



房企年报之业绩系列快评（六）

龙湖：“稳”字当头，住、商并进迎挑战

分析师/CRIC 研究中心房玲、柳启慧

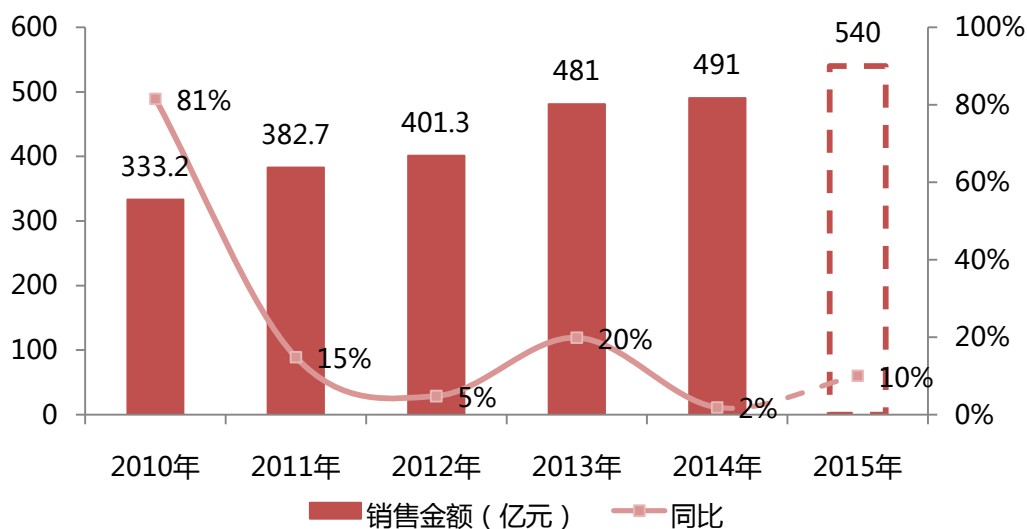
■ 目标：540亿元销售目标可期但有压力

2014年龙湖实现合约销售金额490.5亿元，同比小幅上涨2%，仅完成全年570亿销售目标的86%。2015年龙湖目标制定更加谨慎，较2014年下调30亿元，为540亿元，将由980亿元可售货值支撑，我们认为该目标实现可期但有压力。

可期是因为从龙湖可售货源及去化率来看，980亿元的可售货值由410亿元的存货+570亿元的新货组成，且主要分布在重庆、成都、北京、上海和杭州等龙湖深耕或市场潜力较大的一二线城市，存货50%、新货60%的去化率应该可以保证，按此去化率计算，540亿元的销售目标是能够实现的。

但是从2015年1-2月的销售情况来看，该目标的实现还是有不小压力的。1-2月龙湖累计实现销售金额42.6亿元，要实现540亿元的销售目标也就意味着龙湖在剩下的10个月中，月均销售金额必须达到50亿元左右，从龙湖历年单月销售情况来看，这对龙湖来讲是一个不小的挑战。因此，龙湖需合理控制推货节奏和产品结构，加大营销活动力度，对于一些难去化的多年存货可以采取一定的价格折扣加快去化。

图：2010-2015年龙湖销售金额及增速



资料来源：企业公布

■ 布局：降土储收缩战线，聚焦10+X城市

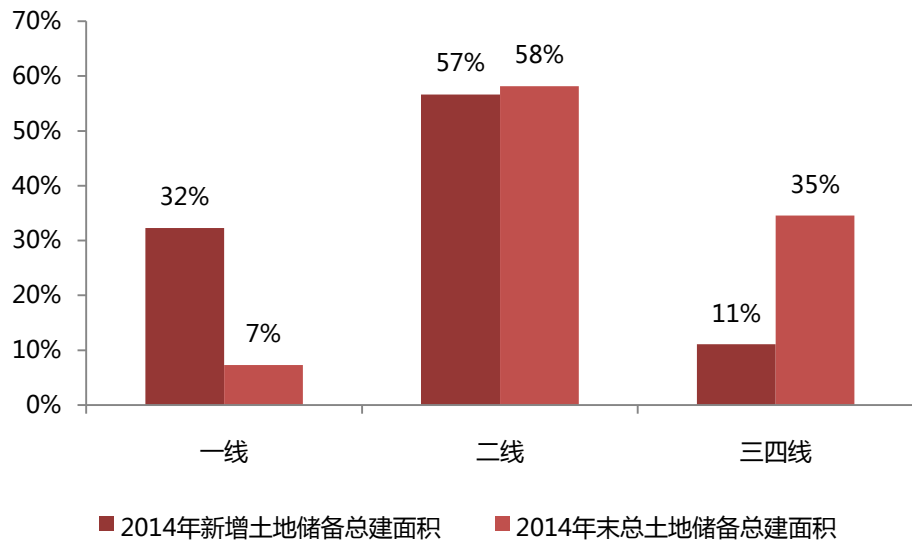
2014年，整体市场进入下行通道，对于龙湖而言也是一个重大的调整年，龙湖土地储备结构有非常大的变化。一是土地储备量大幅缩减，二则是土地储备布局大大优化。

截止2014年底，龙湖土地储备为3492万平方米，较2013年的3949万大幅下降457万方。土地储备下降之所以如此显著，一方面是因为企业减少了拿地规模，2014年龙湖仅新增土地储备264万平方米，较2013年同期下降近五成。另一方面，沈阳两个郊区大盘的退地也为土地储备的精简做出了贡献。

城市布局方面，2014年龙湖新进入佛山、南京和广州三个城市，其中南京和广州是龙湖之前制定的24个目标城市中的两个，这两个城市的进入对龙湖来讲可谓“蓄谋已久”。自2013年起，龙湖就开始有意识的减少在三四线城市布局，2013年龙湖新增土地储备全部位于一二线城市，2014年仅在佛山这一个三四线城市有所斩获，而对于无锡和常州这两个曾为龙湖实现183亿到330亿的飞跃立下汗马功劳的三四线城市，龙湖未来也不会再选择加仓。

总体来看，龙湖降土地储备、调整城市布局的策略反映了企业对未来几年整体市场的谨慎态度及企业发展的重点方向。龙湖在未来几年将继续逐渐收缩城市布局战线，采取10+X深耕策略，新增土地储备也将主要集中在重庆、成都、北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、苏州和厦门这10个重点城市，而根据龙湖之前制定的24个目标城市完成情况来看，预计将会陆续进入福州、天津及武汉等目标城市。

图：龙湖新增土地储备及总土地储备城市能级占比



资料来源：企业公布

■ 商业：进入战略收获期，收入逐年走高

2014年，龙湖商业物业投资租金收入为8.8亿，同比增长38.1%，涨幅远超总营业收入的22.8%。龙湖在2011年提升商业战略地位，每年将10%的销售回款投入到商业中去，按照90%的销售回款计算，截止2014年年末，龙湖在商业方面的投入已经超过140亿，已开业商场达到15个，经营面积124万方，并有7个项目在建，未来几年龙湖商业迎来租金爆发期。2015年预计商业营业收入将同比上涨六成多达到15亿，计划2017年实现25-30亿元的营业收入，届时商业营业收入将完全覆盖利息成本。商业地产进入收获期将给龙湖带来长期稳定的现金流，同时与住宅销售业务形成互惠互利的关系。

表：龙湖地产商业发展目标

指标	FY14	FY15	FY16	FY17
开业面积（万平方米）	124	150	190	250
营业收入（亿元）	9	15	20	25-30

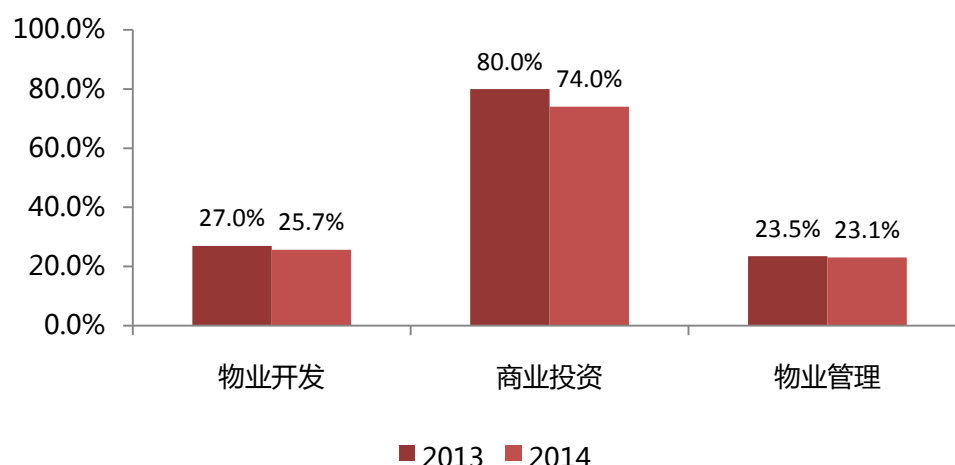
数据来源：企业财报

■ 盈利：毛利率预计将继续下滑，费用管控需加强

2012年以来，龙湖为适应市场需求增加了高密度产品比重，这些项目的结转导致企业毛利率逐年下滑，2014年企业毛利率继续下滑1.3个百分点至26.51%，已由处于行业水平高位甚至超过行业水平的高毛利率滑至行业平均水平。

预计未来龙湖毛利率将进一步降低,主要是因为其物业开发和管理的毛利率已经接近龙湖能够保持的最高极限,而目前处于高毛利阶段的商业因新开业租金打折及前期营销投入等因素影响,其毛利率在2015年将下滑至70%左右,综合来看,预计2015年龙湖的毛利率仍将最少下滑1-2个百分点。

图：龙湖2013/2014年各项业务毛利率



资料来源：企业公布

此外,龙湖销售费用及管理费用均上涨明显,涨幅约为20%左右,导致企业销售和管理费用率同比上涨0.7个百分点至4.82%,净利润率下滑3个百分点,核心净利率也下滑3个百分点。管理费用率的上涨,一方面是因为企业新进入南京和佛山,管理团队组建及随着项目开发的推进其他行政成本不断增加。据统计龙湖物业投资部2013年底有337名雇员,但是这一数据在2014年大幅增加至1599。另一方面则在于为了加速去化存货提高了3个亿的拨备,企业目前以去存货为主要目标之一,可能会通过价格调整、人员激励等手段加快存货去化。

表：龙湖地产费用指标

费用指标	FY14	FY13	同比/百分点变动
销售费用率	2.17%	1.84%	0.33pts
管理费用率	2.65%	2.25%	0.39pts

数据来源：企业财报

■ 财务：借贷成本维持低位，债务结构良好

2014年,龙湖进一步优化债务结构,降低债务成本。企业持有现金190亿元,创历史新高,长短期负债比由2013年底的3.16上涨为4.99,涨幅高达57.9%,平均借贷年限也由2011年的4.0年延长至4.6年,平均借贷成本也下降至6.4%,处于行业低位,企业债务结构

良好。

在国内外金融环境趋紧的情况下，龙湖凭借自身优异的信用评级，不仅在海内外市场以低息获得定期贷款信贷融资，并提前赎回高息票据，债务结构得到进一步的优化。2014年3月，龙湖提前赎回利率高达9.5%的7.5亿美元的债券，而用于赎回这笔美元高级票据的资金，则是来自于一笔综合利率仅为3.1% + hibor(不足4%)的77.6亿港币银团贷款。此次赎回虽然为企业带来了2个亿的亏损，但是从长期来看却为企业节约了5个亿的利息，总体来看此次赎回有利于企业长远发展。此外，龙湖对境外债进行了一定比例的掉期，这也在一定程度上缓解了人民币贬值带来的汇差影响。总体而言，在谨慎发展态度下，龙湖的财务状况非常健康。

表：2013-2014年企业财务指标

	财务指标	FY13	FY14	同比/百分点变动	单位
规模指标	总营业额	415.10	509.91	22.84%	亿元
	物业销售营业额	402.24	492.89	22.54%	亿元
	股东净利润	80.37	83.54	3.94%	亿元
	股东净利润（核心）	62.10	66.10	6.44%	亿元
	总资产	1441.72	1681.56	16.64%	亿元
盈利及运营指标	毛利率	27.80%	26.51%	-1.29pts	
	净利率	19.36%	16.38%	-2.98pts	
	净利率（核心）	14.96%	12.96%	-2.00pts	
	每股收益	1.48	1.53	3.38%	元
	营销及管理费用率	4.10%	4.82%	0.72pts	
现金及偿债能力指标	现金	146.76	190.37	29.71%	亿元
	短期负债	90.67	79.73	-12.07%	亿元
	长短期债务比	3.16	4.99	57.94%	
	现金短债比	1.62	2.39	47.52%	
	平均借债利息率	6.58%	6.40%	-0.18pts	
	净负债与资本比率	62.26%	60.10%	-2.17pts	
资本效率指标	股东权益回报率	24.03%	19.71%	-4.32pts	
	股东权益回报率（核心）	18.57%	15.60%	-2.97pts	
	资产杠杆率	3.62	3.34	-7.72%	

数据来源：企业业绩报、CRIC研究中心整理