

## 龙湖：业绩高速增长有望超额完成目标， 完成全国布局目标还需两至三年

分析师/CRIC研究中心分析师 沈晓玲 朱一鸣 戴成路

### 销售业绩稳步上升，全年460亿目标偏保守

龙湖上半年销售224亿元，同比增长28%，完成年度目标49%，略高于去年同期的完成率45%。由于下半年将有6个新项目、13个老项目的新推案，预计为576亿元的可售货值（全年可售货量为800亿元），所以只需40%左右的去化率便可达成全年目标。此外集团的高周转也是保证业绩的一大优势：2012年新进入的厦门、绍兴和2013年刚进入的长沙，已经分别贡献了12.7亿元、5.4亿元和0.4亿元。因此我们认为公司维持原目标460亿元是比较保守的，全年超额完成目标应该不是难事。

### 土地储备积极加仓，版图稳步扩大

龙湖当期拿地10幅，总价108亿元，同比大增89%。拿地支出大幅增加既有面积的因素（+42%），也有楼板价的因素（+34%）。楼板价的提高主要是因为在上海所获三幅地的楼板价均超过了6千元/平米。今年上半年集团首次进入长沙、昆明和苏州，使版图继续扩大、降低区域风险，也把所在城市由去年底的17个增加到了20个。另外，所获土地中，商住综合及纯住宅各一半，延续了之前的风格。

表：集团当期拿地与去年同期对比

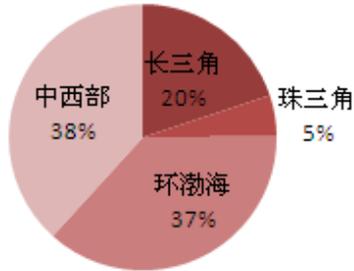
	拿地幅数	总金额（亿元）	总建筑面积（万平米）	楼板价（元/平米）
1H12	7	57	248	2,294
1H13	10	108	352	3,065
同比变化%		+89%	+42%	+34%

数据来源：企业财报

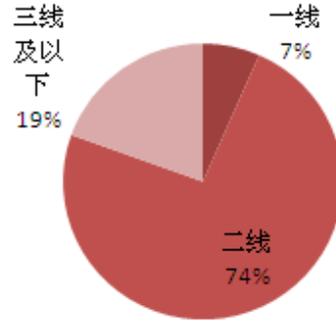
截止目前来看，集团拥有土地储备4144万平米，其中权益面积为3780万平米。土地储备平均成本为2028元/平米，仅为目前销售价格的18%。从区域分布来看，随着近两年在绍兴、厦门、泉州、苏州等地的进驻，企业在长三角区域的土地存量占比增加至20%，而珠

三角比重亦得到提升，企业投入版图稳步扩大。

集团1H13底土地储备区域分布



集团1H13底土地储备城市能级分布



数据来源：企业中报

### 毛利率大幅下降，拿地交房推升负债率

龙湖上半年确认收入与去年同期基本持平，但毛利率大幅下降14个百分点至仅32%左右。这主要是因为2011年下半年至2012年的行业冬天导致企业以价换量地去货。集团当期销售均价同比有18%的上升，并且近期所获土地均属优质，所以预计今年全年和未来1-2年的毛利率将有所改善。毛利率大挫直接导致核心净利润下降6个点。好在龙湖的非经营性收入(利息收入、汇率收益、资产重估增值等)当期有较大幅度的上升，所以补充了一般净利润至去年同期相同水平。

由于去年换仓，购入大量靠近城区的土地进行公司转型，所以去年有大约100亿元的土地款集中支付，而下半年的物业交付比例为72%，因此上半年负债率阶段性有所提高。龙湖利用宏观环境平稳的时机，进行大幅度、大跨度的土地调仓，而在财务安全的范围以内，适当增加净负债率是合理的。而且，龙湖的可动用的资金有很多，境外上半年有两次融资，成本非常低，境内今年仍有近300亿的授信额度未使用，因此，境内外融资资源准备充分，资金状况稳健。对于集团净负债率75%的上限不会变化。

### 计划进入24个商品房销售规模超过400亿的城市

集团目前所持商业物业共11个项目，全部是购物中心形式，属于三个系列，共计55万平方米左右，除了一个在北京，其余均在重庆。虽然对当期营业收入只有2%的贡献，但是同比大增34%。此外集团当前在建商业物业建筑面积达到100万平米。管理层也表示，未来10-15年，该部分收入会逐步提高到总体的30%左右。

更值得一提的是，集团从去年开始进入大规模的土地储备换仓阶段：在2012年的3-10月，集团共增加土地储备810万方，这些项目大多已经在今年上半年入市。而今年上半年，

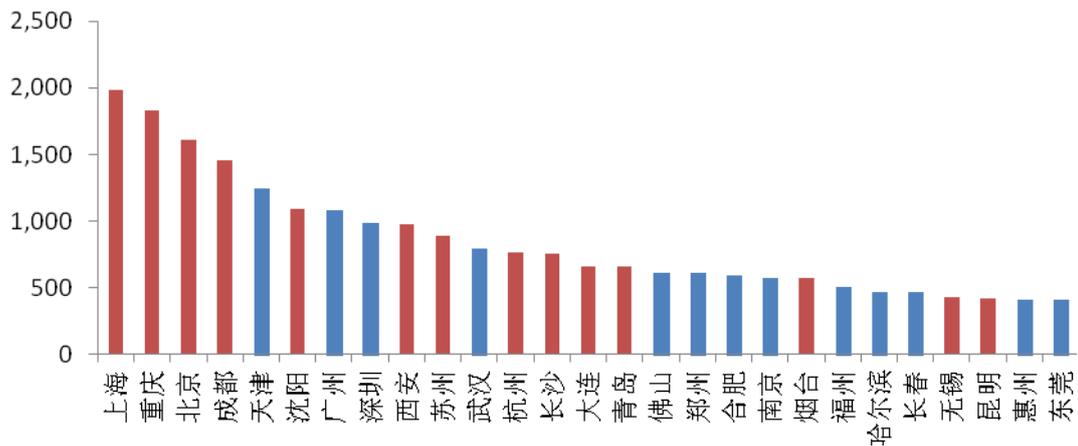
集团又对获取项目的位置有了更多的要求，新增的10个项目中，8个靠近市区，2个在上海青浦靠近地铁站的区域。集团的目标是进入全部24个商品房销售规模超过400亿的城市，目前已经驻扎20个，还需要两到三年的时间才能全部完成。这将有益于集团提升市场份额，同时均衡区域风险。再次，为了提高周转率，集团获得的项目将力争控制在50万平米以下。公司管理层相信，随着这些新项目的逐渐入市和集团战略转型逐渐成熟，龙湖会重新进入增长的轨道。

**图：龙湖近年来进入城市个数**



数据来源：企业报告

**图：2011年商品住宅销售额超过400亿元的城市（蓝色为集团尚未进入城市）**



数据来源：国家统计局

附表：2011-2013年企业财务指标

	财务指标	FY11	FY12	1H12	1H13	同比/百分点 变动	单位
规模指标	总营业额	24,093	27,893	14,552	15,231	5%	RMBmn
	物业销售营业额	23,376	26,946	14,133	14,654	4%	RMBmn
	股东净利润	6,328	6,301	3,810	3,846	1%	RMBmn
	股东净利润(核心)	5,540	6,448	3,358	2,523	-25%	RMBmn
	总资产	97,260	125,426	107,556	134,090	25%	RMBmn
盈利及运营指标	毛利率	41%	40%	46%	32%	-14pts	
	净利率	29%	25%	28%	27%	-1pts	
	净利率(核心)	23%	23%	23%	17%	-6pts	
	每股收益	123	120	74	71	-4%	RMBcents/s
	每股收益(核心)	108	123	16	16	0%	RMBcents/s
	期间费用率	6.5%	5.8%	3.8%	4.4%	0.6pts	
现金及偿债能力指标	现金	14,527	18,611	17,468	13,171	-25%	RMBmn
	短期负债	3,580	5,109	4,531	5,415	20%	RMBmn
	长短期债务比	5.7	5.4	5.5	5.3	--	
	现金短债比	4.1	3.6	3.9	2.4	--	
	平均借债利息率	7.4%	7.8%	3.5%	3.9%	0.4pts	
	净负债与资本比率	39%	44%	44%	59%	15pts	
资本效率指标	股东权益回报率	37%	27%	18%	21%	3pts	
	股东权益回报率(核心)	32%	27%	16%	12%	-4pts	
	资产杠杆比	3.0	2.9	2.9	2.8	--	

备注：股东净利润(核心) = 股东净利润 - (资产重估增值 + 出售资产收益 + 兑汇损失 + 其它重大调整) \* 0.75

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理

补充说明：此报告仅为企业当日业绩发布后的及时快评，后期 CRIC 研究中心还将有详详实的半年报分析报告推出，敬请关注！

#### 分析师简介

沈晓玲，CRIC 研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、应急策略研究

朱一鸣，CRIC 研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、融资及财务分析

戴成路，房产分析师，专长于香港内房股分析和中国人口及城镇化研究