

强烈推荐（维持）

规模与效益兼具，发力“城市综合服务商”战略

目标股价：18.10 港元

当前股价：14.84 港元

龙光集团 03380.HK

基础数据

流通市值 (百万港元)	81,909.89
发行股份 (百万股)	5,519.53
每股净资产 (港元)	6.81
近 3 月平均日交易量(百万港元)	63.72
主要股东持股比例 (%)	
Tenby Nominees Limited	61.82
Junxi Investments Limited	61.82

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	7.88	23.16	42.14
绝对表现	5.85	26.59	37.74
近 12 月最高价(港元)	20-07-07	15.42	
近 12 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

1、《龙光地产 03380.HK：扎根大湾区，启动业绩增长新引擎》2020-04-06

2、《龙光地产 03380.HK：深耕大湾区，业绩增长新引擎已启动》2020-04-05

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

事件

- 公司发布 2020 年中期业绩。上半年实现营收 310.3 亿元，同比+14.9%；毛利润 109.3 亿元，同比+16.4%；归母核心利润 53.3 亿元，同比+18.3%。公司上半年权益合约销售额达 463.5 亿元，同比+12.1%，完成全年目标的 42%。

投资要点

- 盈利能力持续领先行业，股息回报优渥。**2020 年 H1 公司实现营业收入 310.3 亿元，同比+14.9%，较去年同期 78.3% 的增速有所放缓。于较高基数上公司仍维持良好盈利水平，H1 实现归母净利润 61.6 亿元，同比+20.1%；归母核心利润 53.3 亿元，同比+18.3%，对应核心利润率 17.6%，相比去年同期提升 0.3PCT。2020 年公司 ROE (TTM) 达 35.4%，已连续 8 年平均 ROE 超 30%，远高于内房股 2019 年 ROE 均值 (17.8%)。此外，2020 年公司中期股息每股 43 港仙，同比+13.2%；派息率约 40%，已连续五年高于 (或等于) 40%；对应股息收益率 6.2%，投资价值凸显。
- 销售稳健增长，长三角销售占比提高。**H1 公司权益销售额达 463.5 亿，同比+12.1%；权益销售面积 304.3 万方，同比-3.2%；均价 14985 元/平，同比+13.6%。公司兼顾区域深耕与新城拓展：公司维持重点市场较高市占率，于惠州、东莞、珠海权益销售额皆位列前三；同时积极扩展长三角市场，上半年长三角权益销售额达 17.2 亿，同比+70%；占比 3.7%，占比提升 1.3PCT。H1 公司已完成销售目标 1100 亿 (对应 20% 增速) 的 42%，结合 H2 可售货值 1340 亿元，约 47.5% 去化率即可完成目标。
- 高质量土储为公司销售潜力形成强支撑。**截至 2020 年 H1，公司土储总建面达 6401 万方，土地成本 4610 元/平，较 2019 年末提升 12.0%。土储货值 9340 亿元，其中大湾区土储货值 7620 亿元 (占比 82%)，深圳及临深区域货值达 3899 亿元，高质量土储支撑股价长期升值潜力。公司近期可开发土储货值约 4791 亿元，占比 51.3%，有力保障公司未来三年的销售增长。
- 拿地方式多元，区域布局更趋均衡。**2020 年公司新增土储建面 647 万方，新增土储货值 1292 亿元，其中 53% 来自城市更新项目，47% 为招拍挂拿地。目前公司城市更新业务布局 11 城，合计 87 个项目对应可转化土储货值 4549 亿元，其中 94% 位于大湾区。未来 3 年城市更新将成为公司业绩增长新引擎，预计提供可孵化货值超 1500 亿元，每年将贡献约 20% 的核心利润。此外，公司区域布局更趋均衡，2020 年公司招拍挂拿地中长三角都市圈货值约 70 亿元，占比 11%。

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

敬请阅读末页的重要说明

财务指标稳健，融资成本维持下行趋势。2020年H1公司净负债率68.3%，较2019年末提升0.9PCT，仍维持行业偏低水平。公司在手现金约419亿元，现金短债比2X，短期偿债能力较强。同时，公司加权融资成本持续下行，2020年H1加权融资成本仅5.93%，新增借贷利率5.45%，较2019年末分别下滑17BP和55BP。公司境内外融资渠道畅通，2020年1月公司成功完成增发1.8亿美元优先票据，实际利率5.4%，创下当时民营内房企业同评级债券发行利率的最低记录；7月24日公司发行3+2年期境内公司债，利率低至4.69%。

投资建议：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PE4.0/3.4。维持“强烈推荐”评级，目标价18.10港元。

风险提示：新冠疫情影影响超预期，行业销售下滑超预期，政策调控力度不及预期。

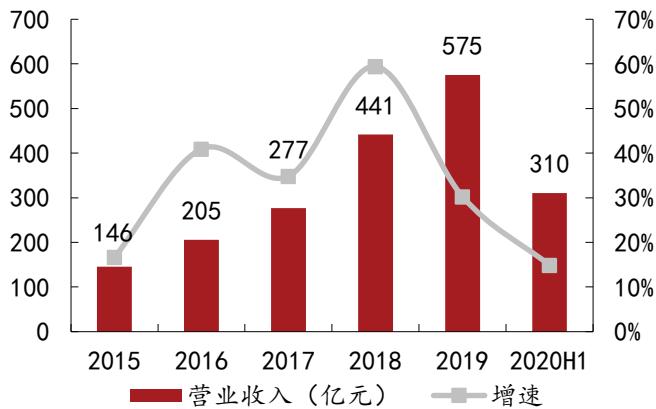
公司财务数据

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

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

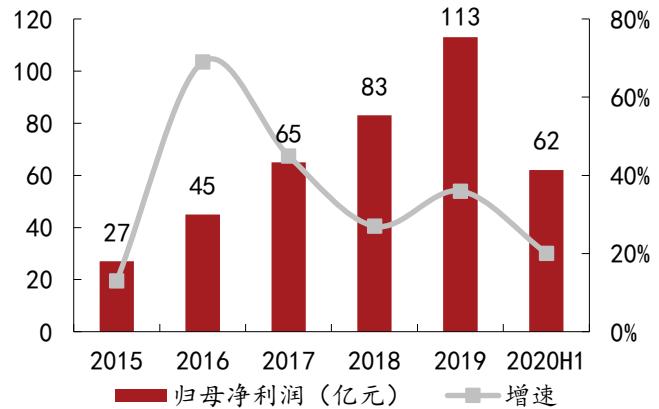
资产负债表(百万元)	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
现金及现金等价物	19878.2	28452.5	39724.6	49184.8	59514.9
应收账款及其他					
存货	21182.9	35068.8	32582.0	35518.1	34269.1
其他流动资产	38457.7	54780.7	86351.8	91236.3	116043.5
流动资产合计	4057.1	8921.0	566.1	866.1	1166.1
固定资产及在建工程	83594.5	130640.5	159224.5	176911.3	211139.0
长期股权投资	15812.7	16956.8	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	14191.0	11967.0	13504.0	20611.3	7169.4
应付款项					
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

图 1：公司历年营收及增速



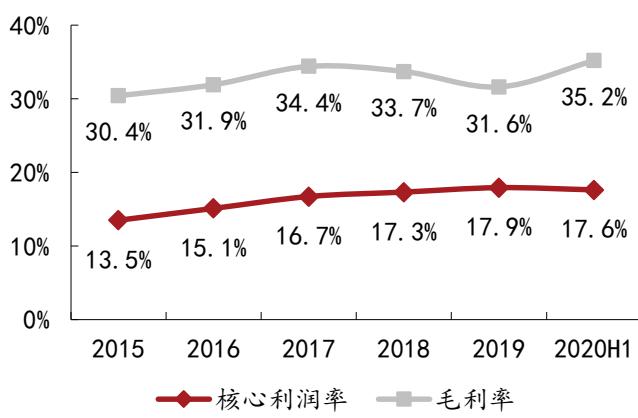
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 2：公司历年归母净利润及增速



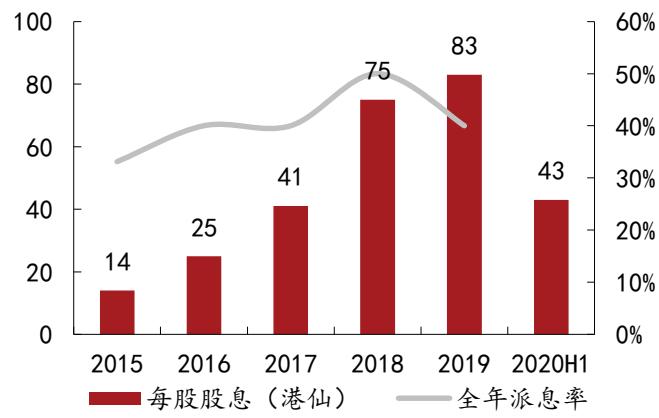
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 3：公司历年核心净利率及毛利率



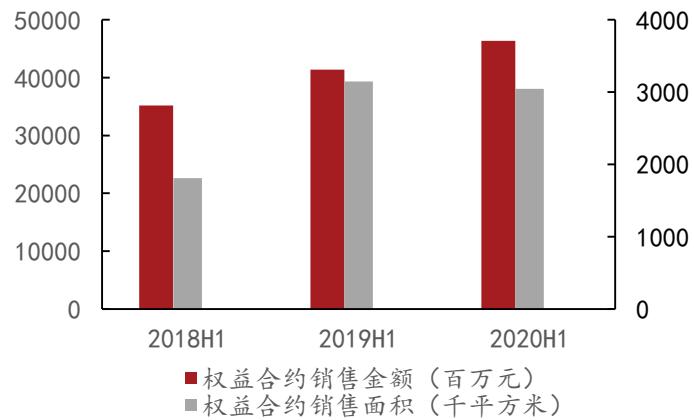
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 4：公司历年每股股息



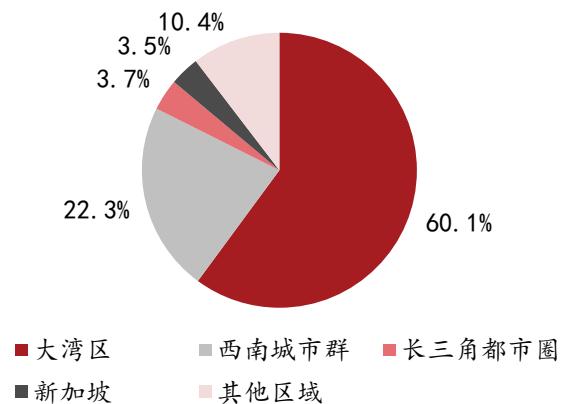
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 5：近三年权益销售情况



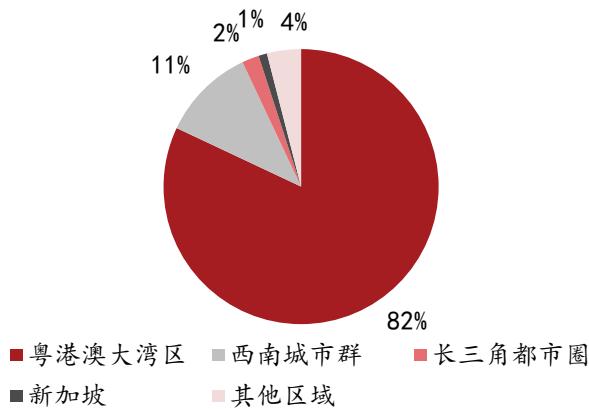
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 6：2020H1 权益合约销售金额分布



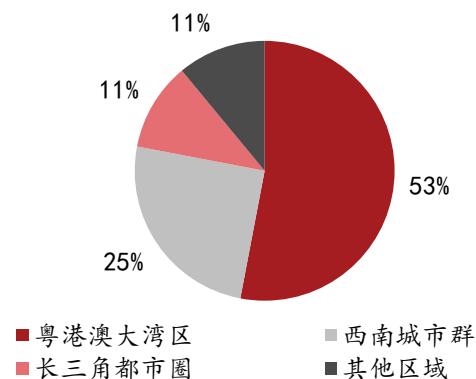
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 7: 2020H1 土储总货值分布



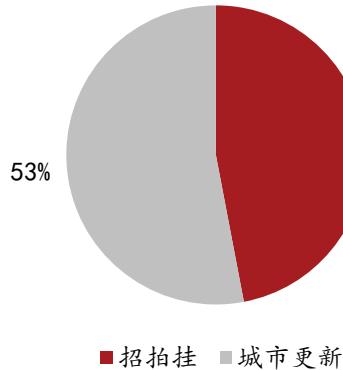
数据来源: wind、克而瑞证券研究院

图 8: 2020H1 “招拍挂”新增土储分布



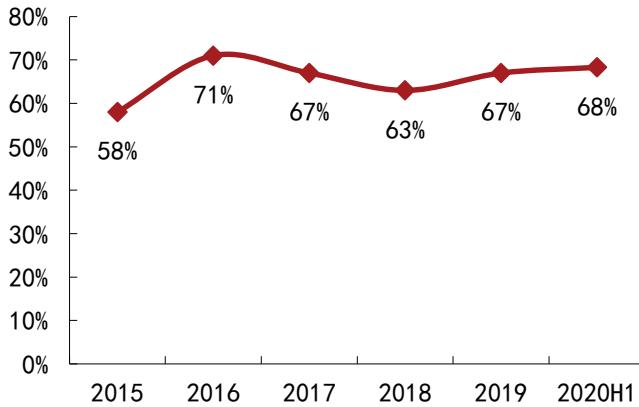
数据来源: wind、克而瑞证券研究院

图 9: 2020 新增土地拿地方式占比



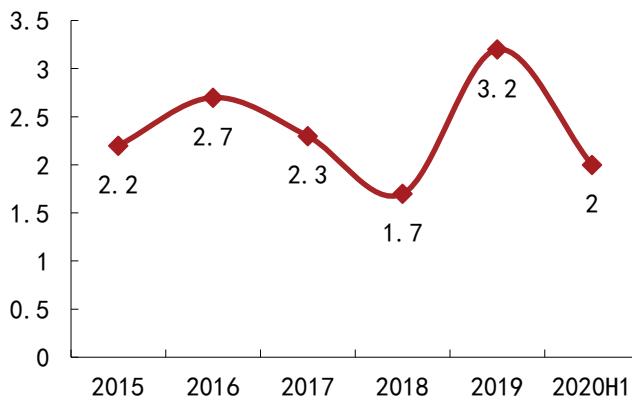
数据来源: wind、克而瑞证券研究院

图 10: 净负债率趋势



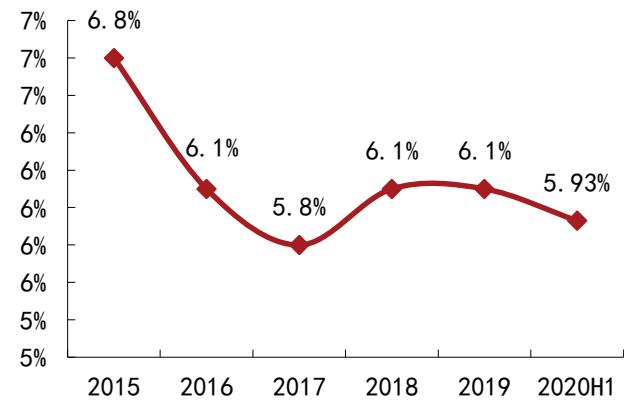
数据来源: wind、克而瑞证券研究院

图 11: 现金/短期有息债务覆盖倍数



数据来源: wind、克而瑞证券研究院

图 12: 平均融资成本趋势



数据来源: wind、克而瑞证券研究院

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;分析师的弥补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讲购证券的决定,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。