国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

房地产

龙光地产（3380）

高增长高回报，湾区龙头阔步向前

——龙光地产 2018 年中期业绩点评

	谢皓宇（分析师）	赵格格（研究助理）	卜文凯（分析师）
	010-59312829	0755-23976170	010-59312756
	xiehaoyu@gtjas.com	zhaogege@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880117110069	S0880517080005

评级：	增持
当前价格（港元）:	8.6

2018.08.16

交易数据

52 周内股价区间（港元）	6.49-12.91
当前股本（百万股）	5,493
当前市值（百万港元）	47,200

相关报告

《规模与利润齐飞，湾区共发展一色》2018.03.25

《销售龙腾跨越，业绩即将爆发》2018.01.25

《增长势头持续强劲，长期受益粤港澳》2018.01.21

《湾区布局持续发力，盈利水平延续强势》2017.08.11

《深耕粤港澳，重仓都市圈》2017.07.13

本报告导读：

公司布局重仓粤港澳大湾区，丰厚优质的土地储备支持销售持续强势上涨，丰富的可结算资源为业绩确定性保驾护航

摘要：

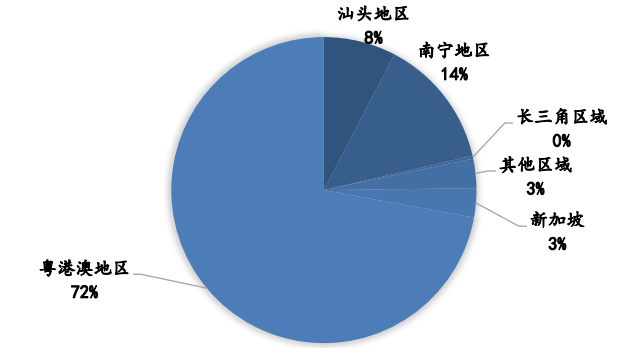
- **维持增持评级，维持目标价 15.7 港元。**维持盈利预测，预计公司 2018/2019 年核心 EPS 为 1.29 元和 1.83 元(RMB)，同比增长 53%和 42%。考虑到公司不断扩张的土储将会持续支撑强劲的增长势头，业绩确定性较高，维持目标价 15.7 港币，维持增持评级。
- **公司土地储备优质丰厚，战略性布局上海一小时生活圈，培育新的销售增长点。**公司目前土储总货值已经达到 6412 亿元，其中 81%位于粤港澳大湾区，将充分受益于大湾区这一新经济高地的经济发展及人口流入。上半年公司实现合约销售额 354.7 亿元，同比增长 83.7%，并上调全年合约销售目标至 700 亿元，在丰厚的可售货值（下半年新推 749 亿元）支撑下，全年销售目标完成无忧。
- **核心利润率持续向上提升，负债率维持较低水平。**公司利润率持续向上提升，毛利润率从 2017 年底 34.4%提升至 2018 年中 37%，核心净利润率从 2017 年底 16.7%提升至 2018 年中 19.4%。另一方面，净负债率维持较低水平，包括境外银团贷款、境内公司债券、海外债及供应链 ABS 等多元融资渠道维持了较低的融资成本，融资成本上升的行业环境对于公司的利润率的影响不大。目前公司的销售均价仍远高于土地储备的综合成本，未来净利润率仍然较大的提升空间。
- **可结算货值充足，高分红率筑基安全垫。**目前已售待结转货值约 474 亿元，预计 2018 年下半年可结算 262 亿元，已锁定 2018 年收入的 90%，业绩确定性较高；2018 年销售收入的高增也基本锁定 2019 年业绩。2018 年中公司加派特别股息，中期及特别股息合计每股 28 港仙，对应年化分红率 8%，稳健的分红将带来股价的安全垫。预计公司 2018/2019 年核心净利润约为 70.71/100.72 亿元(RMB)，同比增长 53%/42%。后续随着大湾区规划的出台及交通互通互联，将直接带动公司土地储备估值回升，维持目标价 15.7 港币。
- **风险提示：市场景气度下行；限价导致利润率受限**

财务摘要（百万人民币）	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	11,119	12,498	14,574	20,539	27,690	40,150	56,009
(+/-)%	*69%*	*12%*	*17%*	*41%*	*35%*	*45%*	*40%*
毛利润	4,116	3,804	4,430	6,560	9,517	13,009	17,811
净利润	2,045	1,760	1,974	3,107	4,620	7,071	10,072
(+/-)%	*74%*	*-14%*	*12%*	*57%*	*49%*	*53%*	*42%*
PE	19.4	24.4	22.0	15.3	10.2	6.7	4.7
PB	5.4	3.8	3.2	2.5	2.0	1.6	1.3

1. 土地储备持续扩张，销售目标完成无忧

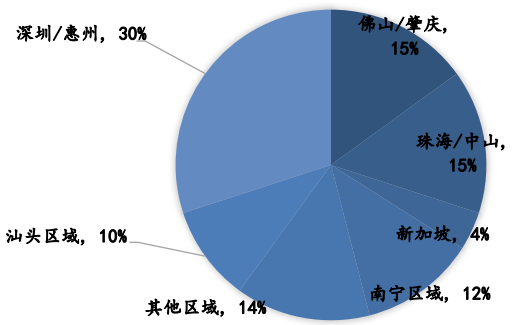
公司土地储备优质丰厚，战略性布局上海一小时生活圈，培育新的销售增长点。公司土地储备进一步扩充，上半年新补充土地储备 645 万平米，目前土储总货值已经达到 6412 亿元，其中 81%位于粤港澳大湾区，将充分受益于大湾区这一新经济高地的经济发展及人口流入。另一方面，公司上半年新进入长三角地区，于嘉善、吴江落子，战略布局上海一小时生活圈，培育新的销售增长点。上半年公司实现合约销售额 354.7 亿元，同比增长 83.7%，并上调全年合约销售目标至 700 亿元，在丰厚的可推货值（下半年新推 749 亿元）支撑下，全年销售目标完成无忧。（本段货币单位均为人民币）

图 1：土地储备以粤港澳大湾区为主



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 2：公司下半年新推货值约 749 亿

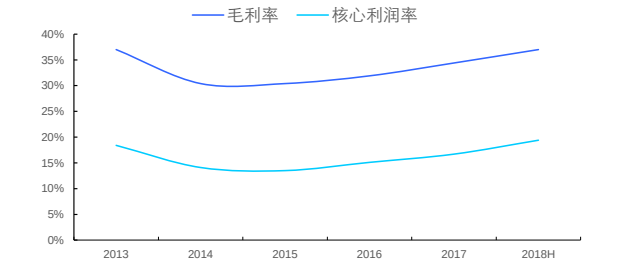


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 利润率持续提升，负债维持较低水平

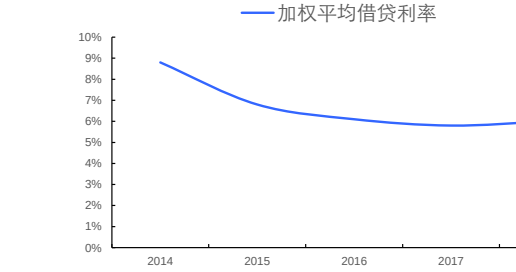
核心利润率持续向上提升，负债率维持较低水平。由于优质高毛利润率项目持续进入结算，公司毛利润率从 2017 年底 34.4%提升至 2018 年中 37%，核心净利润率从 2017 年底 16.7%提升至 2018 年中 19.4%，利润率持续向上提升。另一方面，净负债率维持较低水平，包括境外银团贷款、境内公司债券、海外债及供应链 ABS 等多元融资渠道维持了较低的融资成本，融资成本上升的行业环境对于公司的利润率的影响不大。目前公司的销售均价仍远高于土地储备的综合成本，受益于大湾区经济增长及人口流入，未来公司净利润率仍然较大的提升空间。

图 3：2018 年公司利润率持续向上抬升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 4：综合融资成本保持稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3. 业绩确定性较高，高分红筑基安全垫

可结算货值充足，高分红率筑基股价安全垫。公司目前已售待结转货值约 474 亿元，预计 2018 年下半年可结算货值对应 262 亿元，已锁定 2018 年收入的 90%。按照 2017 年末核心利润率 16.7%来计算，2018 年下半年进入结算货值可对应释放核心利润 43.75 亿元，全年业绩确定性较高。2018 年销售高增也给 2019 年的业绩保驾护航，目前基本锁定 2019 年 80%收入。2018 年中公司加派 10%五周年特别股息，中期股息及特别股息合计每股 28 港仙，相比去年同期增长 27.3%。按照 50%的派息率来计算，对应年化分红率约 8%，公司稳健的分红也将带来股价的安全垫。预计公司 2018/2019 年核心净利润约为 70.71/100.72 亿元(RMB)，同比增长 53%/42%。公司是粤港澳地区龙头公司，后续随着大湾区规划的出台以及交通规划的互通互联，将直接带动公司土地储备估值回升，维持目标价 15.7 港币。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的比较标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com