营收利润稳步增长，土储优势保障发展

——龙光集团 2021 中报点评

龙光集团
(3380.HK)
买入
(维持)

营收利润稳步增长，盈利能力保持稳健。公司 2021H1 实现营收 351.65 亿元，同比增长 13.3%，其中物业结转收入增长 34.2%，城市更新收入下滑 51.6%，一定程度拖累整体收入增速。期内毛利率 26.9%（2020A：30.0%），主要系 17-18 年拿地成本高增影响。财务费用率及所得税占比下降一定程度对冲毛利率下滑影响，公司 21H1 财务费用率约为 1.1%，20H1 为 3.0%，主要系融资成本下降及资本化率提升（21H1/20H1：83.2%/63.8%）；所得税开支/除税前利润下降至 29.1%，20H1 为 38.7%，主要系利润率下降使得所得税及土增税减少。综上，公司 2021H1 归母核心净利润 55.82 亿元，同比增长 4.6%。不过，依托于公司丰厚的土储资源，公司仍然有望实现快于同业的增长速度。此外，公司产业链服务也将逐步向第三方拓展，有望成为未来新的业绩增长点。

充裕土储支撑发展，湾区以外逐步发力。公司多年深耕粤港澳大湾区，对当地市场有较充分的研究和了解，多年来的发展情况也印证了公司对市场周期的把控程度。除传统优势的大湾区外，公司近年也加大长三角区域布局力度，21H1 公开市场拿地权益货值中约 39%来自长三角，接近大湾区新增货值占比，而 2020 年末公司近期土储货值中长三角占比约 7%。截至 2021 年上半年末，公司包含锁定项目的土储总建面达 8556 万方，平均土储成本约 5382 元/平，21H1 销售均价达 18589 元/平。截至 2021 年上半年末，按货值计公司总土储中大湾区及长三角占比约 85%，整体质量较高，土地成本合理。**充裕且成本合理的土储能够有效支撑公司未来增长与盈利能力。**

三道红线保持绿档，融资渠道优势显现。得益于良好的销售状况及积极的财务资金管理，公司 2021 年上半年末现金及存款总额为 420.59 亿元（2020 年末：428.69 亿元）。在快速发展的同时，公司各项财务比率控制较好，期末现金短债比约 1.85 倍（2020 年末：1.84 倍），保持在 1 倍以上水平；净负债率约为 60.8%（2020 年末：61.4%），剔除预收款后的资产负债率为 69.0%（2020 年末：69.8%），“三道红线”保持绿档。截至 2021 年上半年末，公司加权平均融资成本约为 5.4%（2020 年：5.6%），融资成本在民营房企中具备一定优势。**在当前波动的市场环境下，公司融资渠道和成本较同业具备明显优势。**

维持“买入”评级，目标价 16.1 港元。考虑到市场环境变化，我们下调公司 21-23 年盈利预测 11.1%/19.3%/25.6%，预测公司 2021-2023 年核心 EPS 分别为人民币 2.41 元、2.65 元和 2.89 元，同比增长 10.1%、9.5%和 9.1%。考虑到近期板块估值情况，给予 50%目标 NAV 折让，下调目标价 13.8%至 16.1 港元，对应 2021 年 5.9 倍 PE，较现价空间达 71%。（最新股价为 8 月 27 日收盘价）

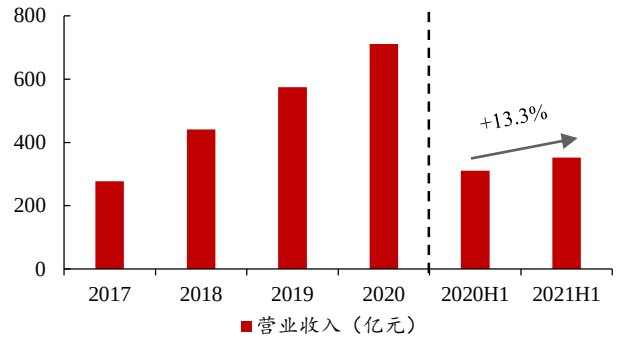
微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3958 4600
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

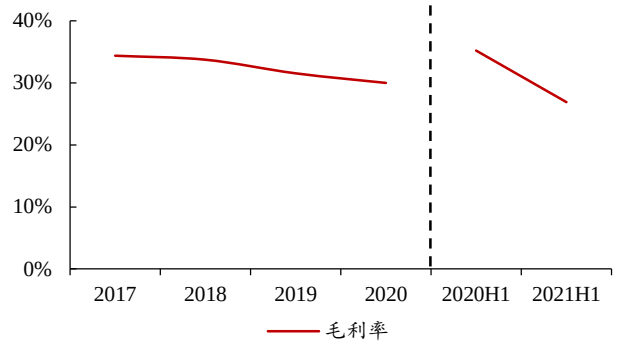
财务摘要 (百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2022E
营业收入	44,137	57,480	71,080	85,630	101,701	113,001
(+/-)%	*59.4%*	*30.2%*	*23.7%*	*20.5%*	*18.8%*	*11.1%*
毛利润	14,887	18,133	21,332	24,521	28,506	30,961
核心净利润	7,023	10,020	12,037	13,252	14,517	15,842
(+/-)%	*51.7%*	*42.7%*	*20.1%*	*10.1%*	*9.5%*	*9.1%*
核心 PE	6.53	4.58	3.81	3.46	3.16	2.89
PB	1.56	1.33	1.08	0.90	0.76	0.65

图 1：公司 2021 年上半年营收稳步增长



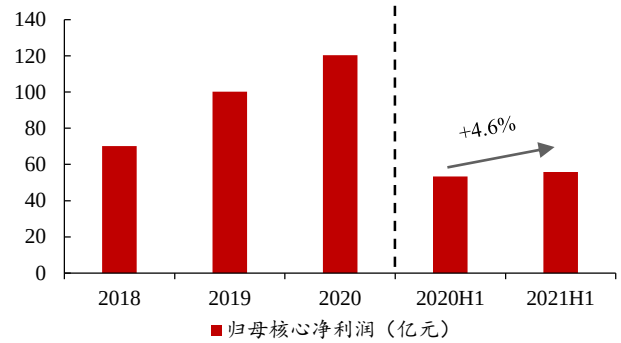
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 2021 年上半年毛利率有所下降



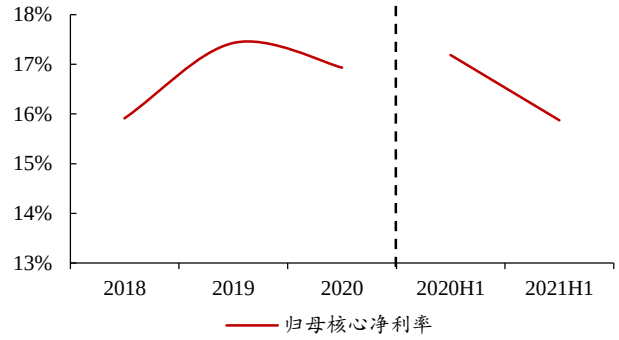
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司 2021 年上半年核心净利小幅增长



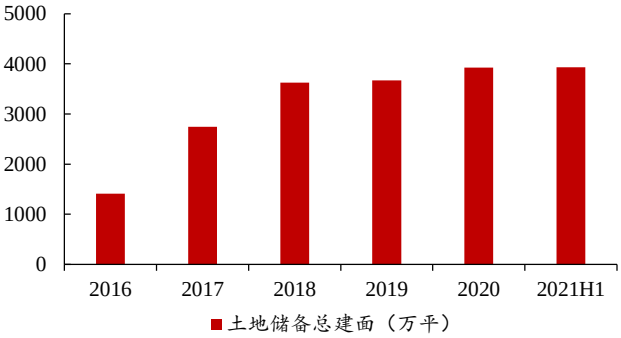
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2021 年上半年核心净利率有所下降



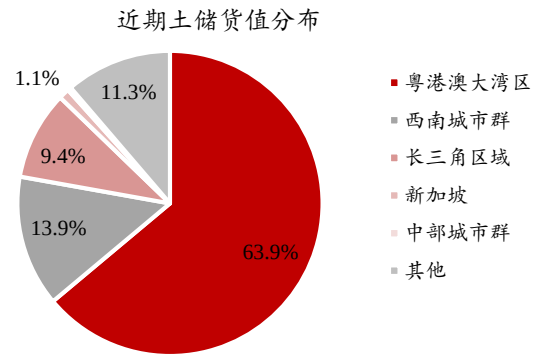
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司土地储备总建面保持平稳



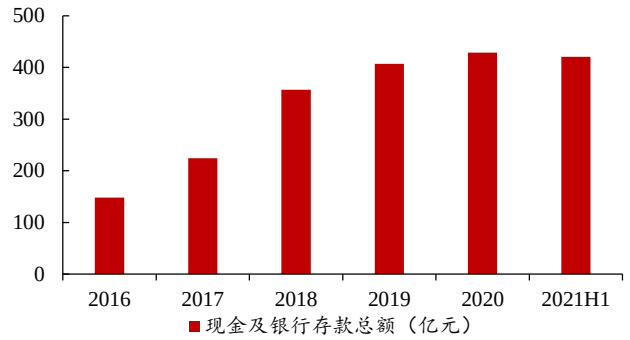
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司粤港澳大湾区土储货值丰厚



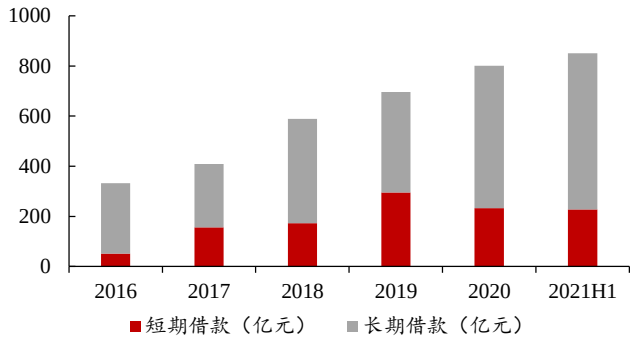
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2021H1

图 7：公司货币资金总额保持稳定



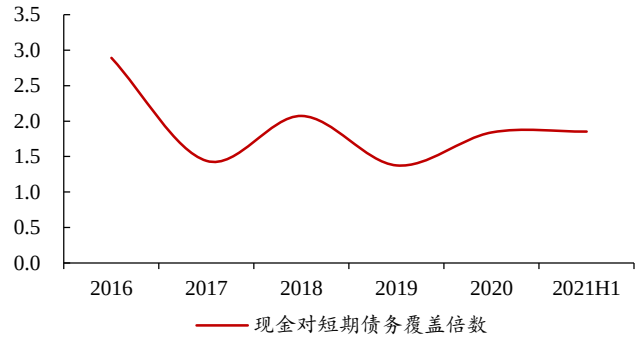
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：包含所有货币资金

图 8：公司总体债务到期结构维持稳定



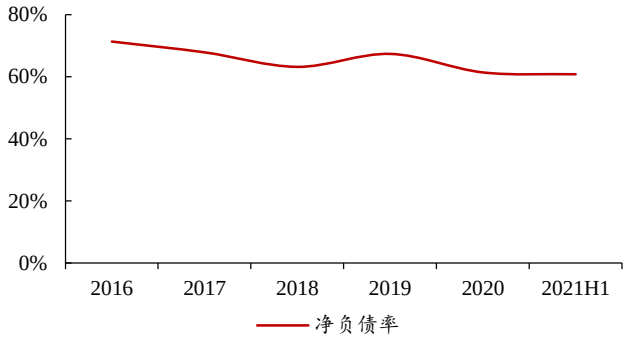
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司现金短债比维持在 1.0 倍以上水平



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：报表口径

图 10：公司净负债率有所下降，杠杆水平可控



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：龙光集团 NAV 约 32.28 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2021
开发物业总计	168,084
投资物业总计	20,304
总资产估值	188,388
净负债	10,159
NAV 估值	178,229
每股 NAV（港元/股）	32.28
股价（港元，8 月 27 日）	9.44
NAV 折让	71%

数据来源：公司公告，中达证券研究

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。

損益表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	57,480	71,080	85,630	101,701	113,001
营业成本	-39,347	-49,748	-61,109	-73,196	-82,040
毛利润	18,133	21,332	24,521	28,506	30,961
销售及行政开支	-2,808	-3,539	-4,538	-5,390	-5,989
EBIT	17,837	19,858	22,048	25,181	27,038
利息成本	-1,366	-2,051	-2,206	-2,323	-2,479
利息收入	1,158	1,740	1,649	1,633	1,703
投资收益	-176	-48	324	468	567
其他收入	0	0	0	0	0
税前利润	17,452	19,498	21,815	24,959	26,828
所得税	-5,889	-6,124	-7,587	-8,939	-9,564
少数股东权益	-294	-357	-976	-1,503	-1,422
净利润	11,102	12,849	13,252	14,517	15,842
核心净利润	10,020	12,037	13,252	14,517	15,842
股权数	5,490	5,488	5,488	5,488	5,488
核心 EPS	1.83	2.19	2.41	2.65	2.89
每股分红	0.73	0.88	0.97	1.06	1.16

现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	11,269	13,017	13,252	14,517	15,842
营运资本变动	-6,996	-14,456	-4,843	-8,970	-8,458
其他	1,599	2,670	-2,695	-2,727	-3,704
经营性现金流合计	5,872	1,231	5,714	2,819	3,680
投资物业	-1,016	-760	-3,275	-2,589	-6,497
其他	9,239	486	-986	-1,487	1,927
投资性现金流合计	8,223	-274	-4,262	-4,076	-4,570
自由现金流	14,095	957	1,452	-1,256	-890
每股自由现金流	3	0	0	-0	-0
权益融资	-110	-819	0	0	0
债权融资	18,956	36,590	8,014	8,815	9,697
其他	-28,844	-35,493	-6,603	-5,298	-5,937
融资性现金流合计	-9,998	278	1,411	3,518	3,760
现金变动合计	4,097	1,236	2,862	2,261	2,870
期初现金	35,130	39,227	40,463	43,325	45,586
期末现金	39,227	40,463	43,325	45,586	48,456

资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	26,604	29,794	33,069	35,658	42,155
长期股权投资	17,395	12,457	12,384	9,309	5,302
其他非流动资产	2,787	8,128	9,991	15,866	20,068
非流动资产合计	46,786	50,380	55,444	60,833	67,525
发展中物业	71,796	88,840	105,474	117,056	131,968
竣工待售物业	14,374	16,981	16,539	17,738	16,448
应收账款	31,894	43,742	48,116	52,928	58,221
现金及银行存款	39,725	41,040	43,902	46,164	49,034
其他流动资产	1,436	2,531	2,025	2,025	2,025
总资产	206,010	243,514	271,500	296,744	325,220
流动负债合计	119,097	120,771	134,634	141,941	151,076
长期借款	40,081	56,841	62,526	68,778	75,656
其他非流动负债	0	701	701	701	701
递延所得税	3,838	4,529	5,344	6,306	7,441
非流动负债合计	43,919	62,071	68,570	75,785	83,798
少数股东权益	8,800	18,268	17,475	19,002	20,316
归属母公司股东权益	34,194	42,403	50,821	60,017	70,030
总负债和权益合计	206,010	243,514	271,500	296,744	325,220

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	31.5%	30.0%	28.6%	28.0%	27.4%
经营利润率	31.0%	27.9%	25.7%	24.8%	23.9%
核心净利率	17.4%	16.9%	15.5%	14.3%	14.0%
营收增长率	30.2%	23.7%	20.5%	18.8%	11.1%
EBIT 增长率	22.1%	11.3%	11.0%	14.2%	7.4%
核心净利增长率	42.7%	20.1%	10.1%	9.5%	9.1%
EPS 增长率	42.7%	20.2%	10.1%	9.5%	9.1%
每股净资产	6.23	7.73	9.26	10.94	12.76
利息覆盖倍数	4.65	4.25	4.37	4.69	4.71
净负债资本率	34.5%	31.9%	32.3%	32.8%	33.1%
净负债率	67.4%	61.4%	62.1%	62.0%	61.8%
总资产周转率	0.31	0.32	0.33	0.36	0.36
资产权益比	6.02	5.74	5.34	4.94	4.64
ROA	5.2%	5.5%	5.3%	5.3%	5.2%
ROE	31.6%	31.4%	28.4%	26.2%	24.4%
ROCE	11.9%	11.5%	10.2%	10.0%	9.6%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

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。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。