10、公司分红比例在行业主流公司中名列前茅



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11、公司股息率在行业主流公司中处于高水平



资料来源: Wind, 华创证券

注: 万科2019年公告分红率30%; 龙光地产预计2019年分红率40%; 其他房企假设2019年分红率和2018年持平; 股价更新至2020年3月24日收盘价。

(四) 股权激励: 大力度、高频次股权激励, 有效激发员工活力

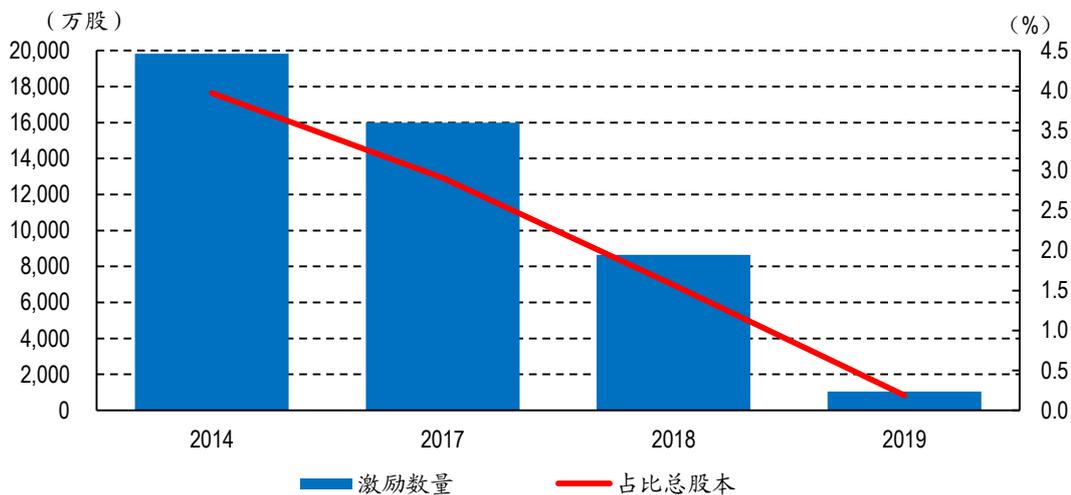
自上市以来, 公司对管理层及核心骨干已实施过5轮股权激励, 合计授予股权4.55亿股, 合计占比总股本8.64%, 显示出公司激励频次之高、力度之大。并且公司2020年再次加大股权回购力度, 预示着后续股权激励仍将持续推进, 尤其在传统家族式管理模式淡出, 组织架构加速转向职业经理人体系背景下, 积极的股权激励将进一步激发公司管理层及关键员工的积极性, 将公司与员工的利益深度绑定。

图表 12、公司股权激励详情

时间	股权激励 (万股)	董事长 (万股)	其他董事 (万股)	中层及以上管 理层 (万股)	行权价 (港币)	占比总股本 (%)
2014-5-29	19,826	1,312	2,053	16,461	2.34	3.97
2017-8-25	16,000	800	1,625	13,575	7.43	2.91
2018-6-8	5,000				12.5	0.91
2018-10-22	3,640				7.64	0.66
2019-6-28	1,050				12.64	0.19
合计	45,516					8.64

资料来源：公司公告，华创证券

图表 13、公司历年股权激励及总股本占比



资料来源：公司公告，华创证券

(五) 管理架构：家族式管理模式淡出，转向职业经理人体系，打造明星管理团队

公司原属于较为典型的家族式管理企业，但为了适应销售规模迈入千亿门槛之后的进一步发展，公司组织架构调整力度加大，管理模式逐步转向职业经理人体系，高层管理团队迅速扩大。

2018年，公司创始人纪海鹏卸任公司行政总裁职务，仅保留董事长职务，工作重心专注于公司战略发展；2019年8月，公司引进原融信中国执行总裁吴剑出任副总裁，其在华东市场经验丰富，有利于公司在长三角及环沪区域扩张。2019年9月，公司原总裁纪建德，董事长纪海鹏胞弟，辞去总裁职务，同时公司原副总裁赖卓斌升任总裁。

图表 14、公司管理层（执行董事）介绍（截至 2019 年 9 月公告）

董事长	纪海鹏	52岁，为公司创办人及董事长，在房地产开发行业拥有逾20年经验，18年1月卸任公司行政总裁职务，为目前公司非执行董事纪凯婷的父亲。纪海鹏现为十三届全国政协委员。
总裁	赖卓斌	47岁，现任公司行政总裁兼任首席财务官，主要负责公司财务管理、战略、品牌、融资及资本市场。赖卓斌先生07年进入公司，先后在财务部们出任多个职位，并担任副总裁。到目前为止，已在公司效力逾13年。
副总裁	肖旭	47岁，现任公司副总裁，主要负责股市策略发展、进行投资分析、开展外部事务。肖旭先生2007年进入公司，2011年升任公司总裁助理，在投资分析、企业管理及外部联系方面经验丰富，在公司效力逾13年。
副总裁	吴剑	49岁，现任公司副总裁，行业15年经验，于2019年8月加入公司，主要负责投资条线。04-18年在融信中国担任多个职位，并曾任该公司执行总裁。其在华东市场经验较多，有利于公司长三角及环沪市场开拓。

资料来源：公司公告，华创证券

另外据新浪财经报道，原华夏幸福住宅公司总裁傅明磊、原绿城 CFO 冯征也确认加入公司，分别出任公司执行总裁和首席财务官。至此，公司经营管理层均全部由职业经理人组成。公司加速向职业经理人管理架构转变，对外部的竞争环境适应力更强，企业管理更为精细化及科技化，企业传承更为稳定，员工积极性得到进一步激发。

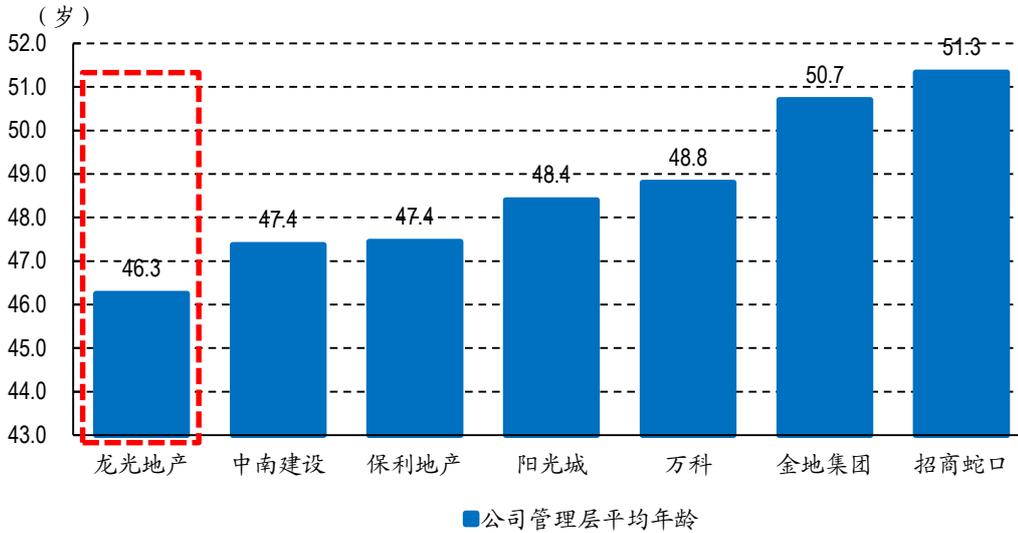
图表 15、2019 年下半年以来公司加大高管引进力度

日期	姓名	原职务	现职务	职责
2019-8-13	吴剑	原融信中国执行总裁	副总裁	华东市场经验较多，负责投资条线
2020-1-2	傅明磊	原华夏幸福住宅公司总裁	执行总裁	负责住宅地产经营和日常工作
2020-1-3	冯征	原绿城 CFO	首席财务官	财务管理及资本市场运作条线

资料来源：新浪财经，公司公告，华创证券

总体而言，公司管理层团队具备三大特色：1) 公司高管团队平均年龄在主流房企中处于较年轻水平，管理层团队年富力强，属于最佳状态阶段；2) 公司管理层内部升迁通畅，公司工作多年的同事间相互配合默契；3) 引入明星管理团队，其全国化视野，丰富行业经验有利于公司未来向全国布局扩张。这三大特色将共同保障公司未来持续发展，并坚持并贯彻公司既定的发展战略。

图表 16、主流地产公司高管团队平均年龄（截至 2018 年年报）



资料来源：公司公告，华创证券

（六）产品系列：持续专注于刚需及改善，受益于珠三角人口持续流入

公司产品设计始终专注于针对首次置业和刚改的小型 and 中型住宅，产品类型以高层公寓和花园洋房为主。产品设计高度标准化，从项目设计、材料采购、装饰工程均可以被快速复制。并且公司根据项目的实际使用情况不断优化项目的设计并将其继续标准化，确保设计变动之后能持续在其他项目复制。在高度标准化体系之下，公司形成了“天系”、“玖系”、“江南系”三大产品系列。

公司销售户型以小型和中型为主，产品十分契合珠三角区域在外来人口流入下持续产生的首套及改善性需求。尤其考虑到刚需购房时点刚性，受行业周期扰动较小，公司产品结构也决定了在房地产市场下行周期中，公司销售仍相对更为稳定。

图表 17、公司三大产品系列



资料来源：公司业绩推介材料

图表 18、深圳龙光玖龙台



资料来源：公司官网

图表 19、珠海龙光玖龙玺



资料来源：公司官网

二、经营情况：开发业务高质量增长，城市深耕和区域扩张并重

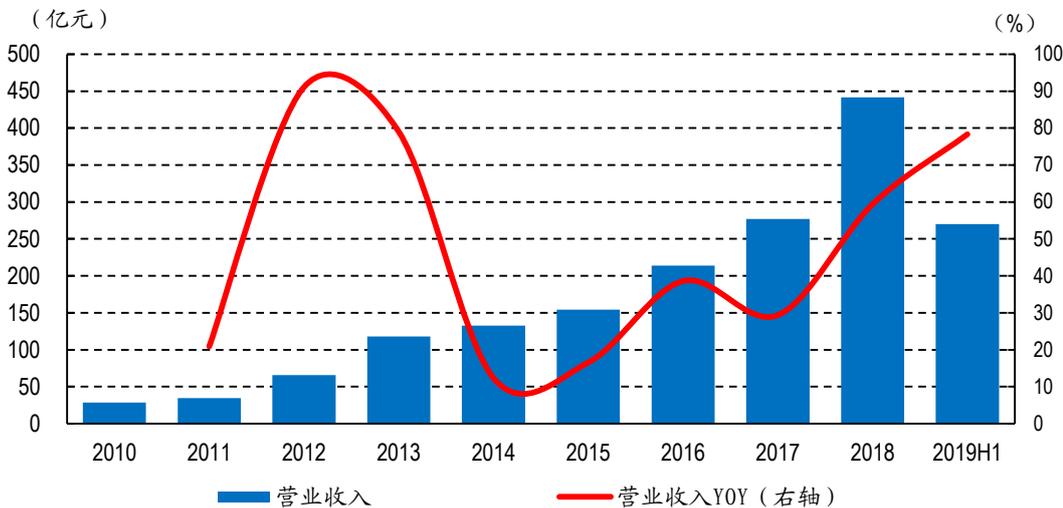
（一）营收情况：8 年营收 CAGR 达 41%，住宅开发为主、多元业务实现快速增长

公司目前形成了以房地产开发与销售业务为核心，以物业租赁业务、建筑及装饰业务和一级土地开发业务为辅的业务构架。2010-2018 年公司营业收入 CAGR 达 40.8%。2018 年公司实现营收 441.4 亿元，同比+78.3%，销售业务、建筑及土地开发业务、租赁业务分别占比 87.9%、11.9%、0.2%。2019H1，公司实现营收 270.2 亿元，同比+78.3%，销售业务、建筑及土地开发业务、租赁业务分别占比 60.0%、39.7%、0.3%。

2010-2018 年公司建筑及土地开发业务营业收入 CAGR41.1%、租赁业务营业收入 CAGR66.0%。2018 年建筑及土地开发实现营收 52.5 亿元，同比+444.4%，租赁物业实现营收 0.8 亿元，同比-0.3%。2019H1，建筑及土地开发实现营收 107.3 亿元，同比+427.4%，租赁物业实现营收 0.7 亿元，同比+54.2%。多元业务中，2019H1 建筑及土地

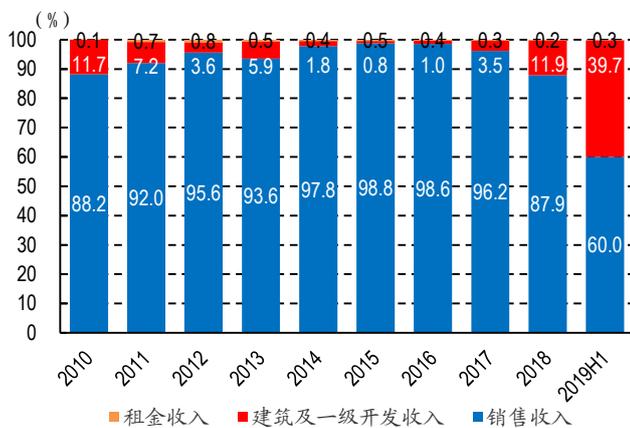
开发业务和租赁业务都实现了跨越式增长。

图表 20、公司营收增速加速上行



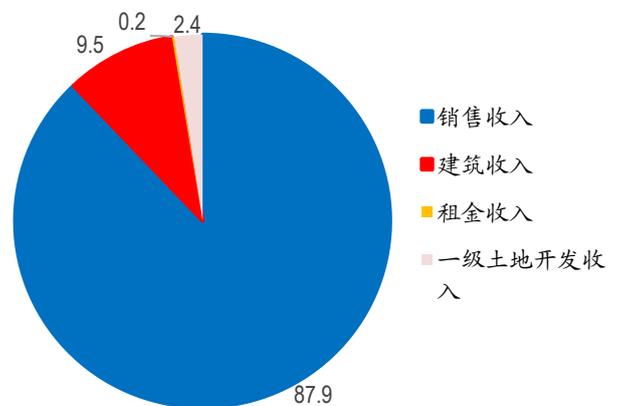
资料来源：公司公告，华创证券

图表 21、房地产开发销售为公司绝对营收主力



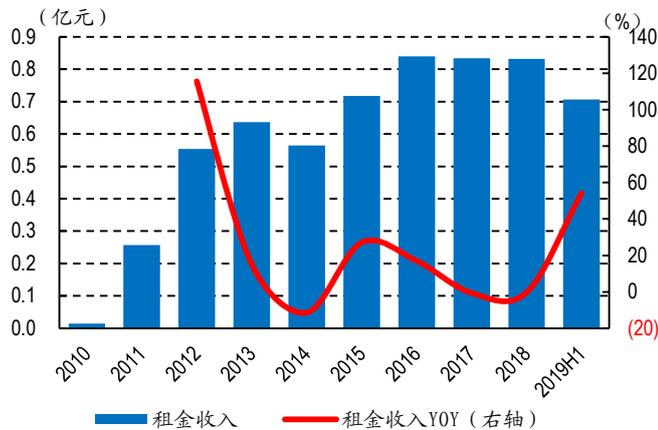
资料来源：公司公告，华创证券

图表 22、2018 年公司销售收入占比 88%



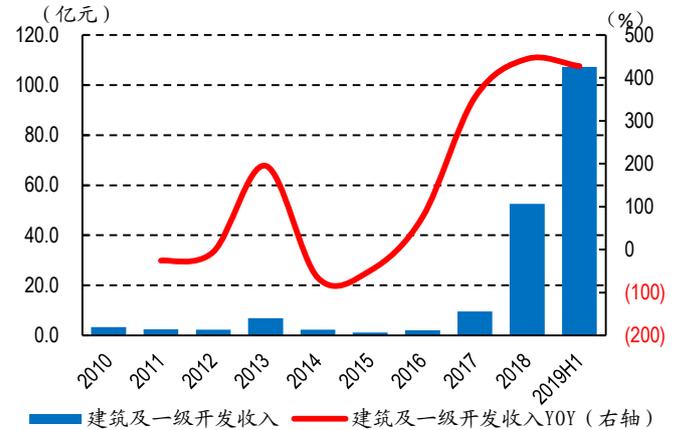
资料来源：公司公告，华创证券

图表 23、公司历年租金收入及同比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 24、公司建筑及一级开发业务收入快速增长



资料来源：公司公告，华创证券

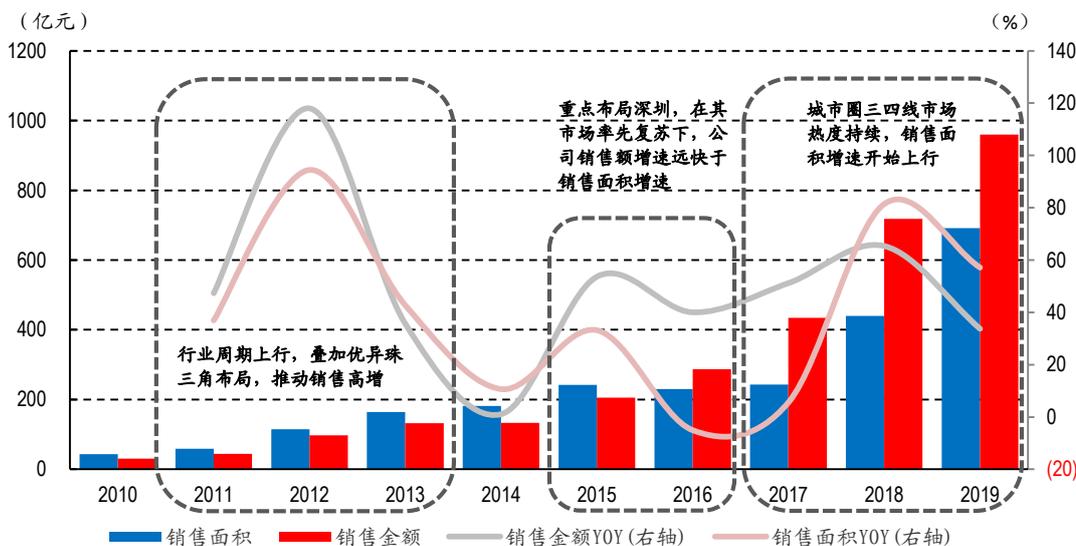
(二) 销售情况：高权益销售增速、高权益债销比，城市深耕效果显著、区域结构更趋平衡

1、历经十年高增长，销售规模近千亿，行业排名快速上升

2019 年，公司实现销售金额 960.0 亿元，同比+33.7%，销售面积 691.5 万方，同比+57.1%，销售金额位于克而瑞行业排名第 35 名，较上年上升 7 位； 2010-2019 年公司销售金额 CAGR 达 46.8%，销售面积 CAGR 达 36.1%。

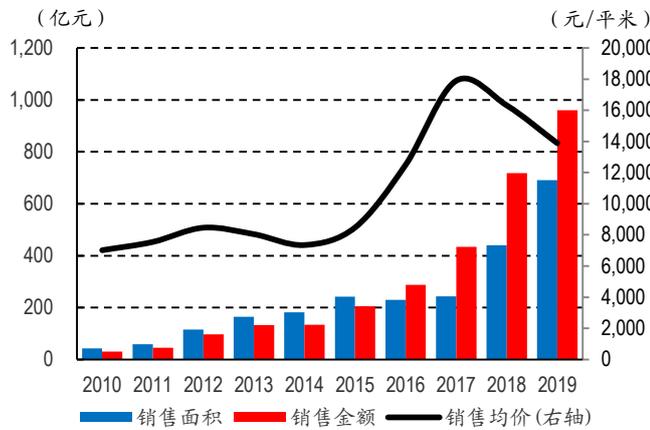
回顾公司发展，其销售飞跃主要经历了三个阶段，即 2011-2013 年在行业上行周期，公司抓住机会，凭借其优异的珠三角布局，推动销售高增；2015-2016 年公司重点布局的深圳市场率先复苏，在深圳市场量价齐升带动下，公司销售增速分别达+53.6%、+40.0%；2017-2019 年受益于城市圈三四线城市市场热度持续，公司销售面积增速快速上行，并带动公司销售金额接近千亿。

图表 25、公司销售飞跃历经三个阶段



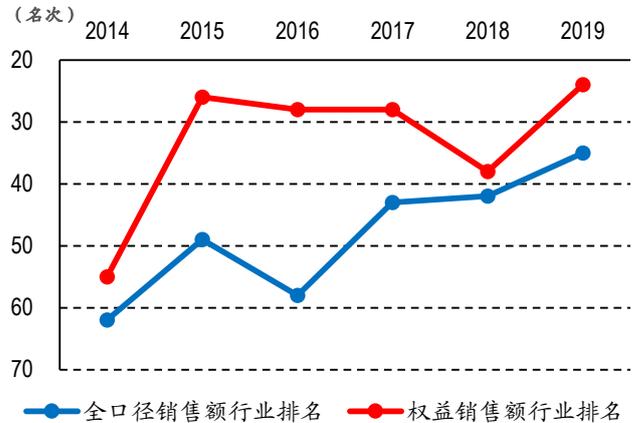
资料来源：公司公告，华创证券

图表 26、18 年销售均价有所下滑



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27、公司全口径/权益销售金额行业排名



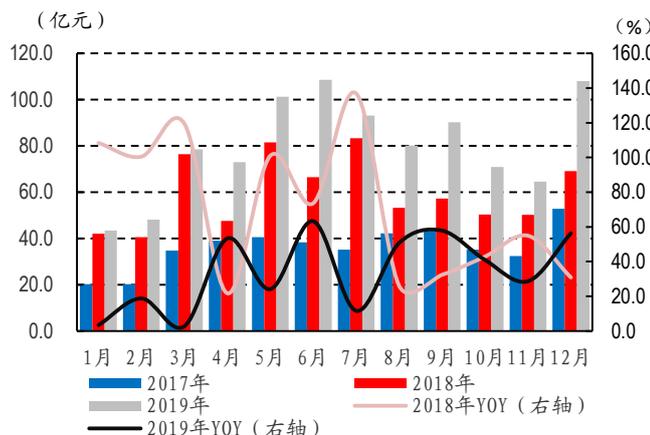
资料来源：克而瑞，华创证券

2、高权益销售增速彰显高质量成长，高权益销债比凸显公司资金使用效率

公司销售数据含金量较高，2019 年公司实现权益销售 915.2 亿元，同比+30.6%，权益销售金额行业排名 24 位，较去年上升 12 位。行业主流房企横向对比，2019 年权益销售金额增速在主流 13 家房企中排名前三；权益销售占比 95.3%，在主流 13 家房企中排名第一，并远高于主流 13 家房企平均 71.5% 的水平。

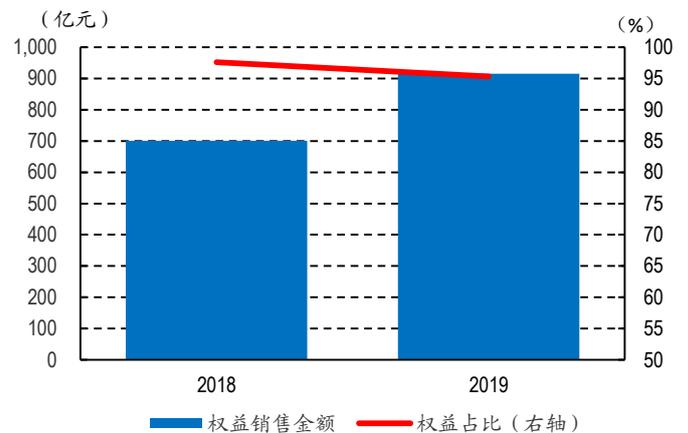
拉长观测时间长度，2017-2019 年公司权益销售金额 CAGR 达 45.9%，大幅高于主流 13 家房企平均权益销售额复合增速 28.6%。无论对比权益销售占比还是权益销售占比增速，均显示出公司销售数据的高质量。

图表 28、公司月度销售金额及同比



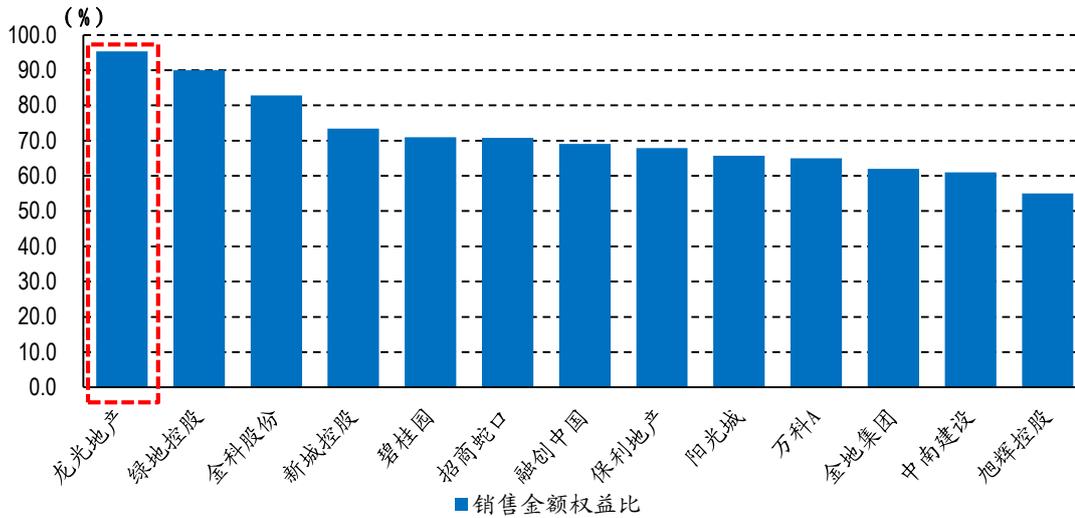
资料来源：公司公告，华创证券

图表 29、公司权益销售金额及权益占比



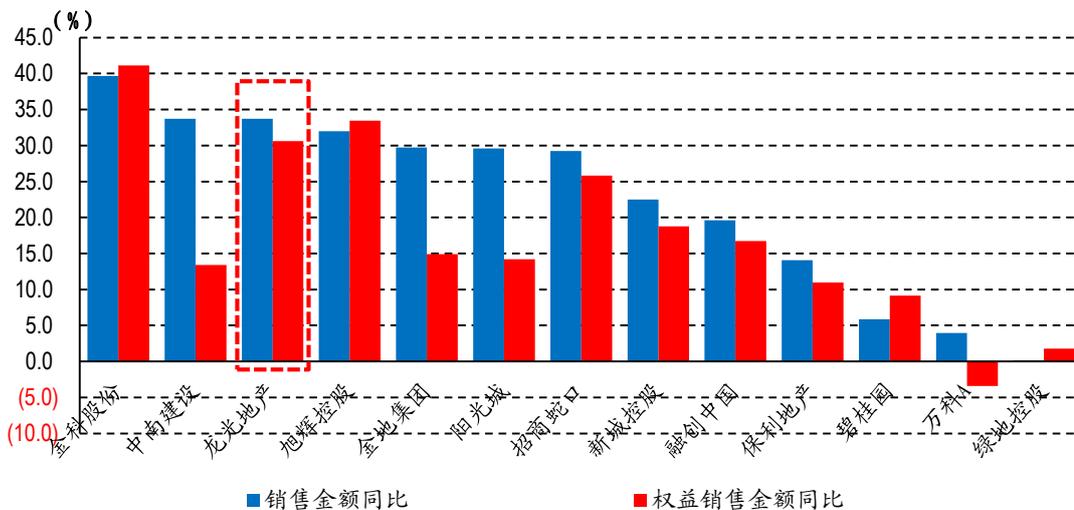
资料来源：公司公告，华创证券

图表 30、2019 年主流房企权益销售占比



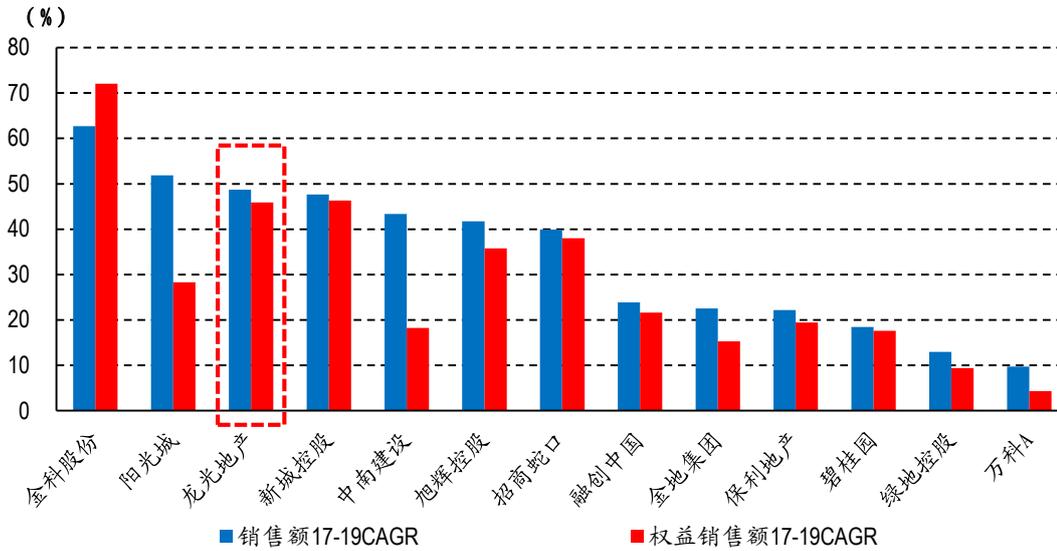
资料来源: 克而瑞, 公司公告, 华创证券

图表 31、2019 年主流房企销售金额同比及权益销售金额同比



资料来源: 克而瑞, 公司公告, 华创证券

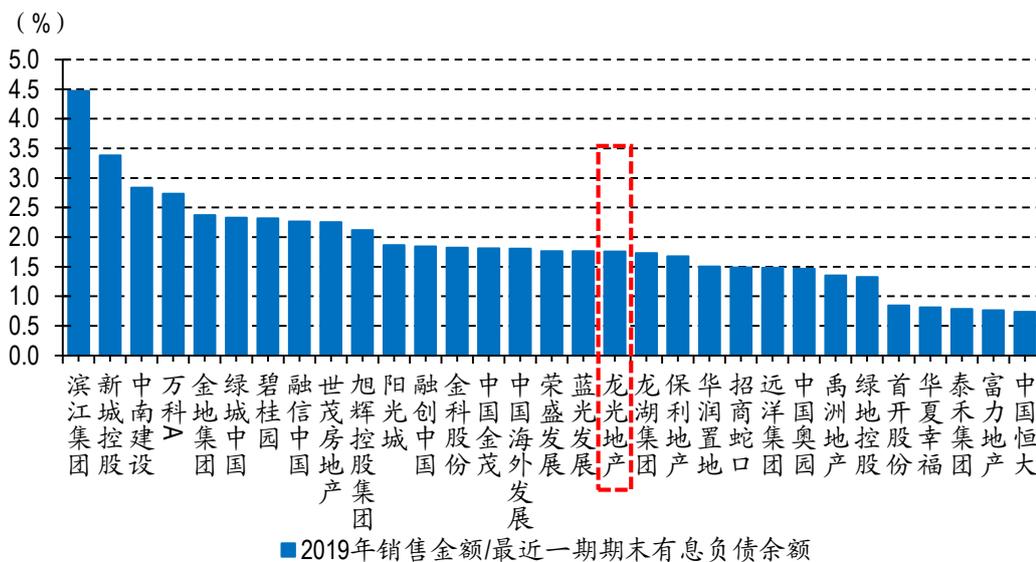
图表 32、主流房企 2017-2019 全口径销售和权益销售金额复合增速



资料来源: 克而瑞, 公司公告, 华创证券

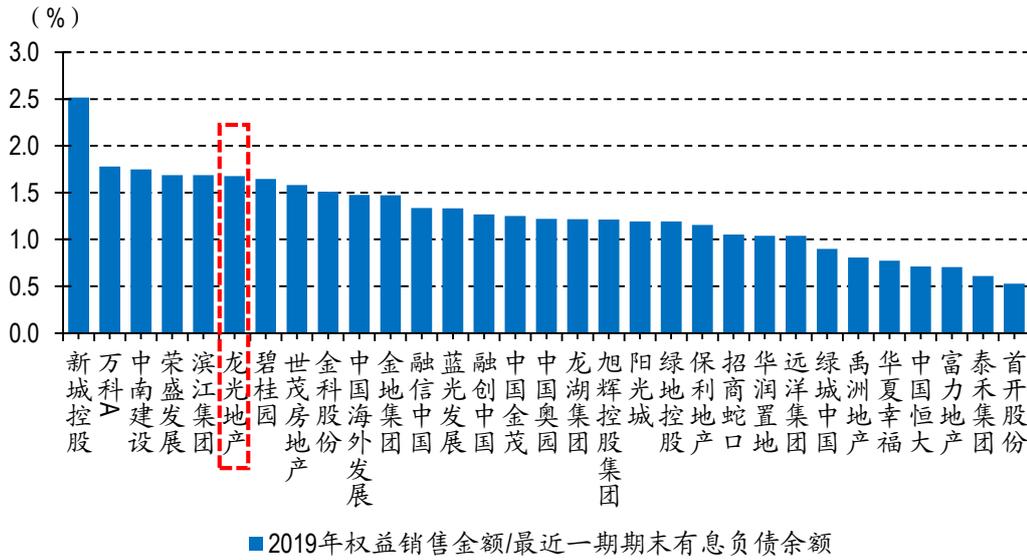
从销债比来看(全口径销售金额/有息负债), 公司的销债比为 1.8 倍, 位于主流 31 家房企中游水平。但由于公司销售权益占比较高, 有息负债实际撬动的销售金额水分较少, 权益销售金额/有息负债为 1.7 倍, 在 31 家主流房企中排名靠前。

图表 33、主流房企销售金额覆盖有息负债倍数情况(销债比)



资料来源: 公司公告, 华创证券

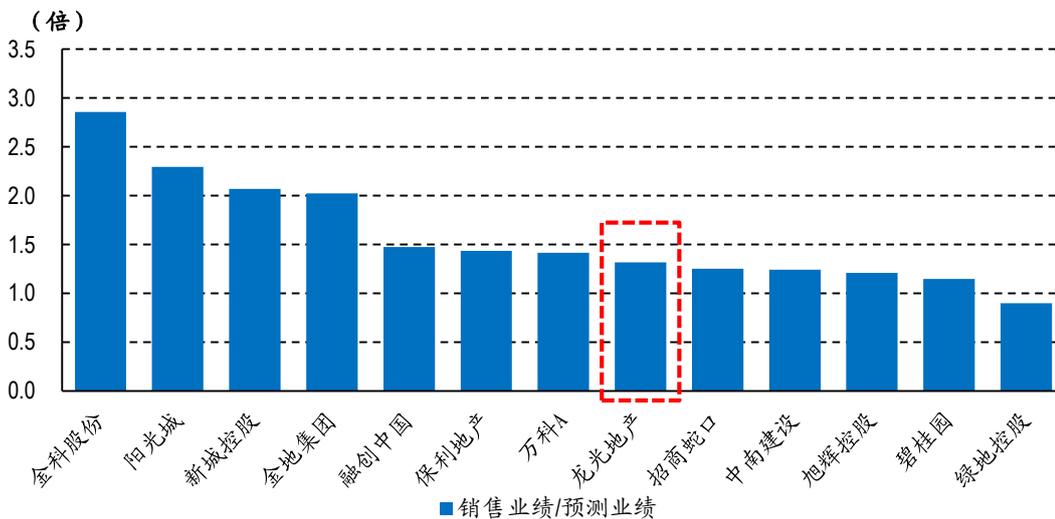
图表 34、主流房企权益销售金额覆盖有息负债倍数情况 (权益销债比)



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 华创证券

按照公司 2018 年并表扣非净利率 15.3%保守估算 (并表扣非净利率=净利润剔除公允价值变动、投资收益后的净利润/营业收入), 公司 2019 年权益销售额为 915 亿元对应的销售净利润则估算为 140 亿元, 可覆盖 2019 年市场一致性预期业绩 106 亿元的 132%, 如果相较于 2019 年预测的权益核心净利润 100 亿元, 覆盖率为 140%。

图表 35、估算主流房企 2019 年预测销售归母净利润/2019 年预测结算归母净利润



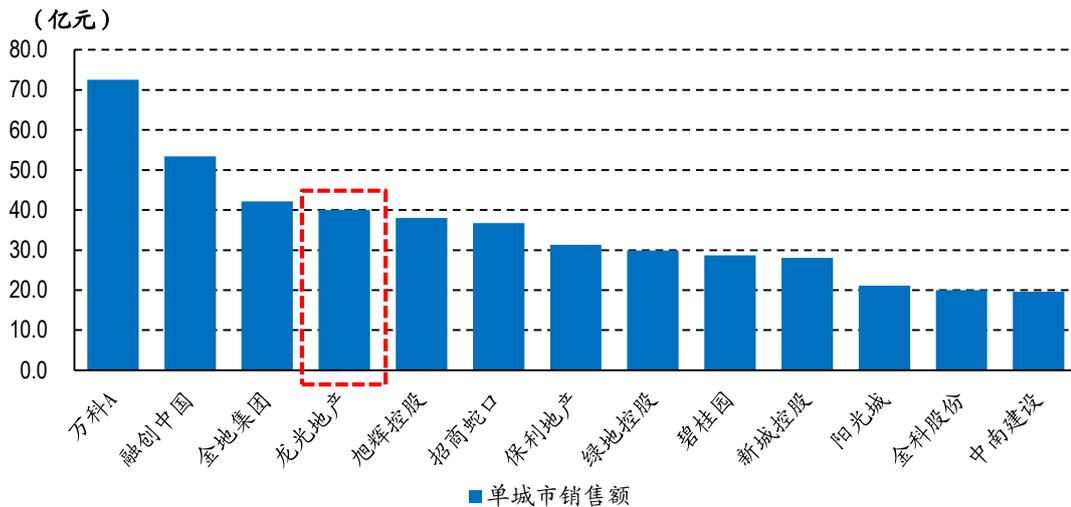
资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 保利地产、绿地控股已公布 2019 年业绩预告, 为实际业绩, 其余房企 2019 年业绩预测为 Wind 一致预期。预测销售归母净利润=2019 年权益销售金额*并表扣非净利率, 其中并表扣非净利率按 2018 年净利润剔除公允价值变动、投资收益后的净利润/营收估算。

3、城市深耕战略效果显著，新布局城市市场排名快速提升

公司一直坚持区域深耕战略，截至 2019 年年末，公司合计布局城市 24 个，单个城市平均销售金额为 40.0 亿元，在主流 12 家房企中排名靠前。考虑到 2017 年以来公司加速扩张，新进城市达 11 个，这部分城市销售贡献能力有限，这意味着公司在传统布局城市的平均销售金额更高。

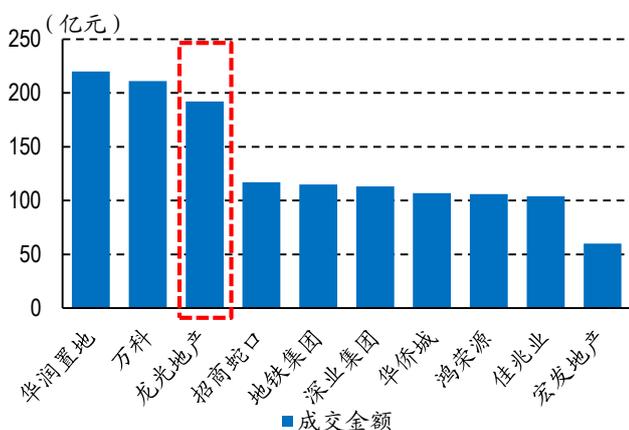
图表 36、2019 年主流房企平均单城市销售金额



资料来源：公司公告，华创证券

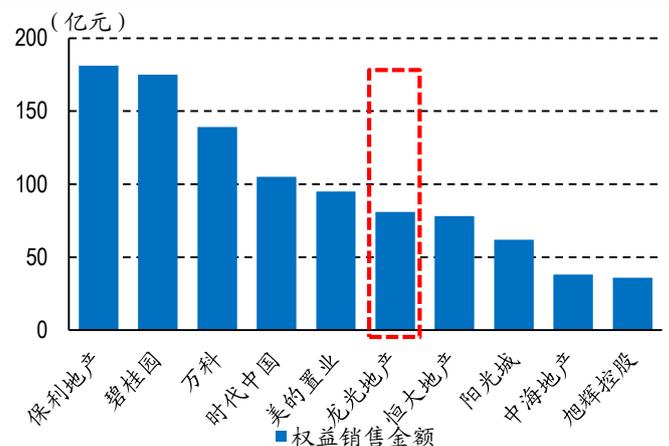
公司坚持城市深耕战略并取得了较好效果，在早期布局的汕头、深圳、佛山、南宁，公司销售排名均位于前列，其中南宁 2018 年权益销售金额排名第一，汕头 2018 年销售面积排名第一，深圳 2018 年成交金额排名第三。此外，近年来公司合理布局扩张和城市深耕并举，2017 年分别进入柳州、肇庆市场，2018 年在这两个城市的成交金额均排名第六，显示出公司在新进入城市同样具备较强深耕能力。

图表 37、2018 年深圳成交金额排名



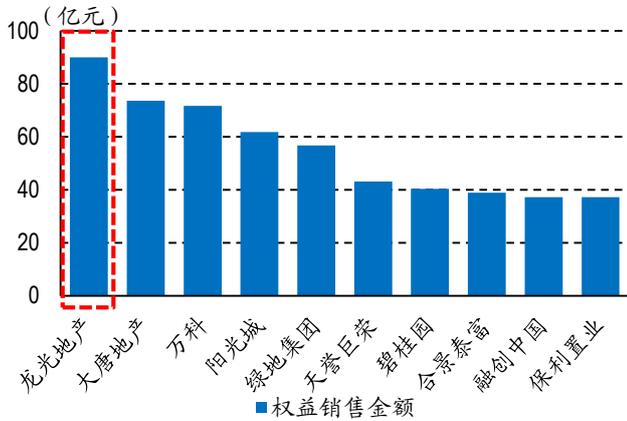
资料来源：房天下，华创证券

图表 38、2019 年佛山权益销售金额排名



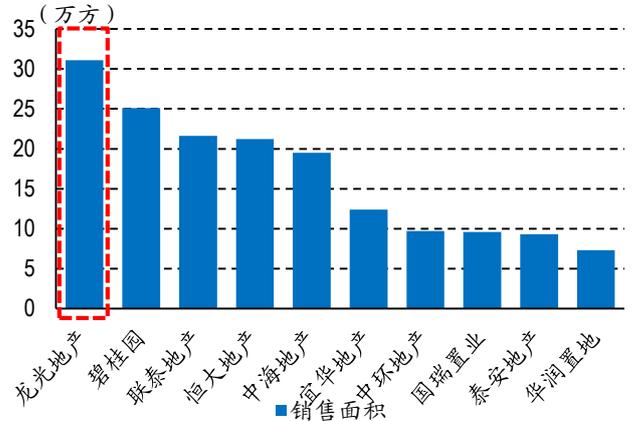
资料来源：房天下，华创证券

图表 39、2018 年南宁权益销售金额排名



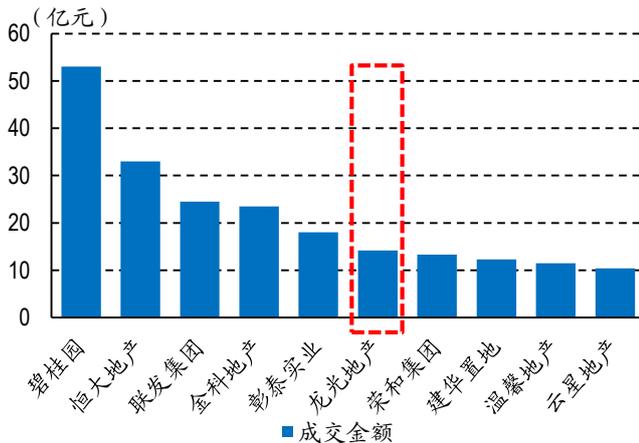
资料来源：房天下，华创证券

图表 40、2018 年汕头销售面积排名



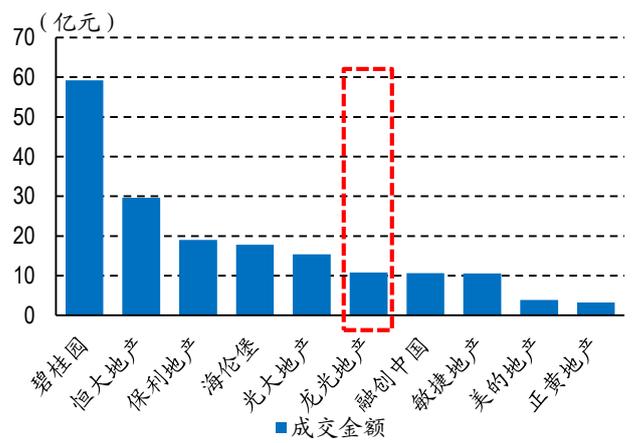
资料来源：房天下，华创证券

图表 41、柳州 2018 年成交金额排名



资料来源：柳房网，华创证券

图表 42、肇庆 2018 年成交金额排名



资料来源：搜狐房产，华创证券

4、对外拓展加速，首次进入长三角，区域销售占比结构更趋均衡

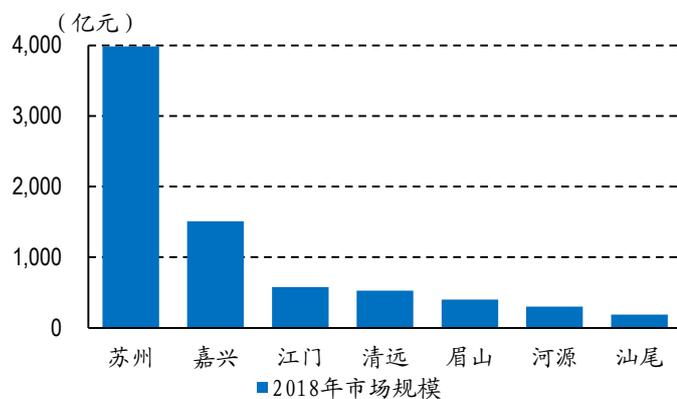
2018 年公司全国化布局加速，2018-2019 年新进汕尾、河源、清远、眉山、江门、嘉兴、苏州，上述 7 城均位于城市圈区域，2018 年市场规模合计 7,483 亿元。保守假设公司在上述市场能做到市占率排名第六（公司在之前新进市场柳州、肇庆两年内做到市场排名第六），对应销售金额可达 205 亿元，如果能做到市场排名第三，对应销售金额可达 294 亿元，在存量市场零增长情况下，对应销售金额分别为 1,165 亿、1,254 亿，分别较 2019 年+21.4%、30.6%。

图表 43、公司 2018-2019 年新进入城市均位于城市圈



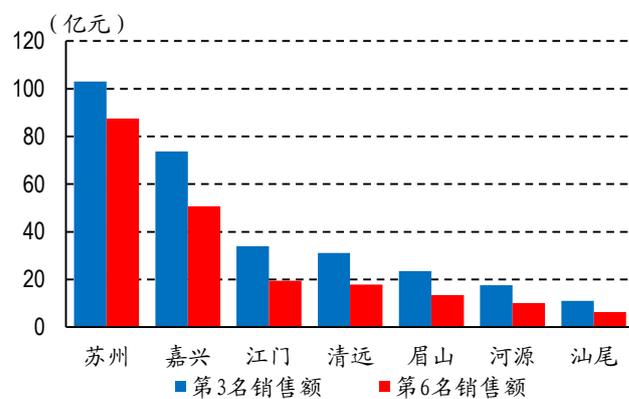
资料来源：公司公告，华创证券

图表 44、公司 18-19 年新进入城市市场规模



资料来源：政府统计公报，华创证券

图表 45、公司新进入城市第三、第六名销售金额

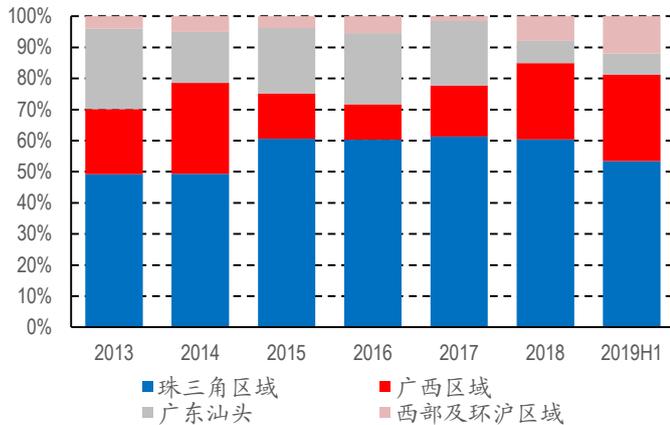


资料来源：克而瑞，明观地产，华创证券

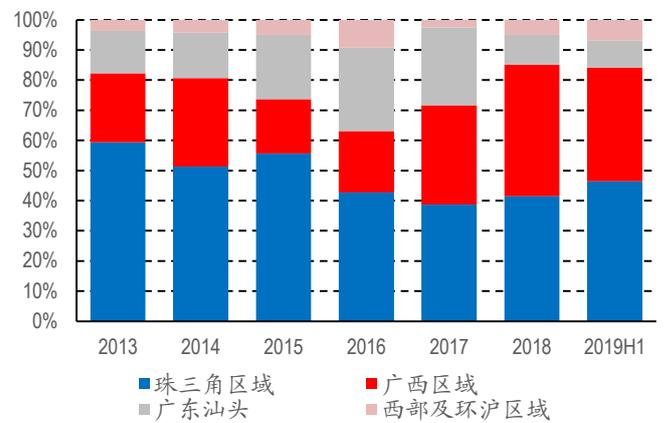
注：假设江门、清远、河源、汕尾第三名、第六名市占率分别为 5.9%、3.4%，等于珠三角城市佛山、肇庆、汕头的平均市占率。

值得注意的是，2018 年系公司首次布局长三角市场，分别在苏州、嘉兴新增 1 幅、7 幅地块，公司做深嘉兴市场意图明显，同时公司引入华东市场经验丰富的前融信中国执行总裁吴剑，助力公司在长三角区域战略扩张。鉴于之前的异地深耕策略效果显著并且前瞻人事布局，预计公司在长三角市场的市场份额将进一步扩大。

从销售结构来看，伴随公司拿地环沪及西部区域扩张，公司珠三角区域销售金额占比从 2017 年的 61.3% 降至 2019H1 的 53.4%，广西及长三角区域从 2017 年的 35.5% 升至 2019H1 的 44.6%。

图表 46、公司历年销售金额各区域占比


资料来源：公司公告，华创证券

图表 47、公司历年销售面积各区域占比


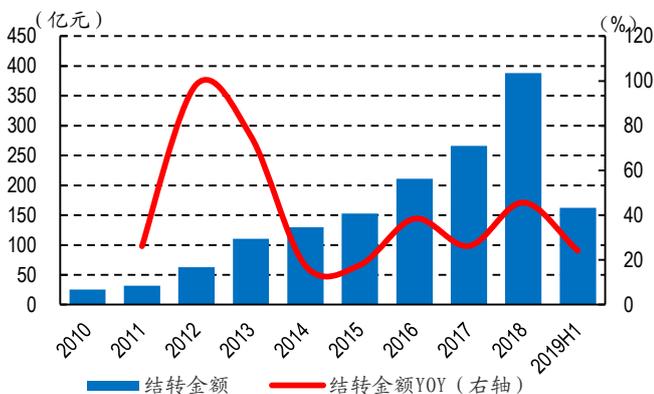
资料来源：公司公告，华创证券

(三) 结转情况：8 年结算金额 CAGR 达 41%，预收款虽较低，但存货周转率较高

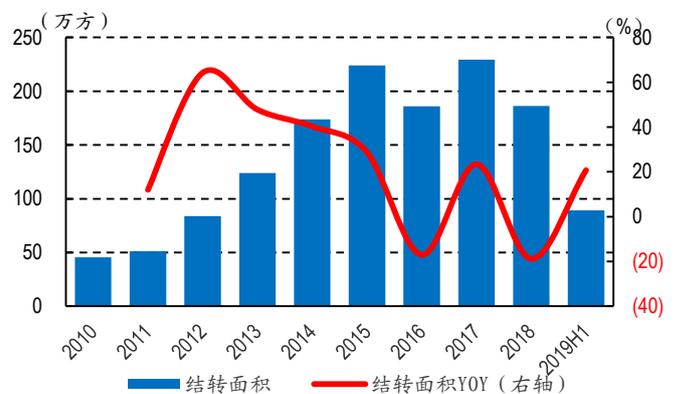
公司销售高增带动结转同步高增，2010-2018 年公司结转金额 CAGR 为 40.8%，结转面积 CAGR 为 19.2%。由于公司项目集中分布在预售条件较高的珠三角区域，销售基本在当年或下一年结转，导致公司历年结转增速略滞后于销售增速 1 年。但考虑到公司在预售条件相对更低的西部及环沪区域销售占比提升，未来公司结转节奏或将放缓。

截至 2019H1 末，公司预收账款为 201.4 亿元，同比-28.7%，覆盖 2018 年营收 45.6%，较 2018 年年末+7.6pct，公司预收款对营收的覆盖仍显不足。预收账款下行一方面意味着公司已售未结转规模下行，但也意味着公司的存货周转率提升，2018 年公司存货周转率 62.7%，同比+16.5pct，并且在主流 31 家房企中表现最好。

区域结构来看，2018 年深圳结转面积高增带动结算均价快速上行。考虑到 2018 年深圳及大湾区销售金额占比仍高，预计 2019 年珠三角结转金额占比仍保持在较高水平。

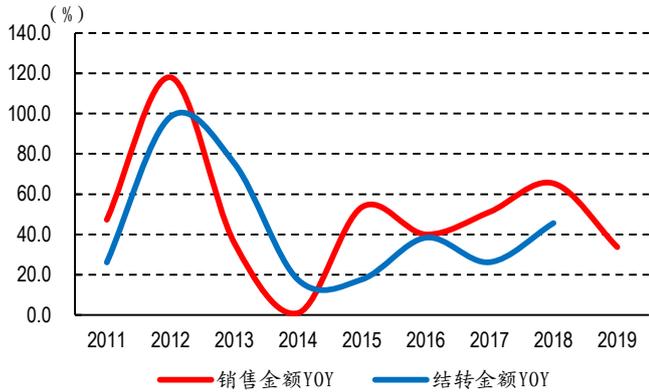
图表 48、公司历年结转金额及同比


资料来源：公司公告，华创证券

图表 49、公司历年结转面积及同比


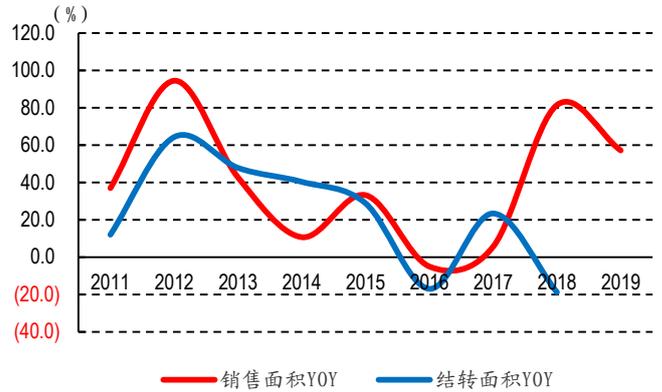
资料来源：公司公告，华创证券

图表 50、公司销售增速连续 4 年高于结转增速



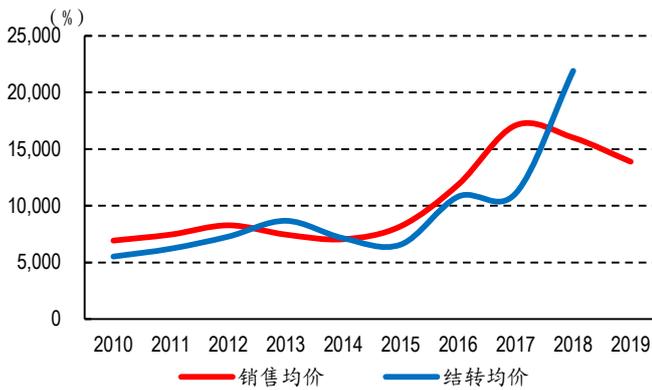
资料来源：公司公告，华创证券

图表 51、18 年公司销售面积增速大幅高于结转增速



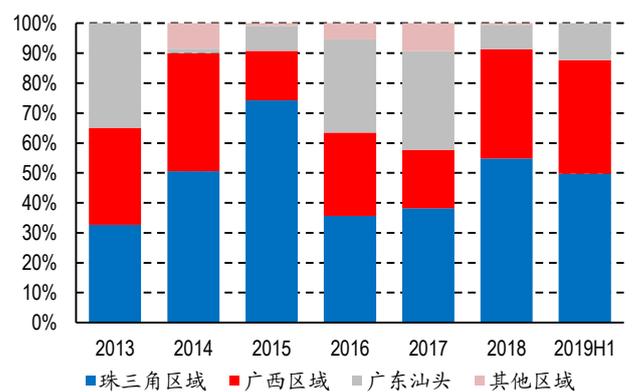
资料来源：公司公告，华创证券

图表 52、18 年结转均价快速上行



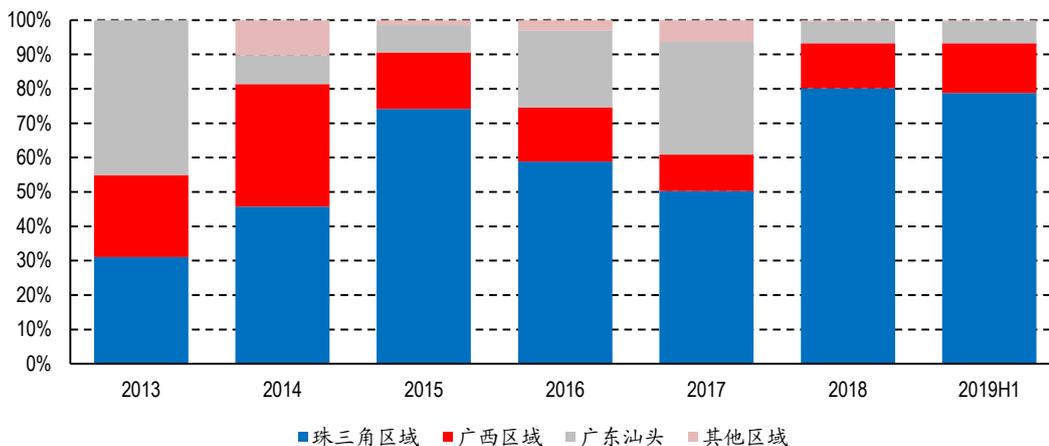
资料来源：公司公告，华创证券

图表 53、公司历年结算面积分区域占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 54、公司历年结算金额分区域占比



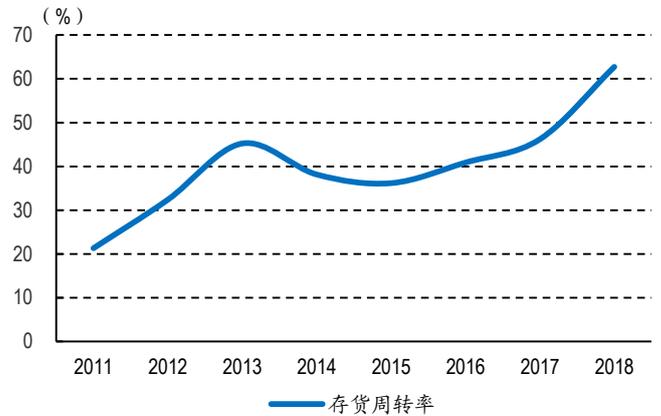
资料来源：公司公告，华创证券

图表 55、公司预收账款及同比增速



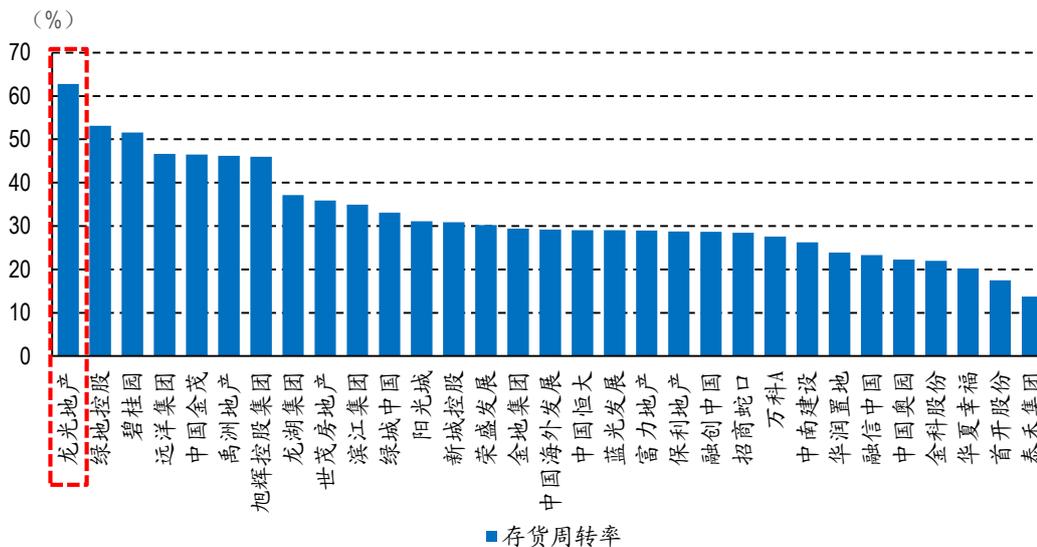
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 56、公司历年存货周转率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 57、主流 31 家房企存货周转率横向对比



资料来源: wind, 华创证券

三、土储情况: 大湾区龙头、土储质优量足, 积极逆周期扩张、旧改拿地能力凸显

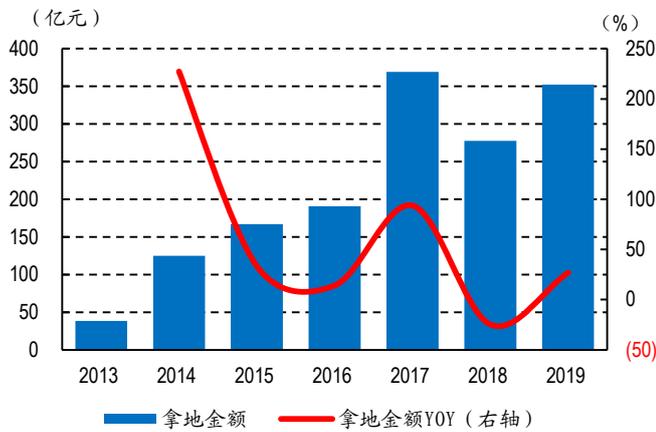
(一) 拿地情况: 积极逆周期扩张, 聚焦一二线及轨交沿线, 旧改拿地能力凸显

1、拿地积极扩张, 成本控制得当

2019年, 公司招拍挂市场拿地金额 352.4 亿元, 同比+26.9%, 拿地面积 649.3 万方, 同比-11.7%, 拿地均价 5,427.4 元/平方米, 同比+43.6%。2017-2019 年, 公司招拍挂市场拿地金额占比销售金额分别为 85.0%、38.7%、36.7%, 同期 20 家主流房企平均 80.7%、42.1%、37.9%, 公司拿地力度和主流 20 家房企基本相当。考虑到公司除了公开市场招

拍挂拿地之外还通过非市场化的旧改模式拿地，公司实际拿地力度强于主流 20 家房企平均水平。

图表 58、公司历年拿地金额及同比



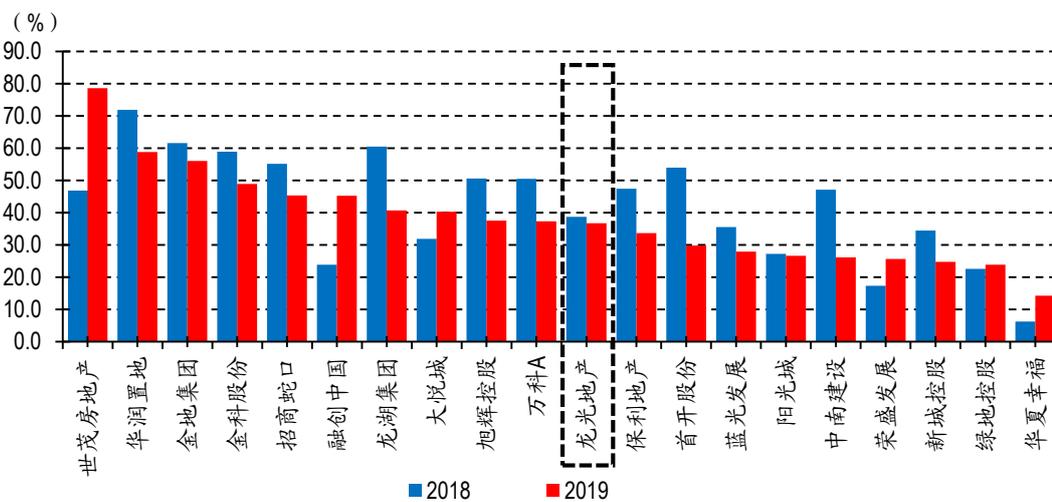
资料来源：公司公告，华创证券

图表 59、公司历年拿地面积及同比



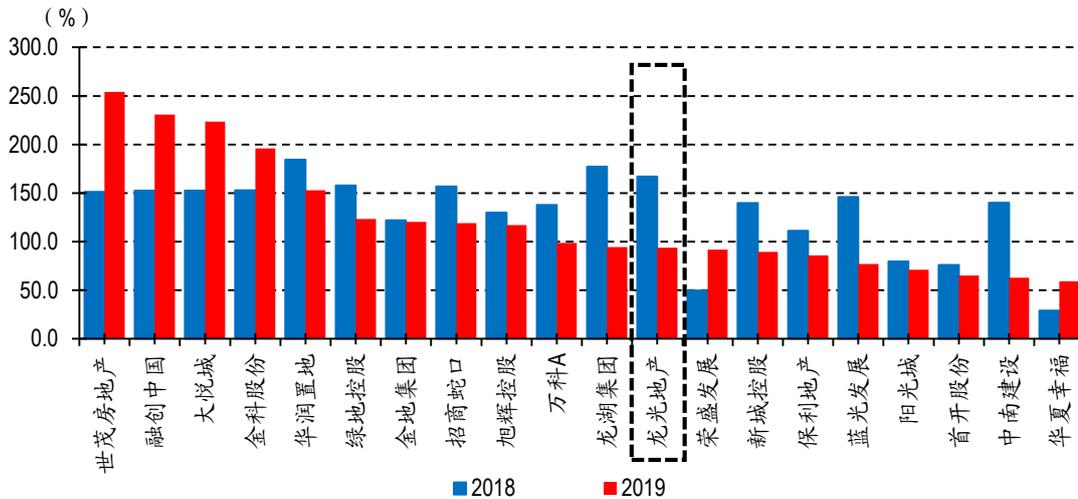
资料来源：公司公告，华创证券

图表 60、主流 20 家房企拿地金额占比销售金额



资料来源：公司公告，华创证券

图表 61、主流 20 家房企拿地金额占比销售金额

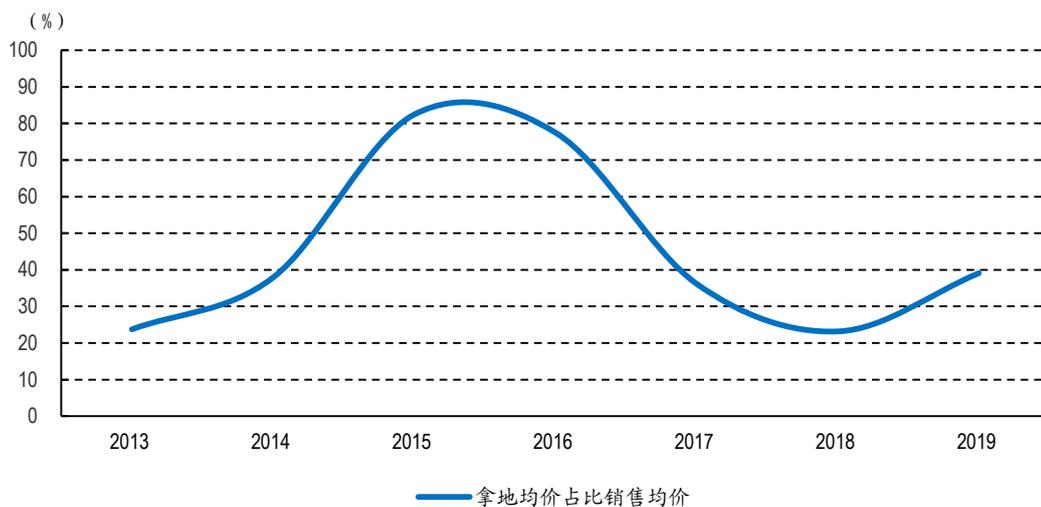


资料来源：公司公告，华创证券

成本方面，公司 2014-2016 年在深圳先后三次拿下总价“地王”项目，2016 年拿地均价占比销售均价达 77.5%，在市场造成了地王的误解，但实际上公司拿地楼面地价并不高，处于合理水平，并且 2017 年起充分享受了深圳房价上涨红利，深圳项目毛利率高达 40%，充分证明公司优秀的投资拿地能力。

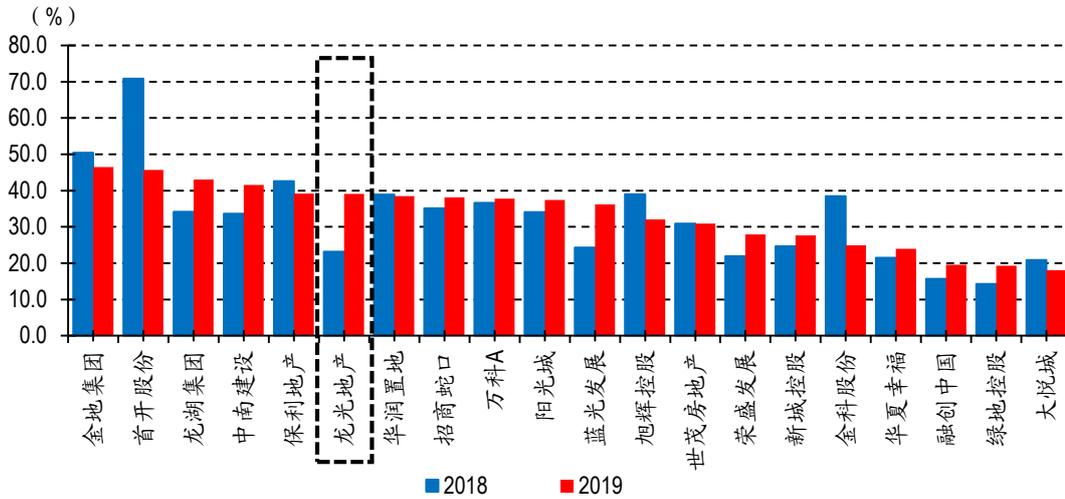
近三年来公司拿地成本趋势性下行，2017-2019 年公司拿地均价占比销售均价分别为 36.2%、23.2%、39.1% (2019 年拿地均价为招拍挂口径，数值有所偏大，加上城市更新项目拿地，土储成本会明显降低)，同期 20 家主流房企平均 43.0%、32.6%、33.4%，除 2019 年公司在加大一二线城市拿地背景下拿地均价比销售均价高于 20 家主流房企平均，2017-2018 年均明显低于主流 20 家房企。另外，公司新进长三角市场整体拿地溢价率仅 9.0%，也显现出公司成本控制能力有很大改善。

图表 62、公司拿地均价占比销售均价趋势性回落



资料来源：公司公告，华创证券

图表 63、主流 20 家房企拿地均价占比销售均价



资料来源：公司公告，华创证券

图表 64、公司长三角市场的拿地项目溢价率普遍较低

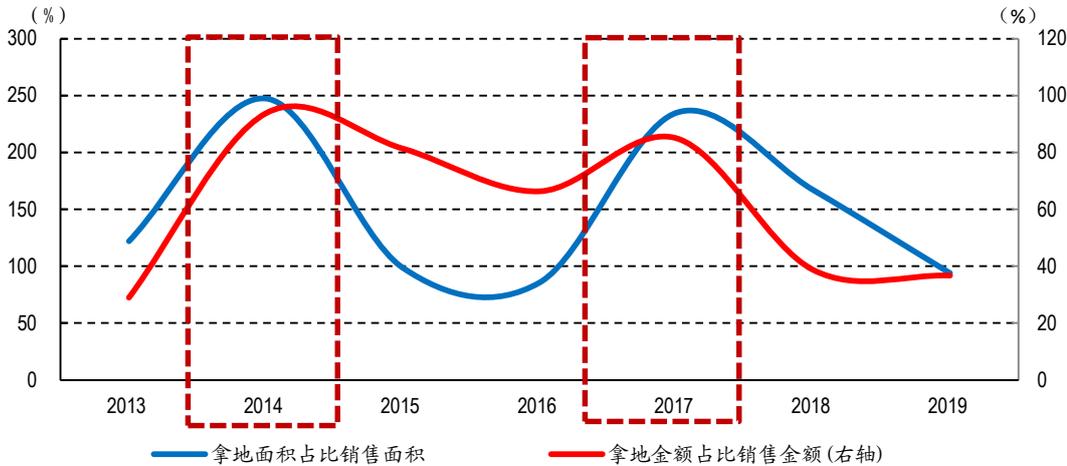
时间	城市	项目名称	权益占比	占地面积 (平方米)	总建筑面积 (平方米)	起拍价 (百万)	拿地价 (百万)	溢价率 (%)	楼面均价 (元/平)
2018-5-30	嘉兴	罗星街道	100	20,553	52,620	327	364	11.4	6,913
2018-06-05	苏州	吴江汾湖高新区	50	33,578	66,988	425	450	5.9	6,711
2018-7-2	嘉兴	嘉善 28 亩项目	100	18,632	48,707	182	270	48.0	5,543
2019-4-26	嘉兴	西塘镇翠南村	100	40,003	88,161	419	515	22.9	5,844
2019-6-18	嘉兴	嘉善县惠民街道	100	34,271	111,753	600	607	1.2	5,431
2019-7-26	嘉兴	嘉善县西塘镇	100	62,084	91,226	579	579	0.0	6,347
2019-12-20	嘉兴	魏塘街道	100	54,348	165,338	877	963	9.8	5,821
2019-12-20	嘉兴	罗星街道	100	62,017	178,750	954	1,009	5.7	5,645
合计				325,485	803,543	4,363	4,756	9.0	5,919

资料来源：土拍网，观点地产网，华创证券

2、历来投资判断精准，拿地逆周期特色鲜明

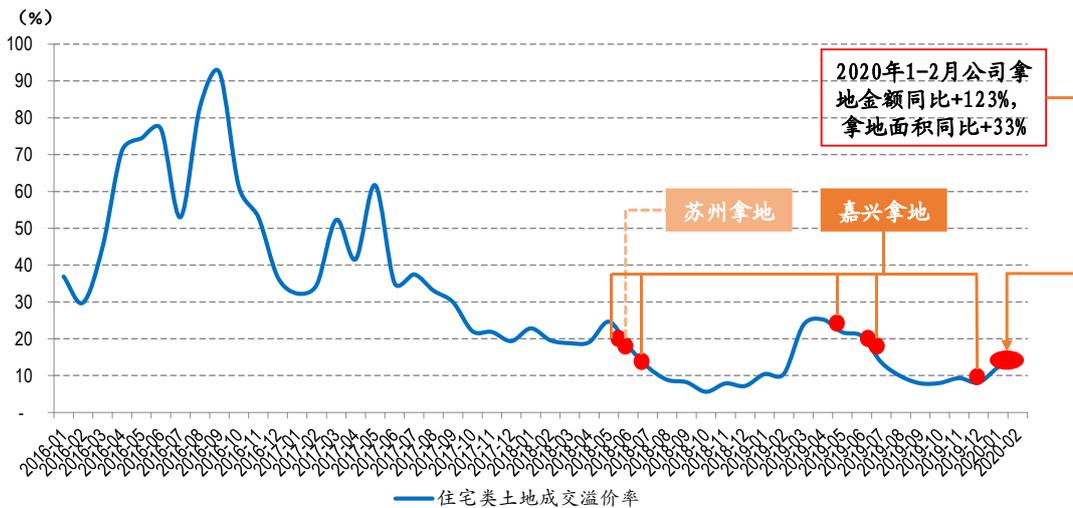
公司拿地在快速扩张时同时注重逆周期策略，2014 年在房地产市场下行周期中，公司逆势拿地，当年拿地金额占比销售金额达 93.8%，拿地面积占比销售面积达 247.4%，均创公司上市以来新高；在 2016 年市场最热时，公司拿地力度阶段性回落；受 2016 年全国重点城市政策收紧影响，土地市场从当年 9 月高点迅速下行，公司再次利用 2017 年市场下行窗口期逆势扩张，拿地金额占比销售金额达 85.0%，拿地面积占比销售面积达 234.9%。

图表 65、公司逆周期拿地特色鲜明



资料来源：公司公告，华创证券

图表 66、公司在土地市场下行周期加大拿地力度



资料来源：和讯网、新地产、东方财富网，招拍挂网，华创证券

受新冠肺炎疫情影响，2020年1-2月房地产市场成交大幅下滑，土地流拍率创阶段性新高，政府供给端支持政策频出。公司再次利用宝贵的市场窗口期，逆周期加大拿地力度，1-2月公司合计权益拿地金额82.6亿元，同比+122.6%，对应新增权益面积129.5万方，同比+33.1%；拿地金额占比销售金额94.6%，公司逆周期拿地特色鲜明。

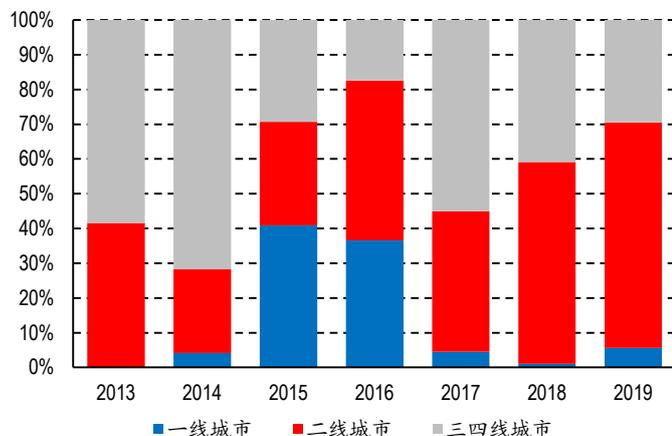
图表 67、公司 2020 年 1-2 月新增拿地

时间	城市	占地面积 (万方)	建筑面积 (万方)	土地成本 (亿元)	土地均价 (元/平米)	权益建面 (万方)	类型	溢价率
2020-1-15	南宁	2.85	7.13	6.83	9,586	7.13	商住	50.0%
2020-1-15	南宁	3.80	9.50	7.52	7,916	9.50	商住	47.0%
2020-1-20	苏州	3.18	8.90	10.85	12,186	8.90	住宅	3.43%
2020-1-21	惠州	5.64	15.80	5.20	3,291	15.80	商住	0.0%
2020-2-10	广州	2.43	6.81	10.00	14,680	6.81	居住	0.0%
2020-2-24	佛山	2.31	5.78	8.83	15,290	5.78	住宅兼商业	27.5%
2020-2-26	南宁	1.35	3.38	1.68	4,983	3.38	商住	58.7%
2020-2-26	南宁	3.40	11.90	5.89	4,950	11.90	商住	65.0%
2020-2-26	南宁	4.31	12.93	6.40	4,950	12.93	商住	65.0%
2020-2-26	南宁	4.91	14.73	7.30	4,956	14.73	商住	65.0%
2020-2-26	南宁	2.56	8.96	4.44	4,955	8.96	商住	65.0%
2020-2-26	南宁	4.97	19.88	6.42	3,229	19.88	商业	13.6%
2020-2-26	南宁	0.95	3.80	1.28	3,368	3.80	商业	13.0%
2020	合计	42.7	129.5	82.6	6,382	129.5		

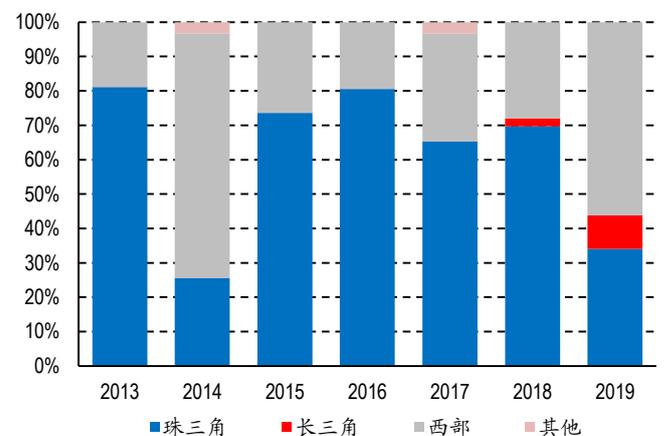
资料来源：和讯网、新地产、东方财富网，招拍挂网，华创证券

3、拿地聚焦一二线、区域结构优化，项目小盘化有利周转提升

分城市能级来看，公司 2017-2019 年一二线城市拿地面积占比分别为 45.0%、59.1%、70.5%，一二线城市拿地力度持续加大，有利于保持后续销售增长稳定。分区域看，公司传统深耕的珠三角地区拿地占比趋势性下降，而西部区域和长三角拿地占比明显提升，显示出公司对外拓张态度，并且多区域均衡布局更有利于公司销售对抗市场波动。

图表 68、公司新增用地按城市能级分布


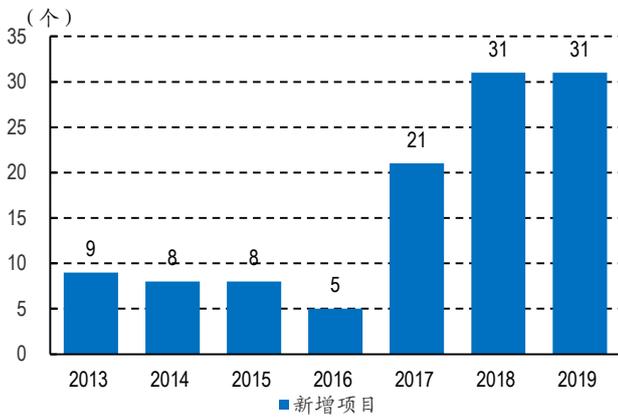
资料来源：公司公告，华创证券

图表 69、公司新增用地按区域分布


资料来源：公司公告，华创证券

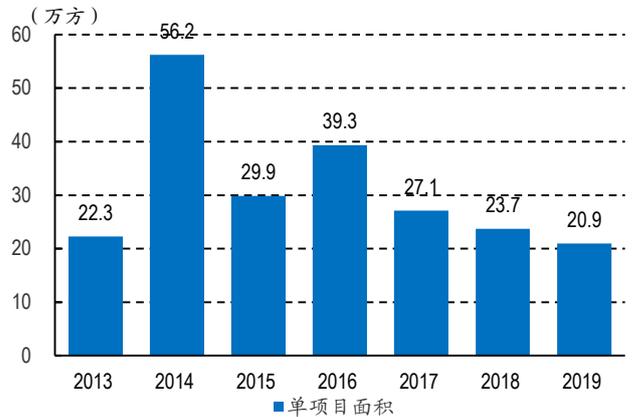
拿地结构方面，近年来公司拿地趋于小盘化。2014 年公司单项目平均面积为 56.2 万方，2019 年单项目平均面积降至 20.9 万方，较之前高点下降 62.8%，公司项目小盘化有利于之后公司周转效率提升。

图表 70、公司历年新增项目数量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 71、单项目面积持续下降有利周转提升

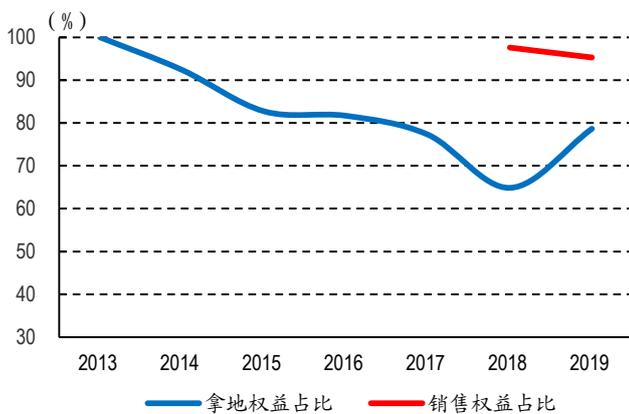


资料来源：公司公告，华创证券

4、拿地权益占比回升至 79%，在行业中处于较高水平

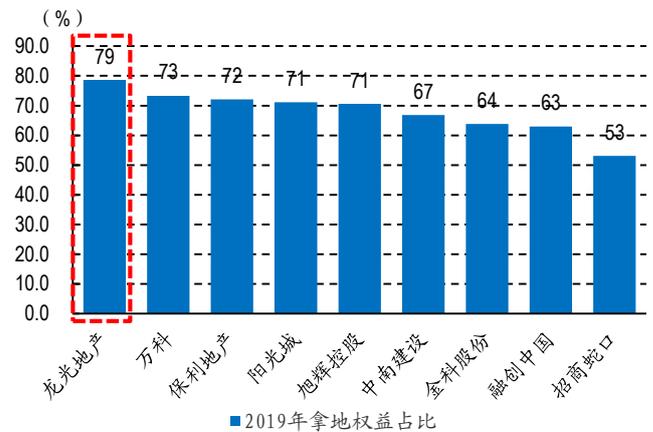
权益占比方面，公司招拍挂拿地建面权益占比虽自 2013 年以来有所回落，但整体仍处于高位，并且 2019 年拿地权益占比 78.7%，较去年+13.8pct。横向对比行业主流房企，公司 2019 年拿地权益占比也处于较高水平。公司拿地权益占比下降将带动后续销售权益占比下降，但考虑到公司拿地权益占比整体处于高位，并且 2019 年权益占比明显回升，预计后续销售权益占比虽有下降，但降幅仍属可控。

图表 72、2019 年公司拿地建面权益占比有所回升



资料来源：公司公告，华创证券

图表 73、主流房企 2019 年拿地权益占比横向对比



资料来源：公司公告，华创证券

5、17 年开始加速对外扩张，布局重心仍聚焦于城市圈

城市布局方面，截至 2016 年公司合计布局城市 13 个，2017 年开始公司城市拓展开始加速，2017-2019 年合计新进入城市 11 个，几乎在 2016 年布局城市基础上翻番。截至 2019 年末，公司合计布局城市 24 个。在新进入的城市中，肇庆、汕尾、河源、清远、江门 5 城位于珠三角区域，眉山位于成渝城市圈、嘉兴、苏州 2 城位于长三角，公司扩张战略下布局仍坚持以产业结构优异、人口持续流入的城市圈区域为主。

图表 74、2017 年开始公司对外拓展明显加速



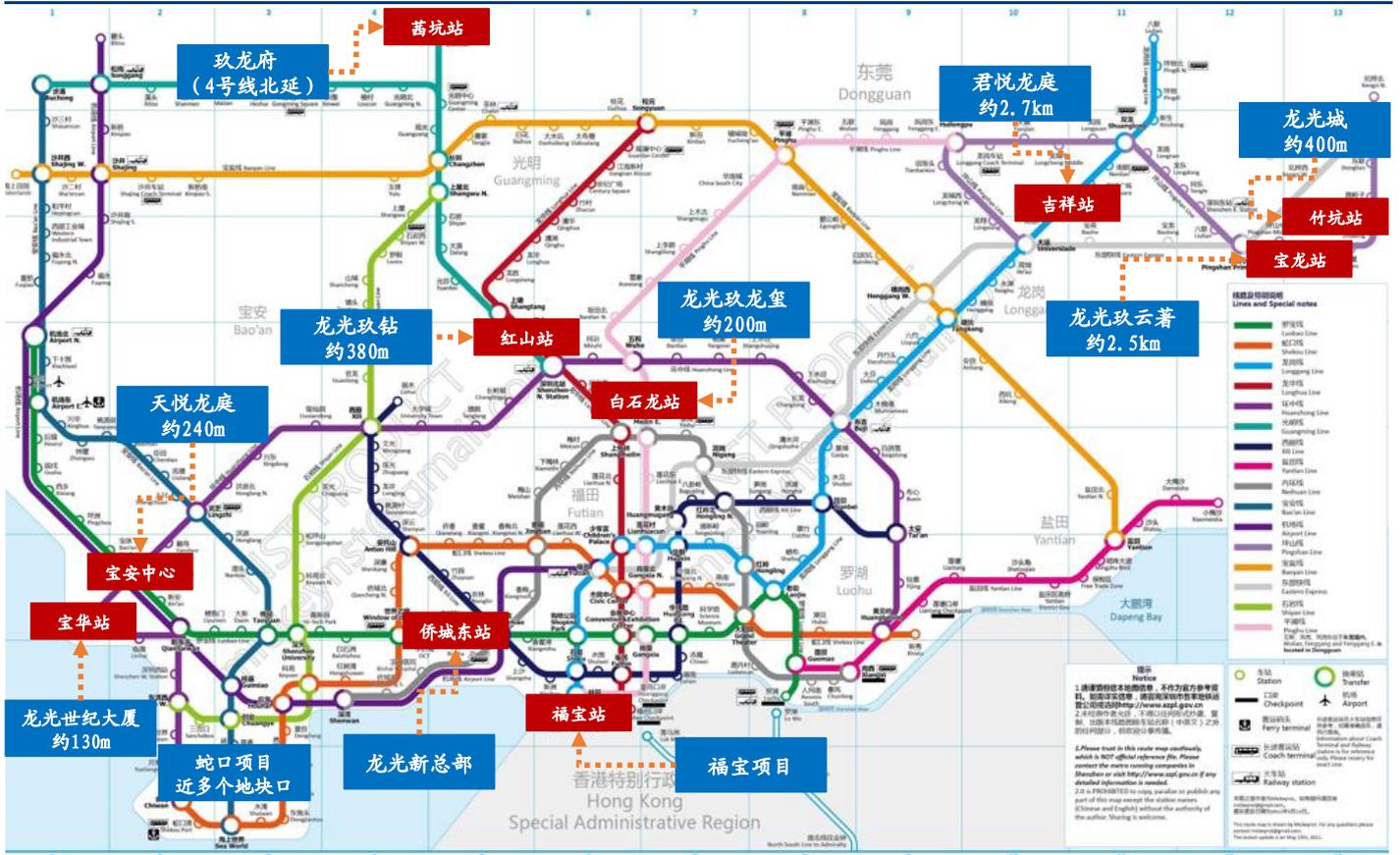
资料来源：公司公告，华创证券

6、坚持沿轨交沿线布局，充分保障销售去化

公司于 2014 年房地产市场下行时，在战略规划中首次强调，未来项目布局将重点关注城市轨道交通、城际轨道站台等交通节点，之后公司一直坚持该布局策略。到目前为止，在其布局的有轨道交通的城市，比如深圳、佛山、南宁等，项目均位于轨道交通沿线或者上盖，并贴近乘车站点。即便在暂时还没有地铁线路的珠海，公司比如玖龙湾项目距离火车站珠海站距离不超 1 公里。

考虑到公司产品以小型和中型户型为主，购房客户以中产阶级占比较高，这也意味着其通勤需求普遍较高，项目沿轨交布局和公司产品属性较为契合。公司项目“轨交+刚需/刚改”组合特点将有效保障后续的销售去化稳定，从而也保障了项目在对抗市场下行风险时的销售韧性。

图表 75、公司深圳项目基本沿轨交站布局



资料来源：公司业绩推介材料，华创证券

图表 76、公司佛山项目基本沿轨交站布局



资料来源：搜房网，华创证券

图表 77、公司南宁项目基本沿轨交站布局



资料来源：搜房网，华创证券

图表 78、珠海玖龙湾项目距离珠海站距离不超 1km



资料来源：搜房网，华创证券

7、非市场化拿地能力凸显，低成本旧改项目保障利润率

公司非市场化拿地能力主要通过城市更新模式实现。公司董事长纪海鹏系潮汕人，在广东潮汕圈中人脉深厚，之前凭借汕头城中村改造项目“金禧花园绿色小区”树立了标杆。由于珠三角区域潮汕籍企业众多，在城市边界扩张下，存在大量旧工厂地块改造升级需求，董事长纪海鹏凭借其潮汕背景和深厚人脉，占据信息渠道和项目沟通优势，在旧工厂资源承接上有得天独厚优势。公司旧改项目中旧工厂地块占比近 60%，相对于旧小区改造，旧工厂项目开发周期更短，平均来看，公司旧改项目运转周期大多在 2-5 年。

相对于旧村改造，旧工厂由于其不存在安置问题，改造速度较快，并且成本较低。公司 2018-2019 年位于珠海、佛山、深圳、惠州的 4 个孵化中城市更新项目，其平均地价房价比为 26.5%，对应估算平均毛利率高达 35.8%。目前深圳、惠州旧工厂项目不需要通过先收储后招拍挂环节，而是完成一级土地整备后直接进入二级土地开发销售，意味着公司在深圳和惠州的城市更新项目效率及盈利性更具优势。由于旧改项目成本较低，对于公司来说，旧改项目更多承担保利润率的功能。而公司的招拍挂拿地，对于公司来说更多是提供销售规模的支撑。

图表 79、2018-2019 年公司孵化中的城市更新项目货值达 885 亿元

孵化时间	项目名称	拿地时间	项目类型	占地面积 (万方)	建面 (万方)	地价 (亿元)	均价 (元/平)	货值 (亿元)
2018 年	珠海玖龙汇	2016Q3	商业办公	4.9	33	15	4,702	80
2018 年	佛山禅城绿岛湖	2017Q1	商住	8.2	71	32.6	6,620	100
2019 年	深圳侨城东项目	2017Q4	商业办公	3.8	26			308
2019 年	深圳蛇口自贸区项目	2016Q2	商业办公	1.6	16			124
2019 年	惠州大亚湾项目	2017Q1	商住	31.3	180			273

资料来源：公司公告，华创证券

图表 80、公司 2018-2019 年部分孵化中城市更新项目毛利率水平估算

孵化时间	项目名称	项目类型	楼面价 (元/平)	建安成本 (元/平)	成本 (元/平)	营业税 (元/平)	土增税 (元/平)	利息成本 (元/平)	地价/房价比 (%)	毛利率 (%)
2018 年	珠海玖龙汇	商业办公	4,702	3,000	7,702	1,375	5,348	556	18.8	40.1
2018 年	佛山禅城绿岛湖	商住	6,620	3,000	9,620	1,210	2,844	710	30.1	34.6
2019 年	深圳侨城东项目	商业办公	38,352	4,000	42,352	6,875	23,620	3,308	30.7	39.1
2019 年	惠州大亚湾项目	商住	8,333		8,961	935	1,459	627		29.5
平均									26.5	35.8

资料来源：搜房网，观点地产网，搜狐惠州，公司公告，华创证券

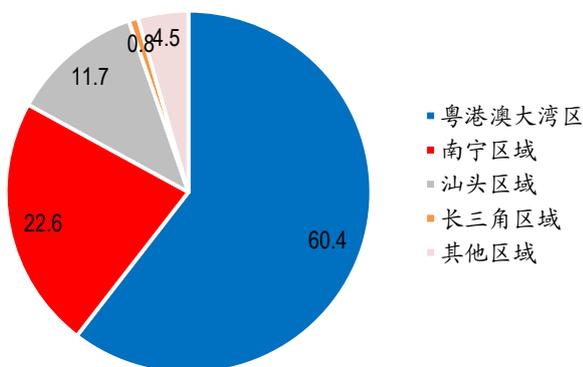
(二) 土储分布：公司土储质优量足，大湾区货值占比超 70%，尽享湾区发展红利

1、目前土储资源充裕，19H1 末未结货值 4,270 亿元、覆盖 19 年销售 4.4 倍

截至 2019H1 末，公司合计拥有未结转土地储备建面 3,592 万方（不含旧改），可覆盖 2019 年销售面积 5.2 倍；对应货值 4,270 亿元，可覆盖 2019 年销售金额 4.4 倍。横向对比行业主流 8 家房企，公司土地储备对 2018 年销售面积覆盖率 8.2 倍，远高于主流 8 家房企的覆盖率平均值 3.7 倍，充裕土地资源不仅保障公司后续销售持续高增，而且给予了公司更大的拿地回旋空间。

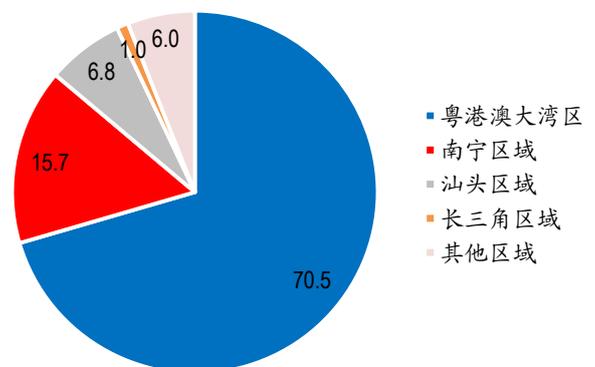
土储结构上看，公司在粤港澳大湾区拥有土储建面 2,170 万方，占比土地储备 60.4%，对应货值 3,009 亿元，占比储货值 70.5%，其中在深圳拥有土地储备 190 万方，对应货值 870 亿元，货值占比大湾区货值的 38.9%，并占比公司土储货值的 20.4%。公司土储集中分布于大湾区，并且深圳货值占比较高显示出公司极高的土储含金量。

图表 81、公司土储分区域占比



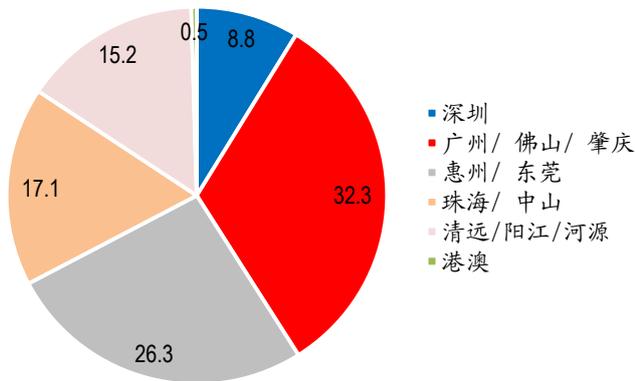
资料来源：公司公告，华创证券

图表 82、公司货值分区域占比



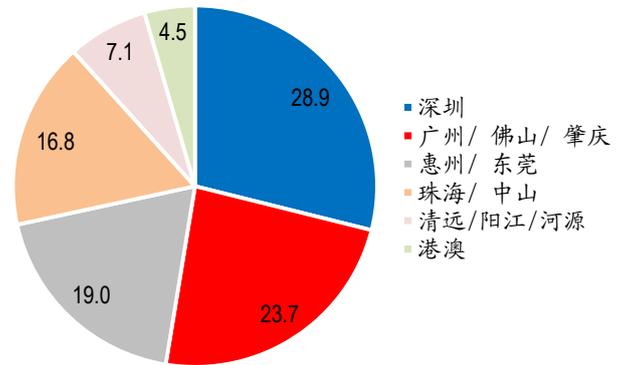
资料来源：公司公告，华创证券

图表 83、公司粤港澳大湾区内土储分城市占比



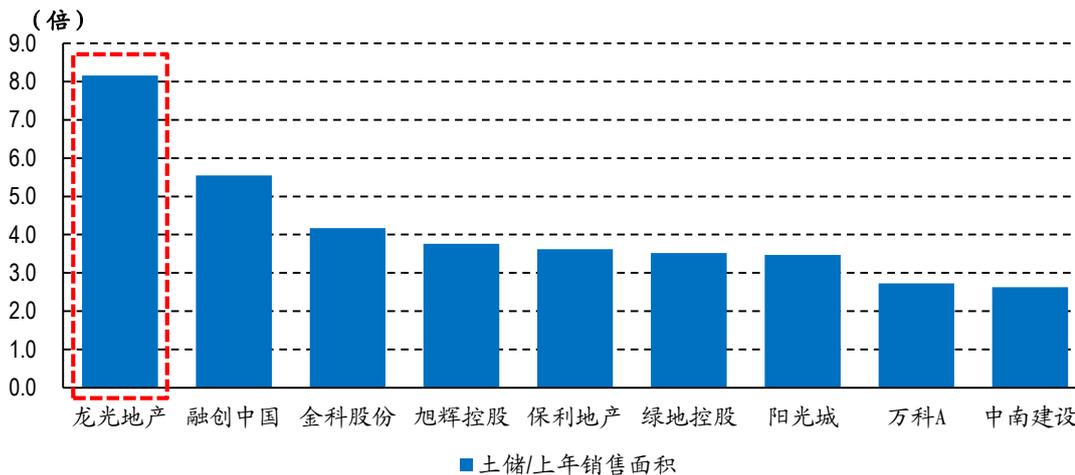
资料来源：公司公告，华创证券

图表 84、公司粤港澳大湾区内货值分城市占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 85、公司招拍挂土地储备对上年销售面积覆盖率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 86、公司土储及货值按区域分布

区域	土储面积 (万方)	土储面积占比 (%)	货值 (亿元)	货值占比 (%)	预计售价 (元/平米)
深圳	190	5.3	870	20.4	45,789
惠州/东莞	570	15.9	572	13.4	10,035
广州/佛山/肇庆	700	19.5	712	16.7	10,171
珠海/中山	370	10.3	505	11.8	13,649
清远/阳江/河源	330	9.2	215	5.0	6,515
港澳	10	0.3	135	3.2	135,000
粤港澳大湾区小计	2,170	60.4	3,009	70.5	13,866
南宁区域	810	22.6	671	15.7	8,284

区域	土储面积 (万方)	土储面积占比 (%)	货值 (亿元)	货值占比 (%)	预计售价 (元/平米)
汕头区域	420	11.7	291	6.8	6,929
长三角区域	30	0.8	44	1.0	14,667
其他区域	160	4.5	255	6.0	15,938
合计	3,590	100.0	4,270	100.0	11,894

资料来源：公司公告，华创证券

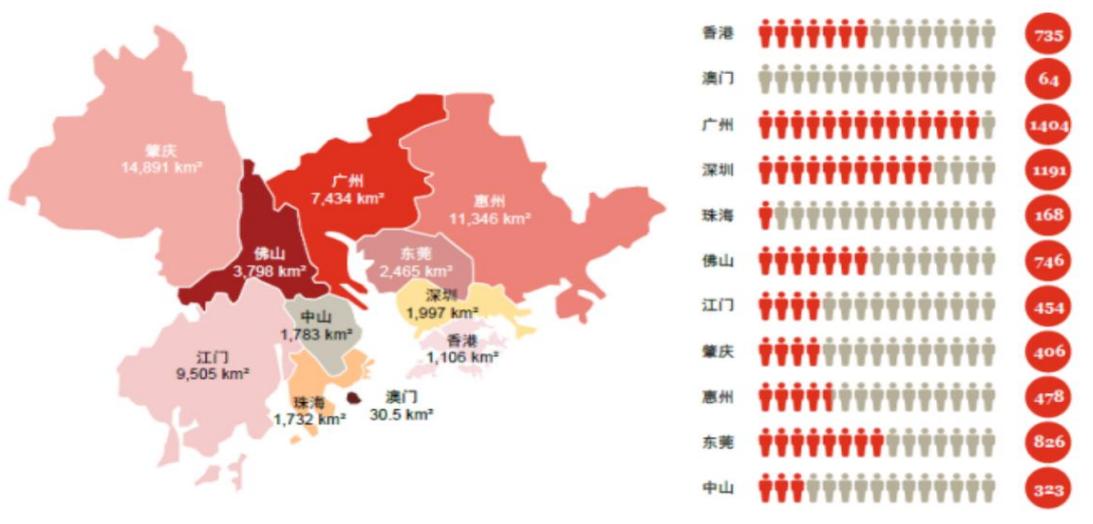
2、土储中大湾区货值占比达 71%，当属湾区龙头之一，受益于大湾区发展红利

2019 年 2 月，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，为粤港澳大湾区当前和今后的合作发展方向做出纲领性指引。粤港澳大湾区发展规划为习近平总书记亲自谋划、亲自部署、亲自推动的国家战略，未来将把粤港澳大湾区打造成继纽约湾区、旧金山湾区和东京湾区之后又一世界级城市群。

粤港澳大湾区包括香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市（珠三角九市），总面积 5.6 万平方公里，2017 年末总人口约 7,000 万人，占比全国总人口 5%，贡献 GDP7.6 万亿，占比全国 GDP 总量超 9%，是我国经济活力最强的区域之一，在国家发展大局中具有重要战略地位。大湾区发展规划出台后，后续将在创新环境、基建交通、产业体系、金融服务、人才引入等方面做进一步的优化提升，全方位提升大湾区的综合实力，并带动珠三角经济圈的产业、人口持续流入，由此未来将对珠三角地区房地产市场提供强大的需求支撑，进一步提升城市圈地产价值。

公司目前土储建面中，大湾区土储面积为 2,170 万方、占比 60.4%，对应货值为 3,009 亿元、占比 70.5%。并且行业横向对比，公司大湾区土储占比在珠三角主流房企中也处于最高水平。考虑到大湾区规划出台后，将带动其综合实力进一步提升，从而促进产业、人口持续流入，进而形成对大湾区内房地产市场强支撑。公司坐拥大湾区丰富土储，未来将直接受益于大湾区发展红利，未来土储价值具有较大升值空间。

图表 87、粤港澳大湾区 9+2 城市面积与人口规模



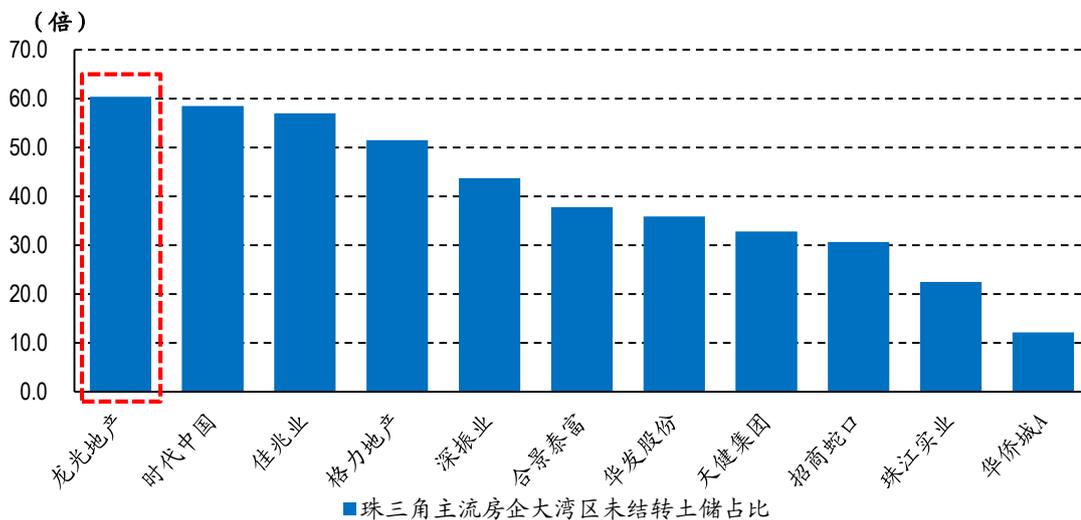
资料来源：普华永道，华创证券

图表 88、公司粤港澳地区项目分布及货值分布 (现有土储口径)



资料来源: 公司官网, 华创证券

图表 89、珠三角主流房企粤港澳大湾区土储占比



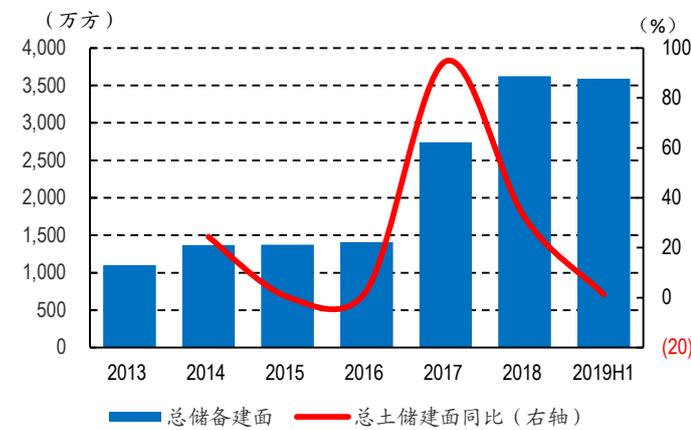
资料来源: 公司公告, 华创证券

3、公司土储成本低廉、地价占房价比仅 31%，保障后续毛利率稳定于较高水平

截至 2019H1 末，公司土储对应的平均楼面价 4,304 元/平米，同比+9.2%，按 2019 年销售均价 13,886 元/平米计算，占比销售均价 31.0%，较上年+6.6pct，虽同比有所上升，但仍处于行业较低水平。考虑到公司后备土储体量较

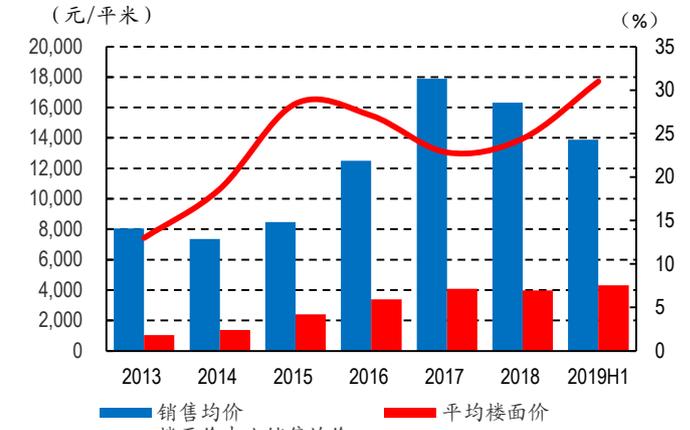
大，并且整体成本相对较低，保障公司后续毛利率稳定。

图表 90、公司历年招拍挂总土储及同比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 91、公司总土储楼面价占比销售均价

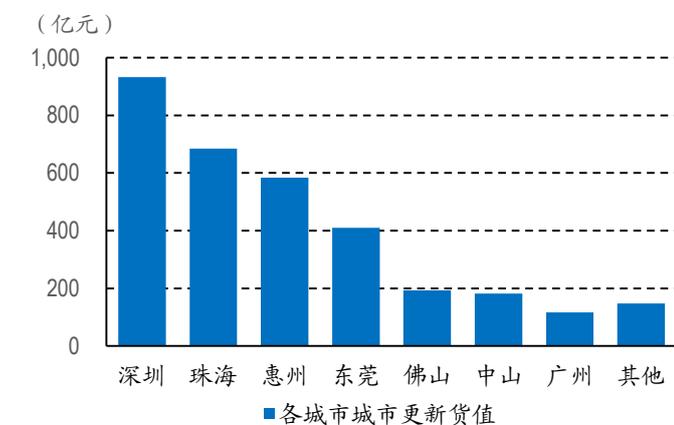


资料来源：公司公告，华创证券

4、旧改潜在土储货值 3,250 亿元、覆盖 19 年销售 3.4 倍，其中大湾区占比高达 80%

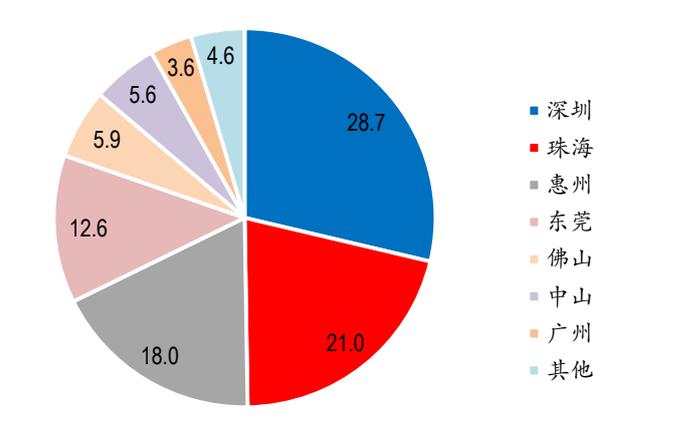
公司除了通过市场化招拍挂拿地以外，还有相当部分土地资源通过非市场化的旧改方式获得。到目前为止，公司城市更新项目布局的城市数量为 10 个，储备项目达 62 个，可转化土地储备建面约 1,879 万方，对应未结转货值 3,250 亿元，可覆盖公司 2019 年销售金额 960.2 亿元的 3.4 倍，其中 2,600 亿元货值位于深圳、惠州、东莞、珠海大湾区重要城市，对应大湾区货值占比高达 80%。公司 2018-2019 年在孵化中的城市更新项目有 5 个，建面合计 326.0 万方，对应货值达 885 亿元。

图表 92、公司在各城市旧改项目未结转货值



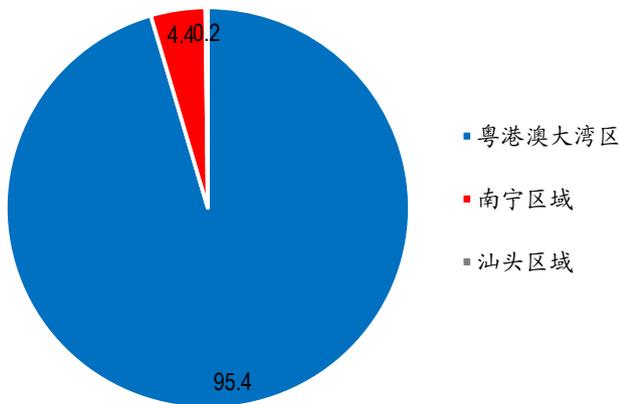
资料来源：公司公告，华创证券

图表 93、各城市旧改项目未结转货值占比



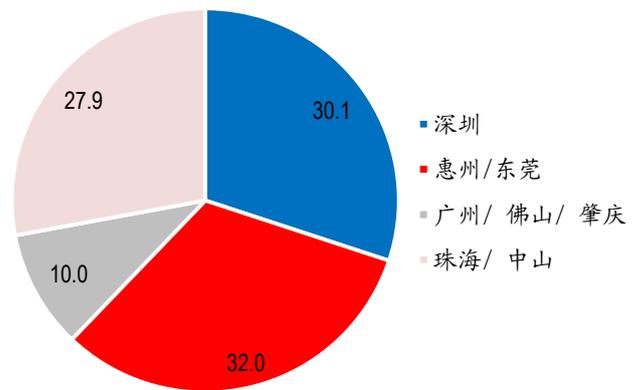
资料来源：公司公告，华创证券

图表 94、公司旧改项目货值主要分布在粤港澳大湾区



资料来源：公司公告，华创证券

图表 95、公司大湾区内旧改货值按城市分布

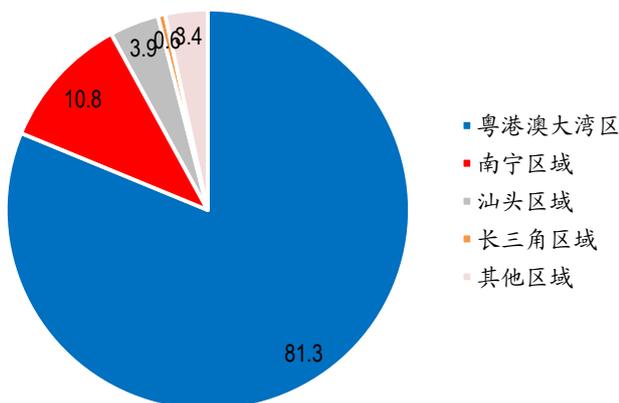


资料来源：公司公告，华创证券

5、考虑旧改后公司土储货值将高达 7,520 亿，覆盖 19 年销售 7.8 倍，土储质优量足

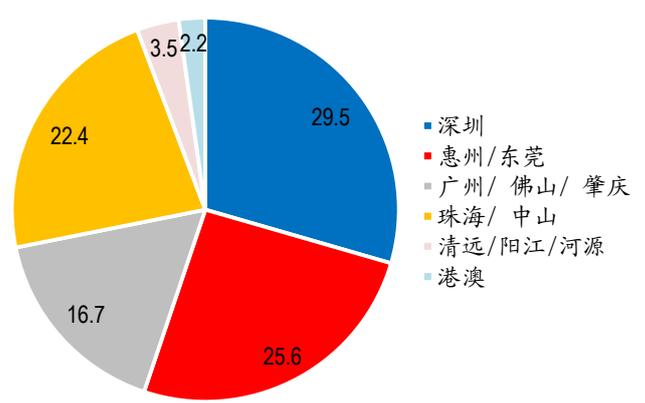
考虑旧改潜在土储后，截至 2019H1 末，公司合计拥有土储货值高达 7,520 亿元（未结算口径），可覆盖公司 2019 年销售金额 960.2 亿元的 7.8 倍，土储资源十分充裕。并且分区域来看，粤港澳大湾区区域货值占比 81.3%，其中深圳占比 24.0%，土储含金量极高。公司充沛土储及优异布局充分保障了未来销售高增，并且去化率保持稳定。

图表 96、公司总土储货值（含旧改）按区域分布



资料来源：公司公告，华创证券

图表 97、公司粤港澳大湾区总土储货值按城市分布



资料来源：公司公告，华创证券

图表 98、公司总土储货值（含旧改）按区域分布

区域	货值 (亿元)	货值占比 (%)
粤港澳大湾区	6,111	81.3
南宁区域	813	10.8
汕头区域	297	3.9

区域	货值 (亿元)	货值占比 (%)
长三角区域	44	0.6
其他区域	255	3.4
合计	7,520	100

资料来源: 公司公告, 华创证券

四、财务分析: 低负债率+高周转率+高盈利能力, 推动 ROE 行业排名靠前

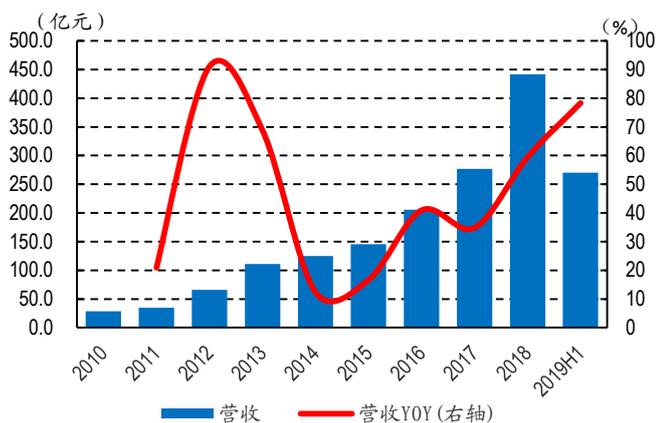
(一) 盈利能力: 6 年归母核心净利润 CAGR37%, 低成本土储保障毛利率稳定

公司销售高增推动营收、业绩同步快速增长, 2012-2018 年营业收入 CAGR37.3%, 归母净利润 CAGR28.6%, 归母核心净利润 CAGR36.6%。2019H1 年公司实现营业收入 270.2 亿元, 同比+78.3%; 实现归母净利润 50.4 亿元, 同比+50.6%, 对应归母核心净利润 46.7 亿元, 同比+59.0%。此外, 公司预告 2019 年归母核心净利润较上年有至少不低于 40% 的增幅。

公司高毛利旧改项目储备较多, 并且整体招拍挂土储成本较低, 保障近年来毛利率水平稳定在 34% 左右, 在主流 30 家房企中处于中上游水平。考虑到 2019 年公司拿地均价占比销售均价有所提升, 预计未来 3 年毛利率将保持平稳略降, 但业绩仍将在行业中保持较高水平。

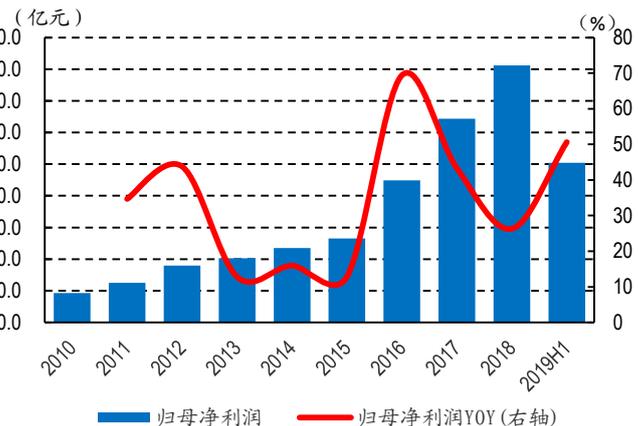
公司一方面得益于城市深耕策略的效果显著, 销售和管理费用率自 2015 年以来持续下行, 另一方面由于近年来拿地较为积极推动财务费用率有所上行。综合之下, 公司三项费用率整体稳定在 8% 左右, 在主流 31 家房企中位于中游水平。

图表 99、近年来公司营收规模加速提升



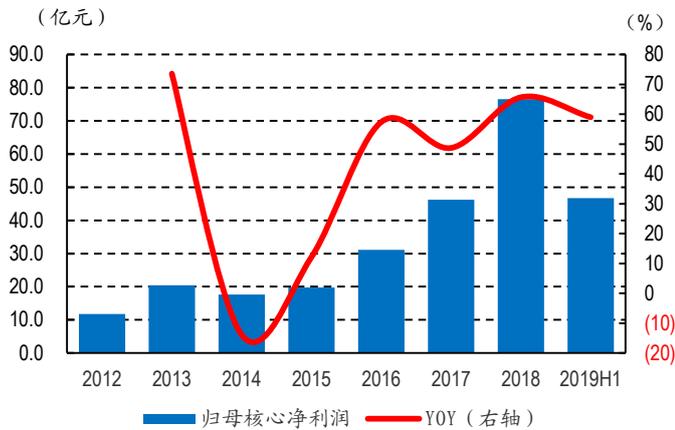
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 100、公司归母净利润持续高增



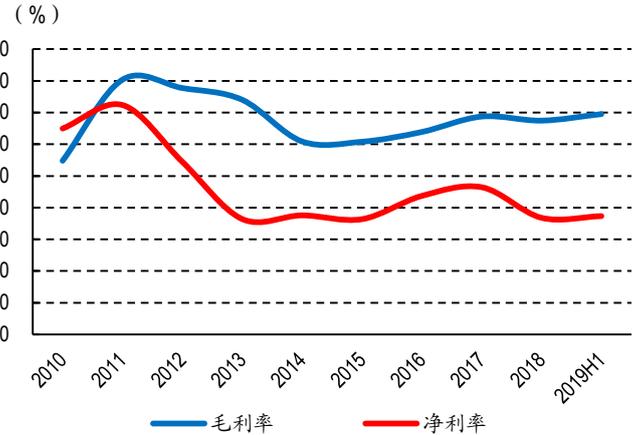
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 101、公司历年归母核心净利润及同比



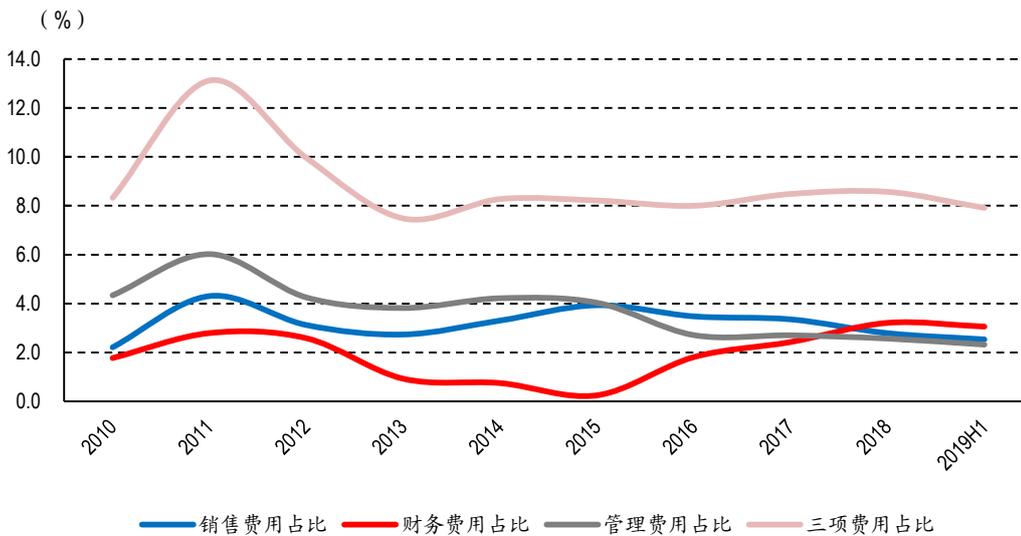
资料来源：公司公告，华创证券

图表 102、公司历年毛利率&净利率



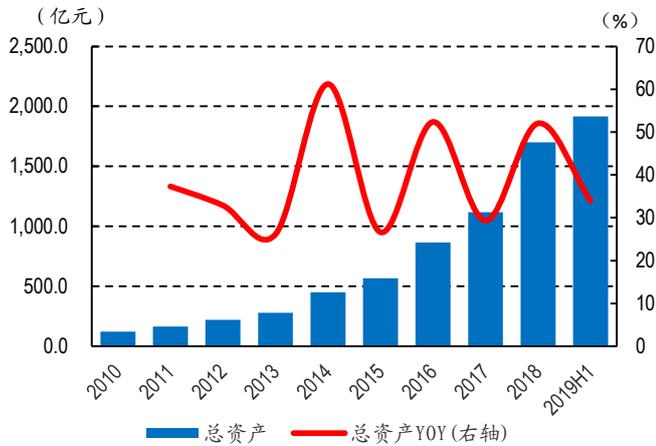
资料来源：公司公告，华创证券

图表 103、公司费用率有所下行



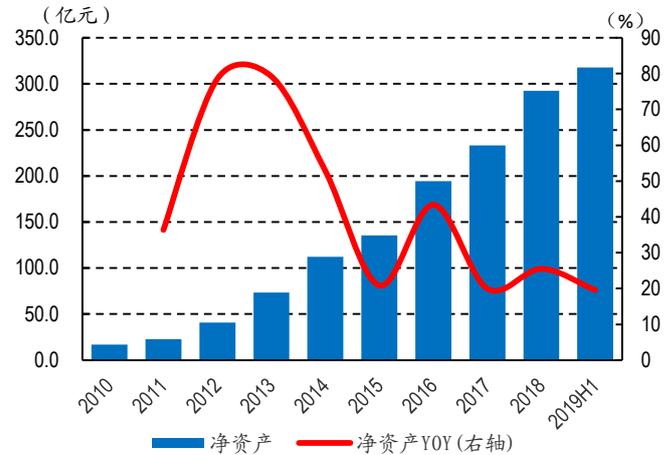
资料来源：公司公告，华创证券

图表 106、公司历年总资产规模及增速



资料来源：公司公告，华创证券

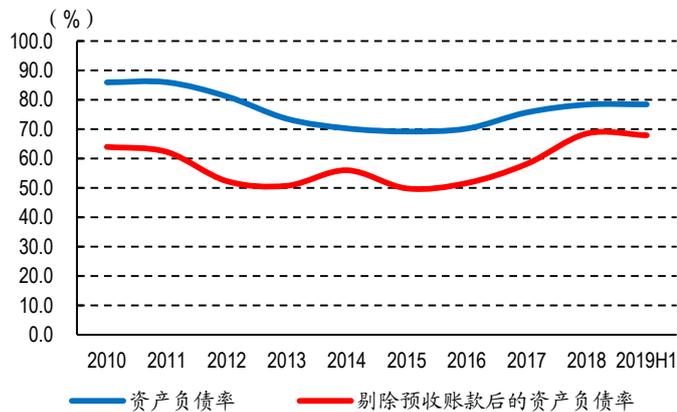
图表 107、营收高增推动公司资产规模快速上升



资料来源：公司公告，华创证券

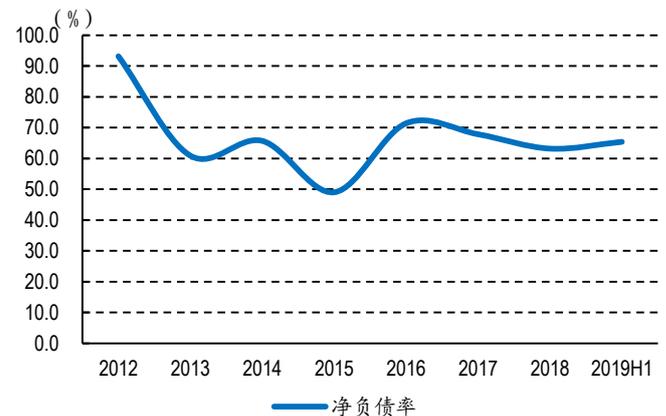
资产负债率方面，公司 2019H1 资产负债率为 78.5%，较 2018 年年末略升 0.1pct，剔除预收账款后资产负债率 67.9%，较 2018 年年末-0.6pct，处于行业正常水平。2019H1 年公司净资产资产负债率为 65.4%，较 2018 年年末+2.2pct，净负债率常年稳定在 70% 以下，并且在主流 31 家房企中处于较低水平，显示出公司较为严格的杠杆水平管控以及逆周期下较为灵活的加杠杆空间。

图表 108、剔除预收款后公司资产负债率处于较低水平



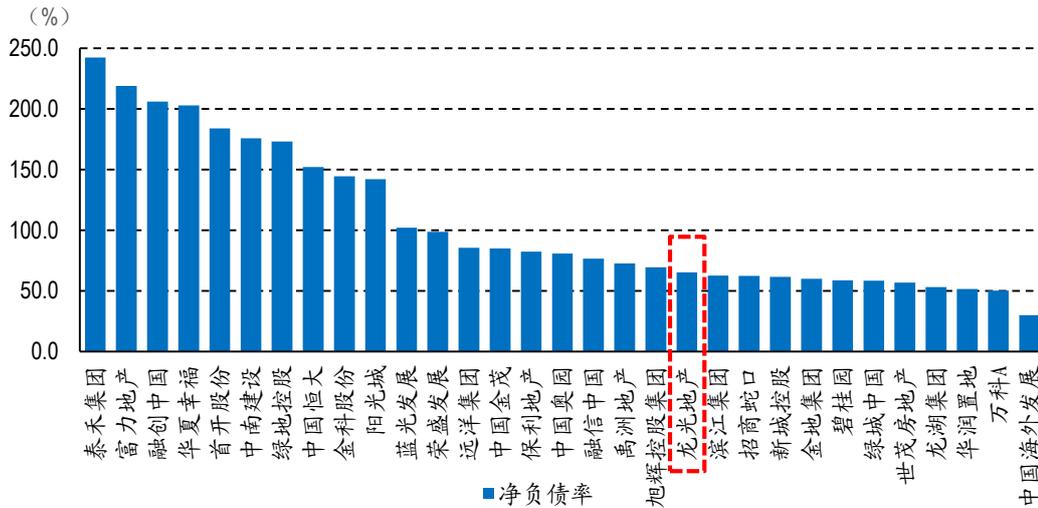
资料来源：公司公告，华创证券

图表 109、公司净资产资产负债率基本稳定在 70% 以下



资料来源：公司公告，华创证券

图表 110、主流房企 2019Q3/H1 末净负债率情况

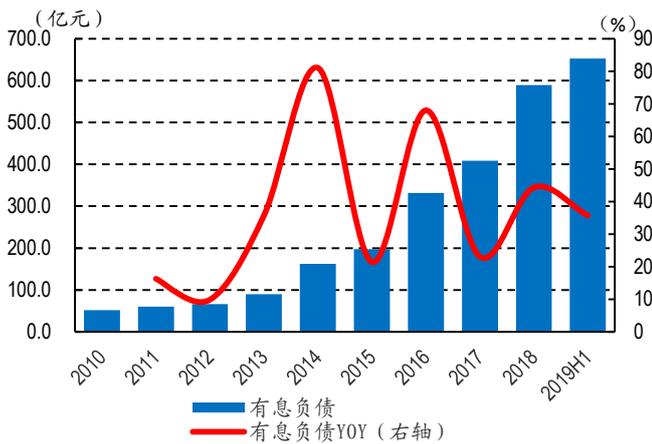


资料来源：公司公告，华创证券

(三) 债务结构：债务结构较好，偿债及单位债务盈利能力均处于行业较强水平

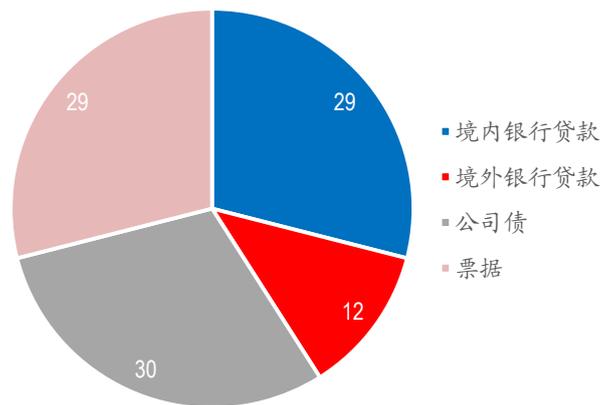
债务结构方面，2019H1 末，公司有息负债 652.7 亿元，同比+35.7%，其中公司债券、票据、国内贷款、国外贷款分别占比 30%、29%、29%、12%；按期限分类，公司 1 年期以上到期有息负债占比 76%，债务结构较为健康。

图表 111、公司历年有息负债规模及同比



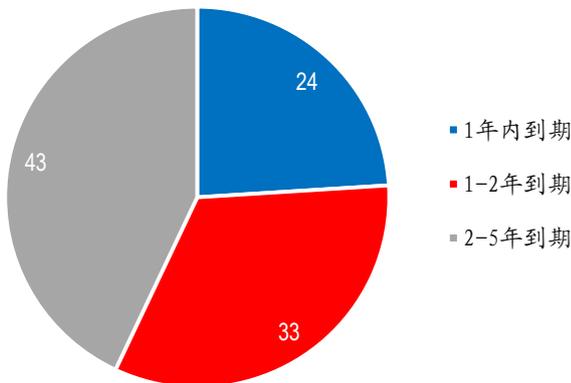
资料来源：公司公告，华创证券

图表 112、2019H1 公司有息负债按类型分布



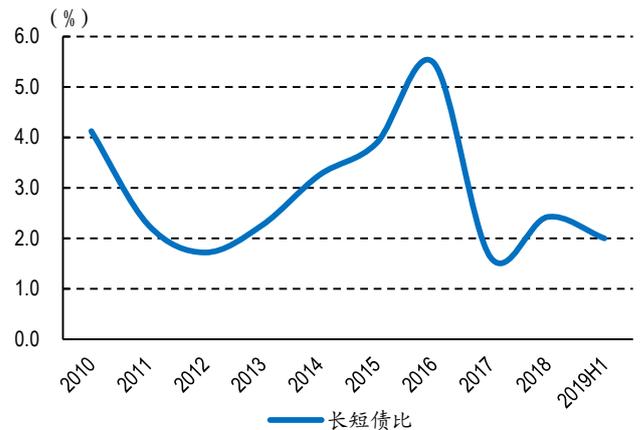
资料来源：公司公告，华创证券

图表 113、2019H1 公司有息负债按时间分布



资料来源：公司公告，华创证券

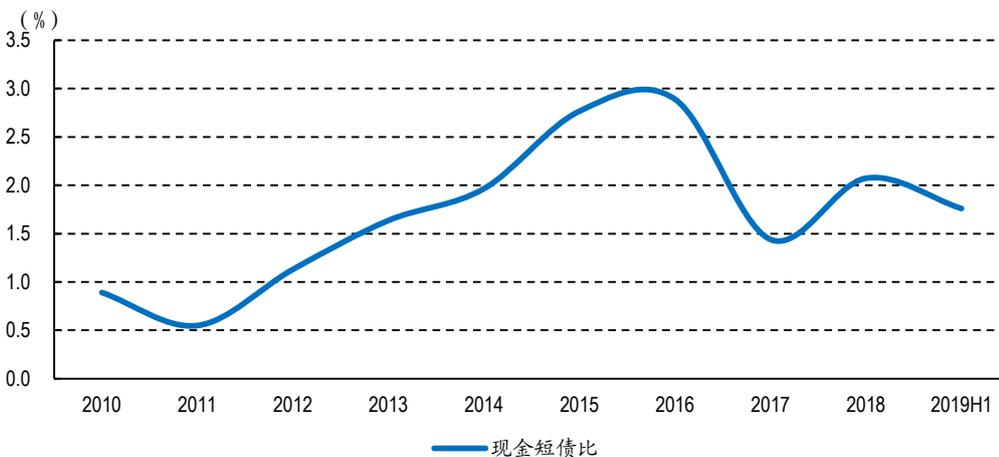
图表 114、公司长债占比仍保持在合理水平



资料来源：公司公告，华创证券

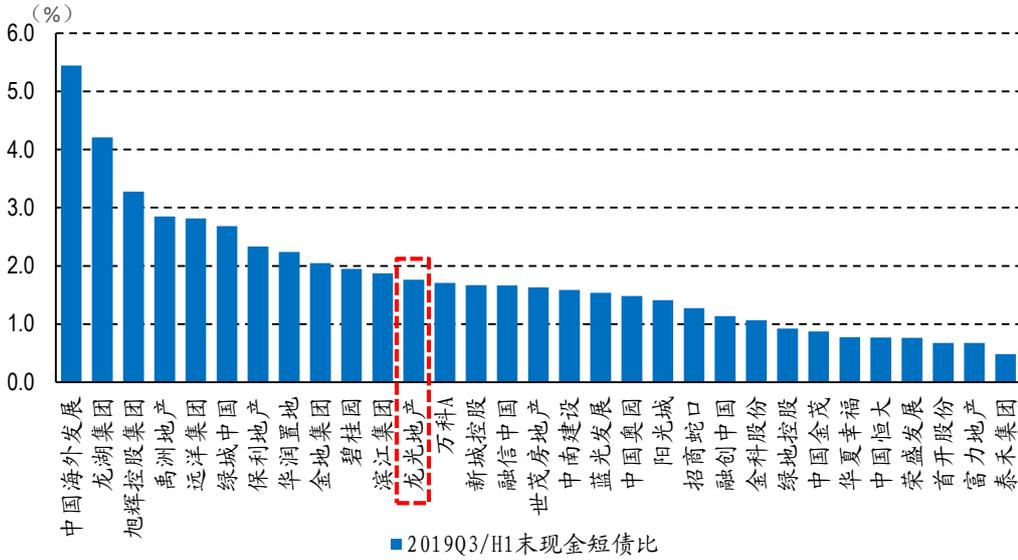
此外，公司 2019H1 现金短债比 1.8 倍、长短债 2.0 倍，均保持在较健康水平，并且现金短债比在主流 31 家房企中均处于中上游水平，显示出公司无论是短期债务偿还能力还是中长期债务结构在行业中均较为健康。

图表 115、公司现金短债比（含受限制现金）水平较为健康



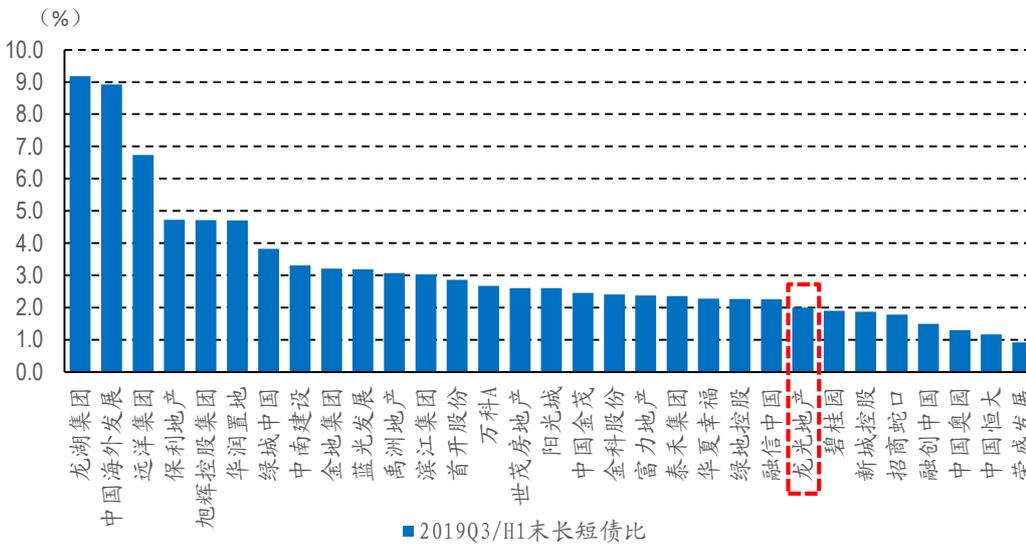
资料来源：公司公告，华创证券

图表 116、主流房企 2019Q3/H1 末现金短债比



资料来源：公司公告，华创证券

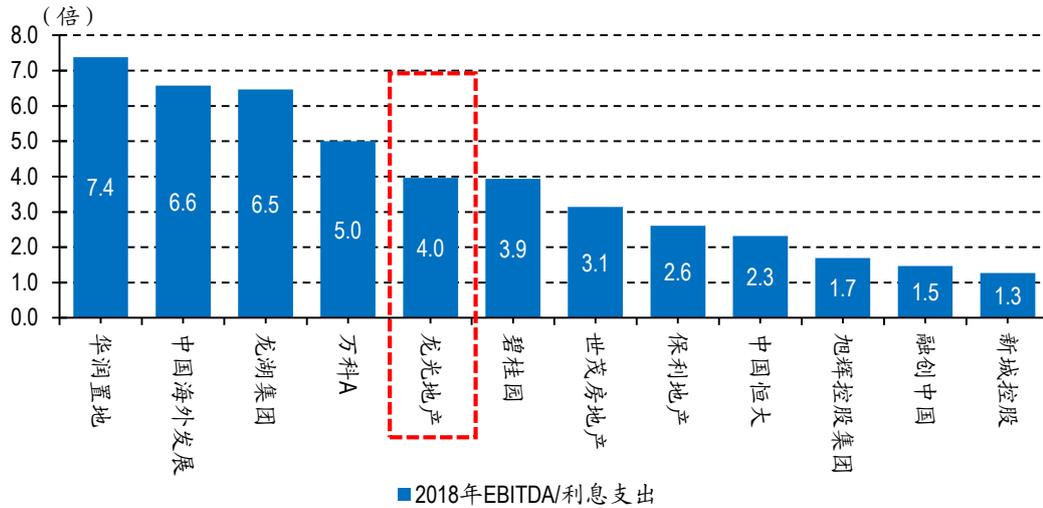
图表 117、主流房企 2019Q3/H1 末长短债比



资料来源：公司公告，华创证券

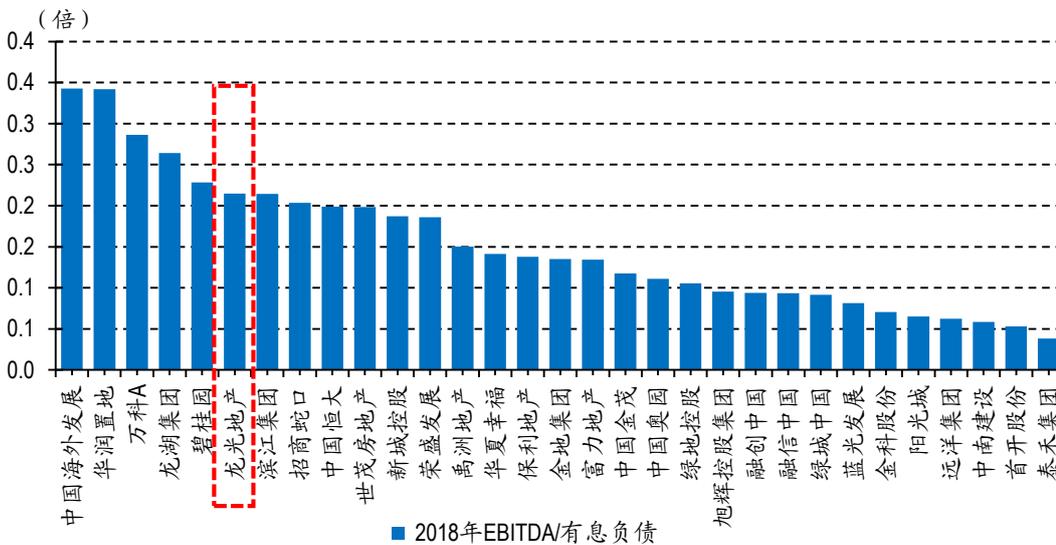
公司 2018 年 EBITDA/有息负债倍数为 0.21 倍，在 31 家主流房企中排名居于上游水平，该指标体现了公司单位债务的盈利能力较强；公司 2018 年 EBITDA/利息支出倍数为 4.0 倍，在主流 12 家房企中排名第五，显示出公司的偿债能力较为优秀。

图表 118、主流房企 2018 年 EBITDA/利息支出



资料来源：公司公告，华创证券

图表 119、主流房企 2018 年 EBITDA/有息负债



资料来源：公司公告，华创证券

(四) 融资能力：融资成本属民营房企低位，评级上调推动成本继续下行

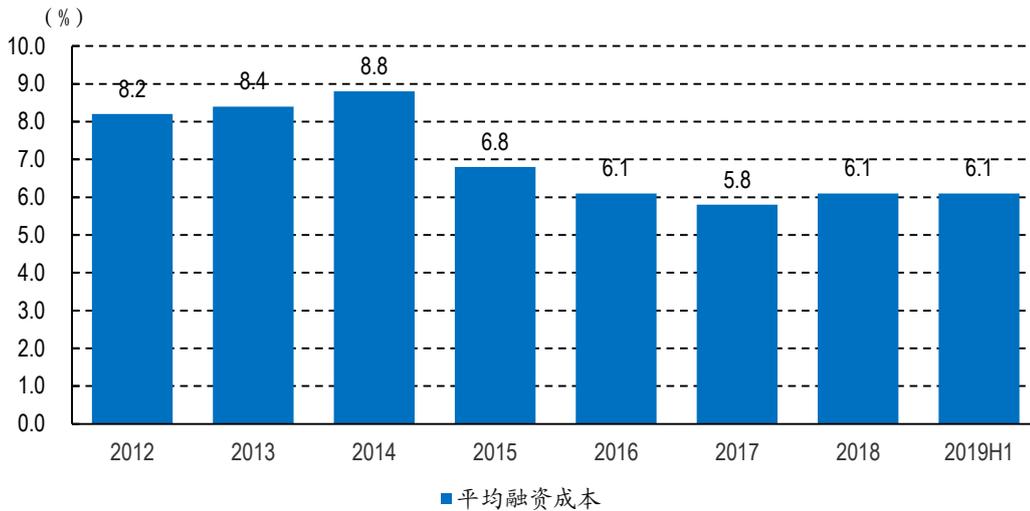
2019H1 末。公司整体平均融资成本 6.1%，和 2018 年全年持平，横向对比行业主流 17 家房企，公司融资成本虽高于中海、华润、万科、保利等国企央企，但在民营房企中仍处于较低水平。2019 年 8 月标普将公司评级上调至“BB”，展望正面，这将进一步推动公司融资成本下降。

从近期公司发债情况来看，2020 年 1 月发行公司债 10 亿元，融资成本 4.8%，明显低于去年 3 月的公司债成本 5.5%、11 月的成本 5.09%（均为 5 年期债）。2020 年 1 月公司分别发行美元债 3 亿美金和 1.8 亿美金，融资成本分

别为 5.75%、5.40%，成本均较去年有所下行。

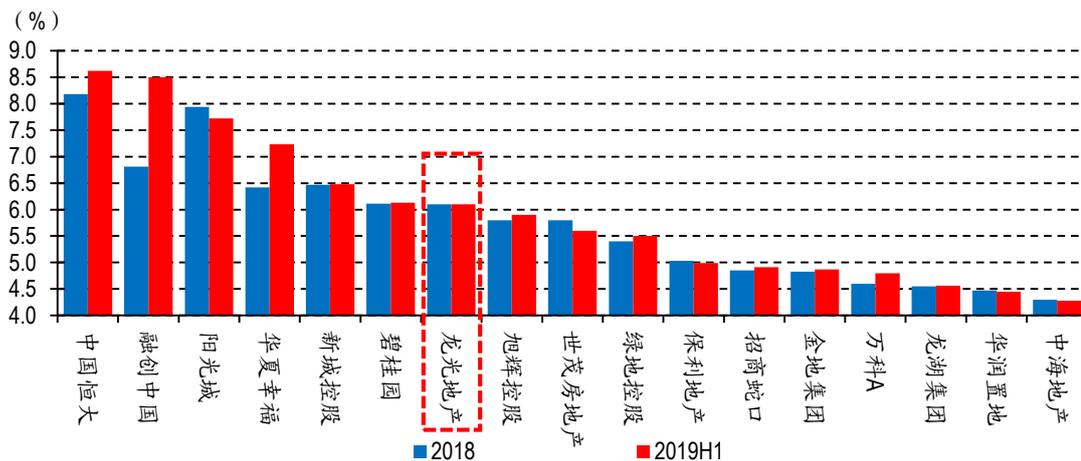
我们认为，公司发债评级上调并且能以较低成本在市场融资主要源于：1) 公司土储货值主要分布于粤港澳大湾区，并且深圳土储占比较高，优异的资产质量提供了较厚的安全垫；2) 公司净负债率水平在行业主流公司中处于较低水平，财务杠杆较为安全；3) 公司债务结构优异，偿债能力和单位债务盈利能力均处于行业较强水平。

图表 120、公司整体平均融资成本逐年降低



资料来源：公司公告，华创证券

图表 121、主流房企融资成本



资料来源：公司公告，华创证券

注：万科融资成本估算得到。

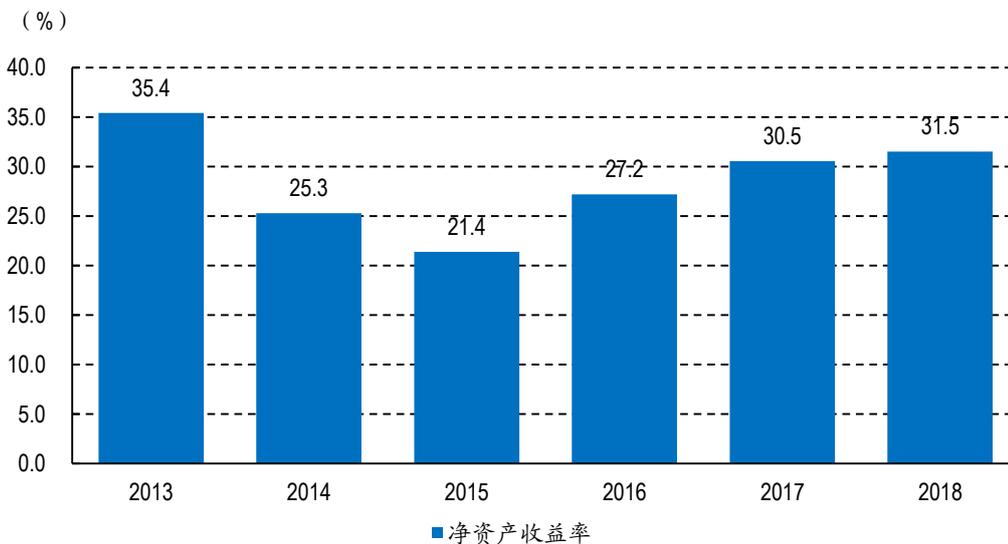
图表 122、公司 2019-2020 发债概览

时间	债券类型	发行规模	发行期限 (年)	到期日	利率
2018-12-21	美元债	0.5 亿美金	3.0	2022-1-3	5.75%
2019-2-20	美元债	3 亿美金	3.5	2022-8-25	7.50%
2019-3-19	公司债	15.1 亿元	5.0	2024-3-18	5.50%
2019-7-10	美元债	4 亿美金	4.0	2023-7-16	6.50%
2019-9-9	美元债	1 亿美金	4.0	2024-9-8	6.90%
2019-11-18	公司债	20 亿元	5.0	2024-11-17	5.09%
2020-1-6	公司债	10 亿元	5.0	2025-1-5	4.80%
2020-1-7	美元债	3 亿美金	5.0	2025-1-24	5.75%
2020-1-13	美元债	1.8 亿美金	5.1	2024-6-9	5.40%

资料来源: 公司公告, 华创证券

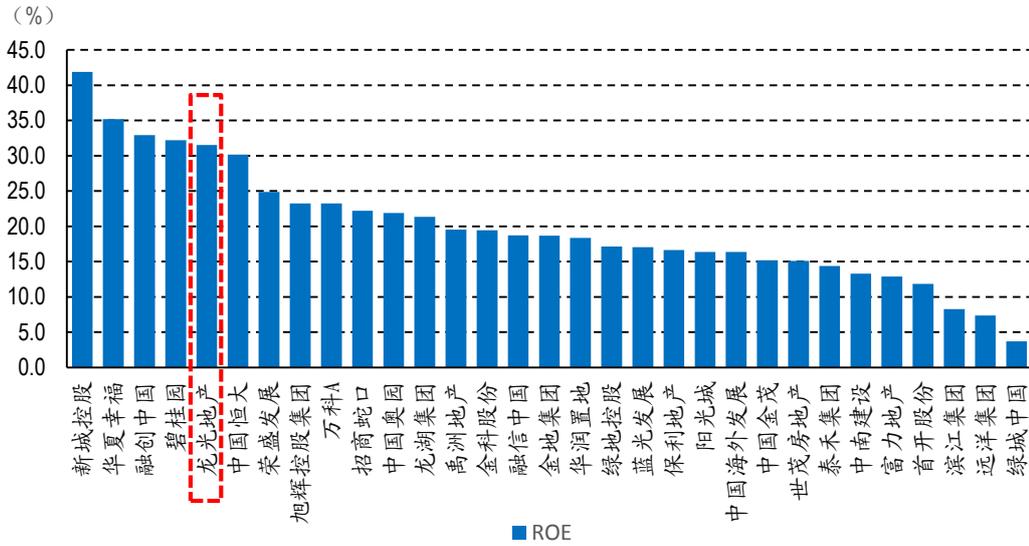
(五) 杜邦分析: 高周转效率及高净利率下, 公司 ROE 处于行业优秀水平

2018 年公司净资产收益率为 31.5%, 在主流 31 家房企中排名靠前。考虑到公司资产负债率在主流房企中处于较低水平, ROE 非常优秀的表现更多源于公司高效的资产周转率和优异的销售净利率。2018 年公司存货周转率和资产周转率分别为 62.7%、31.4%, 表现分别优于主流 31 家房企的平均值 32.7%、23.0%; 2018 年公司销售净利率 20.3%, 优于主流 31 家房企的平均值 14.2%。

图表 123、公司历年净资产收益率


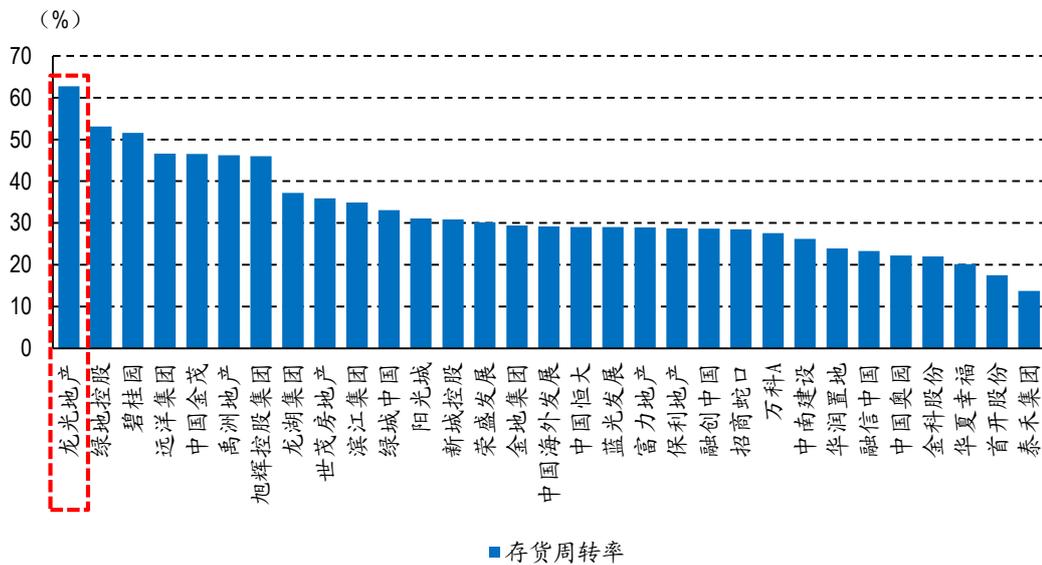
资料来源: Wind, 华创证券

图表 124、主流房企 2018 年净资产收益率



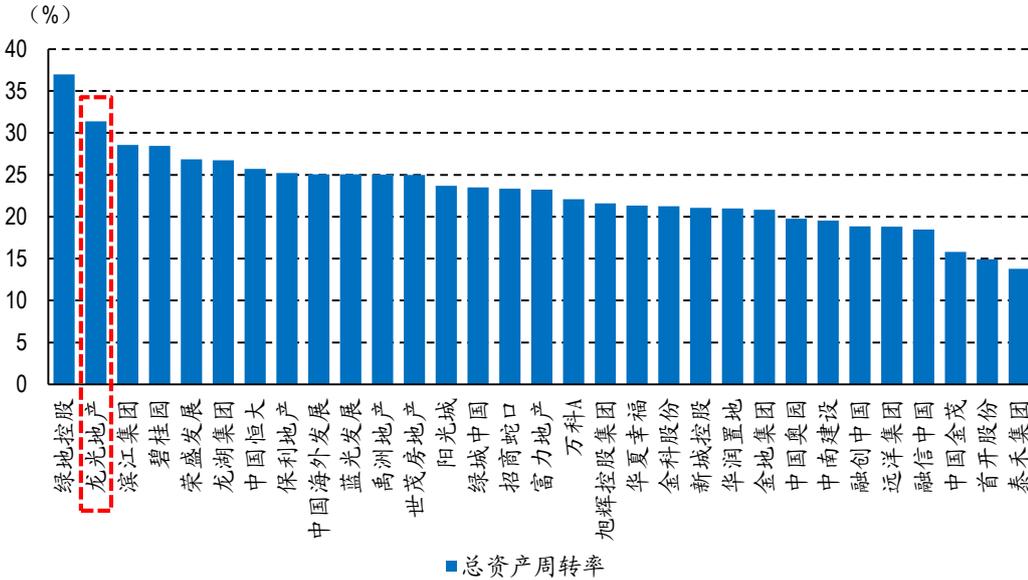
资料来源：公司公告，华创证券

图表 125、公司存货周转率在主流 31 家房企中排名领先



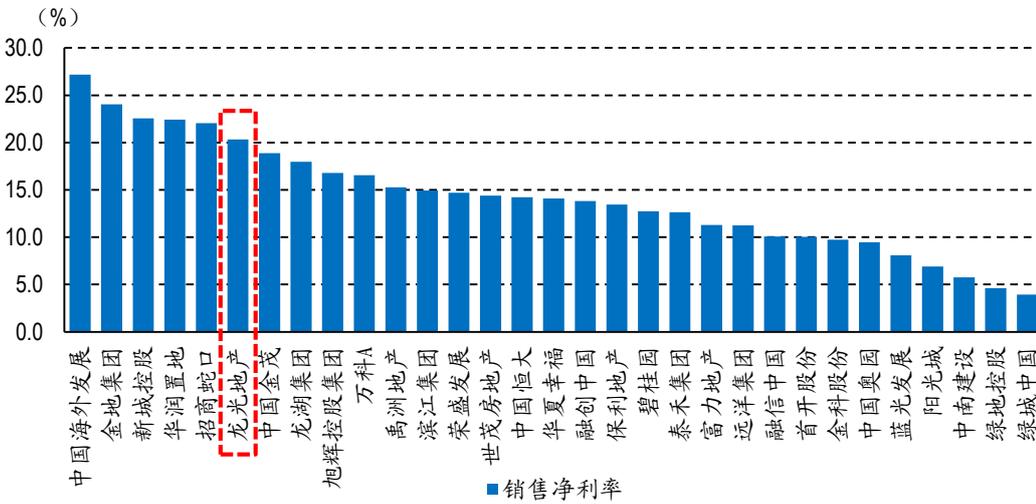
资料来源：Wind，华创证券

图表 126、公司资产周转率在主流 31 家房企中排名靠前



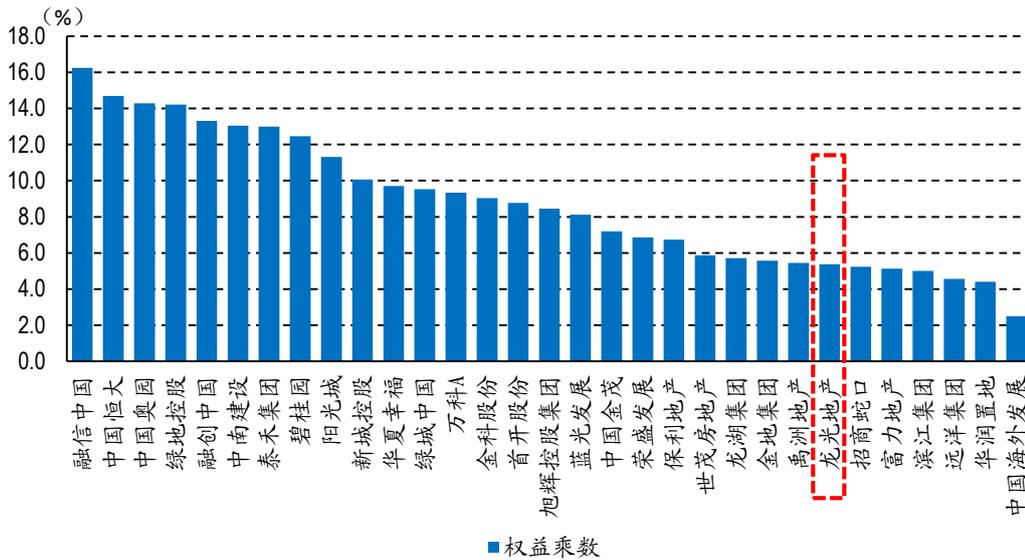
资料来源: Wind, 华创证券

图表 127、公司销售净利率在主流 31 家房企中处于上游水平



资料来源: Wind, 华创证券

图表 128、公司权益乘数在主流 31 家房企中处于较低水平



资料来源: Wind, 华创证券

(六) 盈利预测: 土储优异、销售稳定、成本优化共同确保未来业绩稳定释放

我们预计公司 2019-2021 年业绩增速分别为 31%、20%和 20%，主要出于以下原因:

1) 可售货值充沛、项目布局优异、产品聚焦刚改共同确保未来业绩稳定释放

公司可售货值充沛、项目布局优异、产品聚焦刚改，具备较强抗周期波动能力，可充分保障公司未来推盘去化稳定。参考以往数据，公司 2016-2018 年销售金额分别为 287.2、434.2、718.0 亿元，对应结转金额为 202.5、266.4、388.0，对应销售金额转化率分别为 70%、61%、54%，我们保守假设 2020-2021 年销售增速分别为 26%、26%，并且 2019-2021 年三年销售金额结转率分别为 56%、56%、56%，预测公司 2019-2021 年营收分别为 602、755 和 948 亿元，同比增速分别 34%、26%和 26%。

2) 充裕高毛利率土储及旧改项目、新增拿地利润率下行综合影响，预计毛利率稳重略有下行

存量来看，公司拥有未结转招拍挂土储建面 3,592 万方，可覆盖 2019 年销售面积 5.2 倍，平均楼面价 4,304 元/平方米，占比 2019 年销售均价 31%，处于较低水平，此外公司还拥有合计未结转货值 3,250 亿元的高毛利旧改项目，公司充裕高毛利率土地储备和旧改项目可保障后续毛利率稳定。动态来看，公司 2017-2019 年拿地均价占比销售均价分别为 36.2%、23.2%、39.1%，其中 2019 年新增拿地利润率有所下行。综合考虑之下，我们判断公司 2019-2021 年毛利率稳重略有下行，预计分别为 32.7%、31.9%和 31.1%。

3) 城市深耕战略以及融资成本优化共同确保三项费用率稳定

城市深耕策略下公司销售和管理费用率从 2015 年高点以来持续下行，预计 2019-2021 仍将保持在较低水平。公司融资成本处于民营房企中较低水平，并且评级上调有利于后续成本进一步下行，有利于后续财务费用率的稳定。综上所述，我们预计 2019-2021 年公司三费率将和 2018 年基本持平，稳定在 8.5%左右水平。

4) 总土储权益占比较高，保障少数股东权益占比整体稳定

公司招拍挂拿地建面权益占比在 2013-2018 年间持续下行，虽然 2019 年有所回升，但带动整体土储权益比例较

之前有所下降。考虑到少数股东权益占比下行幅度不大，并且总土储权益占比仍高，我们判断公司 2019-2021 少数股东损益占比整体稳定，预计分别为 7.0%、7.0%、7.0%。

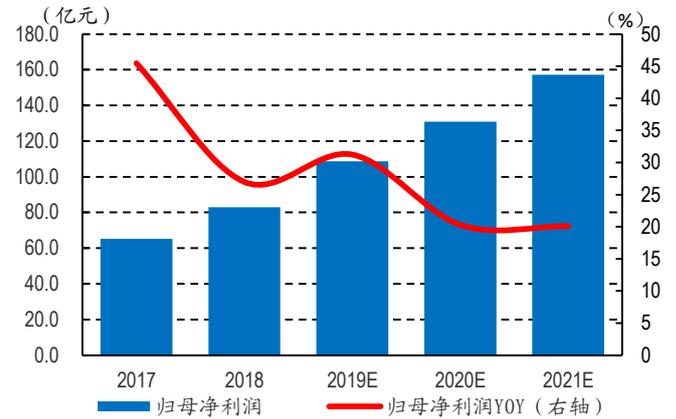
综上预测，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 109、131 和 157 亿，同比增速分别为 31%、20%和 20%，对应 EPS 为 1.98、2.38 和 2.85 元。

图表 129、公司营业收入及预测



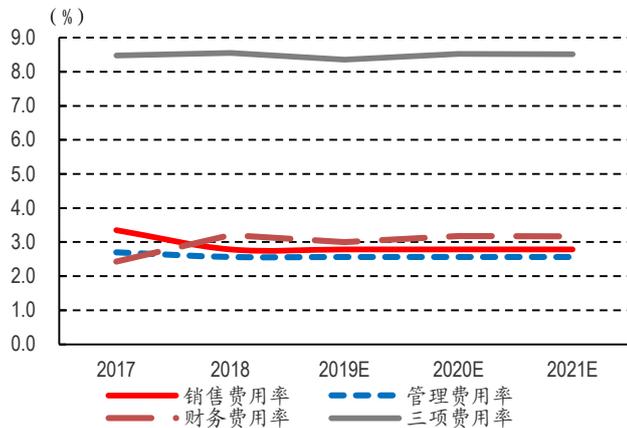
资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 130、公司归母净利润及预测



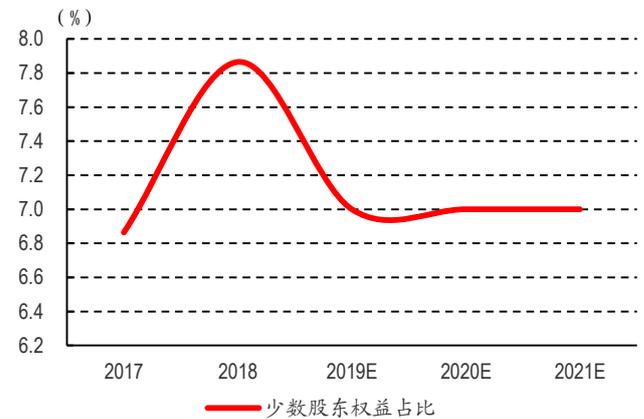
资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 131、公司三费费率及预测

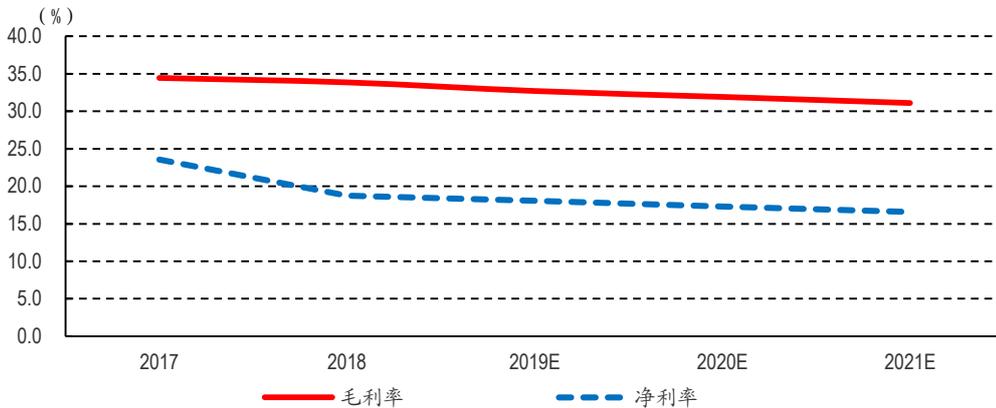


资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 132、公司少数股东权益占比及预测



资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 133、公司利润率及预测


资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 134、公司分业务收入及毛利率预测汇总

科目	2018	2019E	2020E	2021E
房地产开发业务				
收入 (亿元)	388.0	537.7	677.5	853.7
YoY (%)	45.7	38.6	26.0	26.0
毛利率 (%)	35.6	34.0	33.0	32.0
建筑业务				
收入 (亿元)	41.8	52.3	65.3	81.7
YoY (%)	333.7	25.0	25.0	25.0
毛利率 (%)	25.0	25.0	25.0	25.0
物业出租业务				
收入 (亿元)	0.8	0.9	1.0	1.1
YoY (%)	(0.3)	10.0	10.0	10.0
毛利率 (%)	80.0	70.0	70.0	70.0
其他业务				
收入 (亿元)	11.5	11.5	11.5	11.5
YoY (%)	3201.1	0.0	0.0	0.0
毛利率 (%)	4.6	4.6	4.6	4.6
主营业务合计				
收入 (亿元)	442.2	602.4	755.4	948.0
YoY (%)	59.5	36.2	25.4	25.5
毛利率 (%)	33.9	32.7	31.9	31.1

资料来源：公司公告，Wind，华创证券预测

注：2018 年建筑业务、物业出租业务以及其他业务的毛利率为估算值。

(七) 估值分析: 公司 NAV 估值合计 1,011 亿元, 目前总市值较之折价 49%

截至 2019 年末, 我们估算 2019 年末结算面积达 3,764 万平米, 对应未结算货值约为 5,227 亿元, 该部分对应未结算货值的净利润增值约为 640 亿元, 再考虑房地产业务的归母净资产约为 371 亿元, 那么公司 NAV 估值约为 1,011 亿元、对应 1,106 亿港元, 按照公司总股本 55 亿股折算, 公司每股 NAV 为 18.4 元/股、对应 20.1 港元/股, 目前总市值 564 亿港元和现价 10.24 港元/股较之折价 49%。

图表 135、公司 WACC 及参数假设

参数指标	数值
长期资金成本	8.0%
短期资金成本	6.0%
贴现率(展开细估)	8.3%
市场	
长期法定所得税率	25.00%
无风险利率	2.80%
市场预期收益率	8.00%
股权风险溢价	5.21%
企业	
有息债务	653
所有者权益	413
有息负债率	61%
债权融资溢价	6.1%
股票波动因子	1.55
公司股权融资成本	10.86%
公司债权融资成本(税前)	8.90%
WACC	8.29%

资料来源: Wind, 华创证券测算

图表 136、龙光地产 NAV 估值情况

NAV 估值情况	2019E
房地产净利润折现(万元)	6,404,734
归母净资产(万元)	3,710,197
NAV(万元)	10,114,931
NAV(港元)	11,058,195
总股本(万股)	550,286
每股 NAV(元)	18.38
每股 NAV(港元)	20.10

资料来源: 公司公告, 华创证券测算

五、投资建议：大湾区龙头，高质量成长，首次覆盖、并给予“强推”评级

龙光地产历经 25 载发展，坚持深耕粤港澳大湾区，专注旧改和布局轨交沿线；积极逆周期扩张，土储质优量足，旧改潜在土储业绩贡献可观；积极转向职业经理人体系，多方招揽人才打造明星管理团队，多轮激励激发员工活力；推动公司实现规模和效应并重的高质量成长。我们预测公司 2019-21 年每股收益分别为 1.98、2.38 和 2.85 元，并按照 NAV 折价 30% 给予目标价 14.0 港元、相当于 20PE5.4 倍，首次覆盖、并给予“强推”评级。

六、风险提示：新冠肺炎疫情影响超预期、房地产调控政策超预期收紧

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	28,452	53,817	72,081	89,158
应收账款	35,069	42,196	52,910	66,399
存货	54,781	63,257	79,318	99,540
其他流动资产	12,339	11,310	14,348	18,222
流动资产合计	130,640	170,579	218,657	273,319
长期股权投资	176	16,957	16,957	16,957
固定资产	2,248	2,248	2,248	2,248
无形资产	18,338	19,338	20,338	21,338
投资性房地产	1,557	1,557	1,557	1,557
其他非流动资产	17,135	25,464	31,929	40,070
非流动资产合计	39,454	65,564	73,029	82,170
资产合计	170,095	236,143	291,686	355,489
短期借款	17,213	23,856	30,263	38,434
应付账款	12,504	20,269	23,141	26,124
预收款项	4,559	6,486	7,714	9,143
其他流动负债	54,262	78,002	96,009	118,188
流动负债合计	88,539	128,613	157,127	191,889
长期借款	41,712	58,145	74,579	91,013
其他非流动负债	3,099	4,295	5,448	6,919
非流动负债合计	44,810	62,440	80,027	97,932
负债合计	133,349	191,053	237,154	289,820
归母所有者权益	29,249	37,102	45,952	56,380
少数股东权益	7,497	7,988	8,579	9,289
所有者权益合计	36,746	45,090	54,532	65,668
负债和股东权益	170,095	236,143	291,686	355,489

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	8,288	10,877	13,084	15,712
折旧与摊销	57	59	59	59
营运资本变动	(5,728)	(7,838)	(23,903)	(30,729)
其他经营活动现金流	1,951	(1,509)	(1,569)	(1,572)
经营活动产生的现金流量净额	4,568	1,589	(12,329)	(16,530)
资本性支出	52	0	0	0
其他投资活动现金流	(22,958)	(109)	(169)	(172)
投资活动产生的现金流量净额	(24,046)	(109)	(169)	(172)
债务增加	36,606	48,012	42,001	48,254
股权融资	(78)	0	0	0
支付股利	1,516	4,351	5,234	6,285
其他筹资活动现金流	10,964	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	28,268	24,912	27,725	29,905
现金及等价物净增额	8,574	25,364	18,265	17,077
现金及等价物净增期末余额	28,452	53,817	72,081	89,158

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	44,224	60,244	75,541	94,800
营业成本	29,250	40,538	51,425	65,310
销售费用	1,231	1,677	2,103	2,640
管理费用	1,134	1,545	1,937	2,431
财务费用	403	(109)	(169)	(172)
公允价值变动损益	1,741	1,000	1,000	1,000
投资收益	(184)	400	400	400
营业利润	13,748	17,993	21,645	25,992
营业外收支	272	0	0	0
利润总额	14,019	17,993	21,645	25,992
所得税	5,023	6,298	7,576	9,097
净利润	8,996	11,696	14,069	16,895
少数股东损益	708	819	985	1,183
归属母公司净利润	8,288	10,877	13,084	15,712
NOPLAT	7,585	10,187	12,500	15,323
EPS(摊薄) (元)	1.51	1.98	2.38	2.85
主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营收增长率	60%	36%	25%	25%
EBIT 增长率	60%	31%	22%	22%
净利润增长率	27%	31%	20%	20%
获利能力				
毛利率	34%	33%	32%	31%
净利率	20%	19%	19%	18%
ROE	28%	29%	28%	28%
偿债能力				
资产负债率	78%	81%	81%	82%
债务权益比	363%	424%	435%	441%
流动比率	148%	133%	139%	142%
速动比率	86%	83%	89%	91%
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.30	0.29	0.29
应收帐款周转天数	2	0	0	0
存货周转天数	574	524	499	493
每股指标				
每股净资产	5.3	6.7	8.3	10.2
每股收益	1.51	1.98	2.38	2.85
估值比率				
P/E	6.2	4.7	3.9	3.3
P/B	1.8	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	8.6	8.5	8.4	8.4

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名；2018年金牛奖评选房地产行业第一名；2019年金麒麟评选房地产行业第二名；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500