

2018年08月16日

证券分析师 齐东

执业证号: S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

业绩锁定性强、销售高速增长、股息率可观 买入 (维持)

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	27,689.66	42,586.69	67,372.15	85,023.65
同比 (%)	34.82%	53.80%	58.20%	26.20%
净利润 (百万元)	6,430.91	9,029.41	11,819.75	15,523.48
同比 (%)	43.30%	40.41%	30.90%	31.34%
每股收益 (元/股)	1.17	1.64	2.15	2.83
P/E (倍)	6.44	4.59	3.51	2.67

事件

- **龙光地产公布 2018 年中期业绩:** 2018 上半年公司实现营业收入 151.54 亿元, 同比增长 22.4%; 实现归母净利润 34.32 亿元, 同比增长 1.0%; 实现归母核心利润 29.38 亿元, 同比增长 15.1%。

点评

- **盈利水平保持高位。** 2018 上半年公司实现营业收入 151.54 亿元, 同比增长 22.4%; 实现归母净利润 34.32 亿元, 同比增长 1.0%。净利润增速较低主要系公司投资物业和衍生金融工具带来的公允价值变动较低所致, 若刨去公允价值变动带来的影响, 公司上半年核心溢利达 29.38 亿元, 同比增长 15.1%, 核心溢利率达 19.4%, 较 2017 年末提升 2.7 个百分点。
- **销售高速增长, 业绩锁定性强。** 上半年公司实现合约销售额 354.7 亿元, 同比增长 83.7%, 叠加 2017 年的 434 亿元合约销售金额, 公司已经大幅锁定 2018-2019 年的结算收入; 合约销售面积 182.5 万平方米, 同比增长 53%, 已完成此前全年销售目标的 54%, 同时公司上调全年销售目标至 700 亿元。从区域布局看, 深圳区域、大湾区其他区域、汕头区域、南宁区域及其他区域分别占比 53.2%、17.0%、8.2%、19.8%、1.8%, 多元化区域布局推动销售规模持续高速提升, 未来业绩可期。
- **拿地积极, 土地储备平均成本处于低位。** 2018 上半年公司通过招拍挂新获取项目 24 个, 总建筑面积达 644.61 万平米, 同比增长 252.3%, 是当期销售面积的 3.5 倍; 拿地成本 224.27 亿元, 同比下降 1.2%; 楼面均价仅 3479 元/平米, 粤港澳大湾区拿地金额占比达 74.4%。截至 2018 年 6 月末, 土地储备建面 3546 万平米, 平均成本仅 3943 元/平米。
- **融资成本维持较低水平, 股息率可观。** 公司持有现金及银行余额约 276 亿元, 净负债率仅 66.3%。公司截止 2018 年 6 月底加权融资成本仅 6%。公司每股中期股息 0.28 元港币, 股息占归母核心利润比例达 50%, 股息率可观。
- **盈利预测与投资评级:** 龙光地产重点布局珠三角区域, 坚持区域深耕, 是较为受益于粤港澳大湾区的标的之一。目前公司土地储备充沛, 拿地前瞻, 积极把握公开市场、并购和城市更新三类机会, 布局了大量优质土储资源。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.64、2.15、2.83 元人民币, 对应 PE 分别为 4.6、3.5、2.7 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业销售规模大幅下滑; 按揭贷款利率大幅上行; 房地产政策大幅收紧; 房企资金成本大幅上行; 港股波动性较大。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	8.60
一年最低/最高价	6.49/12.91
市净率(倍)	1.56
港股流通市值(百万港元)	47240.91

基础数据

每股净资产(元)	4.84
资产负债率(%)	78.37
总股本(百万股)	5493.13
流通股本(百万股)	5493.13

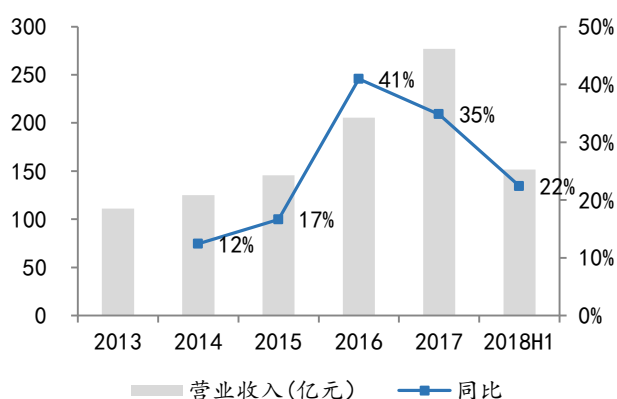
相关研究

- 1、《点评报告: 龙光地产: 销售延续高速增长态势》2018-07-13
- 2、《龙光地产: 战略布局大湾区, 业绩跨越式增长》2018-03-29
- 3、《龙光地产: 扎根于珠三角, 随大湾区腾飞》2018-01-29

1. 盈利水平保持高位

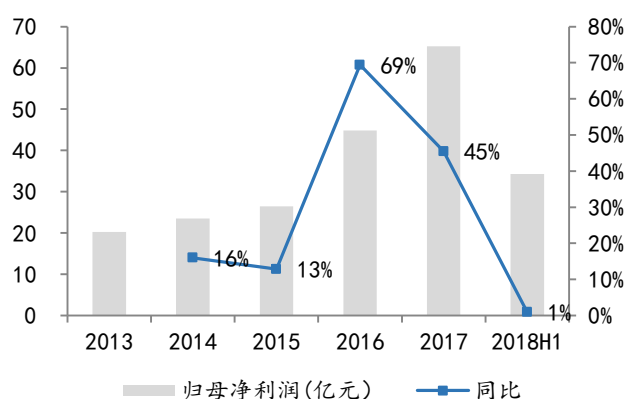
盈利水平保持高位。2018 上半年公司实现营业收入 151.54 亿元，同比增长 22.4%；实现归母净利润 34.32 亿元，同比增长 1.0%。净利润增速较低主要系公司投资物业和衍生金融工具带来的公允价值变动较低所致，若刨去公允价值变动带来的影响，公司上半年核心溢利达 29.38 亿元，同比增长 15.1%，核心溢利率达 19.4%，较 2017 年末提升 2.7 个百分点。

图 1：龙光地产营业收入（亿元）及增速



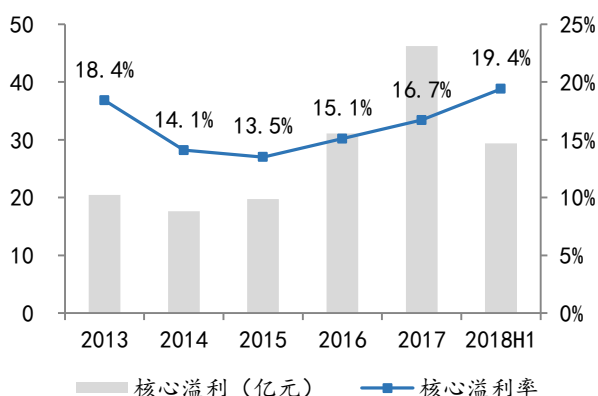
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：龙光地产归母净利润（亿元）及增速



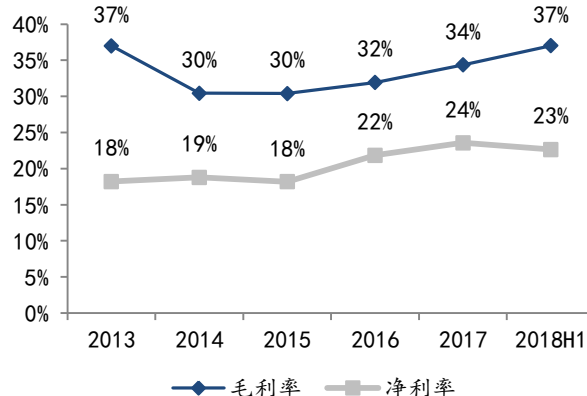
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：龙光地产核心溢利（亿元）及核心溢利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：龙光地产毛利率及净利率走势

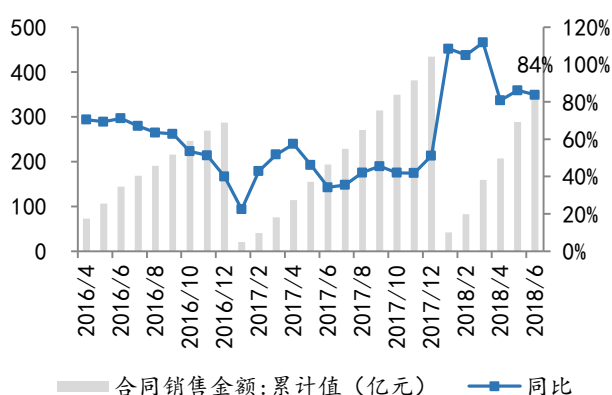


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 销售高速增长，业绩锁定性强

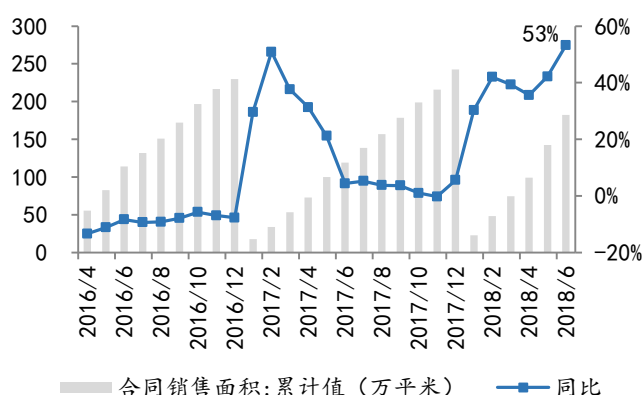
销售高速增长，业绩锁定性强。上半年公司实现合约销售额 354.7 亿元，同比增长 83.7%，叠加 2017 年的 434 亿元合约销售金额，公司已经大幅锁定 2018-2019 年的结算收入；合约销售面积 182.5 万平方米，同比增长 53%，已完成此前全年销售目标的 54%，同时公司上调全年销售目标至 700 亿元。从区域布局看，深圳区域、大湾区其他区域、汕头区域、南宁区域及其他区域分别占比 53.2%、17.0%、8.2%、19.8%、1.8%，多元化区域布局推动公司销售规模持续高速提升，未来业绩可期。

图 5：龙光地产合同销售金额（亿元）及增速



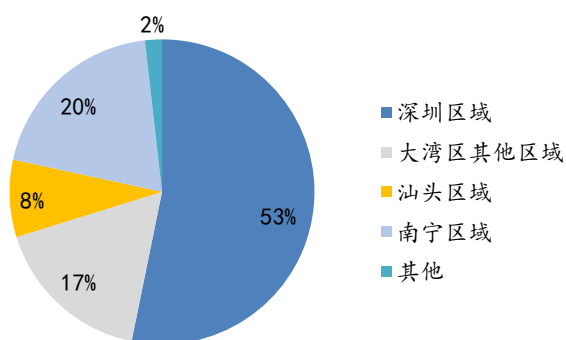
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：龙光地产合同销售面积（万平方米）及增速



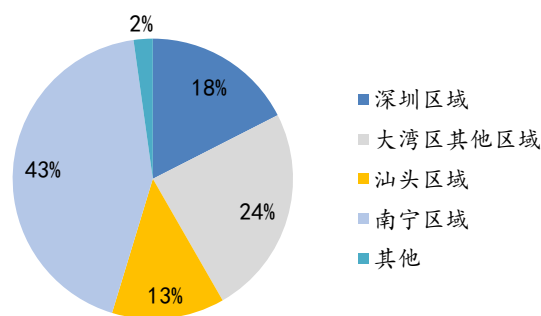
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：龙光地产销售金额区域占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：龙光地产销售面积区域占比

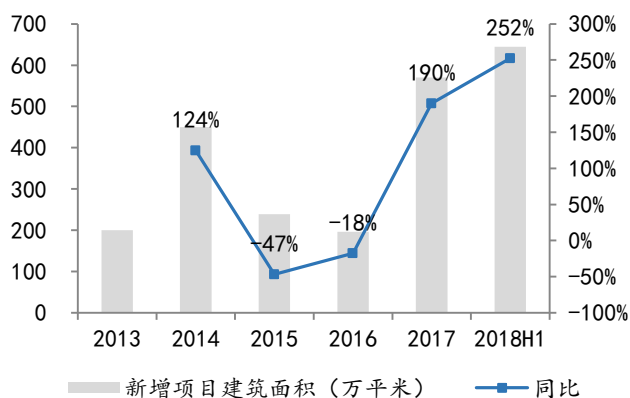


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 拿地积极，土地储备平均成本处于低位

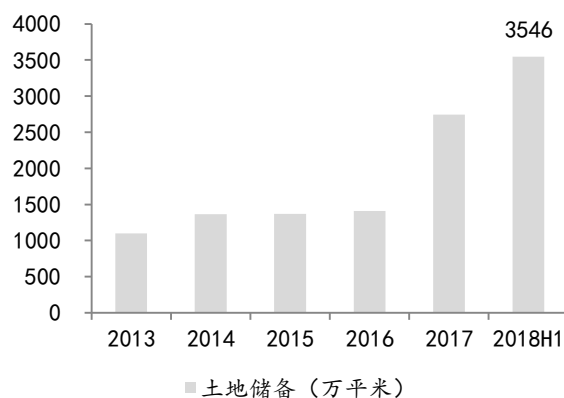
拿地积极，土地储备平均成本处于低位。2018 上半年公司通过招拍挂方式新获取项目 24 个，总建筑面积达 644.61 万平方米，同比增长 252.31%，是当期销售面积的 3.53 倍；拿地总成本 224.27 亿元，同比下降 1.22%；楼面均价仅 3479 元/平米，粤港澳大湾区拿地金额占比达 74.42%。截至 2018 年 6 月末，公司土地储备总建筑面积达 3546.22 万平方米，平均成本仅 3943 元/平米。

图 9：龙光地产新增项目建筑面积（万平方米）及增速



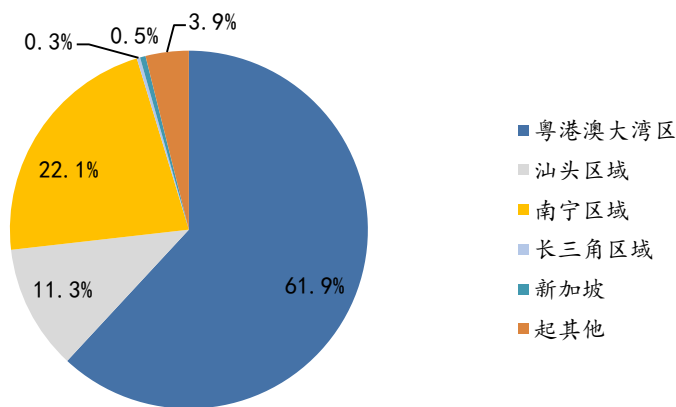
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：龙光地产土地储备建筑面积（万平方米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：龙光地产土地储备区域分布（面积口径）

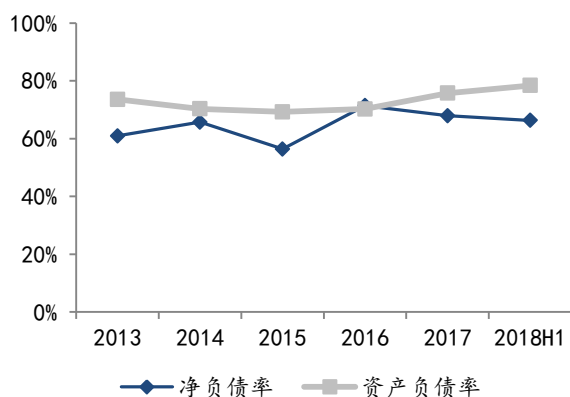


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 融资成本维持较低水平，股息率可观

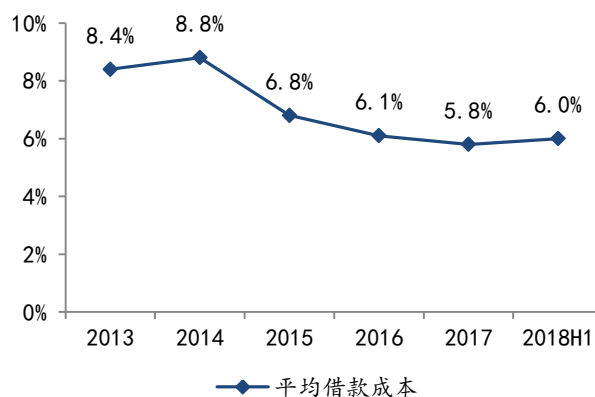
融资成本维持较低水平，股息率可观。公司持有现金及银行余额约 276 亿元，净负债率仅 66.3%，较 2017 年末下降 1.6 个百分点，公司截止 2018 年 6 月底加权融资成本仅 6%。公司每股中期股息 0.28 元港币，股息占归母核心利润比例达 50%，股息率可观。

图 12：龙光地产资产负债率及净负债率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13：龙光地产平均借款成本



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 投资建议

龙光地产重点布局珠三角区域，坚持区域深耕，是较为受益于粤港澳大湾区的标的之一。目前公司土地储备充沛，拿地前瞻，积极把握公开市场、并购和城市更新三类机会，布局了大量优质土储资源。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.64、2.15、2.83 元人民币，对应 PE 分别为 4.6、3.5、2.7 倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度

过于激进暴露资金短缺风险。

5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。

6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

龙光地产三大财务预测表 (人民币百万元)

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产:	83,595	101,675	133,470	152,029	营业收入	27,690	42,587	67,372	85,024
现金	19,878	37,195	45,193	53,915	营业成本	18,172	28,469	43,792	54,840
应收款项	21,183	4,222	5,568	7,537	销售费用	929	1,491	2,021	2,551
存货	38,458	56,134	78,588	86,447	管理费用	748	1,278	1,684	1,956
其他	4,076	4,124	4,121	4,131	其他	3,721	3,953	4,836	5,694
非流动资产:	28,276	22,059	24,491	27,274	营业利润	11,561	15,302	24,711	31,371
固定资产净值	15,813	17,394	19,133	21,047	财务收入/(费用)	(672)	339	352	587
权益性投资	1,301	1,366	1,435	1,506	净额				
其他	11,162	3,299	3,922	4,721	除税前溢利	10,889	15,641	20,227	26,264
资产总计	111,871	123,734	157,961	179,304	所得税及相关税	3,881	5,709	7,484	9,718
流动负债:	57,294	55,221	77,154	83,266	收				
短期借款	8,563	2,755	2,321	2,321	净利润	7,008	9,932	12,743	16,547
应付款项	7,305	2,159	12,813	6,082	少数股东权益	481	806	827	927
其他	41,426	50,306	62,020	74,864	优先股利及其他	97	97	97	97
非流动负债合计	27,413	33,946	35,761	37,678	调整项				
长期借贷	25,278	31,597	33,177	34,836	归属母公司股东的净利润	6,431	9,029	11,820	15,523
其他	2,135	2,349	2,584	2,842	核心溢利	4,620	7,474	9,793	13,007
负债总计	84,707	89,167	112,915	120,945	重要财务与估值				
少数股东权益	3,858	4,909	6,397	8,288	指标	2017	2018E	2019E	2020E
归属母公司股东权益	23,306	29,658	38,649	50,071	每股收益(元)	1.17	1.64	2.15	2.83
负债和所有者权益	111,871	123,734	157,961	179,304	每股净资产(元)	4.25	5.40	7.04	9.12
合计					发行在外股份(百万股)	5,493	5,493	5,493	5,493
现金流量表					毛利率(%)	34.37%	33.15%	35.00%	35.50%
(百万元)					销售净利率(%)	25.28%	23.32%	18.91%	19.46%
经营活动现金流	11,516	10,650	7,706	9,640	资产负债率(%)	75.72%	72.06%	71.48%	67.45%
投资活动现金流	(11,844)	(9,645)	(12,558)	(16,335)	收入增长率(%)	34.82%	53.80%	58.20%	26.20%
筹资活动现金流	7,017	16,720	13,299	15,910	归母净利润增长率(%)	43.30%	40.41%	30.90%	31.34%
汇率变动的影响	(371)	(408)	(448)	(493)	P/E	6.44	4.59	3.51	2.67
现金净增加额	6,318	17,317	7,998	8,722	P/B	1.78	1.40	1.07	0.83
折旧与摊销	64	77	93	111					

数据来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

备注: 港股对人民币汇率取 1 港币=0.8772 人民币

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

