

2020年08月27日

房地产 | 房地产开发和服务

强烈推荐（维持）

业绩稳健增长，长跑型选手韧性凸显

目标股价：48.00 港元  
当前股价：40.00 港元

龙湖集团 00960.HK

#### 基础数据

流通市值（百万元）	306409.43
发行股份（百万股）	5,998.33
每股净资产（元）	15.77
主要股东持股比例（%）	
HSBC International Trustee	67.07
蔡馨仪	43.83

#### 股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	2.5	10.0	49.13
绝对表现	5.68	19.02	48.39
近12月最高价(港元)	20-08-27	41.20	
近12月最低价(港元)	19-08-29	27.50	

#### 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、《龙湖集团 00960.HK 年报点评：行稳致远，做穿越周期的优等生》2020-03-30

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 年中期业绩报告。2020 年 H1 公司实现营业收入 511 亿元，同比+33%；毛利润 157 亿元，同比+25%；核心归母净利润 52.7 亿元，同比+12%。2020 年上半年实现合同销售额约 1111 亿元人民币，完成全年目标的 42.7%。

#### 投资要点

- 业绩稳健增长。**2020 年 H1 公司实现营业收入 511 亿元，同比+33%；当前公司合同负债/2019 年营收为 1.3X。尽管疫情对开竣工及销售造成一定影响，公司地产板块结转金额仍稳健增长，当期地产收入 452.5 亿元，同比+32.4%。受限价等因素影响，行业利润率下行，H1 公司实现毛利润 157 亿元，同比+25%；对应毛利率 30.8%，同比下滑 1.8PCT。公司实现核心权益后净利 52.7 亿元，同比+12%，不及业绩增速主要因：1）三费占比提高。2020H1 三费占比 9.2%，同比+0.4PCT，销售/行政/财务开支分别同比+45.9%/+33.9%/+24.8%，增长主要因公司业务发展需要所致。2）投资性物业和金融衍生品公允价值变动减少，分别下滑 17.3 和 0.2 亿元，对应同比-25%和-89%。此外，公司注重股东回报，年中分红人民币 40 分/股，同比+11%。
- 销售稳中有进，下半年可售资源充裕。**2020H1 公司实现销售额 1111 亿元，同比+5.2%；销售面积 655 万方，同比+0.6%；销售均价 16973 元/平，同比+4.6%。其中，一二线城市销售贡献占比高达 88%；长三角/西部/环渤海/华南/华中销售额占比为 37.0%/24.9%/22.4%/12.0%/3.7%。下半年公司主力推盘项目 211 个，其中新项目 46 个，新入城市 6 个；一线/二线分别占比 19%/67%。
- 上半年补库存较进取，布局严守一二线城市。**截至 2020 年 H1，公司土储总建面达 7354 万方，权益比 70%，对应货值约 1 万亿元，可覆盖公司未来 4 年的销售需求。土储平均成本 5829 元/方，地房比 34.3%，产品溢价较高。2020 年 H1 公司新增地块 53 幅，总建面 1101 万方（权益比 67.5%）；新增土地平均成本为 6425 元/平。新增土储招拍挂/收并购占比分别为 83%/17%。从区域划分来看，环渤海/西部/华南/华中/长三角新增建面占比分别为 26%/23%/22%/17%/12%。从城市能级来看，一线及领先二线/其他二线/环都市圈卫星城新增建面占比分别为 43%/38%/19%。

#### 核心数据

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入（百万元）	72075.0	115798.5	151026.4	187046.2	223987.9
增长率(%)	31.5%	60.7%	30.4%	23.9%	19.8%
归母净利润(百万元)	12598.6	16236.9	18336.6	21341.3	24583.3
增长率(%)	37.6%	28.9%	12.9%	16.4%	15.2%
每股收益（EPS）	2.17	2.78	3.13	3.57	4.11
市盈率（P/E）	15.2	11.9	10.6	9.3	8.0
市净率（P/B）	1.9	1.4	1.2	1.0	0.9

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

**多航道业务齐头并进。**1) 商业运营: 受疫情影响, 2020 年 H1 公司商业板块实现销售额 110.7 亿元, 同比-10%。但自 5 月起, 商业销售额已同比回正, 6 月单月销售额 24.0 亿元, 同比+13.7%; 6 月日均客流 129 万人次/天, 同比-0.8%, 两者均基本修复至去年同期水平。2) 长租公寓: 2020 年 H1 公司租赁住房业务租金收入 7.3 亿元, 同比+63%; 当前开业城市约 30 余城, 累计开业房间数约 7.9 万间。3) 物业服务: 龙湖智慧服务上半年实现物业收入 24.9 亿元, 同比+42%; 对应毛利率 27.5%。公司多维航道均实现稳健发展, 且于疫情中仍维持良好盈利能力。

**财务指标稳健, 债务结构健康。**2020 年 H1 公司净负债率为 51.4%, 较前值提升 0.4PCT, 且保持连续 5 年低于 55%。公司在手现金 784 亿元, 现金短债比 4.55X, 短期偿债能力优异。公司平均账期 6.45 年, 1 年内到期债务占比 10%, 3 年期以上债务占比 47%, 债务结构健康。上半年公司平均借贷成本 4.50%, 较 2019 年末下滑 4BP, 融资优势进一步凸显。

**投资建议:** 公司自成立以来穿越多轮周期, 成长为稳健发展的民营房企典范, 适度扩张的同时公司坚持聚焦与深耕一二线城市策略, 通过精细化运营与管理提升综合实力。公司上半年业绩经受住疫情考验, 实现稳健增长, 且于过往审慎财务策略为低位补货留下了足够的弹性空间, 2020 年销售目标不悲观。我们认为公司良好的信用优势将逐步在经营端体现, 地产、商业、长租和智慧服务等主航道业务未来有望进一步协同发展。我们预计公司 20-21 年归母净利润分别为 213.4、245.8 亿元, 对应 EPS 分别为 3.57、4.11 元, 对应 PE 分别为 9.3X、8.0X。维持“强烈推荐”评级, 目标价 48.00 港元 (对应 20%增长空间)。

**风险提示:** 新冠疫情影响超预期, 行业销售下滑超预期, 政策控力度不及预期。

公司财务数据

利润表(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	72,075.0	115,798.5	151,026.4	187,046.2	223,987.9
营业成本	47,639.2	76,269.8	100,229.3	126,839.3	153,509.0
毛利	24435.8	39528.6	50797.1	60206.9	70478.8
销售费用	1796.7	3193.2	4610.9	5710.6	6617.8
管理费用	3267.4	5396.8	6520.9	8424.3	10066.1
财务费用	45.3	74.6	76.8	111.0	130.3
其他费用/(-收入)	-7227.2	-6618.9	-6372.7	-9292.0	-10289.3
营业利润	26553.6	37483.0	45961.2	55253.0	63953.9
所得税费用	10075.1	16592.3	19408.7	23895.5	28611.7
净利润	16478.5	20890.7	26552.5	31357.5	35342.2
少数股东损益	3879.9	4653.8	8215.9	10016.2	10758.9
归属于母公司净利润	12598.6	16236.9	18336.6	21341.3	24583.3

财务指标	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
ROE	15.5%	14.8%	15.9%	16.5%	16.4%
毛利率	33.9%	34.1%	33.6%	32.2%	31.5%
营业利润率	36.8%	32.4%	30.4%	29.5%	28.6%
销售净利率	22.9%	18.0%	17.6%	16.8%	15.8%
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	31.5%	60.7%	30.4%	23.9%	19.8%
营业利润增长率	66.4%	41.2%	22.6%	20.2%	15.7%
净利润增长率	65.9%	26.8%	27.1%	18.1%	12.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.7%	72.2%	74.4%	75.2%	77.6%
流动比	131.6%	148.9%	148.3%	109.5%	116.2%
速动比	39.8%	49.9%	48.9%	36.0%	38.6%

每股指标与估值	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
EPS	2.17	2.78	3.13	3.57	4.11
BVPS	17.7	23.5	27.8	31.7	36.1
<b>估值</b>					
P/E	15.2	11.9	10.6	9.3	8.0
P/B	1.9	1.4	1.2	1.0	0.9
P/S	2.7	1.7	1.3	1.1	0.9

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及现金等价物	26642.2	45083.1	60782.4	72413.7	88021.9
应收账款及其他应收款项	43907.4	79377.1	101886.7	109930.1	151311.7
存货	162999.6	247388.7	331972.8	373782.2	482044.4
其他流动资产	119.1	180.5	169.5	175.0	172.3
流动资产合计	233668.2	372029.5	495261.4	556801.0	722090.3
固定资产及在建工程	862.9	3365.7	1982.2	2772.5	3237.7
长期股权投资	68324.7	85457.4	132868.3	160601.2	191360.0
无形资产、商誉	0.0	0.0	601.9	707.7	916.3
其他非流动资产	8940.0	14161.4	6725.6	9942.4	10276.5
非流动资产合计	129095.6	134854.6	156983.5	207811.4	240768.3
资产总计	362763.9	506884.0	652244.8	764612.4	962858.6
短期借款	5588.6	11743.2	13927.5	209867.6	241560.9
应付账款及其他应付款项	23313.0	45736.0	74187.5	59109.0	113389.1
合同负债	20523.9	34760.1	59966.4	63342.4	68758.3
其他流动负债	112857.7	135823.7	152689.2	144256.5	148472.9
流动负债合计	177494.2	249843.7	333920.2	508694.5	621493.9
长期借款	3795.4	14422.9	21489.9	51090.8	106146.2
长期应付账款及其他应付款项	10079.2	6499.5	13003.5	13122.3	17622.4
其他长期负债	582.6	1733.5	1687.9	1710.7	1699.3
非流动负债合计	79091.0	116222.2	151646.9	65923.8	125467.9
负债合计	256585.2	366065.9	485567.1	574618.4	746961.8
股本	514.2	516.8	520.7	524.0	527.6
储备	70054.1	81146.3	93435.6	106732.4	121872.6
少数股东权益	35612.0	59156.7	72721.4	82737.7	93496.6
负债和股东权益总计	362763.9	506884.0	652244.8	764612.4	962858.6

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	12598.6	16236.9	18336.6	21341.3	24583.3
折旧摊销	28.7	222.7	0.0	304.4	374.3
营运资本变动	58937.7	55342.3	57140.0	56241.1	56690.6
利息净支出	-270.1	-497.6	-383.9	-859.7	-1044.4
其他	51.9	6569.6	1376.3	-8321.3	-9114.6
经营活动现金流	71346.8	77873.8	76469.0	68705.8	71489.2
资本支出	81117.8	76282.1	78699.9	1200.5	1048.1
其他	-19834.0	-30555.2	-25194.6	-27874.9	-27874.9
投资活动现金流	-110904.1	-115963.6	-113427.4	-62392.4	-28918.3
债务融资	17656.7	40549.9	29103.3	225541.0	86748.7
权益融资	-2193.1	-4247.3	-3614.1	-4048.3	-3829.3
其它	33477.7	20228.1	19354.1	24353.3	-109882.2
筹资活动现金流	48941.4	56530.8	44843.3	245846.0	-26962.7
汇率变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	9384.1	18440.9	7884.9	72413.7	15608.2

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

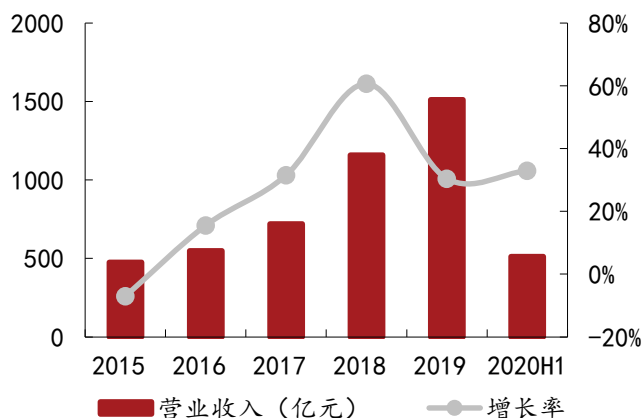
图 1：五十强房企三类指标及触及红线情况

五十强房企三类指标及触及红线情况					
销售排名	企业简称	剔除预收账款资产负债率	净负债率	现金短债比	触及红线个数
4	保利地产	67.42	57.11	2.10	0
6	中国海外发展	65.76	30.51	4.11	0
9	华润置地	69.36	32.50	3.65	0
10	招商蛇口	56.27	29.78	1.37	0
13	金地集团	67.16	57.78	1.25	0
24	滨江集团	69.73	78.17	1.50	0
37	建发国际集团	69.20	61.80	1.86	0
50	路劲	65.20	68.85	1.74	0
1	碧桂园	82.65	55.30	2.14	1
3	万科A	76.51	36.70	1.73	1
8	世茂集团	75.25	63.58	1.42	1
11	龙湖集团	74.45	51.13	4.36	1
14	新城控股	76.53	14.21	2.62	1
17	旭辉控股集团	75.00	69.10	4.11	1
21	正荣地产	76.20	97.54	1.95	1
23	龙光集团	76.10	41.73	4.21	1
30	禹洲集团	79.20	94.73	3.74	1
36	远洋集团	73.08	80.55	3.34	1
38	中骏集团控股	73.50	75.70	2.16	1
39	合景泰富集团	82.16	89.43	2.17	1
40	越秀地产	71.40	85.01	3.38	1
41	蓝光发展	70.75	83.10	1.26	1
43	大悦城	70.79	98.98	1.64	1
44	时代中国控股	74.40	76.70	1.39	1
45	中国铁建	73.06	21.00	2.03	1
48	建业地产	86.10	73.85	6.08	1
49	德信中国	73.00	68.76	1.38	1
15	阳光城	77.62	145.39	1.32	2
16	金科股份	74.80	122.34	1.10	2
18	中南建设	83.96	202.85	1.05	2
20	绿城中国	73.50	100.45	3.34	2
22	融信中国	73.20	115.85	1.83	2
26	雅居乐集团	76.09	96.61	0.79	2
28	中国奥园	81.80	136.66	1.72	2
29	美的置业	81.10	114.18	2.85	2
32	新力控股集团	76.00	107.51	1.03	2
35	荣盛发展	73.02	90.81	0.87	2
46	宝龙地产	72.17	89.85	0.99	2
47	首创置业	74.64	159.28	1.10	2
2	中国恒大	82.70	183.08	0.40	3
5	融创中国	84.10	214.15	0.57	3
7	绿地控股	82.81	163.39	0.76	3
12	中国金茂	73.68	117.58	0.64	3
19	中梁控股	80.80	120.86	0.74	3
25	富力地产	79.46	218.34	0.59	3
27	佳兆业集团	75.90	162.23	0.84	3
31	华发股份	75.34	161.14	0.71	3
33	华夏幸福	77.84	185.25	0.71	3
34	首开股份	75.35	170.44	0.98	3
42	弘阳地产	71.50	115.56	0.83	3

数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

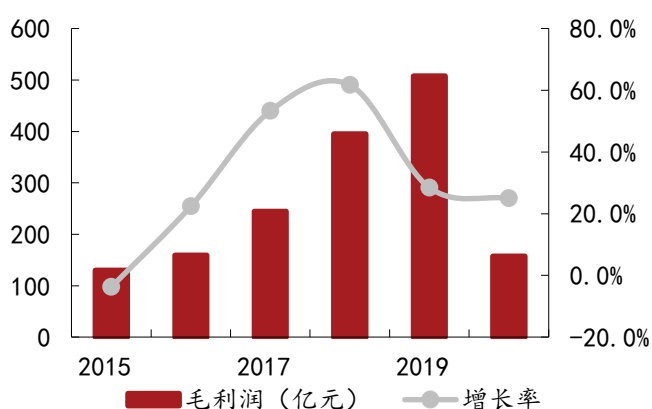
注：销售排行参考 2020 年克而瑞 7 月全口径销售金额排行榜，其他数据以 2019 年报为基础；剔除预收账款资产负债率及净负债为 wind 统一指标；现金短债比为“货币资金”/短期借款+1 年到期非流动负债+应付短期债券”。

图 2：近五年营业收入（亿元）及增速



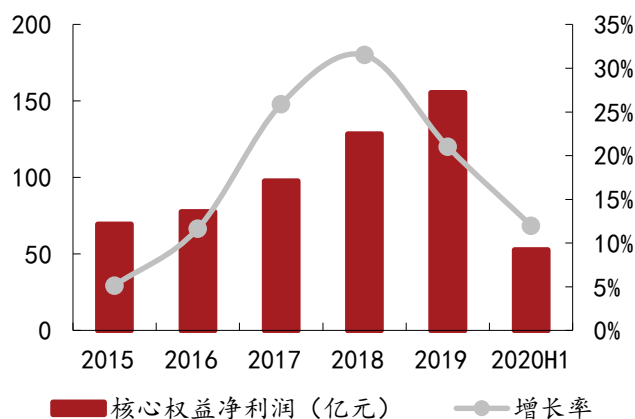
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 3：近五年毛利润（亿元）及增速



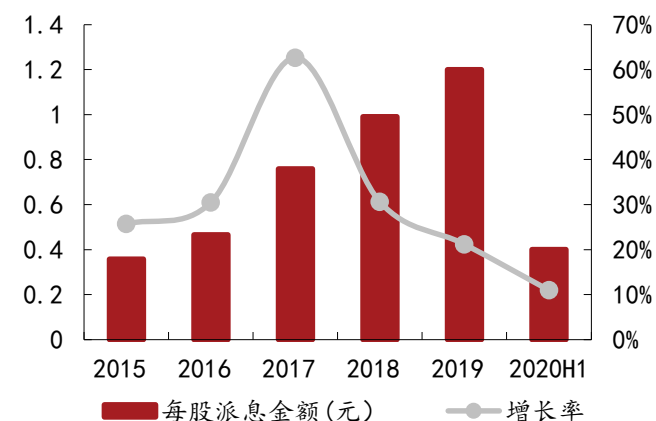
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 4：近五年核心权益净利润（亿元）及增速



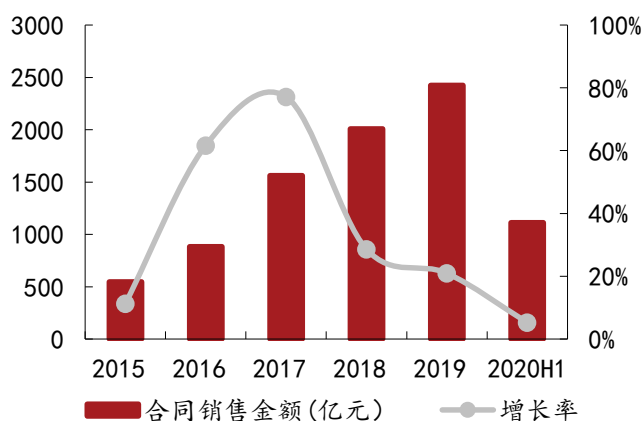
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 5：近五年派息额及增长率



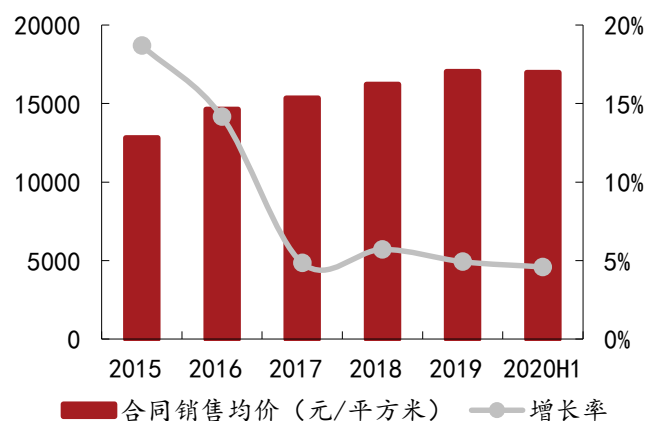
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 6：近五年合同销售金额及增速



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

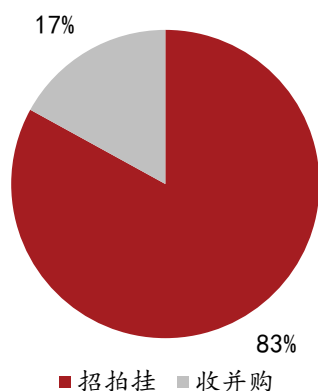
图 7：近五年合同销售均价及增速



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

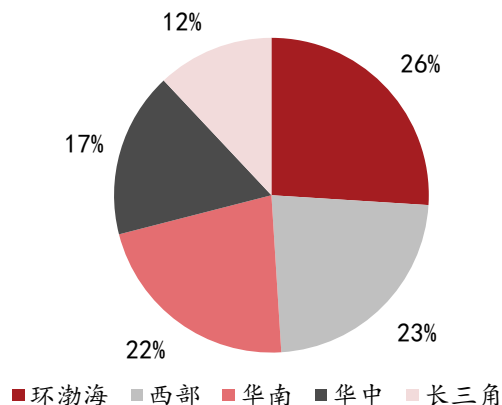


图 8：2020 上半年新增拿地方式占比



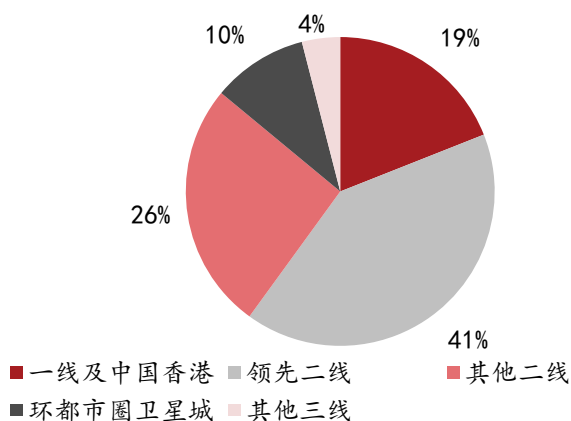
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 9：2020 上半年新增拿地区域分布



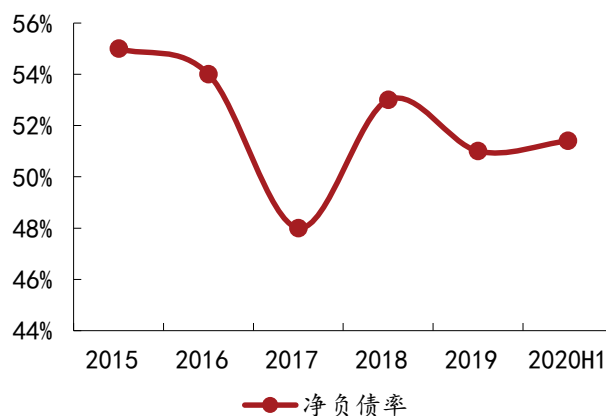
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 10：2020 年下半年推盘项目城市能级分布



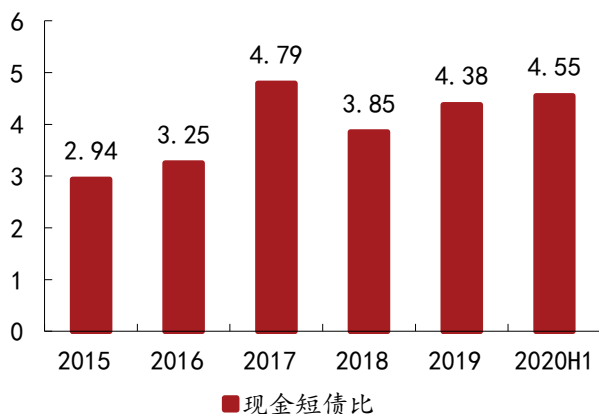
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 11：近 5 年净负债率趋势



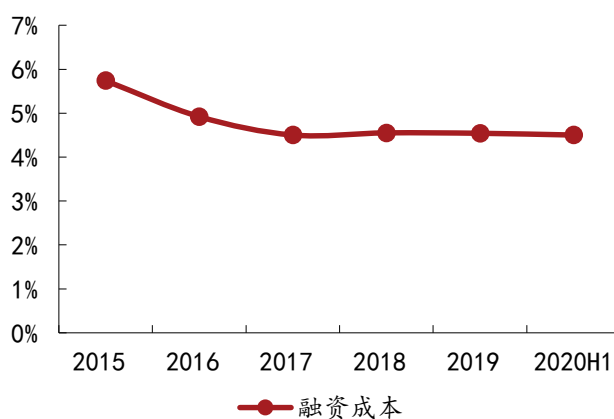
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 12：近 5 年现金短债比趋势



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 13：近 5 年融资成本趋势



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士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士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, 或任何其他人士, 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人士或全部或部分出版。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。