

中国房地产 年报点评



龙湖集团：严管“供销存”，维持境内外全投资级评级

导读：2023 年目标 1950 亿；未结转销售和合约负债显著减少，未来营收增长压力加大。

【市场修复前 2 月销售增长 41%，全年目标审慎底线为 1950 亿】2022 年龙湖集团实现合同销售额 2015.9 亿元，同比降 30.51%。相比于 TOP10 房企的合约销售金额平均同比下滑 33%，龙湖销售表现中规中矩。对于 2023 年的业绩指引与销售目标，龙湖表现审慎，**预计全年供货约 3000 亿以上，并谋求 65%以上的去化率，折合销售 1950 亿以上，为 2023 年的底线目标。**同时龙湖表示，将持续根据市场的情况随时保持弹性，顺势而为，不一味追求签约规模和排名。

【投资以销定支表现谨慎，合肥新增建面达 94 万方】2022 年全年龙湖新增土地 34 块，新增土储建面 448 万平方米，新增土储总价 451 亿元，分别同比下降 81%及 70%。新增土储建面中 15%为收并购，相比 2021 年全年 65%的并购占比已有大幅下滑。此外在所获取的地块中，**60%的土块平均溢价率为 0%，整体溢价率为 4%。**具体城市来看，**合肥、杭州、成都三地拿地均超 60 万**，其中合肥拿地建面达 94 万平米，于各城市中名列第一。未来龙湖表示将以销定支，**将拿地的投资额跟销售回款动态匹配。**

【未结转销售和合约负债显著减少，未来结算压力加大】2022 年龙湖实现营业收入 2505.65 亿元，同比增长 12%；其中物业销售收入 2270.17 亿元，同比增长 11%。2022 年底，龙湖已售出未结算项目的合同销售额为 2270 亿元，相较于 2021 年末下降了 28%；此外 2022 年末的合同负债为 1252 亿元，相较于同期下降了 36%，未来物业开发的**营收增长或受限。**从利润率水平来看，2022 年龙湖的毛利率为 21.17%，同比下降约 4 个百分点；净利率为 13.1%，同比下降 1.13 个百分点。对于未来市场投资，龙湖表示会坚守投资刻度，毛利率要求在 20% 以上，净利率在 12% 以上。

【财务稳健，标普 22 年中以来首次上调龙湖评级】2022 年末龙湖剔除预售监管资金及受限资金后，**现金短债比为 2.61 倍；净负债率为 58.1%；**剔除预收后的资产负债率为 64.8%，持续属于绿档企业。截止 2022 年底，龙湖集团的平均借贷成本进一步降低至 4.1%，平均贷款年限为 6.67 年，其中 2023 年已无到期境外债，需要刚性兑付的境内公司债也仅 73 亿元。2023 年 2 月 9 日，标普确认龙湖集团的投资级评级，展望上调为稳定。这是 **2022 年中以来，三大国际评级机构首次上调中国房企展望。**

【全航道协同促进发展，5 年内非地产开发业务利润占比达 50%】2022 年，龙湖集团**物业投资业务不含税租金收入为 118.8 亿元，同比增长 14%；**商场、租赁住房、其他收入的占比分别为 78.1%、20.2%和 1.7%。其中冠寓已开业 11.6 万间，整体出租率为 88.5%，其中开业超过六个月的项目出租率为 91.1%。**服务业务及其他实现营业收入 116.7 亿元，同比增长 39%。**在业绩会上，龙湖提到未来 5 年内，非地产开发业务利润占比将在 50%以上。预计在“1+2+2”发展格局下，能为龙湖提供更大的后续发展空间。

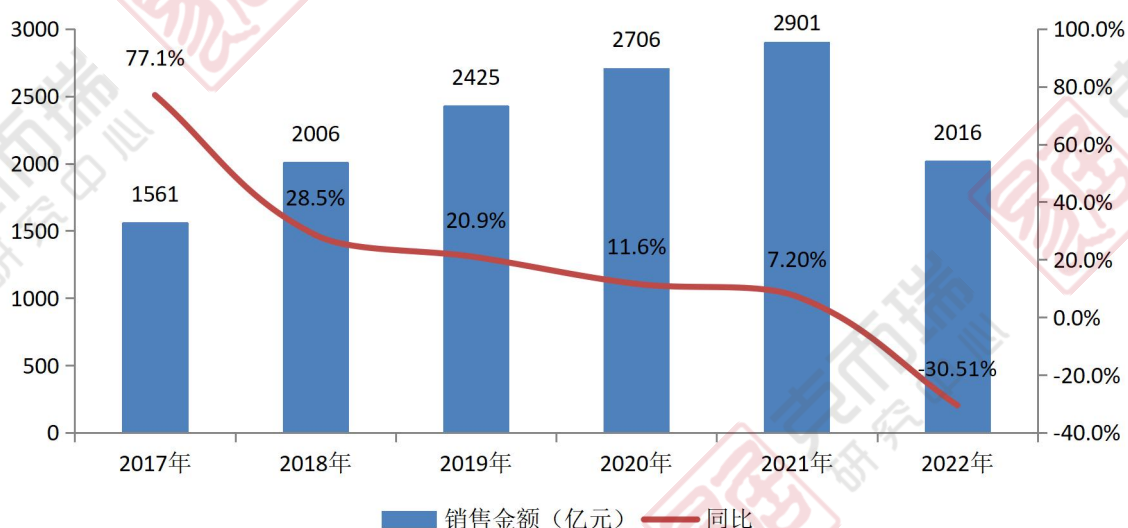
正文:

01 销售：市场修复前 2 月销售增长 41%，全年目标审慎底线为 1950 亿

2022 年龙湖集团实现合同销售额为 2015.9 亿元，同比降 30.51%，合同销售面积 1304.7 万平方米，同比下降 23.65%。其中**实现归属股东权益的合同销售金额 1273 亿元，权益占比 63%**。相比于 2022 年克而瑞 TOP10 房企的合约销售金额同比下滑 33%，龙湖销售表现中规中矩。

2023 年前两月，龙湖集团累计实现合同销售金额 282.4 亿元，同比增长 41%。业绩会上，龙湖预测未来市场端复苏更可能是**脉冲型的复苏**，并非一蹴而就，居民和消费的信心仍需要时间恢复。在此背景下对于 2023 年的业绩指引与销售目标，龙湖表现得更为审慎，**全年供货约 3000 亿以上，并谋求 65%以上的去化率，折合销售 1950 亿以上，为 2023 年的底线目标**。同时龙湖表示，将持续根据市场的情况随时保持弹性，顺势而为，不一味追求签约规模和排名。

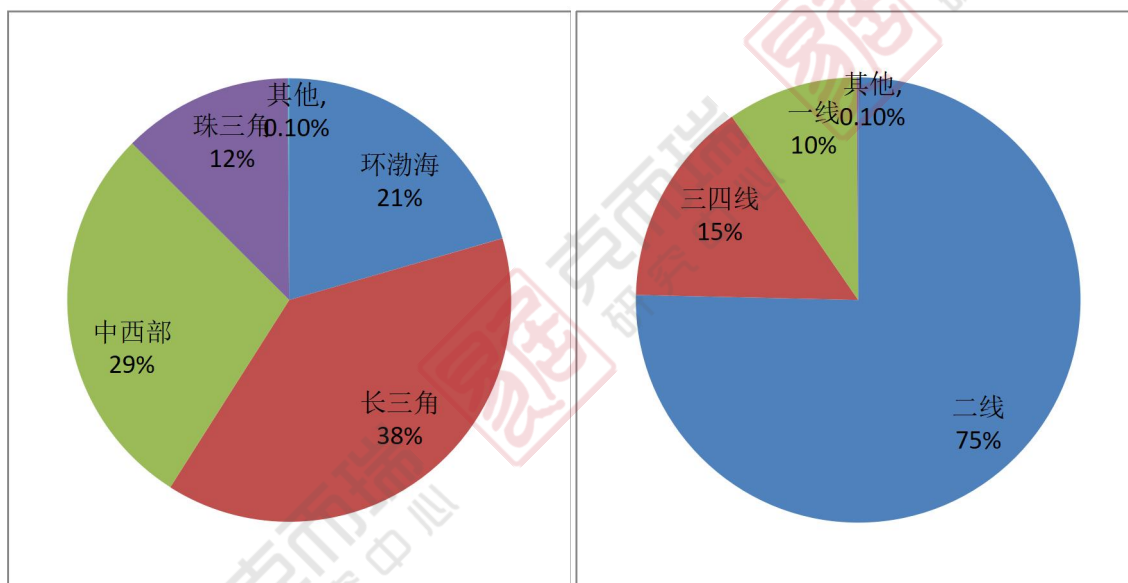
图：龙湖 2017-2022 年销售金额及同比增幅



数据来源：企业公告，CRIC

从销售金额的区域分布来看，龙湖的销售贡献主要来自**长三角、中西部及环渤海三个区域**，分别占比 38%、29%及 21%，**其中长三角占比同比增长 10 个百分点**，其他区域占比均有所下滑。从城市能级来看，一二线城市销售占比达 85%，同比变化不大。

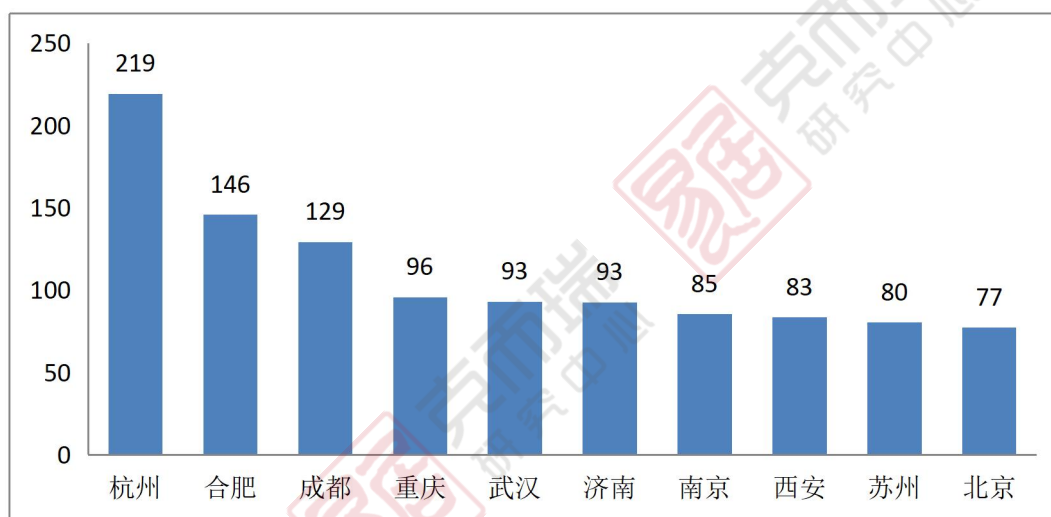
图：2022 年龙湖集团销售金额分布情况



数据来源：企业公告，CRIC

从城市贡献来看，龙湖有 10 城进入当地备案排名前三，22 城进入当地市场前五。但受疫情影响，2022 年贡献销售超百亿的城市仅有 3 座，分别是杭州、合肥及成都。同期对比，不少城市由于疫情或其他因素影响，销售规模同比下滑较大，如重庆、武汉、济南及北京等，其中重庆尤其明显，销售金额同比下滑 58%，从 227 亿元下滑至 96 亿元；但也有少数城市实现销售同比增长，如合肥同比增长 28% 至 114 亿元。

图：龙湖 2022 年销售金额排名前十的城市（单位：亿元）



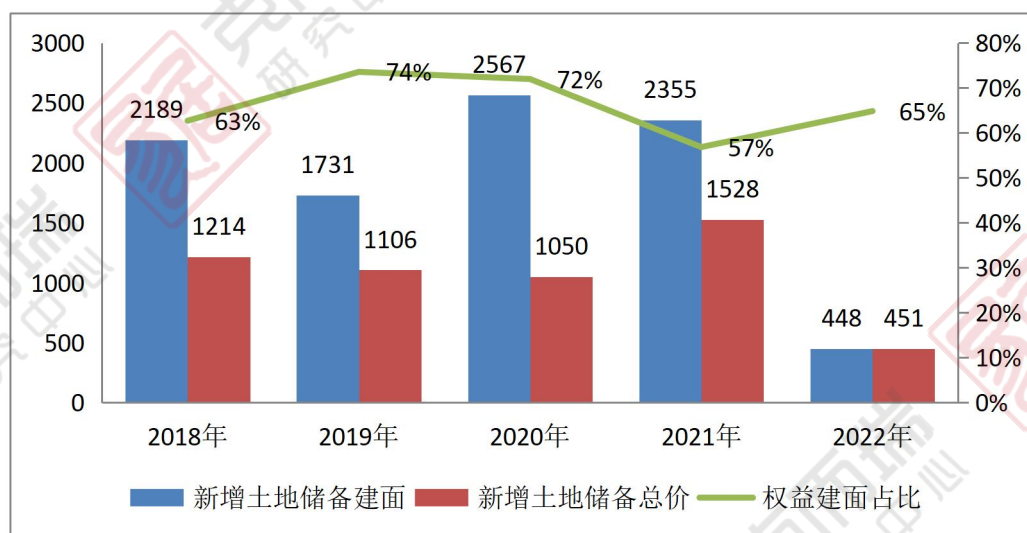
数据来源：企业公告，CRIC

02 投资：投资以销定支表现谨慎，合肥新增建面达 94 万方

2022 年全年龙湖新增土地 34 块，新增土储总建筑面积为 448 万平方米，新增土储总价为 451 亿元，分别同比下降 81% 及 70%；平均收购成本为 10056 元/平方米。新增土储建面中 15% 为收并购，相比 2021 年全年 65% 的并购占比已有大幅下滑。可见，基于上半年市场的不确定性，龙湖在土地市场上表现相当谨慎，投资支出明显减少。此外在所获取的地块中，60% 的土块平均溢价率为 0%，整体溢价率为 4%。

未来龙湖表示会继续重点聚焦 20 个主力城市和 14 个机会城市，更加合理的处理好供、销、存的关系，以销定支，将拿地的投资额跟销售回款动态匹配。

图：龙湖集团 2018-2022 年新增土储（单位：万平方米、亿元）

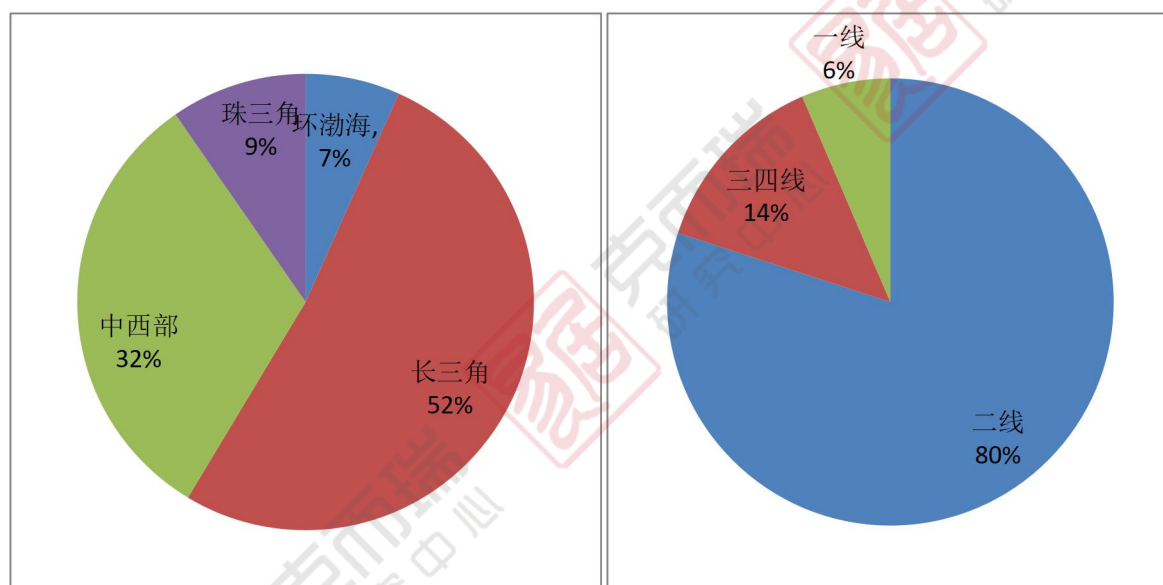


备注：2020、2021 年拿地总价为权益总价

数据来源：企业业绩发布、CRIC

从拿地的城市能级分布来看，2022 年龙湖在一二线城市新增土储建面占比 86%，相比于 2021 全年一二线占比大幅增加了 15 个百分点。此外区域分布来看，长三角区域的新增土储占比达 52%，中西部的新增土储占比达 32%。具体城市来看，合肥、杭州、成都三地拿地均超 60 万，其中合肥拿地建面达 94 万平米，于各城市中名列第一。

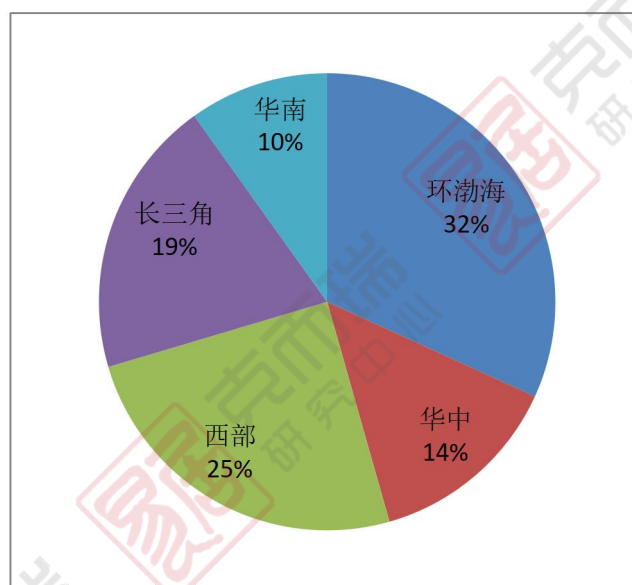
图：龙湖集团 2022 年新增土储建面分布



数据来源：企业业绩发布、CRIC

截至 2022 年底，龙湖的总土地储备为 5795 万平方米，较 2021 年末大幅减少了 21%，权益面积为 3975 万平方米。土地储备的平均成本为 5221 元/平方米，为当期签约单价的 33.7%。按地区分析，环渤海地区、西部地区、长三角地区、华中地区及华南地区的土地储备分别占土地储备总面积的 32%、25%、19%、14%及 10%。虽然土储出现大幅减少，但根据龙湖 2022 年销售面积来看，仍约可保障未来 3 年的发展，土地储备相对充足。

图：龙湖集团 2022 年总土储建面地区分布（单位：万平方米）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

03 盈利：未结转销售和合约负债显著减少，营收规模增长或受影响

2022 年龙湖实现营业收入 2505.65 亿元，同比增长 12%；其中，物业销售收入 2270.17 亿元，同比增长 11%。2022 年龙湖全年毛利润 530.38 亿元，同比下降 6%，核心归母净利润同比增长 1%至 225.4 亿元。

截止 2022 年底，龙湖已售出但未结算项目的合同销售额为 2270 亿元，相较于 2021 年末下降了 28%；此外 2022 年末的合同负债为 1252 亿元，相较于同期下降了 36%。从对物业销售营业收入的覆盖倍数来看，已售未结算合同销售额/物业销售营业收入下降为 1，而未结转销售中还包括非并表项目；合同负债/物业销售营业收入仅为 0.55。可见，随着未结转销售和合约负债的减少，未来龙湖营收规模的增长或受到限制。

表：历年龙湖集团已售未结转销售及合约负债情况（单位：亿元）

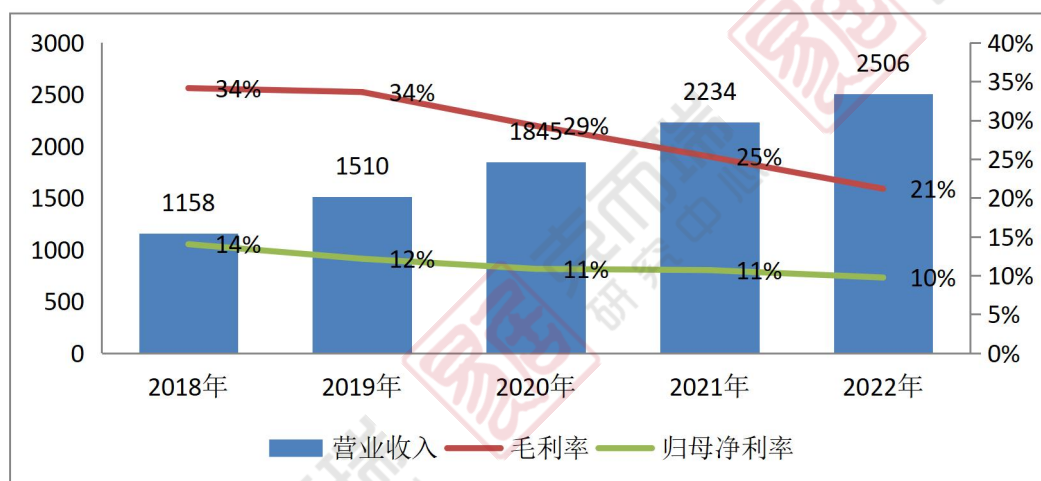
指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
已售未结算合同销售额	2535	3107	3145	2270
合同负债	1552	1824	1949	1252
已售未结算合同销售额/物业销售营业收入	1.80	1.82	1.54	1.00
合同负债/物业销售营业收入	1.10	1.07	0.95	0.55

数据来源：企业业绩公告、CRIC

从利润率水平来看，2022 年龙湖的毛利率为 21.17%，相比 2021 年下降约 4 个百分点；其中开发业务毛利率同比下降 5 个百分点至 17.9%，运营业务及服务业务毛利率均有提升，分别为 75.6%及 28.9%。2022 年龙湖集团加强了费用控制，管理费用占营业额的比例较 2021 年同期下降 2.1 个百分点至 2.7%，销售开支占营业额的比例较上年同期下降 0.3 个百分点至 2.1%。在此背景下，净利率为 13.1%，相比 2021 年下降 1.13 个百分点。

对于未来市场投资，龙湖表示会坚守投资刻度，包括毛利率要求在 20% 以上，净利率在 12% 以上。最近一年龙湖新拿土地的毛利率有 22%，净利率达 13%，相信随着行业不断修复，未来龙湖的毛利率有望回归。

图：龙湖 2018-2022 年利润规模及盈利指标（亿元）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

04 偿债：净负债率同比增加 11 个点，标普 22 年中以来首次上调龙湖评级

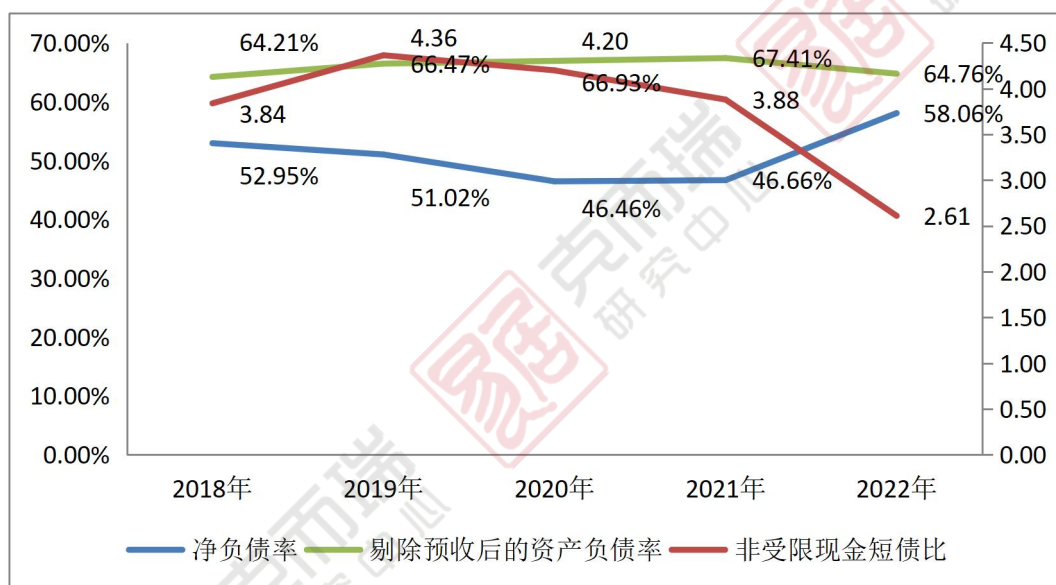
在偿债能力方面，龙湖持续表现优异。2022 年末龙湖剔除预售监管资金及受限资金后，现金短债比为 2.61 倍，持有现金充足，足以支付短期负债。长短债比 9.07，债务结构健康。此外，由于年内总有息负债规模增长了 8%，而在手现金则下降了 18%。2022 年末龙湖净负债率为 58.1%，较 2021 年提升 11.4 个百分点，但仍维持行业较低水平；剔除预收后的资产负债率为 64.8%，离监管的 70% 有一定距离，持续属于绿档企业。

在监管机构的支持下，龙湖作为优质民营企业之一，融资渠道进一步拓宽。2022 年，龙湖先后在境内成功发行 50 亿元公司债券，以及 35 亿元中期票据，利率在 3.00% 至 4.10% 之间，期限达三年至八年。此外 2022 年 12 月龙湖成为首家内保外贷房企，于境外银行贷款 7 亿元，期限 5 年。

截止 2022 年底，龙湖集团的平均借贷成本进一步降低至 4.1%，平均贷款年限为 6.67 年，其中 2023 年已无到期境外债，需要刚性兑付的境内公司债也仅 73 亿元；此外非抵押债务占总债务比例为 69.8%。对于 2023 年，龙湖表示预计有息债务会保持在 2080 亿总数不变，但是结构会进一步优化，加大国内银行融资，加大经营性开发贷，并适度减少境外融资。龙湖优秀的债务结构，在行业修复的背景下也让其拥有了更多发展机遇。

2023 年 2 月 9 日，标普确认龙湖集团的投资级评级，展望上调为稳定。这是 2022 年中以来，三大国际评级机构首次上调中国房企展望。截至当前，龙湖集团获得境内外全投资级评级，其中信用评级 BBB-（标准普尔）、Baa2（穆迪）、BBB（惠誉）、AAA（中诚信证评、新世纪）。

图：龙湖集团 2018-2022 年偿债指标

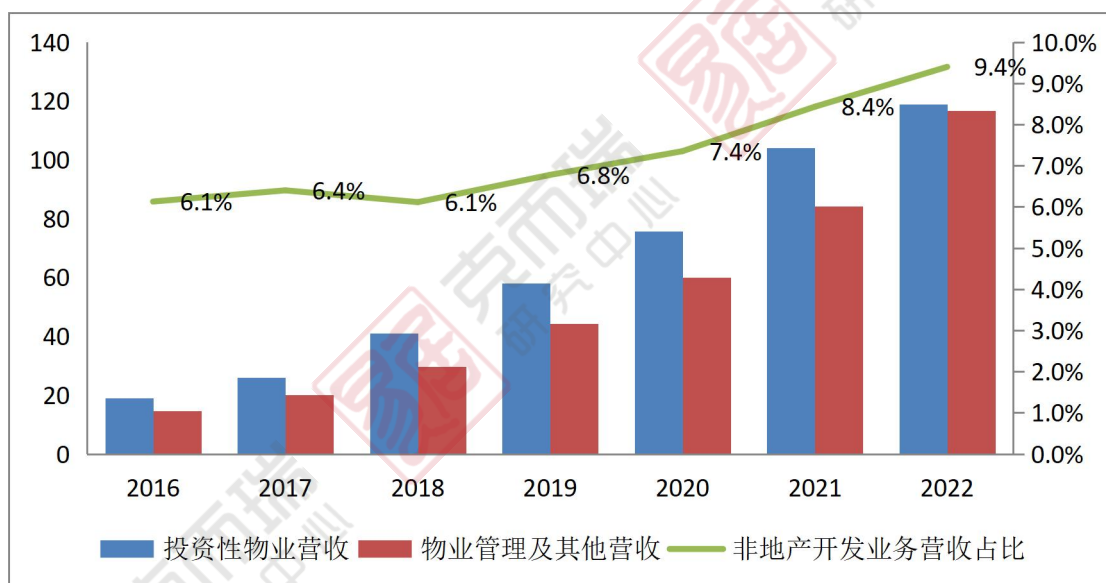


数据来源：企业业绩公告、CRIC

05 多元化：全航道协同促进发展，5 年内非房地产开发业务利润占比达 50%

2022 年，龙湖集团物业投资业务不含税租金收入为 118.8 亿元，同比增长 14%；商场、租赁住房、其他收入的占比分别为 78.1%、20.2%和 1.7%。截至 2022 年底，龙湖集团已开业商场建筑面积为 722 万平方米（含车位总建筑面积为 927 万平方米），整体出租率为 93.9%；冠寓已开业 11.6 万间，整体出租率为 88.5%，其中开业超过六个月的项目出租率为 91.1%。此外服务业务及其他，实现营业收入 116.7 亿元，同比增长 39%。

图：龙湖历年投资性物业等多元化收入（单位：亿元）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

在商业投资方面，龙湖现已开业运营 76 座，持有近 139 座项目，2023 年预计新开商业项目 11 个，新开项目对 2023 年的租金收入贡献预计将超过 4 个亿。在长租公寓方面，目前龙湖累计开业 11.6 万间，2022 年底受疫情影响期末出租率 88.5% 有所下降，未来一两个月内会逐步回归到正常水平。此外龙湖龙智造板块，截止目前已获取建管项目近 40 个，总建筑面积超过 700 万平方米。

在业绩会上，龙湖提到未来 5 年内，非房地产开发业务利润占比将在 50% 以上。目前龙湖已形成了一个开发航道、两个运营航道、两个服务航道，“1+2+2”的发展格局，预计在该体系下，能为龙湖提供更大的后续发展空间。

附表：2020-2022 年企业财务指标

分类	财务指标	2020 年	2021 年	2022 年	同比/百分点变动
规模	营业收入（亿元）	1845.47	2233.75	2505.65	12%
	物业销售营业收入（亿元）	1709.81	2045.46	2270.17	11%
	归母净利润（亿元）	200.02	238.54	243.62	2%
	核心归母净利润（亿元）	186.39	223.38	225.40	1%
	总资产（亿元）	7651.59	8756.51	7867.74	-10%
	净资产（亿元）	1927.24	2218.78	2331.79	5%
盈利及运营	毛利率	29.28%	25.31%	21.17%	-4.14 pts
	净利率	15.63%	14.23%	13.10%	-1.13 pts
	归母净利率	10.84%	10.68%	9.72%	-0.96 pts
	核心归母净利率	10.10%	10.00%	9.00%	-1 pts
	每股基本收益（元/股）	3.41	4.05	4.08	1%
	营销及管理费用率	4.56%	5.61%	6.02%	0.4 pts
现金及偿债能力指标	现金（亿元）	778.28	885.35	726.24	-18%
	短期负债（亿元）	183.38	145.01	206.57	42%
	现金短债比	4.24	6.11	3.52	-42%
	非受限现金短债比	4.20	3.88	2.61	-33%
	长短期债务比	8.13	12.24	9.07	-26%
	净负债率	46.46%	46.66%	58.06%	11.4 pts
	净负债率（永续债作为负债）	46.46%	46.66%	58.06%	11.4 pts
	平均融资成本	4.39%	4.14%	4.10%	-0.04 pts
	扣除预收后的资产负债率	66.93%	67.41%	64.76%	-2.65 pts
资本效率指标	股东权益回报率	9.89%	10.22%	9.12%	-1.1 pts
	净资产收益率（ROE）	8.02%	7.67%	7.21%	-0.45 pts
	资产收益率（ROA）	2.03%	1.94%	1.97%	0.04 pts
	资产杠杆率	397.02%	394.66%	337.41%	-57.24 pts

备注：现金含受限制现金；

销管费用率=销售及管理费用/报告期内操盘销售金额；

资产杠杆率=总资产/所有者权益合计

数据来源：企业公告、CRIC 研究中心整理

免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。