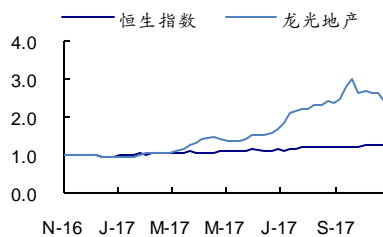


**证券研究报告—动态报告**
**房地产**
**房地产开发 II**
**龙光地产(03380)**
**增持**

(首次评级)

2017年11月06日

**一年该股与恒生指数走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	5,498/5,498
总市值/流通(百万元)	39,808/39,808
上证综指/深圳成指	3,372/11,215
12个月最高/最低(元)	10.00/2.88

**证券分析师：区瑞明**

电话：0755-82130678

E-MAIL: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

**证券分析师：王越明**

电话：0755-82130478

E-MAIL: wangyuem@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512040001

**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

**公司分析**

## “龙”腾湾区，估值低廉

### ● 销售显著增长，扩张积极，资源禀赋优异

销售显著增长，完成全年目标 85%：2017 年 1-9 月，公司实现销售面积 178.3 万平方米，同比增长 3.66%；销售额 313.8 亿元，同比增长 45.48%，已完成经上调后 370（原 345）亿元销售目标的 85%；销售均价为 17600 元/平米，同比增长 40.34%。

扩张积极，资源禀赋优异：2017 年上半年，公司新增建面约 659 万平米，其中，招拍挂市场新增建面约 183 万平方米，并购及城市更新项目新增建面约 476 万平方米，拿地面积/销售面积为 3.7，扩张积极。截至 2017 年上半年末，公司权益货值为 3880 亿元，其中 81% 位于粤港澳大湾区，资源禀赋优异。

### ● 持续回购，传递信心

公司自 2017 年 10 月 9 日以来持续回购股份，截至 2017 年 11 月 2 日，累计回购 539 万股，占最新总股本的 0.098%。公司持续回购股份，向市场传递出股票被低估的信息。

### ● 财务优化，业绩锁定性较好

公司通过低成本资金置换高成本资金，以实现财务优化、盈利提升：①2017 年 1 月和 5 月，公司分别发行了 2 亿美元和 4.5 亿美元的境外优先票据，票面利率分别为 5.75% 和 5.25%；②2017 年 6 月，公司提前赎回了票面利率为 11.25% 的 3 亿美元优先票据。

2017 年上半年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 69.3%；短期偿债能力保障倍数——货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 4.47 倍；净负债率为 67.03%，较 2016 年末下降 4.38 个百分点。公司 2017 年上半年末预收款为 158 亿元，对 2017 年 wind 一致预期的下半年营收（wind 一致预期的 2017 年下半年营收=2017 年 wind 一致预期营收-2017 年上半年营收）的锁定性为 103%。

### ● 粤港澳大湾区上升至国家战略，前瞻性布局迎发展红利

2016 年及 2017 年粤港澳大湾区分别列入“十三五规划”及“2017 年政府工作报告”，其地位已上升至国家战略层面。公司凭借前瞻性战略布局，已渗透其中 9 个重点城市，总货值达 3145 亿元，未来随着大湾区的经济增长、人口及财富的增加，将为公司销售带来源源不断的动力。

### ● 估值低廉，首次覆盖，给予“增持”评级

公司 2016 年核心净利润（未计及投资物业及衍生金融工具的公允价值变动及相关递延税项）为 31.07 亿元，我们预计 2017/2018 年核心净利润分别为 42.1/52.4 亿元，同比增长 35.5%/22.1%，则核心 EPS 分别为 0.77/0.93 元，对应核心 EPS 的 PE 为 8/6.6X；每股重估净资产约为 10.8~11.5 港元，对应 P/NAV 约为 0.67~0.63，估值低廉，首次覆盖，给予“增持”评级。

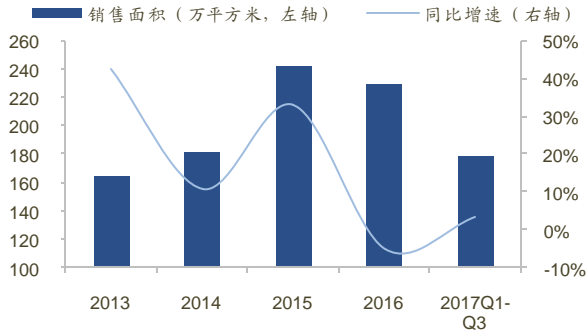
### ● 风险

若调控矫枉过正导致行业基本面超调，而政策又不适时放松。

## 销售显著增长，扩张积极，资源禀赋优异

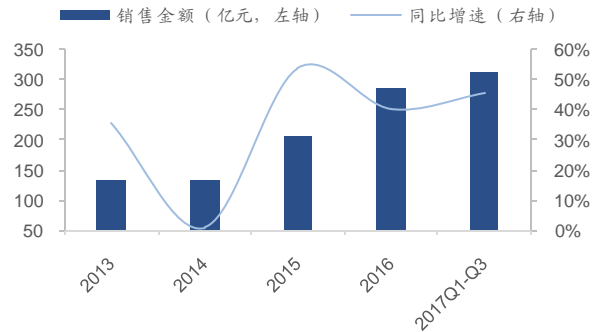
销售显著增长，完成全年目标 85%：2017 年 1-9 月，公司实现销售面积 178.3 万平方米，同比增长 3.66%；销售额 313.8 亿元，同比增长 45.48%，已完成经上调后 370（原 345）亿元销售目标的 85%；销售均价为 17600 元/平米，同比增长 40.34%。

图 1：销售面积及同比增速



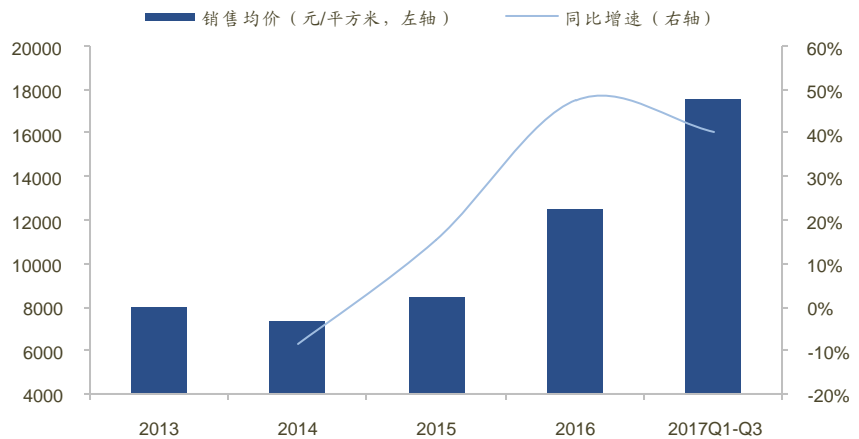
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：销售额及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：销售均价及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

扩张积极，资源禀赋优异：2017 年上半年，公司新增建面约 659 万平方米，其中，招拍挂市场新增建面约 183 万平方米，并购及城市更新项目新增建面约 476 万平方米，拿地面积/销售面积为 3.7，扩张积极。

**表 1: 2017 年上半年招拍挂新增土地储备**

序号	城市	项目名称	权益	总建筑面积 (平方米)
1	香港	鸭脷洲项目	50%	70,606
2	新加坡	女皇镇项目	51%	88,657
<b>香港新加坡项目小计</b>				<b>159,263</b>
3	柳州	柳东项目	100%	620,565
4	惠州	潼湖项目	50%	605,100
5	汕头	潮阳项目	100%	170,696
6	肇庆	大旺高新区项目	100%	274,000
<b>中国 (除香港) 项目小计</b>				<b>1,670,361</b>
<b>总计</b>				<b>1,829,624</b>

资料来源:龙光地产《二零一七年中期业绩》、国信证券经济研究所整理

截至 2017 年上半年末,公司权益货值为 3880 亿元,其中 81%位于粤港澳大湾区,资源禀赋优异。

**表 2: 总货值 3880 亿元, 粤港澳大湾区占比 81%**

	货值 (亿人民币)	占比
粤港澳大湾区	3145	81%
南宁区域	366	10%
汕头区域	242	6%
新加坡	42	1%
其他区域	85	2%
<b>总货值</b>	<b>3880</b>	<b>100%</b>

资料来源:龙光地产《二零一七年中期业绩》、国信证券经济研究所整理

**表 3: 粤港澳大湾区货值分布**

	货值 (亿人民币)	占比
深莞惠	2258	72%
珠中江	501	16%
广佛肇	249	8%
港澳	137	4%
<b>粤港澳大湾区总货值</b>	<b>3145</b>	<b>100%</b>

资料来源:龙光地产《二零一七年中期业绩》、国信证券经济研究所整理

## 持续回购, 传递信心

公司自 2017 年 10 月 9 日以来持续回购股份,截至 2017 年 11 月 2 日,累计购回 539 万股,占最新总股本的 0.098%。公司持续回购股份,向市场传递出股票被低估的信息。

**表 4: 公司自 2017 年 10 月以来持续回购股份**

日期	购回股份数目 (股)	付出总额 (港元)	每股购回均价 (港元)	占总股本比例
2017-11-2	1,300,000	9,393,060.00	7.23	0.0236%
2017-10-31	390,000	2,815,980.00	7.22	0.0071%
2017-10-27	644,000	4,938,160.00	7.67	0.0117%
2017-10-26	304,000	2,410,120.00	7.93	0.0055%
2017-10-19	426,000	3,389,920.00	7.96	0.0077%
2017-10-18	244,000	1,937,020.00	7.94	0.0044%
2017-10-17	580,000	4,590,420.00	7.91	0.0105%
2017-10-16	486,000	3,860,620.00	7.94	0.0088%
2017-10-12	24,000	191,600.00	7.98	0.0004%
2017-10-11	500,000	3,987,760.00	7.98	0.0091%
2017-10-9	492,000	3,915,200.00	7.96	0.0089%
<b>合计</b>	<b>5,390,000</b>	<b>41,429,860</b>	<b>7.69</b>	<b>0.0980%</b>

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

## 财务优化，业绩锁定性较好

公司通过低成本资金置换高成本资金，以实现财务优化、盈利提升：①2017年1月和5月，公司分别发行了2亿美元和4.5亿美元的境外优先票据，票面利率分别为5.75%和5.25%；②2017年6月，公司提前赎回了票面利率为11.25%的3亿美元优先票据。

2017年上半年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为69.3%；短期偿债能力保障倍数——货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为4.47倍；净负债率为67.03%，较2016年末下降4.38个百分点。公司2017年上半年末预收款为158亿元，对2017年wind一致预期的下半年营收（wind一致预期的2017年下半年营收=2017年wind一致预期营收-2017年上半年营收）的锁定性为103%。

## 粤港澳大湾区上升至国家战略，前瞻性布局迎发展红利

2016年及2017年粤港澳大湾区分别列入“十三五规划”及“2017年政府工作报告”等重要政策文件，其地位已上升至国家战略层面。公司凭借前瞻性战略布局，已渗透其中9个重点城市，总货值达3145亿元，未来随着大湾区的经济增长、人口及财富的增加，将为公司销售带来源源不断的动力。

表 5: 粤港澳大湾区相关政策

时间	发布机构	文件名	主要内容
2015/3/28	发改委、外交部、商务部	《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》	充分发挥深圳前海、广州南沙、珠海横琴、福建平潭等开放合作区作用,深化与港澳台合作,打造 <b>粤港澳大湾区</b> 。
2016/3/17	国务院、发改委、全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	支持港澳参与国家双向开放、“一带一路”建设,鼓励内地与港澳企业发挥各自优势,通过多种方式合作走出去。加大内地对港澳开放力度,推动内地与港澳关于建立更紧密经贸关系安排升级。深化内地与香港金融合作,加快两地市场互联互通。加深内地同港澳在社会、民生、文化、教育、环保等领域交流合作,支持内地与港澳开展创新及科技合作,支持港澳中小微企业和青年人在内地发展创业。支持共建大珠三角优质生活圈,加快前海、南沙、横琴等粤港澳合作平台建设。支持港澳在泛珠三角区域合作中发挥重要作用,推动 <b>粤港澳大湾区和跨省区重大合作平台建设</b> 。
2017/3/5	国务院	《2017 政府工作报告》	要推动内地与港澳深化合作,研究制定 <b>粤港澳大湾区城市群发展规划</b> ,发挥港澳独特优势,提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能。
2017/7/1	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	《深化粤港澳合作 推进大湾区建设框架协议》	强化广东作为全国改革开放先行区、经济发展重要引擎的作用,构建 <b>科技、产业创新中心和先进制造业、现代服务业基地</b> ;巩固和提升香港国际金融、航运、贸易三大中心地位,强化全球离岸人民币业务枢纽地位和国际资产管理中心功能,推动专业服务和创新及科技事业发展,建设亚太区国际法律及解决争议服务中心;推进澳门建设世界旅游休闲中心,打造中国与葡语国家商贸合作服务平台,建设以中华文化为主流、多元文化共存的交流合作基地,促进澳门经济适度多元可持续发展。努力将粤港澳大湾区建设成为更具活力的经济区、宜居宜业宜游的优质生活圈和内地与港澳深度合作的示范区,携手打造 <b>国际一流湾区和世界城市群</b> 。
2017/7/12	广东省人民政府	《实施〈粤澳合作框架协议〉2017 年重点工作》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) <b>携手参与“一带一路”建设</b>: 支持粤澳企业前往“一带一路”沿线国家参展参会、开展双向投资,赴沿线重点国家考察推介及招商,打造资金平台,支持法律服务、旅游产品、中医药、青少年交流合作;</li> <li>2) <b>携手推进粤港澳大湾区城市群规划建设</b>: 对标国际一流湾区研究提出统筹规划、制定智慧城市指标体系;</li> <li>3) <b>促进现代服务业合作</b>: 服务贸易自由化、金融合作、旅游合作、文化创意展会及贸易投资合作、中医药产业合作、专业服务合作;</li> <li>4) <b>推进重点合作区域建设</b>: 广东自贸试验区、珠海横琴新区、中山翠亨新区、江门大广海湾;</li> <li>5) <b>完善基础设施与便利通关</b>: 推进“合作检查,一次放行”、港澳大桥建设、珠澳航空合作等;</li> <li>6) <b>促进社会公共服务合作</b>: 公共卫生、警务合作、大气污染联防联控、中小学校际交流等;</li> <li>7) <b>完善机制安排</b>: 加强粤澳发展策略小组参谋作用、携手参与“一带一路”建设西流而回忆、加强粤澳两地民间合作。</li> </ol>

资料来源:中国政府网,广东省人民政府网,泛珠三角合作信息网,国信证券经济研究所整理

表 6: 粤港澳大湾区的人口及经济聚集度与其他经济区域对比仍有较大提升空间

与国内其他经济区域比较	粤港澳大湾区	长三角	京津冀
陆地面积 (万平方公里)	5.6	21.6	21.6
常住人口 (万人)	600	15935	11205
GDP (人民币万亿元)	9.3	15	7.5
人均拥有的土地面积 (平方米)	826	1356	1928
人口密度 (人/平方公里)	1213	736	519
人均 GDP (人民币万元)	14	9.4	6.7
土地产值 (人民币亿元/平方公里)	1.6	0.7	0.3
与世界其他湾区比较	粤港澳大湾区	东京湾区	纽约湾区
陆地面积 (万平方公里)	5.6	1.4	2.1
常住人口 (万人)	6800	3570	1983
GDP(万亿美元)	1.4	2.1	1.6
人口密度 (人/平方公里)	1213	2634	923
人均 GDP(万美元)	2.1	5.9	8.1
土地产值 (亿美元/平方公里)	0.3	1.5	0.8

资料来源:wind、政府网站、搜狐、公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 4: 粤港澳空间格局示意图



资料来源: 搜狐、国信证券经济研究所整理

## 估值低廉，首次给予“增持”评级

公司 2016 年核心净利润（未计及投资物业及衍生金融工具的公允价值变动及相关递延税项）为 31.07 亿元，我们预计 2017/2018 年核心净利润分别为 42.1/52.4 亿元，同比增长 35.5%/22.1%，则核心 EPS 分别为 0.77/0.93 元，对应核心 EPS 的 PE 为 8/6.6X；每股重估净资产约为 10.8~11.5 港元，对应 P/NAV 约为 0.67~0.63，估值低廉，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险

若调控矫枉过正导致行业基本面超调，而政策又不适时放松。



### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

### 风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
<b>李文英</b> 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>张欣慰</b> 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>赵冰童</b> 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
<b>许婧</b> 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	<b>梁轶聪</b> 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	<b>梁佳</b> 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
<b>王玮</b> 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	<b>吴国</b> 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	<b>刘紫微</b> 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	<b>吴翰文</b> 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
<b>王艺汀</b> 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	<b>金锐</b> 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	<b>赵晓曦</b> 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	<b>陈俊儒</b> 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
<b>陈雪庆</b> 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	<b>倪婧</b> 18616741177 nijing@guosen.com.cn	<b>简洁</b> 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	<b>邓怡秋</b> 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
<b>杨云崧</b> 18610043360 yangys@guosen.com.cn	<b>林若</b> 15618987024 linruo@guosen.com.cn	<b>牛恒</b> 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
<b>赵海英</b> 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>张南威</b> 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	<b>王灿</b> 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
<b>詹云</b> 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	<b>周鑫</b> 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	<b>欧子炜</b> 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
<b>边祎维</b> 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	<b>丛明浩</b> 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	<b>李杨</b> 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		