



盈利能力行业顶尖，三大驱动未来可期

——龙光集团首次覆盖报告

公司目前处于战略发展变革的关键时点，我们认为三大驱动因素下公司营收有望持续增长，同时凭借城市更新与周期判断能力保持可观利润率，从而实现业绩持续高增：1) 丰富优质土储有力支撑公司中长期成长：至 2019 年末，公司含孵化项目的土储货值 8320 亿元 (+27.6%)，其中大湾区占比为 82%，深圳占比约 21%，深圳及临深区域货值占比约 45%，丰富优质土储将有力支撑公司中长期成长；2) 全国化布局持续发力：公司近年来逐步加大对湾区以外区域拓展，至 2019 年末，公司大西南区域土储货值 923 亿元 (+55.1%)，长三角区域土储货值 110 亿元 (+478.9%)，未来还将陆续进入上海、南京等人口集聚力较强城市，全国化布局的推进有望打开公司未来增长空间；3) 旧改与 IP 将成增长新引擎：至 2019 年末，公司城市更新货值达 4006 亿元 (+60.2%)，2019 年城市更新业务收入 49 亿元 (+359.1%)，收入贡献可观；另一方面，公司近年稳步增加热点城市核心区位投资物业持有，经营性收入有望逐步增加。

依托周期把控与城市更新优势，公司盈利及成长能力优势有望维持。面对核心城市优质地块高溢价率情况，城市更新能够实现“政企共赢”，为公司提供可观的盈利空间；公司作为大湾区龙头房企，深耕城市更新领域多年，拥有广泛资源与渠道，在相关领域具备一定优势。同时，公司往绩已证明其出色的周期把控能力（如惠州龙光城项目），土地成本占销售均价比例有望保持在 30% 左右，亦能够有效支撑公司维持显著优于同业的盈利能力和成长能力。

成长与盈利能力出众，财务状况持续优化。受益于良好的区域布局和出色的商业模式，公司 2019 年合约销售金额达 960.2 亿元 (+34%)，2015-2019 年复合增速达 47.1%；归母核心净利 100.2 亿元 (+43%)，维持了较快的业绩增长。盈利能力方面，公司多年来核心净利率高于 15%，ROE 维持在 25% 以上高位，显著领先同业。财务方面，公司采取稳健的财务政策，净负债率近三年均低于 70%，2019 年末短期债务占比有所下降，现金对短期债务覆盖倍数较为充足，保持了稳健的财务状况；公司近期也获标普及惠誉上调公司信用评级至 BB。公司 2019 年加权平均借贷利率为 6.1%，在民营房企中具备一定的优势。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 18.0 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 2.18 元、2.68 元和 3.23 元，同比增长 20.0%、23.1% 和 20.4%。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 40% 目标 NAV 折让，目标价 18.0 港元，对应 2020 年 7.4 倍 PE，较现价空间达 31%。（最新股价为 2020 年 6 月 29 日收盘价）

风险提示：行业景气度受政策影响较大；全国化扩张不及预期。

龙光集团
(3380.HK)

买入

(首次)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4699

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

李思琪

联系人

+852 3958 4600

lisiqu@cwghl.com

财务摘要(百万人民币)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,539	27,690	44,137	57,480	74,247	94,508	116,672
(+/-)%	40.9%	34.8%	59.4%	30.2%	29.2%	27.3%	23.5%
毛利润	6,560	9,517	14,887	18,133	22,907	28,725	35,198
核心净利润	3,107	4,630	7,023	10,020	12,025	14,806	17,825
(+/-)%	57.4%	49.0%	51.7%	42.7%	20.0%	23.1%	20.4%
核心 PE	21.87	14.68	9.68	6.78	5.65	4.59	3.81
PB	3.51	2.90	2.31	1.98	1.61	1.30	1.06

目录

核心观点	5
1. 二十五载稳健经营，多维战略持续提升	7
1.1 发展历程稳健扎实，业务布局逐步多元	7
1.2 股权结构保持稳定，公司治理持续优化	9
2. 从深耕湾区红利到全国化延伸布局，保障规模持续提升	10
2.1 大湾区持续深耕，享受区域发展红利	10
2.2 全国化布局逐步推进，长三角与大西南带来新增长	13
3. 从物业开发到三轮驱动，城市更新成收入增长新引擎	15
3.1 核心城市土地溢价回升，中央及地方支持推进城市更新	15
3.2 公司城市更新先发优势明显，储备充足带动收入增长	16
4. 前期销售进入竣工期，丰厚土储支撑未来增长	18
5. 销售业绩快速增长，盈利能力行业领先	19
5.1 收入利润持续稳健增长，逆周期拿地能力保证盈利空间	19
5.2 盈利能力行业领先，债务结构与成本持续优化	20
6. 估值与投资建议	24
7. 风险提示	24

图表目录

图 1：本文核心逻辑图，周期把控能力与旧改优势将支撑公司长期稳健增长	5
图 2：二十五载稳健拓展，公司排名稳步提升	7
图 3：公司合同销售金额 5 年年均复合增速达 47%	8
图 4：公司营业收入 5 年年均复合增长率近 41%	8
图 5：公司业务板块向多元化趋势发展	8
图 6：公司股权结构稳定，能够保障战略的连贯性和一致性	9
图 7：2018 年粤港澳大湾区土储货值占比 82%	12
图 8：2019 年粤港澳大湾区土储货值占比 82%	12

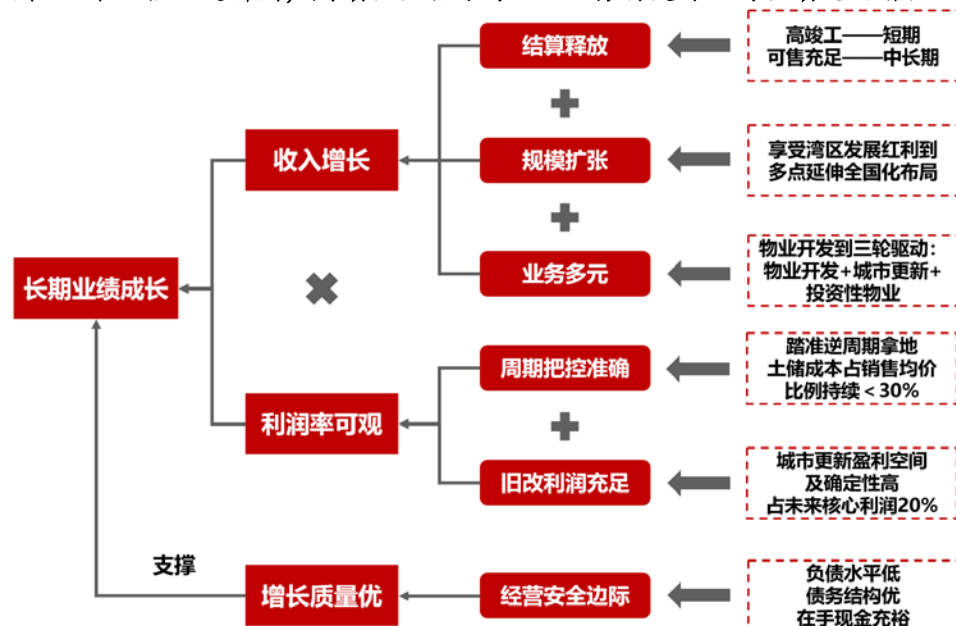
图 9: 2018 年末深圳及临深土储货值为 3230 亿元	12
图 10: 2019 年末深圳及临深土储货值为 3775 亿元	12
图 11: 公司于深圳拥有 14 个具高升值潜力的轨交物业项目	13
图 12: 公司大西南及长三角区域近三年销售面积占比逐年增加	14
图 13: 公司大西南及长三角区域近三年销售金额占比逐年增加	14
图 14: 核心城市土地成交溢价率有回升趋势	15
图 15: 公司城市更新货值中 55% 位于深圳及临深区域	16
图 16: 深圳龙光总部中心旧改项目位于深圳核心区南山华侨城片区	17
图 17: 惠州大亚湾旧改项目位于深圳人口及产业转移片区	17
图 18: 2019 年新增货值中城市更新占比为 71%	17
图 19: 2019 年新增城市更新货值中 91% 位于大湾区	17
图 20: 2019 年公司合约销售金额同比增长 34%	18
图 21: 2019 年公司竣工面积同比增长 124.3%	18
图 22: 2019 年公司新开工面积同比增长 20%	18
图 23: 拿地渠道多元, 公司近年来土储面积增长较快	18
图 24: 公司营业收入 5 年年均复合增长率达到 41%	19
图 25: 公司归母净利润 5 年年均复合增长率达到 43%	19
图 26: 公司近年来始终保持土储成本与销售均价比率在 30% 以下	20
图 27: 公司近年费用率水平呈现趋势性下行	21
图 28: 公司近年来核心净利率水平不断提升	21
图 29: 2019 年公司 ROE (平均) 水平为 35.5%	21
图 30: 公司盈利能力维持高位	21
图 31: 2015-2019 年公司净负债率保持在 65% 左右	22
图 32: 近几年公司融资成本处于趋势性下行	22
图 33: 公司融资渠道较为多元	22
图 34: 2019 年公司债务期限结构有所优化	22
图 35: 近年来公司银行结余及现金不断增加	23
图 36: 公司现金对短期债务覆盖较为充足	23
图 37: 近年来公司派息率保持在 40% 左右水平	23
表 1: 2019 年公司大湾区签约金额占比达到 56.3%	10



表 2：2018 年世界四大湾区对比中粤港澳大湾区土地面积最大、人口密度最高、产业增长空间大	11
表 3：截至 2019 年公司大湾区土储货值达到 82.0%	12
表 4：2019 年公司发行债券利率整体较低.....	22
表 5：龙光集团 NAV 约 29.98 港元/股	24

核心观点

图 1：本文核心逻辑图，周期把控能力与旧改优势将支撑公司长期稳健增长



数据来源：中达证券研究

公司目前处于战略发展变革的关键时点，我们认为三大驱动因素将助力营收增长，并凭借城市更新与周期判断能力保持可观利润率，从而实现业绩持续增长：

三大驱动因素之一：丰富优质土储有力支撑公司中长期成长。2019 年，公司通过多渠道新获取土储货值 2392 亿元，截至 2019 年末，公司含孵化项目的土储货值 8320 亿元，同比增长 27.6%，面积达到 5801 万平方米，同比增长 17.6%。按区域分，公司大湾区土储货值 6850 亿元，占比为 82%，与 2018 年持平；深圳地区土储占总货值比例为 21%，同时在深圳拥有 14 个具高升值潜力的轨交物业；深圳及临深区域土储货值占全国比为 45%，能够充分享受核心都市圈发展红利。丰富优质的土地储备将有力支撑公司未来的快速稳健增长。

三大驱动因素之二：从深耕湾区到全国化拓展，长三角+大西南助力收入增长。截至 2019 年，大西南区域土储货值 923 亿元，同比增长 55.1%，长三角区域土储货值 110 亿元，同比增长 478.9%，从公司长期目标来看，大西南及长三角区域销售金额目标占比将达到 15%、20%，成为仅次于粤港澳区域的销售金额来源，尤其是长三角在公司战略中成为未来增长发展第二引擎，未来还将陆续进入南京、上海等人口集聚力较强城市，同时公司经过多年发展已形成一套成熟的管理与产品开发体系与流程，可以在异地拓展中实现开发经验的快速复制。



三大驱动因素之三：从物业开发到三轮驱动，城市更新与物业租赁将成营收增长新引擎。城市更新方面，公司在大湾区深耕 17 年，拥有广泛资源与渠道，旧改团队规模超百人，拥有丰富城市更新经验。截至 2019 年末，公司城市更新货值 4006 亿元，同比增长 60.2%，2019 年公司城市更新业务收入 49 亿元，同比增长 359.1%，成为公司发展增长新引擎。投资性物业方面，目前公司投资性物业共有 31 个项目，公司计划未来每年销售收入的 5%-10%将用于发展投资性物业，其在贡献收入增长的同时，还有望为公司提供持续稳定现金流及提升估值。

依托周期把控与城市更新优势，公司盈利及成长能力有望维持高位。面对核心城市优质地块高溢价率情况，城市更新能够实现“政企共赢”，为公司提供可观盈利空间；公司作为大湾区龙头房企，深耕城市更新领域多年，在相关领域具备一定优势。同时，公司往绩已证明其出色的周期把控能力（如惠州龙光城项目），土地成本占销售均价比例有望保持在 30%左右，亦能够有效支撑公司维持显著优于同业的盈利能力和成长能力。

成长与盈利能力出众，财务状况持续优化。受益于良好的区域布局和出色的商业模式，公司 2019 年合约销售金额达 960.2 亿元（+34%），2015-2019 年复合增速达 47.1%；归母核心净利 100.2 亿元（+43%），维持了较快的业绩增长。盈利能力方面，公司多年来核心净利率高于 15%，ROE 维持在 25%以上高位，显著领先同业。财务方面，公司采取稳健的财务政策，净负债率近三年均低于 70%，2019 年末短期债务占比有所下降，现金对短期债务覆盖倍数较为充足，保持了稳健的财务状况；公司近期也获标普及惠誉上调公司信用评级至 BB。公司 2019 年加权平均借贷利率为 6.1%，在民营房企中具备一定的优势。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 18.0 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 2.18 元、2.68 元和 3.23 元，同比增长 20.0%、23.1%和 20.4%。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 40%目标 NAV 折让，目标价 18.0 港元，对应 2020 年 7.4 倍 PE，较现价空间达 31%。（最新股价为 2020 年 6 月 29 日收盘价）

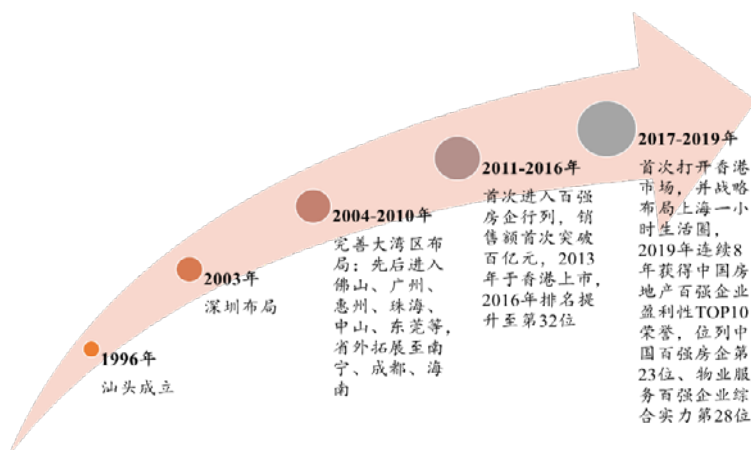
1. 二十五载稳健经营，多维战略持续提升

1.1 发展历程稳健扎实，业务布局逐步多元

二十五载稳健发展，战略布局层层推进：1) 汕头起家：龙光集团于 1996 年在广东省汕头市成立，2001 年公司在汕头市房地产市场份额超过 1/3，确立当地龙头公司地位；2) 大湾区布局：2003 年公司开启湾区布局，陆续进入深圳、佛山、广州、惠州、珠海、中山、东莞、肇庆、香港等多地；3) 全国化拓展：2006 年公司向广东省外延伸业务布局，开拓南宁市场，开发的普罗旺斯项目获得成功，2010 年进一步拓展业务布局至成都与海南，2018 年进入长三角市场，战略布局环上海一小时生活圈。

公司排名稳步提升，获得市场广泛认可：2011 年公司首次进入中国房地产 TOP100 企业排行榜，2013 年公司行业排名大幅提升至 46 位，并于当年在香港联交所主板上市。2018 年，公司以 4416 套的成交量位居深圳第一。2019 年，公司销售规模接近 1000 亿元，连续第 8 年获得中国房地产百强企业盈利性 TOP10 荣誉，位列中国百强房企第 23 位、物业服务百强企业综合实力第 28 位，2020 年 3 月，恒生综合指数将公司从中型股调入大型股。

图 2：二十五载稳健拓展，公司排名稳步提升

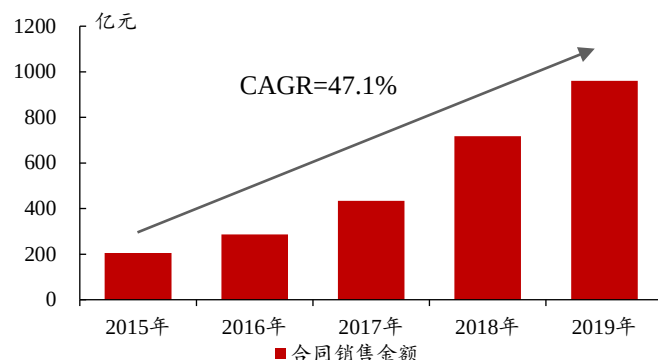


数据来源：公司网站，中达证券研究

销售规模跨越式突破，盈利能力持续行业领先。2015 年公司合同销售金额仅 205.0 亿元，2019 年即达到 960.2 亿元，4 年复合增速为 47.1%，营业收入 2019 年为 574.8 亿元，4 年复合增速为 40.9%，在行业及同规模房企增速中均居前列。2020 年公司连续 9 年位居中国房地产百强企业盈利性 TOP10，2020 年排名第 3 位。2015 年-2019 年公司加权平均 ROE 持续保持在 20% 以上，净利率持续保持在 20% 左右，盈利能力在行业及同规模房企中均居前列。

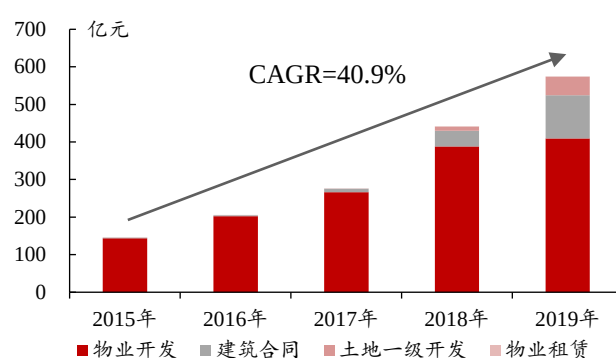


图 3：公司合同销售金额 5 年年均复合增速达 47%



数据来源：公司公告，中达证券研究

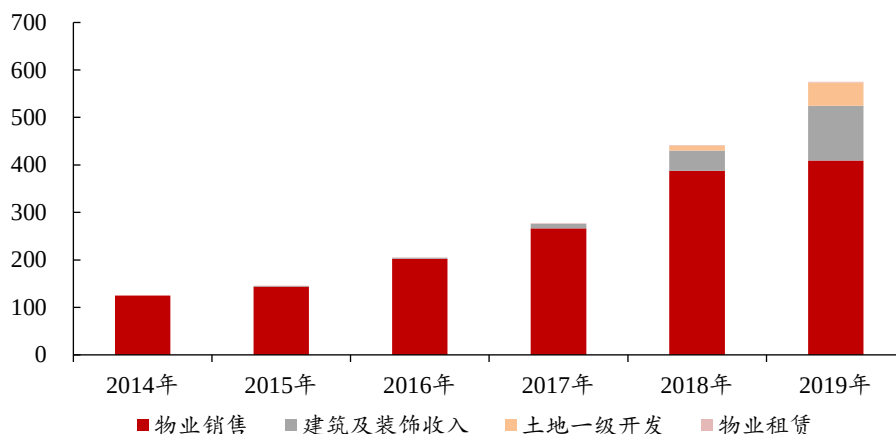
图 4：公司营业收入 5 年年均复合增长率近 41%



数据来源：Wind，中达证券研究

业务板块多元化趋势明显，城市更新业务发力。经过多年发展，公司业务逐步形成物业开发及建筑与装饰、土地一级开发、物业租赁几大板块，物业开发及建筑与装饰业务占比已由 2014 年年报的 100% 调整至 2019 年年报的 91%，其他业务板块占比逐年增加，公司业务板块多元发展趋势明显。城市更新方面，公司在 2000 年即开发超大型“城中村”改造示范项目——金禧花园绿色社区，为广东省城中村改造工作积累了成功经验，2016 年公司面对一手土地市场竞争激烈局面，开始拓展拿地渠道，在深圳及其他珠三角地区参与多个城市更新项目的前期工作，2019 年城市更新业务收入占总收入的比重由 2.4% 上升至 8.5%，收入同比增长 359.1% 至 49.0 亿元，成为公司发展增长的新引擎。

图 5：公司业务板块向多元化趋势发展

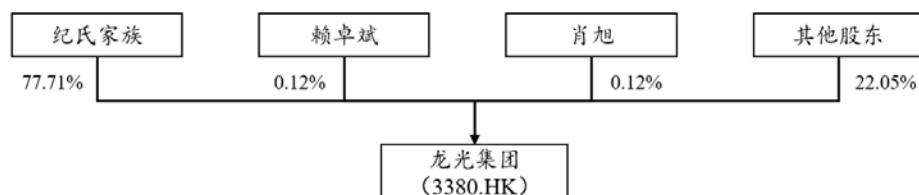


数据来源：公司公告，中达证券研究

1.2 股权结构保持稳定，公司治理持续优化

股权结构稳定，治理结构优化。实际控制人纪海鹏先生为公司创始人，纪海鹏先生、纪凯婷女士合计持有公司股份保持在 75%以上，治理结构稳定。截至 2019 年末，纪海鹏及纪凯婷合共持有公司约 77.71%股份，赖卓斌及肖旭分别持有公司约 0.12%股份，其他股东持有约 22.05%股份。公司股权结构较为稳定，能够保障战略的连贯性和一致性。

图 6：公司股权结构稳定，能够保障战略的连贯性和一致性



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：数据截至 2019 年末

管理机制向职业经理人转化，提升管理效能与企业竞争力。公司从 2018 年起，持续打造职业经理人机制，以外引内育相结合的战略，持续提升核心竞争力。2018 年 1 月，公司创始人纪海鹏先生卸任公司行政总裁职务，专注公司战略发展工作，2019 年 8 月，公司引入在融信中国工作 15 年的执行总裁吴剑先生出任副总裁，以帮助公司开拓长三角地区市场，2019 年 9 月，公司创始人纪海鹏先生之弟纪建德先生辞去总裁职务，其后在公司服务达 12 年的赖卓斌接任总裁，公司治理结构更趋现代化，职业经理人管理模式逐渐明晰。

2. 从深耕湾区红利到全国化延伸布局，保障规模持续提升

2.1 大湾区持续深耕，享受区域发展红利

17 年深耕大湾区，逐步拓展全国化布局。公司发家于汕头，2003 年开始不断进军大湾区多个城市，17 年以来在大湾区精耕细作，布局多个优质项目，涉及城市包括深圳、佛山、珠海、中山、广州、江门、惠州、东莞、肇庆、香港，在区域布局上确立了以粤港澳大湾区为核心，向西南、长三角及海外区域逐步拓展的空间战略格局。2019 年公司大湾区签约金额占比达到 56.3%，结算收入占比达到 67.1%，深圳区域签约金额占总签约金额比达到 12.4%，结算收入占总结算收入比达到 33.4%。

表 1：2019 年公司大湾区签约金额占比达到 56.3%

区域	签约金额（百万元）	占比	平均售价（元/m²）
深圳区域	11891	12.4%	53697
大湾区其他区域	42135	43.9%	13355
南宁区域	24067	25.1%	9432
汕头区域	7071	7.4%	9399
长三角区域	3033	3.1%	18716
新加坡	6350	6.6%	87584
其他区域	1475	1.5%	9796
总计	96022	100.0%	13635

数据来源：公司公告，中达证券研究

大湾区优势独特，顶层规划给予有力支持。2015 年 3 月，国家发改委、外交部、商务部联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》中正式提出打造粤港澳大湾区；2016 年 3 月，国务院印发的《关于深化泛珠三角区域合作的指导意见》中明确要求广州、深圳携手港澳，共同打造粤港澳大湾区，建设世界级城市群；2017 年 3 月，国务院总理李克强在《政府工作报告》中提出，要推动内地与港澳深化合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能；2017 年 7 月，国家发改委、广东省人民政府、香港特别行政区政府、澳门特别行政区政府签署《深化粤港澳合作 推进大湾区建设框架协议》；2019 年 2 月《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式发布。

表 2：2018 年世界四大湾区对比中粤港澳大湾区土地面积最大、人口密度最高、产业增长空间大

指标	指标名	粤港澳大湾区	东京湾区 (一都七县)	纽约湾区 (25 郡)	旧金山湾区 (9 郡)	单位
面积	行政区域面积	56,031	36,895	21,478	17,890	平方公里
人口	常住人口	7,112	4,407	2,032	776	万人
经济与产业	近五年 新增常住人口	706	59	42	40	万人
	人口密度	1,269	1,195	946	434	人/平方公里
	GDP	16,415	19,909	17,177	8,356	亿美元
	人均 GDP	23,080	45,176	84,529	107,737	美元
	土地产值	2,930	5,396	7,998	4,671	万美元/平方公里
	世界五百强数量	20	38	19	12	个
	世界五百强 主要行业	科技、金融、 房地产	金融、科技、 贸易、汽车	金融、传 媒、食品	科技	-
	世界 QS 百强大学 数量	5	2	4	2	个
运输配套	港口集装箱吞吐量	7,650	807	671	242	万标准
	机场旅客吞吐量	20,191	12,604	13,235	8,137	万人

数据来源：公司公告，中达证券研究

与世界其他三大湾区相比，粤港澳大湾区拥有最大的行政区域面积、最高的人口密度、最完善的运输配套设施，产业及经济发展的提升空间大，区域内资产价值有巨大提升潜力，预计 2025 年将超过东京湾区成为 GDP 总量最大的湾区，2030 年 GDP 将超过英国成为全球第五大经济体，是中国经济增长与对外开放的重要引擎。公司粤港澳大湾区土储货值占比超 80%，深耕大湾区享受发展红利。公司自 2003 年进入深圳起即开始布局粤港澳大湾区，先发优势明显，将长期受益于大湾区的经济增长和政策红利。深圳作为大湾区中心城市，将有望建成为具有全球影响力的创新创业创意之都，以及竞争力、创新力、影响力卓越的全球标杆城市，近年公司深圳成交套数及面积居全市前列，同时公司在深圳区域周边布局的土储也有望受益于购房需求的溢出效应，从而获得良好收益。

1) 总土储货值中大湾区占比 82%：截至 2019 年，公司总土储货值 8320 亿元，总土储面积 5801 万平方米，其中粤港澳大湾区土储货值 6850 亿元，占比为 82%，与 2018 年持平，深圳地区土储货值占全国比为 21%，拥有 14 个高升值潜力的轨道交通物业，玖钻、玖龙台等多个项目为双地铁上盖物业，深圳及临深区域土储货值占全国比为 45%。2) 新增土储货值中大湾区占比 77%：2019 年公司新增土储货值 2392 亿元，新增土储面积 1623 万平方米，其中粤港澳大湾区新增土储货值 1833 亿元，占比为 77%，深圳地区占全国比为 5%，深圳及临深区域占全国比为 29%。3) 权益推货金额中大湾区占比 60%：2020 年，公司预计

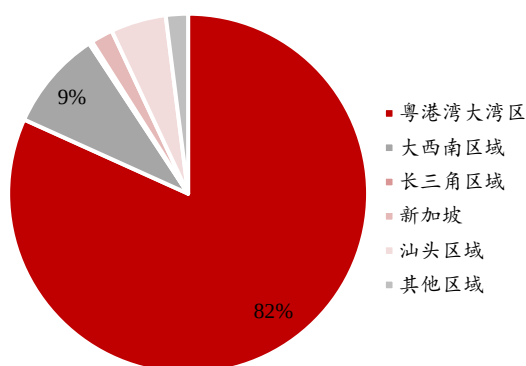
权益推货金额为 1800 亿元，其中粤港澳大湾区权益推货金额为 1080 亿元，占比 60%，深圳地区占全国比为 10%，深圳及临深区域占全国比为 26%。

表 3：截至 2019 年公司大湾区土储货值达到 82.0%

区域	土储货值 (亿元)	占比
粤港澳大湾区	6850	82.0%
大西南区域	923	11.0%
长三角区域	99	1.0%
新加坡	110	2.0%
其他区域	338	4.0%
合计	8320	100.0%

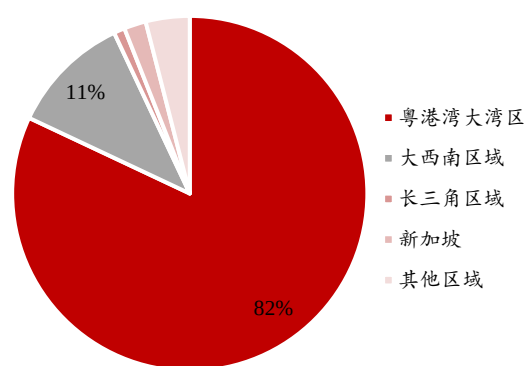
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：2018 年粤港澳大湾区土储货值占比 82%



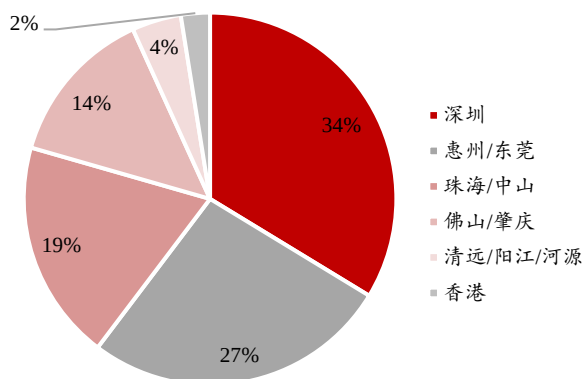
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：2019 年粤港澳大湾区土储货值占比 82%



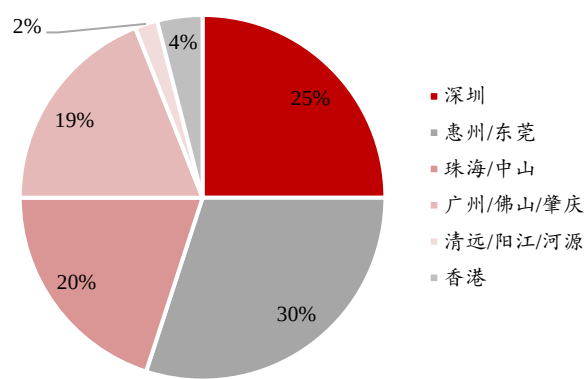
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：2018 年末深圳及临深土储货值为 3230 亿元



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：2019 年末深圳及临深土储货值为 3775 亿元



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：公司于深圳拥有 14 个具高升值潜力的轨交物业项目



数据来源：公司网站，中达证券研究

2.2 全国化布局逐步推进，长三角与大西南带来新增长

2018 年以来，长三角一体化发展开始加速：2018 年 7 月，《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020 年）》印发，覆盖了交通能源、科创、产业、信息化、信用、环保、公共服务、商务金融等 12 个合作专题。2018 年 11 月，领导人于首届进博会开幕式上宣布长三角一体化上升为国家战略，同月表决通过了《关于支持和保障长三角地区更高质量一体化发展的决定》。2019 年 7 月《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》正式审议通过并印发，2019 年 10 月审议决定长三角城市群扩大至全部苏浙皖沪 41 个城市，2019 年 12 月中共中央、国务院正式印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》。

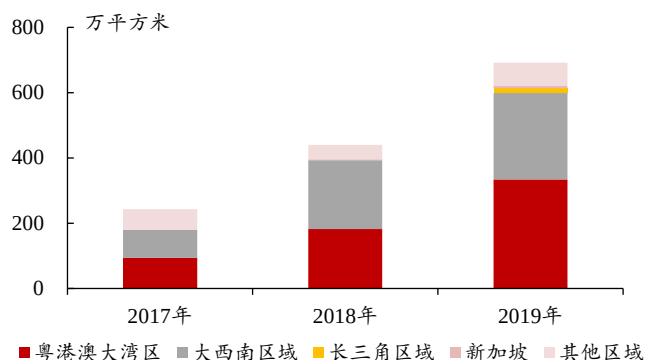
长三角中心区强二三线城市经济水平提升空间大，带来资产增值空间。《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》中指出到 2025 年，长三角中心区城乡居民收入差距控制在 2.2：1 以内，中心区人均 GDP 与全域人均 GDP 差距缩小到 1.2：1，常住人口城镇化率达到 70%。中心区城市包括上海、南京、无锡、常州、苏州、南通、扬州、杭州、宁波、温州、合肥、芜湖等 27 个城市，2025 年发展目标为其中的强二三线带来人口与产业集聚、经济提升、承接上海等核心城市外溢需求的重要机会，资产升值空间大。

多点拓展进行全国化布局，长三角+大西南区域成增长第二引擎。2006 年公司迈出广东省外探索的第一步，2006 年-2010 年逐步进入南宁、成都等地，2018 年开拓长三角市场，战略布局环上海一小时生活圈。截至 2019 年，大西南区域土储货值 923 亿元，同比增长 55.1%，占比 11%，长三角区域土储货值 110 亿元，同比增长 478.9%，占比 1%。2019 年，大西南销售金额达到 255 亿元，同比增长为 28.8%，占比为 26.6%，长三角区域首年销售额实现 30 亿元，占比为



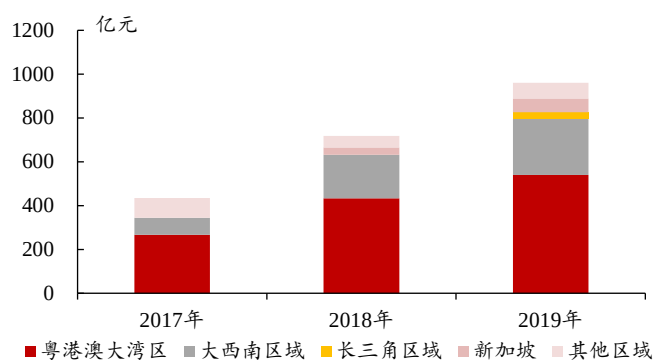
3.1%，从公司长期目标来看，大西南及长三角区域销售金额目标占比将达到15%、20%，成为仅次于粤港澳区域的销售金额来源，尤其是长三角在公司战略中成为未来增长发展的第二引擎，目前公司已在嘉兴、苏州进行布局，未来将陆续进入南京、上海等城市。此外，公司还将逐步进入郑州、长沙等中部地区布局。未来公司有望形成粤港澳+长三角+大西南+中部地区四位一体布局，多点发力推动公司业绩稳步增长。

图 12：公司大西南及长三角区域近三年销售面积占比逐年增加



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 13：公司大西南及长三角区域近三年销售金额占比逐年增加



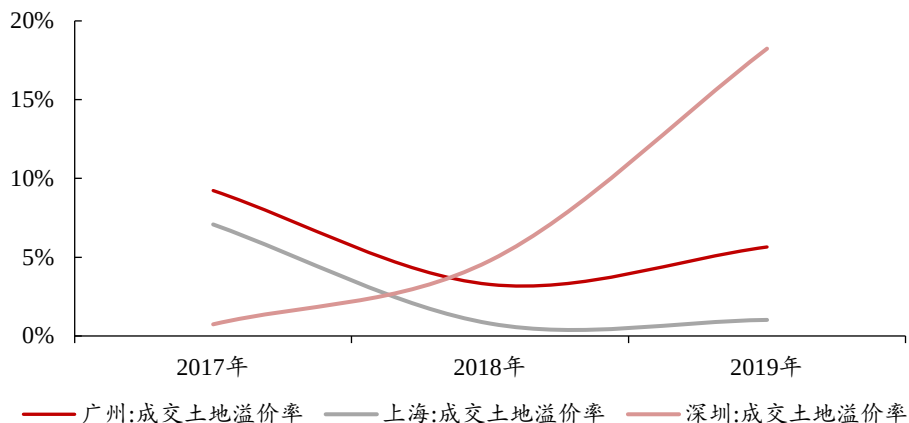
数据来源：公司公告，中达证券研究

3. 从物业开发到三轮驱动，城市更新成收入增长新引擎

3.1 核心城市土地溢价回升，中央及地方支持推进城市更新

核心城市土地成交溢价率有回升趋势，城市更新实现政企共赢。2017-2019 年深圳土地溢价率持续上升至 19%，广州、上海土地成交溢价率下降后呈现回升趋势，随着限价等调控政策出台，核心城市开发业务利润空间受到挤压。而随着核心城市发展，人口与产业的导入使得城市承载力亟需提升，城市更新改造的重要性与政府在此方面诉求的紧要性日益凸显，政企共赢模式一方面满足了政府在城市发展、产业升级等方面的需求，另一方面房企也通过此类模式获取优质区域的相对低价的土地，给予房企相对确定的盈利空间。

图 14：核心城市土地成交溢价率有回升趋势



数据来源：Wind，中达证券研究

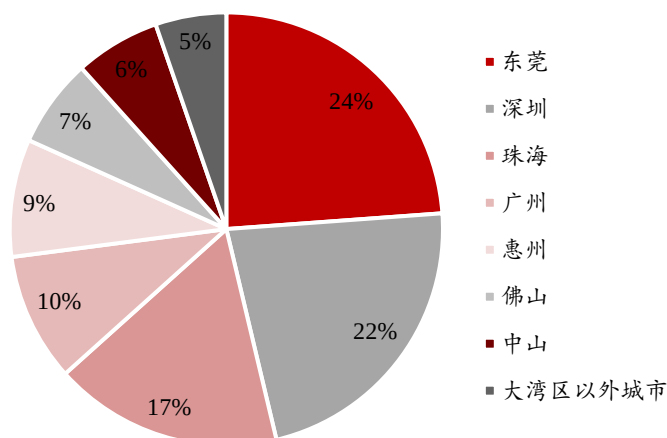
中央及地方发力支持城市更新，2020 年以来多项政策推进。今年国家发展改革委印发《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》中提出，要加快推进城市更新，改造一批老旧厂区，通过活化利用工业遗产和发展工业旅游等方式，将“工业锈带”改造为“生活秀带”、双创空间、新型产业空间和文化旅游场地；改造一批老旧街区，引导商业步行街、文化街、古城古街打造市民消费升级载体，因地制宜发展新型文旅商业消费聚集区；改造一批城中村，探索在政府引导下工商资本与农民集体合作共赢模式，开展城市更新改造试点，提升城市品质和人居环境质量。同时，地方也将城市更新作为今年工作的重点进行推进，河北省政府工作报告提出实施城中村改造三年计划，有效盘活房屋资源，改造城中村 192 个，武汉政府工作报告中提出要加强城市更新和存量住房改造提升，

长沙政府工作报告中提出纵深推进城市体检，加强城市更新和存量住房改造提升，实施优化城市人居环境三年行动计划，启动城中村改造 3 个，改造棚户区 5116 户，完成老城区有机更新片区 6 个等。

3.2 公司城市更新先发优势明显，储备充足带动收入增长

城市更新成收入增长新引擎，资源与渠道先发优势明显。公司在大湾区深耕 17 年，拥有广泛的资源渠道、熟悉湾区政策及人口变化趋势，旧改团队规模超百人，拥有丰富的城市更新经验。2000 年，公司即开发超大型“城中村”改造示范项目——金禧花园绿色社区，为广东省城中村改造工作积累了成功的先进经验，2019 年公司城市更新业务收入 49 亿元，同比增长 359.1%，未来三年，城市更新占公司核心利润的比例将达到 20%，凭借确定性较高的利润空间，有望支撑公司业绩持续增长。截至 2019 年，公司 8320 亿总土储货值中孵化中城市更新项目货值为 4006 亿元，占比达到 48.1%，城市更新货值中 95% 位于粤港澳大湾区，22% 位于深圳地区，55% 位于深圳及临深地区，城市更新面积为 2134 万平方米，共布局 10 个城市，包括 78 个项目。

图 15：公司城市更新货值中 55% 位于深圳及临深区域



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：数据截至 2019 年末

凭借广泛资源渠道及丰富经验，公司孵化多个优质旧改项目。公司在 2016、2017 年分别获得了珠海玖龙汇和佛山禅城绿岛湖两大城市更新项目，并在 2018 年上半年转为可销售项目，总货值达 200 亿元。公司 2020 年也将孵化侨城东及大亚湾项目，预计可为公司提供优质充裕的可售资源。其中，深圳侨城东项目于 2017 年四季度拿地，地处深圳核心区南山区华侨城片区，占地面积约 3.8 万平方米，可售面积约 25 万平方米，可售货值超 300 亿元；惠州大亚湾项目位于

临深片区、惠州大亚湾（国家级）经济技术开发区，于 2017 年一季度拿地，占地面积约 31.3 万平方米，总建筑面积约 180 万平方米，可售货值约 273 亿元。

图 16：深圳龙光总部中心旧改项目位于深圳核心区南山华侨城片区



数据来源：公司公告，中达证券研究

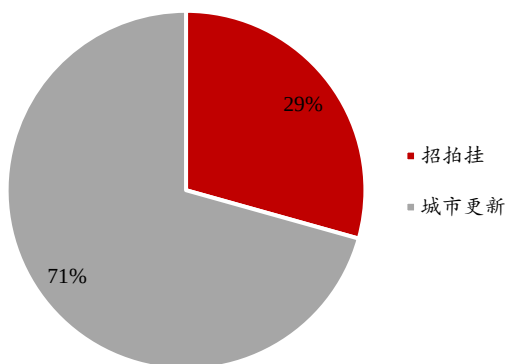
图 17：惠州大亚湾旧改项目位于深圳人口及产业转移片区



数据来源：公司公告，中达证券研究

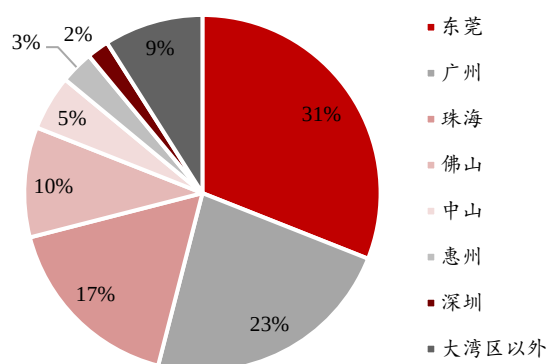
新增土储货值中城市更新占比 71%。2019 年新增货值 2392 亿元中城市更新项目货值 1690 亿元，占比达到 70.7%，其中 91%位于粤港澳大湾区，2%位于深圳地区，36%位于深圳及临深地区，新增城市更新面积为 1049 万平方米。

图 18：2019 年新增货值中城市更新占比为 71%



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 19：2019 年新增城市更新货值中 91%位于大湾区

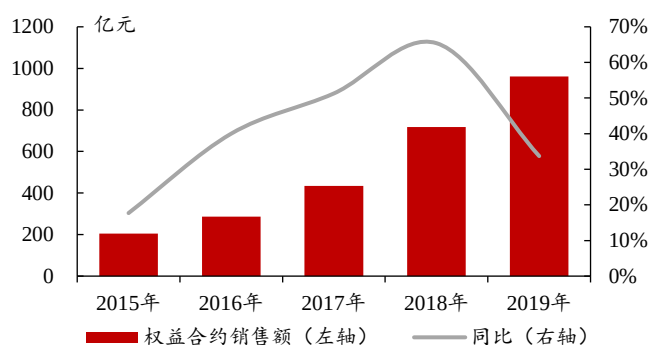


数据来源：公司公告，中达证券研究

4. 前期销售进入竣工期，丰厚土储支撑未来增长

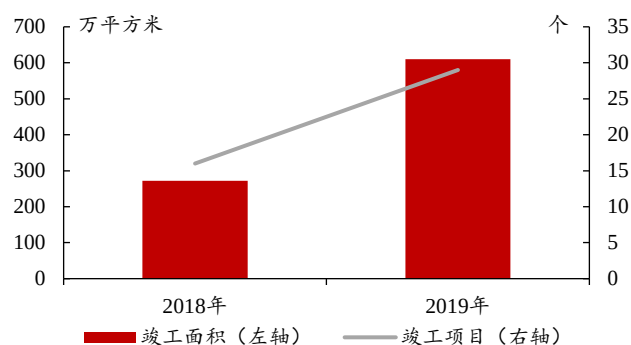
前期销售逐步进入竣工期，丰厚土储将有力支撑公司未来增长。2017 年-2019 年，公司实现合约销售金额分别为 434 亿元、718 亿元、960 亿元，同比增速分别为 51%、65%、34%，保持了较高的销售增速。随着前期畅旺销售逐步进入竣工期，公司 2019 年竣工面积同比增长 124.3%，预计未来一段时间交付量将维持稳健增长。另一方面，2019 年公司通过多渠道新获取土储货值 2392 亿元，截至 2019 年，公司包含孵化项目的土储总货值 8320 亿元（+27.6%），面积 5801 万平方米（+17.6%），不包含孵化项目的土储总货值为 4314 亿元，面积为 3667 万平方米，2019 年公司新开工项目数量及面积同比增长 20%，分别达到 66 个及 1220 万平方米，能够一定程度支撑未来销售业绩的增长。

图 20：2019 年公司合约销售金额同比增长 34%



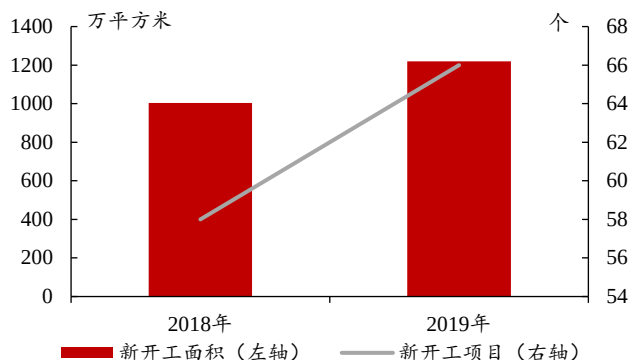
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 21：2019 年公司竣工面积同比增长 124.3%



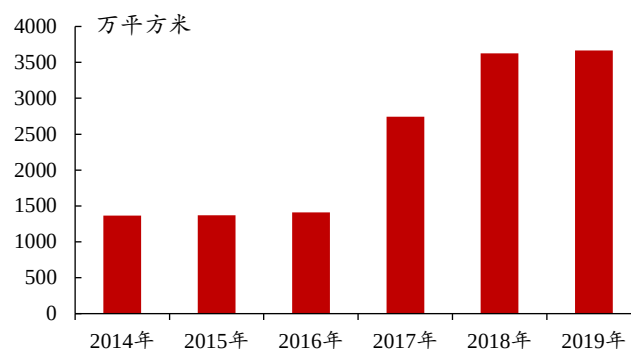
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 22：2019 年公司新开工面积同比增长 20%



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 23：拿地渠道多元，公司近年来土储面积增长较快



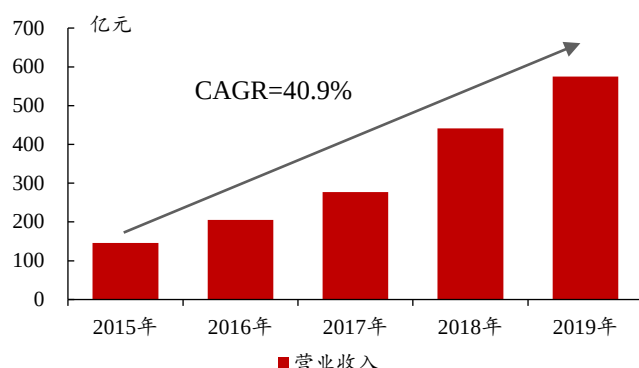
数据来源：公司公告，中达证券研究

5. 销售业绩快速增长，盈利能力行业领先

5.1 收入利润持续稳健增长，逆周期拿地能力保证盈利空间

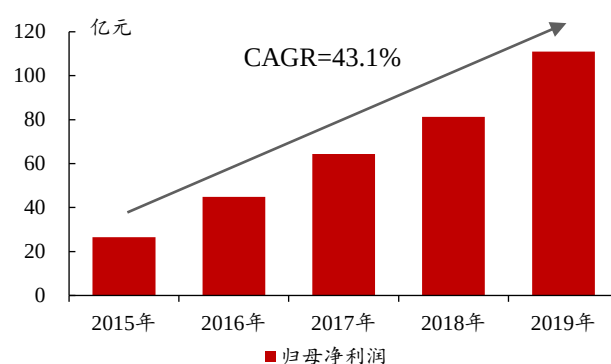
公司收入利润近年保持高速增长，位居行业前列。近年来，公司在深耕大湾区、享受发展红利的同时，不断拓展大西南、长三角等高增长潜力市场和海外市场，为销售业绩增长提供有力保障。另一方面，公司亦不断开拓多元化业务，在保持物业开发优势的同时，涉足物业租赁、城市更新等领域，推动了销售业绩的快速增长。2015-2019年公司营业收入年均复合增长率达到41%，在同规模及主流上市房企中位居前列，同时公司通过准确的周期判断及“政企共赢”模式，实现逆周期低成本拿地，归母净利润年均复合增长率达到43%，成长性较同业具备一定优势。

图 24：公司营业收入 5 年年均复合增长率达到 41%



数据来源：Wind，中达证券研究

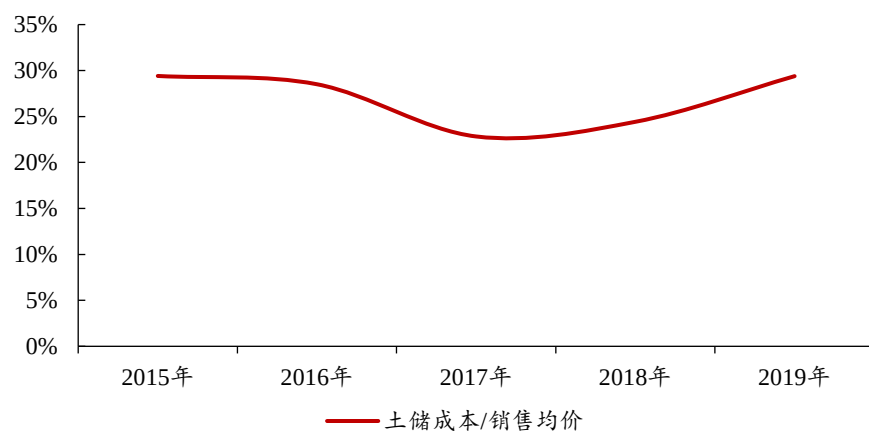
图 25：公司归母净利润 5 年年均复合增长率达到 43%



数据来源：Wind，中达证券研究

把握房地产周期节点，逆周期低成本获取优质土储。2007 年公司购入惠州龙光城项目，平均地价仅 300 元/平方米，总建筑面积约 500 万平方米，毛利率超过 60%。2014-2016 年，公司在深圳楼价上涨前，前瞻性布局深圳四个地铁上盖沿线项目（玖龙玺、玖钻、玖云著、玖龙台），共投资 310 亿元，总货值超 1000 亿元，平均毛利率高于 40%，2016 年下半年起公司成功避开土地周期高点，通过并购及城市更新渠道获得超过 3000 亿元货值土储，其中 90%位于粤港澳大湾区。2015-2019 年，公司把握土地价格周期变化节点，确保低价获取土储，保障结算利润空间，在土储成本与销售均价的比例上，近几年公司始终保持比率在 30%以下，在土地成交溢价率较高的 2017 年，土储成本与销售均价比例仅为 23%，为利润空间保障提供有力支持。

图 26：公司近年来始终保持土储成本与销售均价比率在 30% 以下

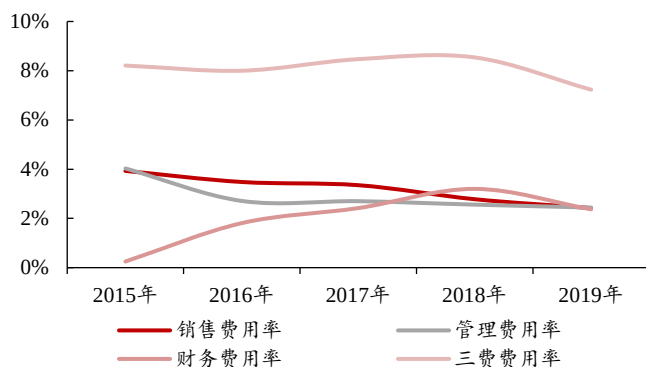


数据来源：公司公告，中达证券研究

5.2 盈利能力行业领先，债务结构与成本持续优化

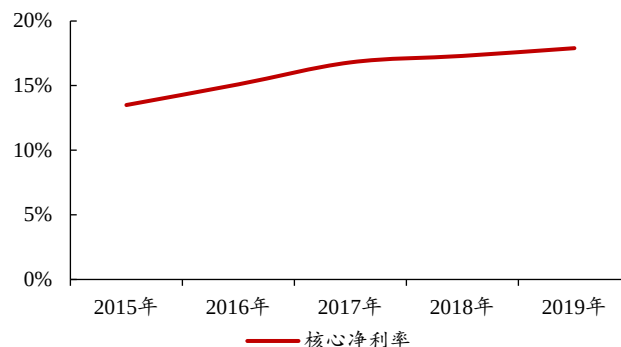
公司毛利率及净利率水平保持行业前列，核心净利率水平不断提升。公司坚持深耕大湾区战略、持续优化管理架构，销售及管理费用率近年来呈现持续下行趋势，毛利率及净利率水平保持稳定，并居主流房企前列。2019 年公司三费费用率为 7.23%，同比下降 1.31pct，2015-2019 年公司毛利率水平持续保持在 30% 以上，净利率水平持续保持在 20% 左右，核心净利率水平由 2015 年的 13.5% 持续提升至 2019 年的 17.9%，**2020 中国房企百强盈利性 TOP10 中龙光集团盈利能力位居行业第 3、民营房企第 1**。考虑到公司未来加大盈利空间较大且盈利性较为确定的城市更新项目布局力度，根据公司未来三年城市更新项目占当年核心盈利比重达到 20% 的目标，预计公司未来利润率水平将有望持续提升。

图 27：公司近年费用率水平呈现趋势性下行



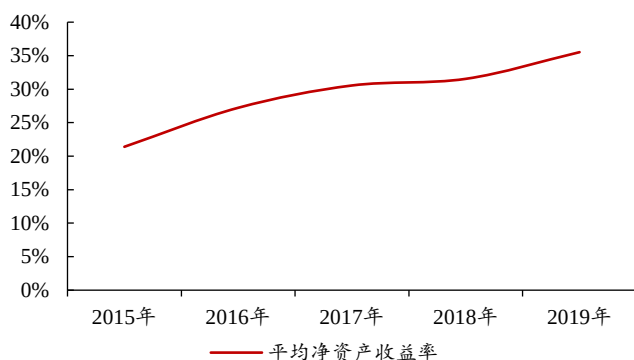
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 28：公司近年来核心净利率水平不断提升



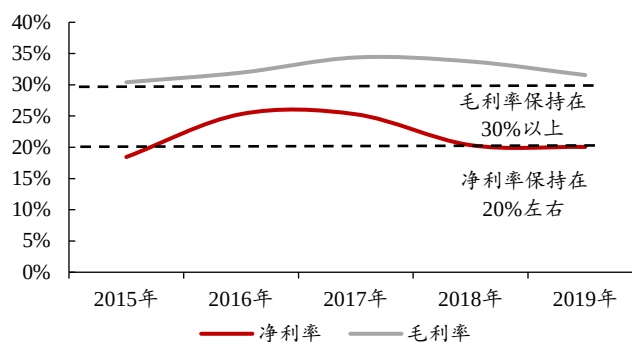
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 29：2019 年公司 ROE（平均）水平为 35.5%



数据来源：Wind，中达证券研究

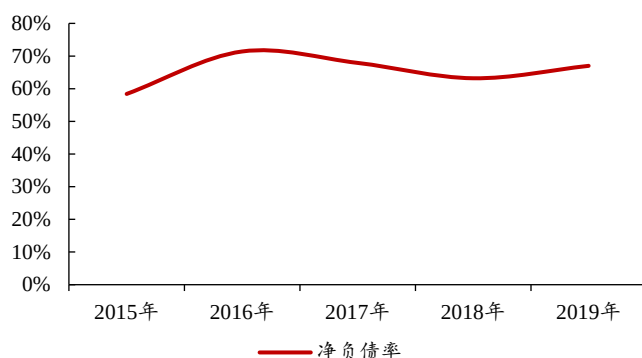
图 30：公司盈利能力维持高位



数据来源：Wind，中达证券研究

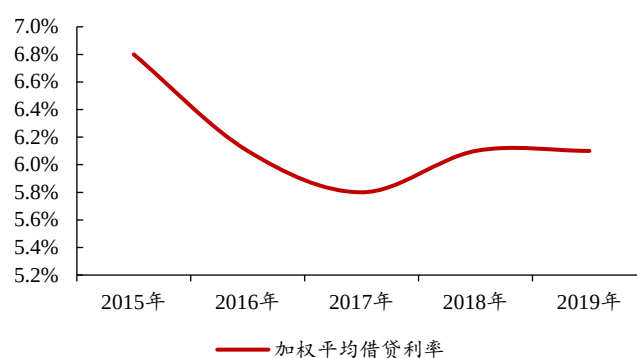
净负债率水平保持稳定，债务结构不断优化。2015-2019年公司净负债率水平分别为 58.4%、71.4%、67.9%、63.2%、67.0%，凭借公司优秀的杠杆管控水平及逆周期拿地能力，保持在 65%左右的水平。融资成本方面，龙光融资成本处于行业内民企中较低水平，公司近几年加权平均借贷利率处于趋势性下行阶段，2019 年加权平均借贷利率为 6.1%，近期标普及惠誉上调公司信用评级至 BB，预计公司融资成本有望进一步下降。从债务结构方面来看，公司 1 年以内到期债务占比相比于 2018 年有所下降至 18%，债务期限结构有所优化，同时境内外银行贷款、公司债券、境外优先票据等渠道占比分布更加多元。

图 31：2015-2019 年公司净负债率保持在 65%左右



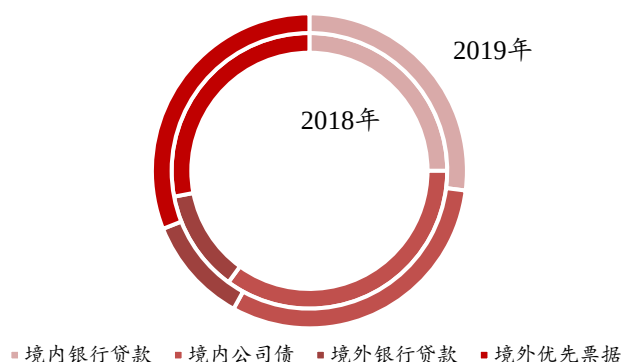
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 32：近几年公司融资成本处于趋势性下行



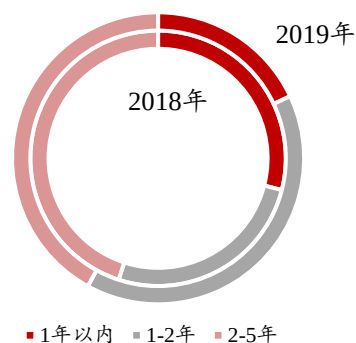
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 33：公司融资渠道较为多元



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 34：2019 年公司债务期限结构有所优化



数据来源：公司公告，中达证券研究

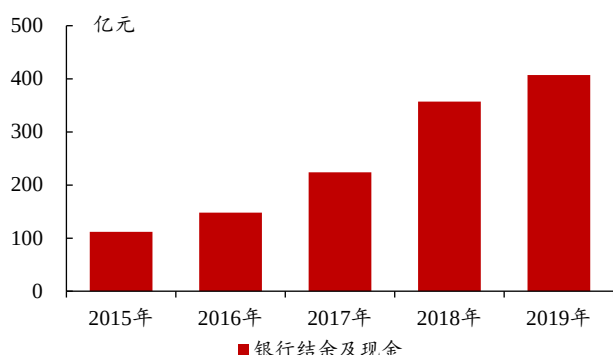
表 4：2019 年公司发行债券利率整体较低

时间	发行债券及规模	发行利率	发行期限（年）
2019 年 2 月	3 亿美元债	7.50%	3.5
2019 年 3 月	15.1 亿元公司债	5.50%	5
2019 年 7 月	4 亿美元债	6.50%	4
2019 年 9 月	1 亿美元债	6.90%	4
2019 年 11 月	20 亿元公司债	5.09%	5

数据来源：公司公告，中达证券研究

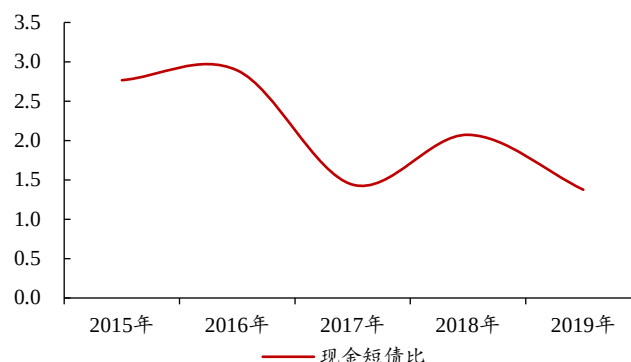
公司**在手现金及现金短债比**表现良好，安全边际较高。公司银行结余及现金（包括有限制及已抵押存款）由2015年的112亿元增长至2019年的407亿元，现金及现金等价物对一年内到期有息债务的覆盖倍数多年来维持在1.0以上的水平，保持了财务上的稳健性，为公司长期稳健经营奠定良好基础。

图 35：近年来公司银行结余及现金不断增加



数据来源：公司公告，中达证券研究

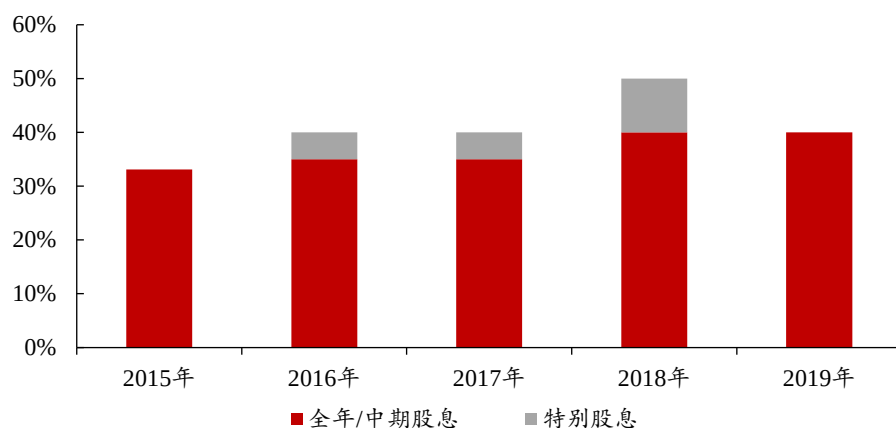
图 36：公司现金对短期债务覆盖较为充足



数据来源：公司公告，中达证券研究

近年来公司派息持续增加，股息率不断增高。公司注重股东回报，2015-2019年，公司每年分别派息 14、25、41、75、83 港仙，派息率持续保持在 40% 左右，股息率较为可观，在业绩稳健增长的同时，股东可获得的分红回报不断提高，具备长期投资价值。

图 37：近年来公司派息率保持在 40% 左右水平



数据来源：公司公告，中达证券研究

6. 估值与投资建议

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 18.0 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 2.18 元、2.68 元和 3.23 元，同比增长 20.0%、23.1%和 20.4%。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 40%目标 NAV 折让，目标价 18.0 港元，对应 2020 年 7.4 倍 PE，较现价空间达 31%。（最新股价为 2020 年 6 月 29 日收盘价）

表 5：龙光集团 NAV 约 29.98 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	156,471
投资物业总计	27,618
总资产估值	184,089
净负债	18,607
NAV 估值	165,481
每股 NAV（港元/股）	29.98
股价（港元，6 月 29 日）	13.68
NAV 折让	54%

数据来源：公司公告，中达证券研究

注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整

7. 风险提示

行业景气度受政策等影响较大；全国化扩张不及预期。



损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	44,137	57,480	74,247	94,508	116,672
营业成本	-29,250	-39,347	-51,340	-65,783	-81,474
毛利润	14,887	18,133	22,907	28,725	35,198
销售及行政开支	-2,365	-2,808	-4,158	-5,009	-6,184
EBIT	14,606	17,837	21,260	26,227	31,525
利息成本	-1,417	-1,366	-1,798	-2,024	-2,274
利息收入	1,014	1,158	517	548	630
投资收益	-184	-176	435	1,312	1,437
其他收入	0	0	0	0	0
税前利润	14,019	17,452	20,414	26,062	31,319
所得税	-5,023	-5,889	-7,910	-10,027	-11,917
少数股东权益	-708	-294	-479	-1,229	-1,576
净利润	8,123	11,102	12,025	14,806	17,825
核心净利润	7,023	10,020	12,025	14,806	17,825
股权数	5,490	5,490	5,520	5,520	5,520
核心 EPS	1.28	1.83	2.18	2.68	3.23
每股分红	0.65	0.73	0.87	1.07	1.29

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	18,338	26,604	30,248	35,492	38,982
长期股权投资	19,490	17,395	19,347	20,045	15,937
其他非流动资产	1,626	2,787	3,378	9,479	14,590
非流动资产合计	39,454	46,786	52,973	65,016	69,510
发展中物业	46,324	71,796	72,175	73,817	74,160
竣工待售物业	8,256	14,374	18,210	18,324	19,734
应收账款	39,644	31,894	35,083	38,592	42,451
现金及银行存款	35,443	39,725	42,483	47,098	51,136
其他流动资产	974	1,436	1,254	1,254	1,254
总资产	170,095	206,010	222,178	244,101	258,244
流动负债合计	88,539	119,097	122,327	123,775	121,426
长期借款	41,712	40,081	44,089	50,703	55,773
其他非流动负债	526	0	0	0	0
递延所得税	2,572	3,838	4,222	4,644	5,108
非流动负债合计	44,810	43,919	48,311	55,346	60,881
少数股东权益	7,497	8,800	9,327	12,771	11,823
归属母公司股东权益	29,249	34,194	42,213	52,210	64,114
总负债和权益合计	170,095	206,010	222,178	244,101	258,244

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	8,288	11,269	12,025	14,806	17,825
营运资本变动	-5,728	-6,996	-3,614	-4,941	-7,481
其他	2,008	1,599	-2,506	-2,148	-2,233
经营性现金流合计	4,568	5,872	5,905	7,717	8,112
投资物业	-907	-1,016	-3,644	-5,245	-3,490
其他	-23,139	11,507	-2,513	-6,759	-954
投资性现金流合计	-24,046	10,491	-6,156	-12,003	-4,444
自由现金流	-19,477	16,363	-251	-4,287	3,668
每股自由现金流	-4	3	-0	-1	1
权益融资	-78	-110	0	0	0
债权融资	34,015	18,956	6,968	11,497	8,814
其他	-5,885	-28,844	-3,959	-2,594	-8,444
融资性现金流合计	28,052	-9,998	3,009	8,902	370
现金变动合计	8,574	6,365	2,758	4,615	4,038
期初现金	19,878	28,452	34,818	37,576	42,191
期末现金	28,452	34,818	37,576	42,191	46,229

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	33.7%	31.5%	30.9%	30.4%	30.2%
经营利润率	33.1%	31.0%	28.6%	27.8%	27.0%
核心净利率	15.9%	17.4%	16.2%	15.7%	15.3%
营收增长率	59.4%	30.2%	29.2%	27.3%	23.5%
EBIT 增长率	35.6%	22.1%	19.2%	23.4%	20.2%
核心净利增长率	51.7%	42.7%	20.0%	23.1%	20.4%
EPS 增长率	51.8%	42.7%	19.4%	23.1%	20.4%
每股净资产	5.33	6.23	7.65	9.46	11.62
利息覆盖倍数	5.13	4.65	4.79	5.18	5.50
净负债资本率	28.8%	34.5%	34.2%	34.1%	33.5%
净负债率	63.2%	67.4%	64.4%	61.7%	59.0%
总资产周转率	0.31	0.31	0.35	0.41	0.46
资产权益比	5.82	6.02	5.26	4.68	4.03
ROA	4.6%	5.2%	6.0%	6.7%	7.6%
ROE	26.7%	31.6%	31.5%	31.4%	30.6%
ROCE	10.3%	11.9%	12.9%	13.4%	13.9%



分析师声明

申思聪，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。投资者在作出投资决策时，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。在签订任何投资合同之前，个人应在必要时作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。

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。