

2020年04月02日

房地产 | 房地产开发和服务

强烈推荐（首次）

深耕大湾区，业绩增长新引擎已启动

目标股价：16.89 港元

当前股价：11.82 港元

龙光地产 03380.HK

基础数据

流通市值（百万港元）	65,139.95
发行股份（百万股）	5,510.99
每股净资产（港元）	5.71
近3个月平均日交易量（百万港元）	79.75
主要股东持股比例（%）	
Tenby Nominees Limited	62.05

股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	0.52	8.47	16.79
绝对表现	-11.13	-9.63	-5.29
近12个月最高价(港元)	20-03-05	14.54	
近12个月最低价(港元)	20-03-19	8.89	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券

相关报告

分析师 董浩

执业证号：BOI846

852-25105555

hao.dong@cricsec.com

联系人 周卓君

852-25105555

zhouzhuojun@cric.com

投资要点

- 公司深耕粤港澳大湾区，是受益于湾区快速发展的核心标的。过往数轮地产周期中，公司通过精准择时，在深圳、惠州、东莞、南宁等城市积累了充足的可售资源，同时公司积极介入大湾区旧改项目，预计未来将成为稳定的收入贡献来源。我们看好公司未来更加均衡的全国化布局，且认为领先行业的盈利能力得以保持，预计2020/2021年EPS为2.70/3.16元，对应PE 4.0/3.4。首次覆盖，给予强烈推荐评级，目标价16.89港元。
- 核心盈利破百亿，盈利能力持续领先行业。2019年公司实现营收574.8亿元，同比+30.2%；实现核心净利润103.1亿元，对应核心净利率17.9%，盈利能力领先行业。净利率维持高位主要原因有：1）公司核心净利率17.9%，同比增长0.6个PCT；2）公司三费占比为7.3%，较上年下降1.3个PCT，成本管控能力的提升推动公司净利润高速增长。
- 2019年销售超额完成目标，未来三年复合增速有望达到20%。2019年公司实现合同销售金额960.2亿元，同比+33.7%；销售面积691.5万方，同比+57.1%。2020年公司权益合约销售目标为1100亿元（对应20%增速以及1800亿可售资源60%去化率）。公司当前销售并未涉及湖北区域因此受新冠疫情影响相对有限（前三月销售同比持平），我们认为2020年公司大概率完成全年销售目标。此外，公司近期可推货值约4314亿，集中在大湾区、长三角以及大西南地区，以60%去化率计算足够支撑未来三年销售额20%的增长目标，实现跨区域的可持续发展。
- 深耕大湾区，发力旧改项目。公司坚持避开房价高位和地价高峰期逆势拿地以锁定利润。2019年公司招拍挂/旧改拿地占比29.3%/70.7%，其中招拍挂新增建面574.2万方，同比-23.2%，对应货值702亿元；旧改新增建面1049万方，对应货值1690亿元，其中91%位于大湾区。于现有土储货值中公司旧改货值高达4006亿元（占比48.1%），约3806亿元（占比95%）位于大湾区。旧改项目以较低成本带来高盈利，同时弥补大湾区优质土储的稀缺性的特征成为公司新的业绩增长引擎，2019年旧改贡献收入约49亿元，预计未来3年旧改货值将有序释放并持续贡献核心利润的20%，助力公司平稳穿越周期。
- 净负债率稳定行业低位，融资成本下行趋势。2019年公司资产负债率79.1%，同比提升0.7pct；净负债率67.4%，同比提升4.2pct，维持行业偏低水平。公司加权平均融资成本自2014年到达高点后稳步下降，2019年平均融资成本6.1%，与去年同期持平，于民营房企中处于较低水平。2020年初公司境内外债券票息较去年同期债券融资成本下降明显，此外报告期内多家评级机构上调公司信用评级，有利于公司未来持续改善财务结构。
- 风险提示：新冠疫情影响超预期，行业销售下滑超预期，政策调控力度不及预期。

核心数据

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入（百万元）	27689.7	44136.9	57480.4	71850.5	88376.1
增长率（%）	34.8%	59.4%	30.2%	25.0%	23.0%
归母净利润（百万元）	6527.4	8288.4	11269.0	14867.8	17412.7
增长率（%）	45.4%	27.0%	36.0%	31.9%	17.1%
每股收益（EPS）	1.18	1.50	2.04	2.70	3.16
市盈率（P/E）	9.0	7.1	5.2	4.0	3.4
市净率（P/B）	2.2	1.6	1.4	1.0	0.8

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表(百万元)	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
营业收入	27689.7	44136.9	57480.4	71850.5	88376.1
营业成本					
毛利	18172.5	29250.0	39347.4	47985.1	59362.1
销售费用	9517.2	14886.9	18133.0	23865.4	29014.1
管理费用	928.7	1231.4	1398.2	2054.1	2380.6
财务费用	748.0	1133.9	1409.4	1849.5	2237.4
其他费用/(-收入)	672.2	1416.9	1366.3	1919.5	2432.9
营业利润	-3720.7	-2914.3	-3493.0	-6255.1	-6299.9
所得税费用	10889.0	14019.1	17452.3	24297.4	28263.1
净利润	3880.5	5023.2	5889.0	8521.2	9858.6
少数股东损益	7008.5	8995.9	11563.3	15776.2	18404.5
归属于母公司净利润	481.1	707.5	294.2	908.3	991.8

财务指标	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
盈利能力					
ROE	25.8%	24.5%	26.9%	27.9%	25.5%
毛利率	34.4%	33.7%	31.5%	33.2%	32.8%
营业利润率	39.3%	31.8%	30.4%	33.8%	32.0%
销售净利率	25.3%	20.4%	20.1%	22.0%	20.8%
成长能力					
营业收入增长率	34.8%	59.4%	30.2%	25.0%	23.0%
营业利润增长率	37.3%	28.7%	24.5%	39.2%	16.3%
净利润增长率	34.8%	28.4%	28.5%	36.4%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	75.7%	78.4%	79.1%	75.2%	73.0%
流动比	145.9%	147.6%	133.7%	154.3%	146.2%
速动比	78.8%	85.7%	61.2%	74.7%	65.8%

每股指标与估值	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
每股指标					
EPS	1.18	1.50	2.04	2.70	3.16
BVPS	4.9	6.7	7.8	10.3	13.1
估值					
P/E	9.0	7.1	5.2	4.0	3.4
P/B	2.2	1.6	1.4	1.0	0.8
P/S	2.1	1.3	1.0	0.8	0.7

资产负债表(百万元)	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
现金及现金等价物	19878.2	28452.5	39724.6	49184.8	59514.9
应收账款及其他					
存货	21182.9	35068.8	32582.0	35518.1	34269.1
其他流动资产	38457.7	54780.7	86351.8	91236.3	116043.5
流动资产合计	4057.1	8921.0	566.1	866.1	1166.1
固定资产及在建工程	83594.5	130640.5	159224.5	176911.3	211139.0
长期股权投资	15812.7	16956.8	27496.2	27894.1	28190.5
无形资产、商誉	-	12273.1	0.0	2000.0	4000.0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	11162.3	1450.4	1894.8	3094.8	4294.8
资产总计	28276.3	39454.2	46785.6	51783.6	56379.9
短期借款	111870.8	170094.7	206010.1	228694.9	267519.0
应付账款及其他	8563.4	17213.3	12571.7	13740.9	4779.6
合同负债	7304.7	12503.8	24127.3	12140.3	34636.8
其他流动负债	0.0	16785.0	26030.0	30560.1	41656.4
流动负债合计	38716.4	37477.4	49986.4	51986.4	53986.4
长期借款	57293.8	88538.5	119097.1	114628.2	144466.0
长期应付账款及其他应付款项	14191.0	11967.0	13504.0	20611.3	7169.4
其他长期负债	8059.0	19337.0	22034.0	27950.5	34379.7
非流动负债合计	5163.3	13506.4	8381.0	8881.0	9381.0
负债合计	27413.3	44810.4	43919.0	57442.8	50930.1
股本	84707.0	133348.9	163016.1	172071.1	195396.2
储备	433.8	434.0	435.2	435.2	435.2
少数股东权益	22915.6	29141.7	33759.3	46480.7	60987.8
负债和股东权益总计	3857.6	7497.0	8799.6	9707.9	10699.7

现金流量表(百万元)	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
净利润	4487.7	6527.4	8288.4	12827.3	16291.8
折旧摊销	37.3	64.4	57.3	63.0	65.0
营运资本变动	1517.4	6208.4	-5727.8	-6220.8	3983.6
利息净支出	-18.8	90.4	403.0	380.1	612.3
其他	-1195.5	-1374.7	1547.6	-6199.4	-7128.1
经营活动现金流	4828.1	11515.8	4568.5	850.3	13824.6
资本支出	67.7	36.3	52.0	710.0	510.0
其他	-12043.6	-11163.5	-22957.9	-15388.3	-16503.2
投资活动现金流	-12839.8	-11844.2	-24045.9	-19214.3	-17013.2
债务融资	12602.7	12168.2	18898.0	23411.7	-2144.2
权益融资	-868.2	-737.2	-1593.8	-1908.0	-2375.7
其它	1051.9	-4,413.7	10,963.6	4,879.4	21,545.5
筹资活动现金流	12786.3	7017.3	28267.8	26383.1	17025.6
汇率变动	149.9	-370.6	-216.1	-145.6	-244.1
现金净增加额	4924.6	6318.4	8574.3	7873.5	13592.8

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

内容目录

业绩高速释放，核心净利润率维持行业高位	4
超额完成上年销售目标，且 2020 年较进取	6
精准踩点，做大湾区长期领跑者	8
财务状况健康稳定，融资成本控制良好	11
投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级	13
风险提示：	13

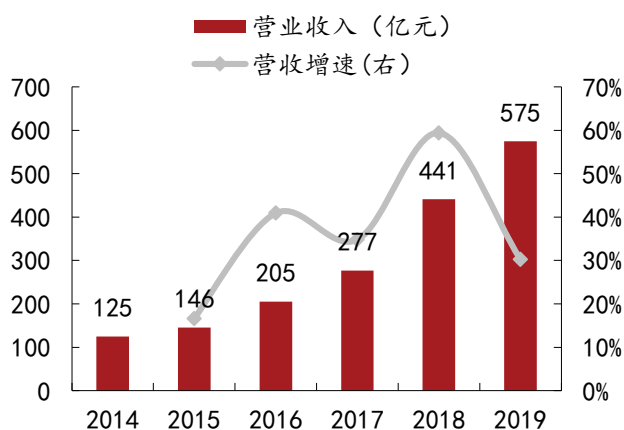
图表目录

图 1：营收及增速	4
图 2：归母净利润及增速	4
图 3：核心净利润及增速	4
图 4：核心净利率及毛利率	4
图 5：主流港股地产公司核心利润率	5
图 6：每股股息	5
图 7：派息率及股息率	5
图 8：合同销售金额及增速	6
图 9：各区域销售价格	6
图 10：合同销售区域占比	7
图 11：2020 年权益推货值约 1800 亿元	8
图 12：2020 年粤港澳大湾区推货值约 1080 亿元	8
图 13：公司逆周期拿地特征明显	9
图 14：公司深圳项目销售均价和综合土储成本对比	9
图 15：招拍挂拿地及土储综合成本	10
图 16：公司当年拿地均价/销售均价	10
图 17：截至 2019 年末，城市更新货值分布	11
图 18：2019 年底土储总货值 8320 亿元	11
图 19：2019 年底大湾区货值 6850 亿，占比 82%	11
图 20：净负债率趋势	12
图 21：现金/短期有息债务覆盖倍数	12
图 22：平均融资成本趋势	12
表 1：2019 年合同销售区域分布明细	7
表 2：近期可售货值	8
表 3：2020 重点项目	9
表 4：公司未到期美元债券信息	13

业绩高速释放，核心净利润率维持行业高位

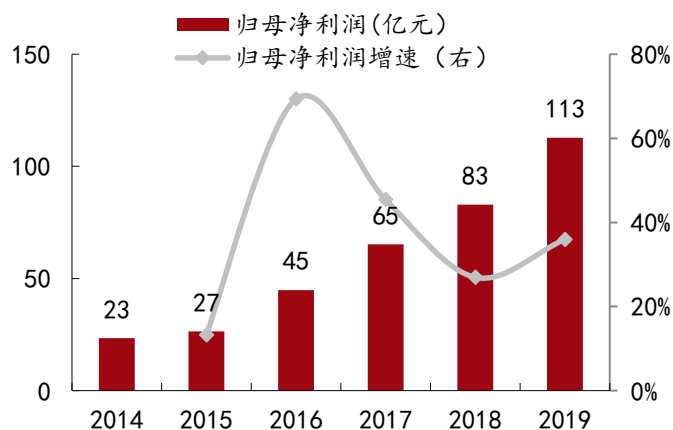
核心盈利破百亿，盈利能力持续领先行业。2019 年公司实现营收 574.8 亿元，同比+30.2%；实现归母净利润 112.7 亿元，同比+36.0%；实现核心净利润 103.1 亿元，对应核心净利率 17.9%。公司早期的逆周期低成本拿地策略（见下文土储板块分析）使其于调控趋严限价收紧的今日仍可保持较好的利润，其盈利能力于港股主流地产公司中仅次于中国海外发展。此外，公司归母净利润增速跑赢营收增速主要因为 1) 2019 年公司结转项目权益占比提升，少数股东损益占比仅为 2.5%，同比下滑 5pct；2) 2019 年公司销售/行政开支/财务成本分别同比增长 14%/24%/-4%，均低于营收增幅，成本管控能力的提升推动公司净利润高速增长。

图 1：营收及增速



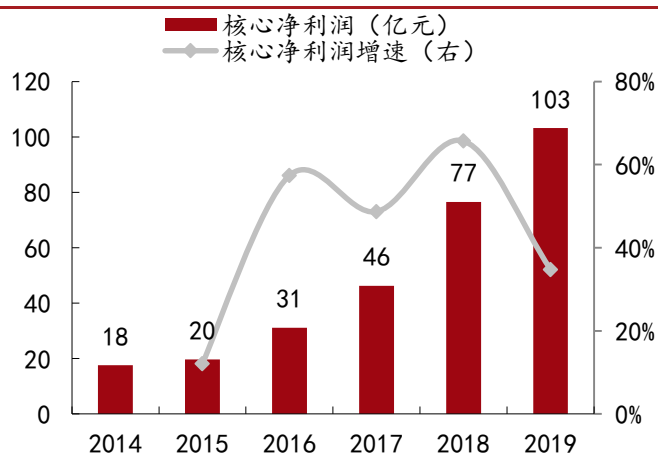
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 2：归母净利润及增速



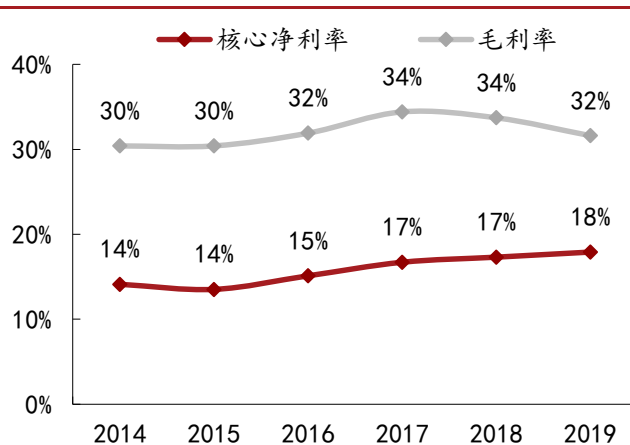
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 3：核心净利润及增速



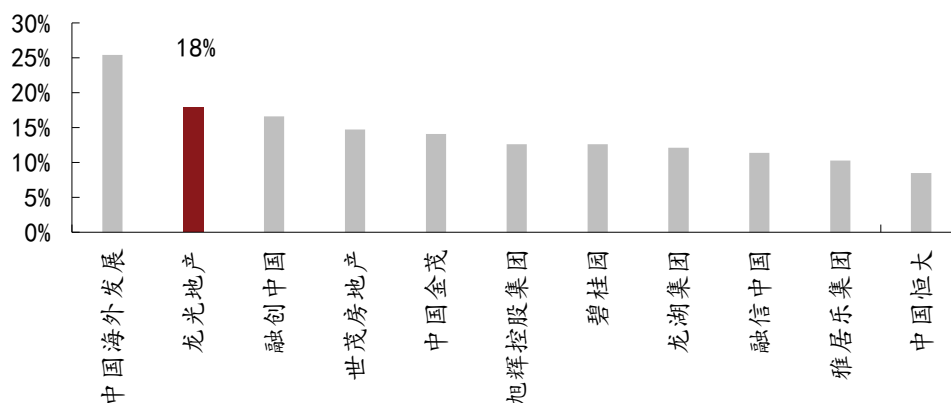
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 4：核心净利率及毛利率



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

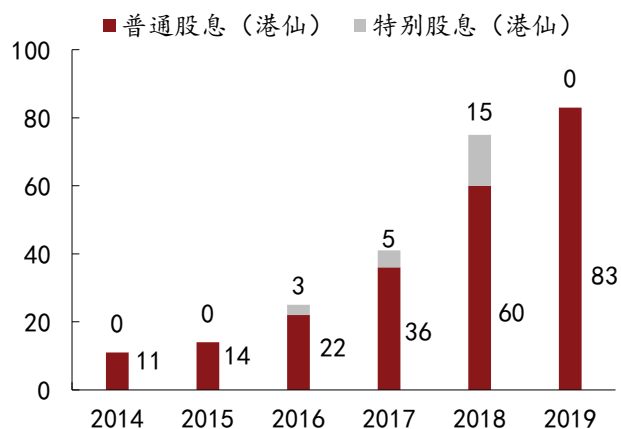
图 5：主流港股地产公司核心利润率



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

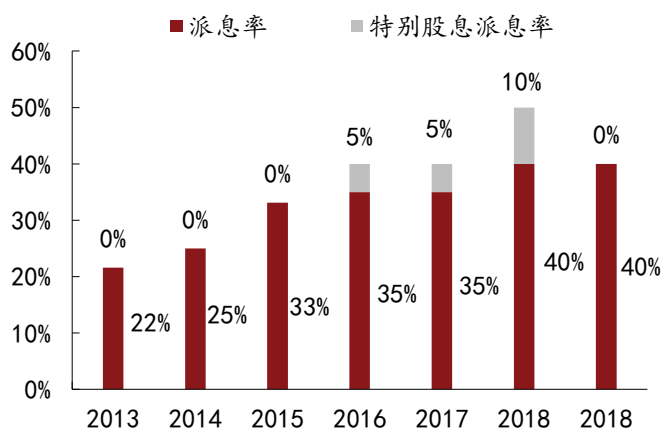
分红慷慨且稳定，股息收益率角度看投资价值已凸显。2019 年公司董事会建议派付末期股息每股 45 港仙，连同中期股息 38 港仙，全年合共派息每股 83 港仙，股息总额占归母核心净利约 40%；股息收益率约 7.0%（对应 4 月 2 日收盘价）。

图 6：每股股息



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 7：派息率及股息率



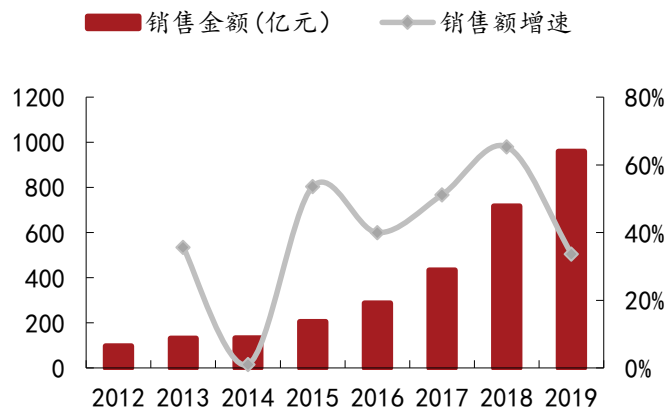
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

超额完成上年销售目标，且 2020 年较进取

2019 年销售超额完成目标。2019 年公司实现合同销售金额 960.2 亿元，同比 +33.7%，其中权益销售金额 915.2 亿元，完成全年目标的 108%；实现销售面积 691.5 万方，同比 +57.1%。近年公司从大湾区龙头迈向全国化布局，区域扩张的同时也带来销售能级下沉（如销售均价较高的深圳销售占比下滑，销售均价较低的三四线城市占比提升），致 2019 年合约销售均价为 13886 元/平，同比 -13.3%。

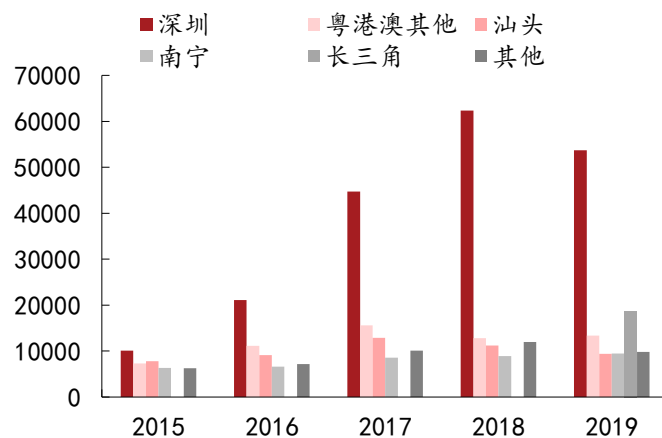
持续加码长三角，谋求全国化布局。从销售分布来看，2019 年公司深圳/粤港澳除深圳/南宁/汕头/长三角/新加坡/其他区域销售占比分别为 12.4%/43.9%/25.1%/7.4%/3.1%/6.6%/1.5%，同比分别 -22.0pct/+17.9pct/+0.6pct/+0.2pct/+3.1pct/+1.9pct/-1.7pct，公司在深耕大湾区的同时也在谋求全国化布局来实现未来销售增长的区域平衡，降低单一城市或单一区域市场波动所造成的风险。2018 年公司落子长三角，2019 年该区域销售金额已经突破 30 亿，成为公司销售新增长点。

图 8：合同销售金额及增速



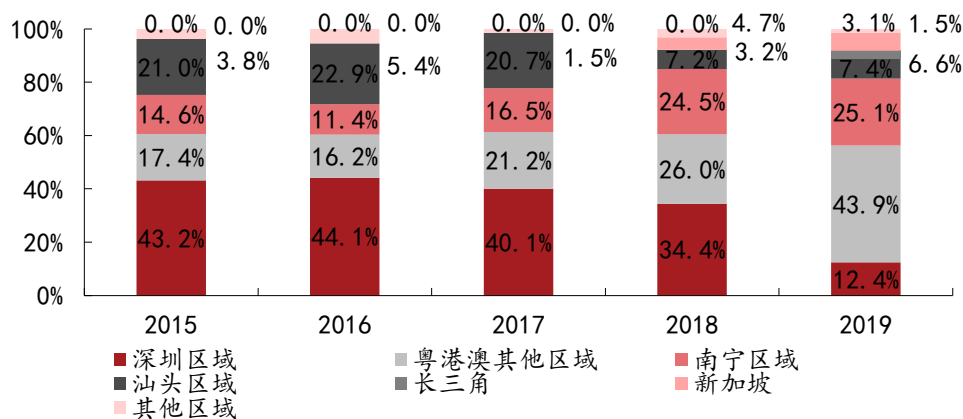
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 9：各区域销售价格



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 10：合同销售区域占比



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

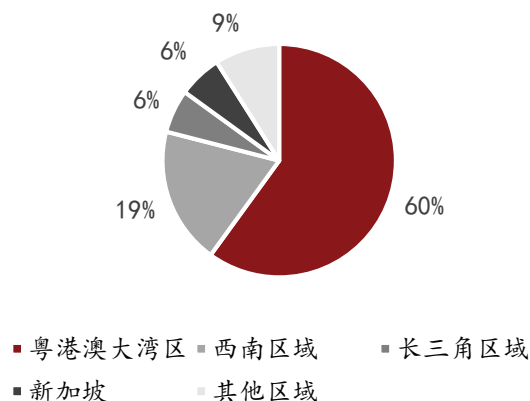
表 1：2019 年合同销售区域分布明细

按地区分类	金额 (亿元)	占比	面积 (万方)	占比	均价 (元/平方米)
深圳区域	118.9	12.4%	22.1	3.2%	53697
大湾区其他区域	421.4	43.9%	311.6	45.1%	13355
南宁区域	240.7	25.1%	247.7	35.8%	9432
汕头区域	70.7	7.4%	70.9	10.2%	9399
长三角区域	30.3	3.1%	14.3	2.1%	18716
新加坡	63.5	6.6%	7.3	1.0%	87584
其他区域	14.8	1.5%	17.7	2.6%	9796
合计	960.2	100.0%	691.5	100%	13635

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

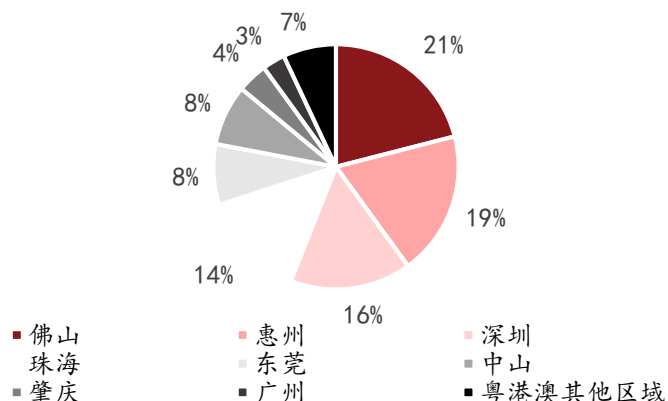
未来三年复合增速有望达到 20%。2020 年公司权益可售货值 1800 亿元，可售/当期销售约 2X，其中大湾区/大西南/长三角分别占比 60%/19%/6%。2020 年公司权益合约销售金额的目标为 1100 亿元，较 2019 年同比+20.2%，以可售资源 60%的去化率估算即可实现权益销售目标。参考公司去年 65%的去化率，叠加公司当前销售并未涉及湖北区域因此受新冠疫情影响相对有限，我们认为公司大概率完成全年销售目标。此外，公司近期可推货值约 4314 亿元（大湾区占比 71%、深圳占比 19%），以 60%去化率计算足够支撑未来三年销售额 20%的增长目标，实现跨区域的可持续发展。

图 11: 2020 年权益推货值约 1800 亿元



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

图 12: 2020 年粤港澳大湾区推货值约 1080 亿元



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

表 2: 近期可售货值

区域	面积 万方	货值 亿元	货值占比
深圳	114	808	19%
惠州/东莞	743	761	18%
广州/佛山/肇庆	688	659	15%
珠海/中山	352	461	11%
香港	4	134	3%
其他	334	233	5%
粤港澳大湾区小计	2235	3056	71%
大西南区域	914	717	17%
长三角区域	81	99	2%
新加坡	15	110	2%
其他区域	422	332	8%
合计	3667	4314	100%

数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

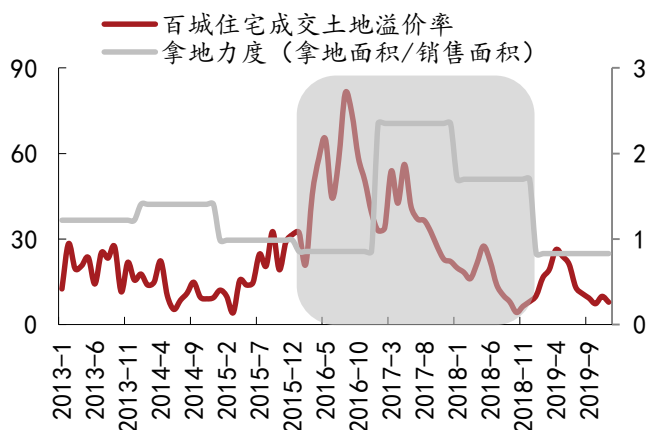
精准踩点，做大湾区长期领跑者

逆周期拿地锁定利润。2012-2019 年适逢三轮小周期，公司看准市场节点避开房价高位和地价高峰期以锁定利润。1) 2012-2013 适逢房地产黄金时期，彼时中国经济正经历结构转型叠加央行三年以来首次降准降息间接利好楼市，抑制性调控的逐步松动带来楼市的复苏，此期间公司拿地力度为 1.2X。2014 年楼市的一系列回调政策带来土地市场转冷，溢价率也随之走低，公司加大拿地力度至 1.4X。2) 2015 年初“330 新政”及去库存口号为楼市带来新一轮楼市高点，一二线城市供不应求

土地市场火热，公司则在溢价率走高下减少公开市场补货强度至 0.9X。3) 2017 年市场调控加强，“房住不炒”主基调下土地溢价率再次回落，公司拿地/销售比重回高点达 2.3X。

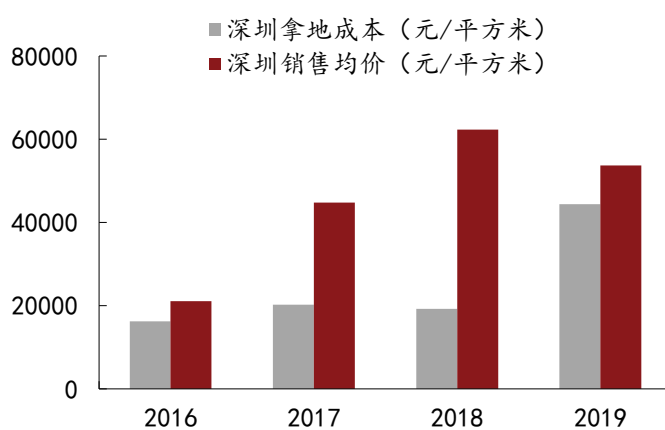
低成本优质土储助力公司量价齐升。于逆势补仓策略下，公司以较低的土地成本在深圳、惠州、东莞、南宁等城市积累了充裕的优质货源，截至 2019 年，公司土储总建筑面积达 3667 万方，同比+1.1%，土储平均楼面价 4081 元/平方米，同比+7.7%，地价房价比为 29.4%，反映公司严守土地成本红线以保障盈利。近年核心城市尤其深圳房价的急速上升给公司带来丰厚利润。其中 2014 年 10 月以楼面价 2.5 万元/平方米拿下的深圳玖龙玺项目已成为深圳龙华中心区域白石龙站的上盖物业，当前售价已达 8.5 万元/平方米；此外 2015 年近深圳北站的玖钻项目拿地楼面价仅为 1.9 万元/平方米，当前售价达 6 万元/平方米。

图 13：公司逆周期拿地特征明显



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 14：公司深圳项目销售均价和当年拿地成本对比



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

注：深圳土储成本为 wind 企业拿地明细及公开市场地块信息估算值。

表 3：2020 重点项目

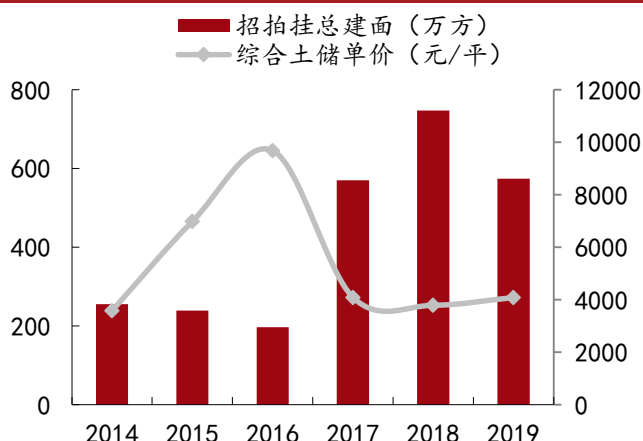
项目	位置	占地面积 万方	总建筑面积 万方	销售单价 元/平方米	拿地单价 元/平方米	地售比
深圳-玖悦台	地铁 4、6 号线红山站	4.7	20.9	79838	25000	31.3%
深圳-玖龙台	6、13 号线观光站	15.2	76	88794	27000	30.4%
惠州-龙光城	大亚湾，临近深圳	170	528	16223	300	1.8%
东莞-江南大境	东莞滨海片区	7.3	28.9	32000	1000	3.1%
珠海-玖誉湾	珠海金湾区	13.3	36	26000	11601	44.6%
南宁-天瀛	南宁良庆区	10.8	43.9	25000	14478	57.9%
佛山-玖龙台	佛山禅城区季华西路	8.2	73	17000	6617	38.9%
嘉善-罗星 93 亩	嘉善罗星街道和合社区	6.2	22	20000	8850	44.3%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

注：拿地单价部分为倒退估算值；部分为公开信息，具备一定参考意义。

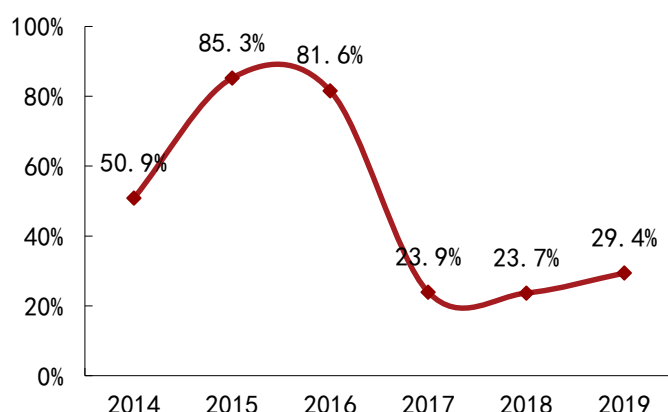
跨区域布局，求平衡发展。2019 年公司招拍挂/城市更新拿地占比 29.3%/70.7%，其中招拍挂获取 31 个项目，总建面达 574.2 万方，同比- 23.2%，对应货值 702 亿元；权益拿地总额 292.9 亿元，同比+38.3%；拿地楼面单价 5427 元/平，拿地单价/销售单价 39.1%。基于长期发展的考量，公司近年扩张布局分散投资风险，逐步由重仓大湾区到兼顾外围城市群。除下沉到两广地区中三四线城市如河源、阳江等外，公司也战略性落子环沪一小时生活圈，接连在上海相邻的嘉善、吴江等地布局以抓住核心区域的外溢需求。长期来看，公司投资的重点还是聚焦粤港澳大湾区，同时会兼顾都市圈外围以补充销售规模和平衡业务布局，未来公司大湾区/长三角/大西南/其他区域销售占比预期为 50%-60%/20%/15%/15%，预计公司将在现有土储的基础上将加大长三角的投资力度。

图 15：招拍挂拿地及土储综合成本



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

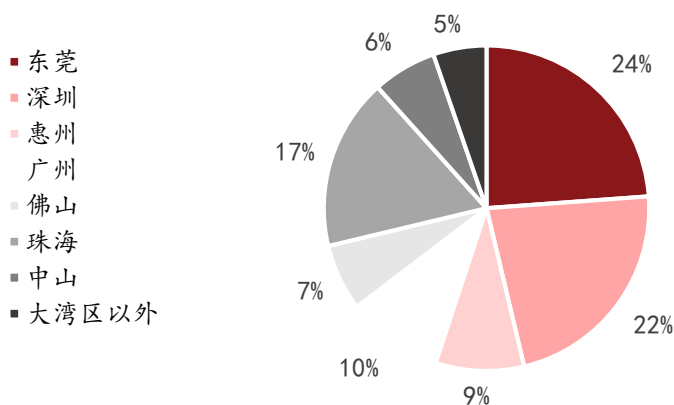
图 16：公司当年拿地均价/销售均价



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

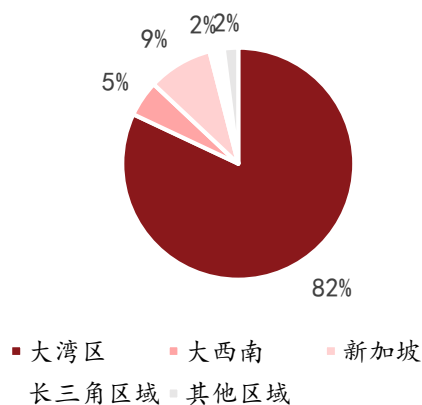
发力旧改，寻找业绩新增长点。在土地市场竞争日益激烈的环境下，公司逐步扩充与其他房企联营合作的机会，并适当减少招拍挂比例转而积极介入大湾区旧改项目致综合土储成本改善明显：由 2016 年的高点 9689 元/平方米下滑到 2019 年的 4000 元/平方米上下，充裕低成本土储有助于公司打造差异化竞争优势。2019 年公司城市更新拿地占比 70.7%，新增旧改面积约 1049 万方，对应货值 1690 亿元，其中 91% 位于大湾区。于现有土储货值（8320 亿元）中公司旧改货值高达 4006 亿元（占比 48.1%），其中约 3806 亿元（占比 95%）位于大湾区，在深圳/惠州/东莞/珠海等企业可自主改造区域的货值近 2890 亿元。旧改项目将对现有土储形成有效补充，未来成为稳定的利润贡献来源。

图 17：截至 2019 年末，城市更新货值分布



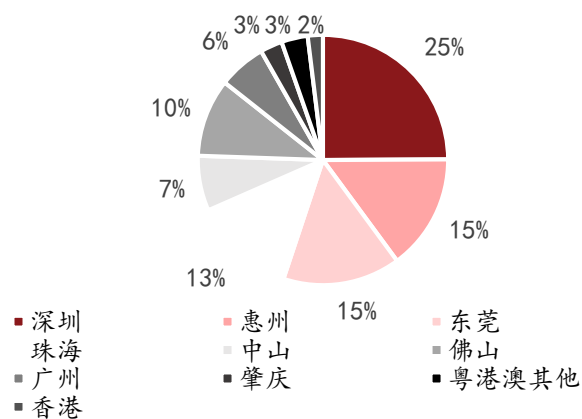
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 18：2019 年底土储总货值 8320 亿元



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 19：2019 年底大湾区货值 6850 亿，占比 82%

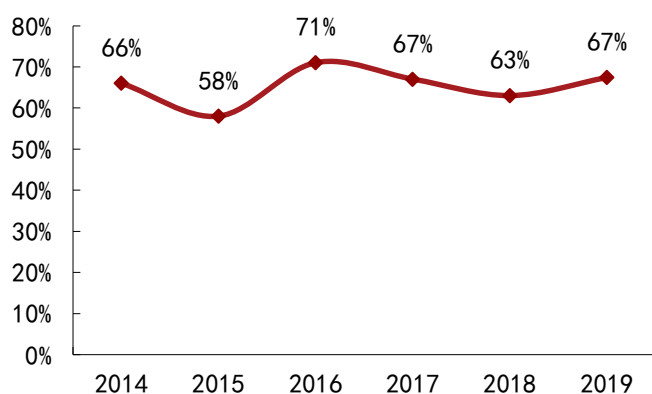


数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

财务状况健康稳定，融资成本控制良好

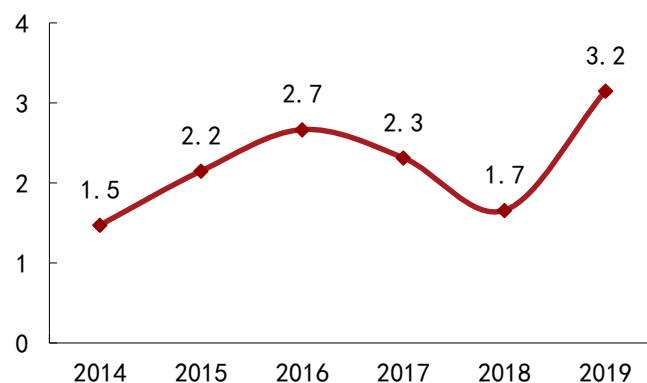
净负债率稳定行业低位。2019 年公司资产负债率 79.1%，同比提升 0.7pct；剔除预收账款后的资产负债率 66.5%，同比下滑 2pct；净负债率 67.4%，同比提升 4.2pct，维持行业偏低水平。此外，2019 年公司在手现金约 407 亿元，现金及现金等价物/短期有息债务覆盖倍数超过 3X，短期债务偿还安全边际较高。

图 20: 净负债率趋势



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

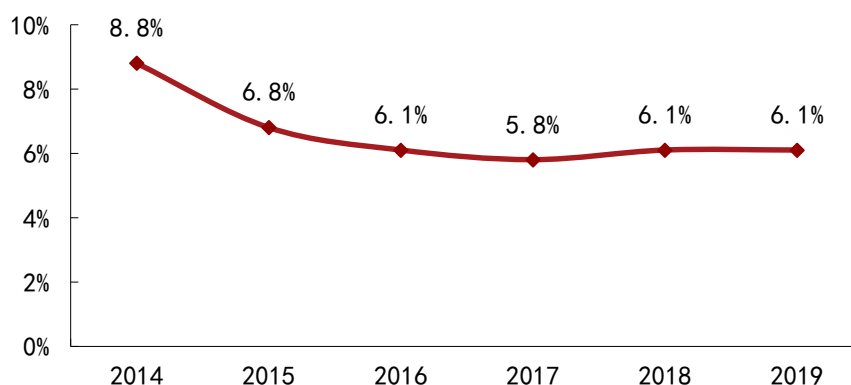
图 21: 现金/短期有息债务覆盖倍数



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

融资成本下行长趋势。公司加权平均融资成本自 2014 年到达高点后缓步下滑, 2019 年平均融资成本 6.1%, 与去年同期持平, 于民营房企中处于低位。2020 年初公司成功发行 10 亿元 5 年期境内公司债, 票息 4.8%, 创下公司近三年发债利率最低记录。此外 1 月 14 日公司发行 3 亿美元 5 年期海外债, 票息 5.75%, 较去年同期美元债融资成本下降明显。报告期内, 标普、惠誉上调公司信用评级为 BB, 穆迪将评级展望从稳定调整为正面, 信用评级的提升有利于公司进一步发挥融资优势。

图 22: 平均融资成本趋势



数据来源: wind、克而瑞证券研究院

表 4：公司未到期美元债券信息

债券代码	起息日	到期日	发行规模（亿美元）	利率说明
71TB.SG	2017-05-31	2079-06-03	3.50	7%上下
40114.HK	2020-01-14	2025-01-14	3.00	5.75%
5732x.HK	2019-09-09	2024-06-09	1.80	6.90%
5732.HK	2019-09-09	2024-06-09	1.00	6.90%
IAMB.SG	2019-07-16	2023-07-16	4.00	6.50%
71MB.SG	2017-05-23	2023-02-23	4.50	5.25%
UQUB.SG	2019-02-25	2022-08-25	3.00	7.50%
5341.HK	2017-01-03	2022-01-03	2.00	5.75%
5341x.HK	2017-01-03	2022-01-03	0.50	5.75%
8E7B.SG	2018-08-27	2021-08-27	3.00	7.50%
8SSB.SG	2018-04-24	2021-04-24	3.00	6.88%
8SSBx.SG	2018-04-24	2021-04-24	1.00	6.88%
8RDB.SG	2018-04-16	2021-04-16	2.00	6.13%
8LJB.SG	2018-03-07	2021-03-07	2.50	6.38%
ZIYB.SG	2018-12-12	2020-12-12	3.70	8.75%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

公司深耕粤港澳大湾区，是受益于湾区快速发展的核心标的。过往数轮地产周期中，公司通过精准择时，在深圳、惠州、东莞、南宁等城市积累了充足的可售资源，同时公司积极介入大湾区旧改项目，预计未来将成为稳定的收入贡献来源。我们看好公司未来更加均衡的全国化布局，且认为领先行业的盈利能力得以保持，预计2020/2021年EPS为2.70/3.16元，对应PE 4.0/3.4。首次覆盖，给予强烈推荐评级，目标价16.89港元。

风险提示：

新冠疫情影响超预期，行业销售下滑超预期，政策逆周期调控力度不及预期。

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司在过去的十二个月内有为上述被研究公司提供[服务名称]服务, [并已在过去十二个月内收取了该服务之费用]/[并预计在未来三个月内收取该服务之费用](选其一)。

克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被调研公司有股权关系。(如不适用可以移除)

克而瑞及其子公司, 母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正 常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管, 除了向 CEO 直接汇报外, 分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序, 以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序, 并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅(复权后)超 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅(复权后)介于 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避: 公司股价跌幅(复权后)超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司, 或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是, 本文所表达的意见, 估算和预测完全是本文作者的意见, 估计和推测, 而不是作为上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司或任何其他他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见, 估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息, 但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实, 以及其中所表达的意见, 估计, 预测和推测, 截至本报告日期, 如有变更, 恕不另行通知。对于本报告所含信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证, 也不应依赖于这些信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 而且克而瑞证券有限公司, 上述被研究公司, 其股东, 或任何其他他人, 对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失, 均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽的一部分, 本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础, 也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定, 必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考, 不得以任何目的复制, 分发或直接或间接传递给任何其他他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国, 加拿大或日本取得或传送, 也不得在美国, 加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制, 持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见, 估计, 预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前, 客户应考虑该等意见是否适合其特定情况, 并在必要时寻求专业建议。

预测, 推测和估值纯属猜测, 且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测, 推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测, 推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产, 未经克而瑞事前书面同意, 任何人士或机构均不得复制, 分发, 传阅, 广播或作任何商业用途, 而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险, 过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情, 包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779), 为香港证券及期货事务监察委员会持牌人, 获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。