

## 盈利能力保持领先，丰厚资源助力增长

### ——龙光集团 2020 年报点评

营收利润稳步增长，盈利能力维持高位。公司 2020 年实现营收 710.8 亿元，同比增长 23.7%；毛利率较去年同期小幅下滑 1.5 个百分点至 30.0%，仍处行业中较高水平；SG&A 费率为 5.0%，2019 年为 4.9%；归母核心净利润 120.4 亿元，同比增长 20.1%。综上，公司 2020 年归母核心净利率为 16.9%，较去年同期的 17.4% 小幅下降 0.5 个百分点。整体而言，公司 2020 年业绩实现了平稳增长，增速与盈利能力较同业有明显优势，在疫情影响之下显示出公司成长性的价值。2021 年，公司全年权益销售目标增长 20%。随着公司湾区土储及城市更新资源的不断释放，公司经营业绩也有望持续稳健成长。

城市更新持续推进，充裕土储支撑发展。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。截至 2020 年末，公司土储总建面达 3922 万方（2019 年末：3667 万方），近期土储总货值达 5222 亿元，总土储平均地货比约为 32%。按货值计，公司近期土储货值约 64% 位于粤港澳大湾区，其中深圳占比约为 22%。除此之外，公司还前瞻性布局了大体量湾区城市更新项目，截至 2020 年末公司孵化中并购及城市更新项目货值达 7100 亿元，其中约 95% 位于粤港澳大湾区核心城市。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。

三道红线快速达标，融资成本具备优势。得益于良好的销售状况及积极的财务资金管理，公司 2020 年末现金及存款总额达 428.69 亿元（2019 年末：407.05 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 1.84 倍（2019 年末：1.38 倍），保持在 1 倍以上水平。2020 年末，公司净负债率约为 61.4%（2019 年末：67.4%），剔除预收款后的资产负债率为 69.8%，“三道红线”指标均已达标。截至 2020 年末，公司加权平均融资成本约为 5.6%（2019 年：6.1%），融资成本在民营房企中具备一定优势。受益于湾区土储及城市更新储备的优势，公司未来财务状况有望持续改善。

维持“买入”评级，目标价 18.7 港元。预测公司 2021-2023 年核心 EPS 分别为人民币 2.72 元、3.28 元和 3.88 元，同比增长 23.8%、20.7% 和 18.4%。考虑到公司更加现代化的治理结构和优于同业的成长能力，给予 45% 目标 NAV 折让，小幅上调目标价 4.1% 至 18.7 港元，对应 2021 年 6.0 倍 PE，较现价空间达 51%。（最新股价为 2021 年 3 月 26 日收盘价）

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。

龙光集团  
(3380.HK)

**买入**  
(维持)

微信公众号



蔡鸿飞  
分析师

+852 3958 4629  
caihongfei@cwghl.com  
SFC CE Ref: BPK 909

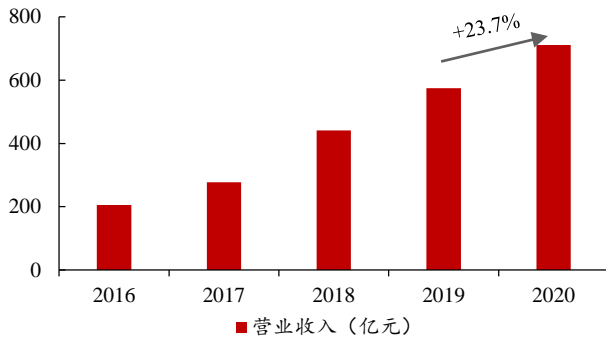
诸葛莲昕  
分析师

+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	93,435	118,396	142,063
(+/-)%	59.4%	30.2%	23.7%	31.5%	26.7%	20.0%
毛利润	14,887	18,133	21,332	27,660	34,841	41,310
核心净利润	7,023	10,020	12,037	14,901	17,986	21,291
(+/-)%	51.7%	42.7%	20.1%	23.8%	20.7%	18.4%
核心 PE	8.48	5.94	4.95	4.00	3.31	2.80
PB	2.03	1.73	1.40	1.13	0.92	0.75

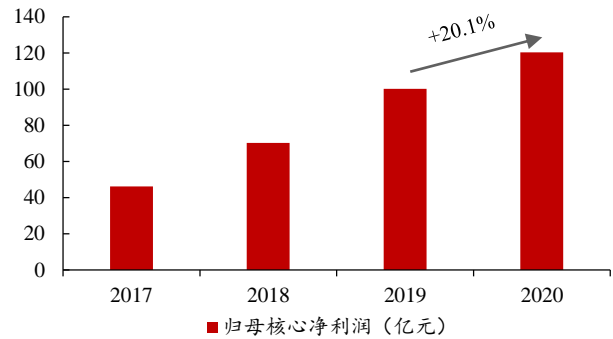


图 1：公司 2020 年营收稳步增长



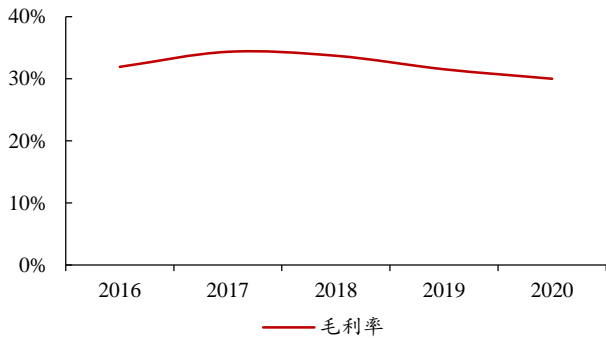
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 2：公司近年来核心利润持续增长



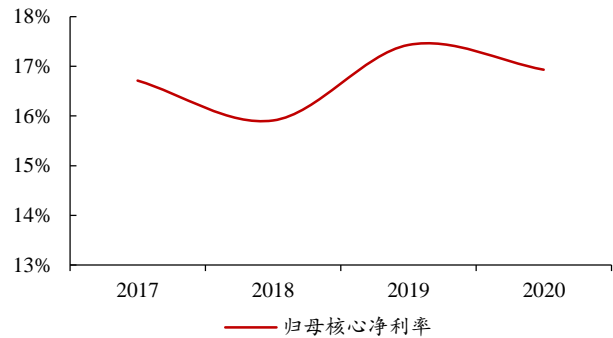
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 3：公司销售毛利率水平维持高位



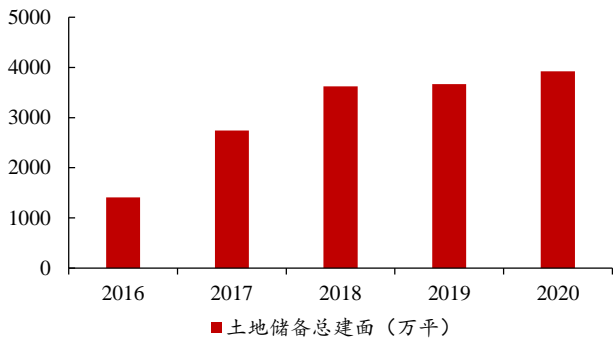
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 4：公司 2020 年核心净利率基本稳定



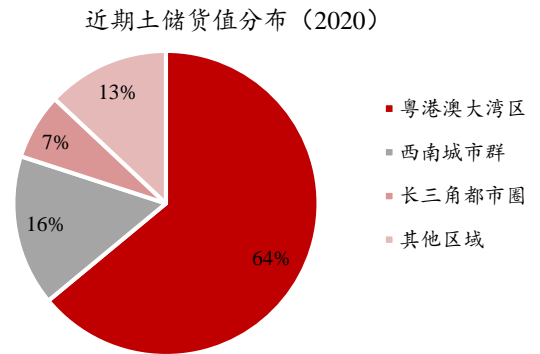
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 5：公司土地储备总建面稳步增长



数据来源：公司公告, 中达证券研究

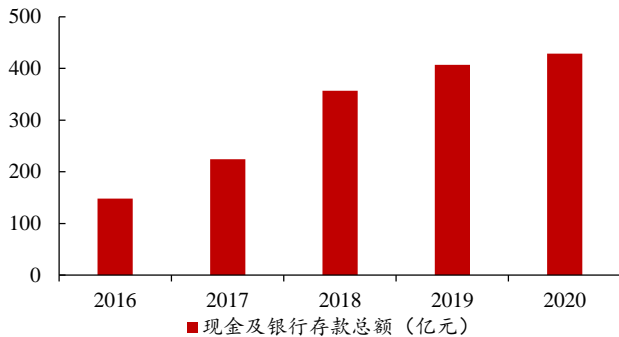
图 6：公司粤港澳大湾区土储货值丰厚



数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：截至 2021/2/7

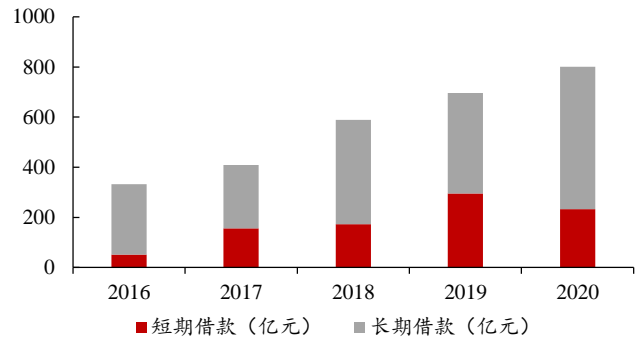


图 7：公司货币资金总额稳步增长



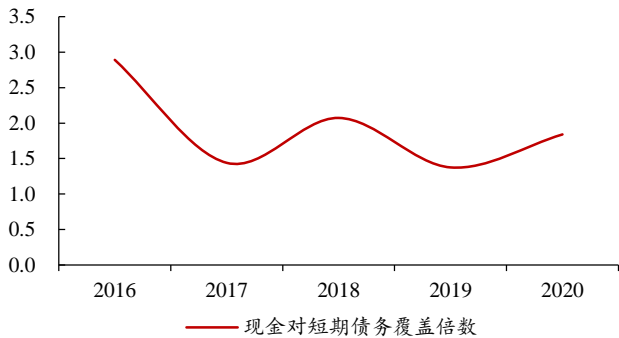
数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：包含所有货币资金

图 8：公司总体债务到期结构维持稳定



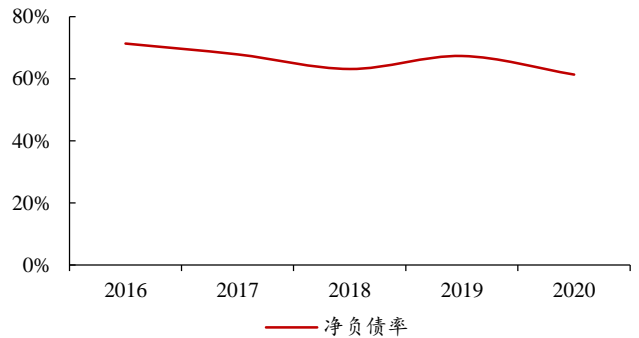
数据来源：公司公告, 中达证券研究

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：包含所有货币资金

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 34.05 港元/股

NAV 估值 (百万港元)	2021
开发物业总计	168,420
投资物业总计	27,793
总资产估值	196,212
净负债	8,240
NAV 估值	187,972
每股 NAV (港元/股)	34.05
股价 (港元, 3 月 26 日)	12.40
NAV 折让	64%

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。



## 损益表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	57,480	71,080	93,435	118,396	142,063
营业成本	-39,347	-49,748	-65,775	-83,555	-100,753
毛利润	18,133	21,332	27,660	34,841	41,310
销售及行政开支	-2,808	-3,539	-4,952	-6,275	-6,961
EBIT	17,837	19,858	24,773	30,631	36,414
利息成本	-1,366	-2,051	-2,269	-2,392	-2,479
利息收入	1,158	1,740	1,685	1,746	1,870
投资收益	-176	-48	649	867	1,547
其他收入	0	0	0	0	0
税前利润	17,452	19,498	24,838	30,853	37,353
所得税	-5,889	-6,124	-8,880	-11,317	-13,897
少数股东权益	-294	-357	-1,057	-1,550	-2,165
净利润	11,102	13,017	14,901	17,986	21,291
核心净利润	10,020	12,037	14,901	17,986	21,291
股权数	5,490	5,488	5,488	5,488	5,488
核心 EPS	1.83	2.19	2.72	3.28	3.88
每股分红	0.73	0.88	1.09	1.32	1.56

## 资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	26,604	29,794	34,170	38,014	46,883
长期股权投资	17,395	12,457	12,593	9,451	7,671
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	56,754	63,331	74,622
发展中物业	71,796	91,953	107,147	111,793	112,417
竣工待售物业	14,374	14,374	14,030	16,262	15,511
应收账款	31,894	43,742	50,303	55,334	59,760
现金及银行存款	39,725	41,040	44,280	49,606	52,780
其他流动资产	1,436	2,025	2,025	2,025	2,025
总资产	206,010	243,514	274,538	298,350	317,116
流动负债合计	119,097	120,771	135,839	139,326	132,919
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	17,658	18,766	21,858
归属母公司股东权益	34,194	42,403	52,471	64,473	78,541
总负债和权益合计	206,010	243,514	274,538	298,350	317,116

## 现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	11,269	13,017	14,901	17,986	21,291
营运资本变动	-6,996	-34,887	-4,883	-6,990	-9,387
其他	1,599	-2,919	-2,780	-2,857	-3,027
经营性现金流合计	5,872	-24,790	7,239	8,139	8,877
投资物业	-1,016	-3,190	-4,376	-3,844	-8,869
其他	11,507	4,821	-1,136	-1,359	-234
投资性现金流合计	10,491	1,631	-5,512	-5,203	-9,103
自由现金流	16,363	-23,159	1,727	2,936	-226
每股自由现金流	3	-4	0	1	-0
权益融资	-110	8,209	0	0	0
债权融资	18,956	10,461	8,014	8,815	9,697
其他	-28,844	10,712	-6,501	-6,426	-6,296
融资性现金流合计	-9,998	29,381	1,513	2,389	3,401
现金变动合计	6,365	6,222	3,240	5,326	3,175
期初现金	28,452	34,818	41,040	44,280	49,606
期末现金	34,818	41,040	44,280	49,606	52,780

## 财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	31.5%	30.0%	29.6%	29.4%	29.1%
经营利润率	31.0%	27.9%	26.5%	25.9%	25.6%
核心净利率	17.4%	16.9%	15.9%	15.2%	15.0%
营收增长率	30.2%	23.7%	31.5%	26.7%	20.0%
EBIT 增长率	22.1%	11.3%	24.8%	23.6%	18.9%
核心净利增长率	42.7%	20.1%	23.8%	20.7%	18.4%
EPS 增长率	42.7%	20.2%	23.8%	20.7%	18.4%
每股净资产	6.23	7.73	9.56	11.75	14.31
利息覆盖倍数	4.65	4.25	4.71	5.42	6.13
净负债资本率	34.5%	31.9%	31.6%	29.8%	29.3%
净负债率	67.4%	61.4%	60.0%	54.7%	51.8%
总资产周转率	0.31	0.32	0.36	0.41	0.46
资产权益比	6.02	5.74	5.23	4.63	4.04
ROA	5.2%	5.5%	6.0%	6.6%	7.4%
ROE	31.6%	31.4%	31.4%	30.8%	29.8%
ROCE	11.9%	11.5%	11.4%	12.1%	12.4%

## 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 and 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。