

中信证券研究部



陈聪
首席基地产业
分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



李金哲
地产分析师
S1010520090001



联系人: 李宗儒

核心观点

我们认为, 由于土地市场竞争激烈, 核心城市限价, 公司终究不可能长期维持 20% 以上的增长。但公司长时间稳定发展的历史记录, 商业、物业管理等主航道业务的长期增长潜力, 较低杠杆率预留的发展弹性, 都成为公司可以持续享受估值溢价的重要理由。

■ **2020 年销售 2,706 亿元, 实现销售目标 2,600 亿元的 104.1%。**2020 年公司实现销售金额 2,706.1 亿元, 同比增长 11.6%, 超额完成 2,600 亿元的销售目标。公司完成销售面积 1,616.2 万平米, 同比增长 13.5%。物业销售作为四大主航道业务的核心组成, 经营稳健, 我们预计公司地产销售在 2021/2022 年均有望实现小幅增长, 为其他业务发展提供坚实支撑。

■ **拿地量入为出, 预期销售稳健增长。**2020 年公司获取土地 1,648 万平米, 为同期销售面积的 102.0%。土地获取项目的均价为 6,434 元/平米, 为同期销售均价的 38.4%, 2018/19 年公司地价/房价比分别为 36.2% 及 38.3%。公司在土地获取上量入为出, 也较为注重项目性价比, 较为稳定的房地价比也保证未来毛利率保持相对稳定水平。

■ **商业、物业管理等主航道业务具备很强潜力。**2020 年龙湖新开业商场共 10 座, 2020 年底, 公司开业商场达到 49 座; 公司商场的运营情况此前受疫情影响, 下半年逐渐恢复。龙湖智慧服务是物业管理行业规模, 品牌影响力和能力最领先的公司之一。长期来看, 公司住宅开发业务之外的第二成长曲线前景较好。

■ **风险提示:** 公司盈利能力持续下降的风险, 公司商场运营继续受到疫情冲击的可能性。

■ **公司发展的强预见性和轻资产运营品牌价值共同构成公司估值根基, 看好公司开启新的稳健成长。**我们认为, 公司显著高于同行的估值, 并不来自于公司资源的稀缺性, 也不是来自于公司开发能力显著领先于所有同行, 而来自于公司最清晰透明的持续发展, 可以预见的年销售增长, 始终可控的杠杆率水平, 和不断精进的运营能力和品牌价值。在可预见的将来, 我们认为和其它业内公司一样, 公司在报表上也会体现出 2018-2019 年地价/房价挤压的影响。但土地市场的内卷竞争已经在 2020 年告一段落, 我们相信公司利润率不会持续下降, 结算利润率能在 2022 年之后稳住。考虑到此种预期, 我们调整公司 2020/2021/2022 年核心 EPS 预测为 2.89/3.27/3.78 元(原预测为 3.20/3.96/4.85 元)。我们认为, 公司轻资产运营的可比公司为华润万象生活, 唯公司的物业管理规模, 科技应用水平高于华润万象生活, 而商管的品牌定位, 长期同店销售增长潜力, 又稍微逊色于华润万象。倘若我们将公司的轻资产运营部分的合理价值视为 1000 亿人民币(华润万象当前市值为 817.7 亿人民币), 且考虑公司盈利的最核心部分当是开发业务, 其中包含少量经营性可持续利润。我们给予公司 2021 年核心利润的 90% (假设运营部分盈利能占 10%) 12 倍 PE, 合并轻资产运营部分价值的七成(作为综合性公司的折价), 则我们给予公司 56.15 港元的目标价, 公司当前股价 43.50 港元/股, 维持公司的“买入”的投资评级。公司仍是整个地产板块中, 最值得长期投资者信任的蓝筹龙头。

龙湖集团	00960
评级	买入(维持)
当前价	43.50 港元
目标价	56.15 港元
总股本	6,059 百万股
港股流通股本	6,059 百万股
52 周最高/最低价	50.8/30.55 港元
近 1 月绝对涨幅	4.95%
近 6 月绝对涨幅	15.86%
近 12 月绝对涨幅	22.13%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	115,798	151,026	188,476	223,037	250,471
营业收入增长率	60.7%	30.4%	24.8%	18.3%	12.3%
净利润(百万元)	12,850	15,550	17,511	19,819	22,922
净利润增长率	31.5%	21.0%	12.6%	13.2%	15.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.12	2.57	2.89	3.27	3.78
毛利率%	34.1%	33.6%	27.9%	28.4%	29.0%
净资产收益率 ROE%	19.9%	19.5%	16.5%	18.8%	19.2%
每股净资产(元)	13.5	15.5	17.7	20.6	24.0
PE	17.1	14.2	12.6	11.1	9.6
PB	2.7	2.3	2.1	1.8	1.5

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 1 月 13 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	115,798	151,026	188,476	223,037	250,471
营业成本	(76,270)	(100,229)	(135,930)	(159,715)	(177,941)
毛利率	34.14%	33.63%	27.88%	28.39%	28.96%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(3,193)	(4,034)	(4,977)	(5,999)	(6,681)
营业费用率	2.76%	2.67%	2.64%	2.69%	2.67%
管理费用	(5,397)	(6,521)	(8,489)	(10,023)	(11,117)
管理费用率	4.66%	4.32%	4.50%	4.49%	4.44%
财务费用	(75)	(77)	(91)	(85)	(79)
财务费用率	0.06%	0.05%	0.05%	0.04%	0.03%
投资收益	643	1,352	2,241	2,433	2,965
营业利润	36,234	44,795	41,184	52,280	59,651
营业利润率	31.29%	29.66%	21.85%	23.44%	23.82%
营业外收入	1,249	1,167	1,070	1,162	1,133
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	37,483	45,961	42,254	53,442	60,784
所得税	(16,592)	(19,409)	(16,576)	(20,430)	(22,629)
所得税率	-44.27%	-42.23%	-39.23%	-38.23%	-37.23%
少数股东损益	4,654	8,216	7,945	9,554	10,280
归属于母公司股东的净利润	16,237	18,337	17,733	23,458	27,875
净利率	14.02%	12.14%	9.41%	10.52%	11.13%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	45,083	60,782	65,967	78,063	87,665
存货	247,389	331,973	367,011	399,288	409,264
应收账款	75,174	97,295	116,339	142,050	158,496
其他流动资产	4,383	5,211	5,460	5,853	6,196
流动资产	372,029	495,261	554,776	625,253	661,621
固定资产	3,366	1,982	1,975	1,949	1,903
长期股权投资	14,937	14,805	14,805	14,805	14,805
无形资产	0	67	67	67	67
其他长期资产	116,552	140,129	161,677	184,452	208,554
非流动资产	134,855	156,983	178,524	201,273	225,330
资产总计	506,884	652,245	733,300	826,526	886,950
短期借款	11,912	13,927	7,702	13,016	4,322
应付账款	102,880	136,549	185,186	217,590	242,420
其他流动负债	135,051	183,444	209,544	236,453	258,866
流动负债	249,844	333,920	402,432	467,060	505,609
长期借款	108,077	132,072	122,072	122,072	112,072
其他长期负债	8,145	19,575	20,824	22,116	23,463
非流动性负债	116,222	151,647	142,896	144,188	135,534
负债合计	366,066	485,567	545,328	611,248	641,143
股本	81,661	93,956	107,305	125,057	145,306
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	81,661	93,956	107,305	125,057	145,306
少数股东权益	59,157	72,721	80,667	90,221	100,501
股东权益合计	140,818	166,678	187,972	215,278	245,807
负债股东权益总计	506,884	652,245	733,300	826,526	886,950

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	37,483	45,961	42,254	53,442	60,784
所得税支出	-16,592	-19,409	-16,576	-20,430	-22,629
折旧和摊销	223	142	207	226	245
营运资金的变化	58,937	29,659	20,407	932	20,478
其他经营现金流	-2,176	14,546	-2,798	-5,809	-5,963
经营现金流合计	77,874	70,900	43,495	28,362	52,915
资本支出	0	0	-200	-200	-200
投资收益	643	1,352	2,241	2,433	2,965
其他投资现金流	-116,607	-94,117	-19,651	-18,022	-19,679
投资现金流合计	-115,964	-92,765	-17,610	-15,789	-16,914
发行股票	242	174	1,840	-77	-17
负债变化	100,654	39,466	-16,226	5,315	-18,694
股息支出	-5,091	-6,257	-6,225	-5,629	-7,609
其他融资现金流	-39,274	4,182	-91	-85	-79
融资现金流合计	56,531	37,565	-20,701	-476	-26,400
现金及现金等价物净增加额	18,441	15,699	5,184	12,096	9,602

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	60.66%	30.42%	24.80%	18.34%	12.30%
营业利润增长率	40.67%	23.63%	-8.06%	26.94%	14.10%
净利润增长率	28.88%	12.93%	-3.29%	32.28%	18.83%
毛利率	34.14%	33.63%	27.88%	28.39%	28.96%
EBITDA Margin	-0.18%	-0.67%	0.68%	1.42%	2.16%
净利率	14.02%	12.14%	9.41%	10.52%	11.13%
净资产收益率	19.88%	19.52%	16.53%	18.76%	19.18%
总资产收益率	3.20%	2.81%	2.42%	2.84%	3.14%
资产负债率	72.22%	74.45%	74.37%	73.95%	72.29%
所得税率	-44.27%	-42.23%	-39.23%	-38.23%	-37.23%
股利支付率	31.63%	33.95%	31.74%	32.44%	32.71%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。