



双轮驱动业绩高增，多元精进保驾护航

——宝龙地产首次覆盖报告

核心观点：

首次覆盖给予“买入”评级，目标价港币 6.30 元。预测公司 2019-2021 年核心 EPS 分别为人民币 0.67 元、0.92 元、1.19 元，同比增长 51.5%、37.3%、29.3%。考虑到公司“商业+住宅”特色商业模式成效显著，物业管理业务分拆上市将为公司表现提供支撑，业绩增长可期，给予 NAV 折让 65%，对应 2019 年 8.4 倍 PE，目标价港币 6.30 元，较现价空间达 26%。

区域深耕集中发力，商住联动高效拓储。市场认为公司专注商业地产项目开发，业绩增长受国内偏低的回报率限制较大。站在目前时点，我们认为宝龙地产的业绩将稳健增长，核心逻辑在于：1) 公司多年持续深耕长三角区域，拥有丰富优质的土地储备，把握了长三角一体化发展红利，实现了销售收入的高速增长，2019 年前 11 月实现合约销售 553.1 亿元，同比增长 47.4%，已提前完成 550 亿的全年销售目标；2) 近年公司产品结构优化，住宅占比大幅提升，且公司能通过“商业+住宅”合作模式低价获取优质地块，进而增厚公司利润，同时公司商场及酒店运营能力优秀，持续为公司提供稳定的经常性收入。随着区域布局逐渐深入，特色商业模式持续推进，公司业绩有望稳健增长。

深耕长三角，夯实发展根基。公司布局聚焦长三角核心城市，截至 2019 年中期，公司土地储备总建筑面积达 2436.8 万平方米，可支持公司未来约 3-5 年的发展，其中 73%的土地储备位于长三角地区，可售货值约人民币 2100 亿元，受惠于长三角一体化战略。公司深耕长三角多年，熟悉当地市场，人才储备丰富，“商业+住宅”的产品模式亦与长三角的经济水平相匹配，公司布局优势显著。

“商业+住宅”联动拿地，住宅占比明显提升。公司发展商业地产多年，近年来依托自身在商业项目开发及商业运营方面的领先优势，公司能够以“商业+住宅”合作形式低价获取核心城市优质土地资源，2019 年上半年，公司土地成本仅为同期销售均价的 16.5%，61.8%的新增土地面积为通过此渠道获取。同时，公司产品结构更加聚焦住宅，住宅销售金额占比由 2016 年的 33.9%提升至 2018 年的 80.1%，住宅开发业务贡献的营业收入占比由 2016 年的 23.9%提升至 2018 年的 51.9%，土地储备中住宅比例亦逐年提升，2019 年上半年新获取土地中住宅占比 79.4%，产品结构优化，边际改善显著。

风险提示：1) 行业政策及区域市场政策收紧；2) 销售情况不及预期；3) 商业广场推进及运营慢于预期。

买入

(首次)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cws.com.hk

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

联系人

+852 3958 4600

caihongfei@cws.com.hk

诸葛莲昕

联系人

+852 3958 4600

zhugelianxin@cws.com.hk

李思琪

联系人

+852 3958 4600

lisiqi@cws.com.hk

财务摘要 (百万人民币)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	14296	15593	19594	26837	36053	44898
(+/-)%	20.1%	9.1%	25.7%	37.0%	34.3%	24.5%
毛利润	4778	5225	7553	9110	12110	15026
核心净利润	-	1376	1768	2678	3676	4754
(+/-)%	-	-	28.5%	51.5%	37.3%	29.3%
PE	14.1	13.3	10.4	6.9	5.0	3.9
PB	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5

目录

1. 投资逻辑	4
2. 区域深耕加码住宅，多元拿地价低质优	6
2.1 长年稳健发展，股权稳定保障经营	6
2.2 区域集中发力，紧随“长三角一体化”发展战略	7
2.3 产品结构优化，住宅占比提升	10
2.4 “商业+住宅”优势凸显，积极拓储扩张迅速	11
3. 多元精进，快速增长	13
3.1 地产开发：销售大幅增长，业绩持续高增	13
3.2 商业运营：管理不断成熟，标杆助推品牌	14
4. 业绩增长迅速，财务维持稳健	18
4.1 收入持续高增，盈利能力优秀	18
4.2 积极多元融资，财务状况稳健	19
5. 估值与投资建议	21
6. 风险提示	22

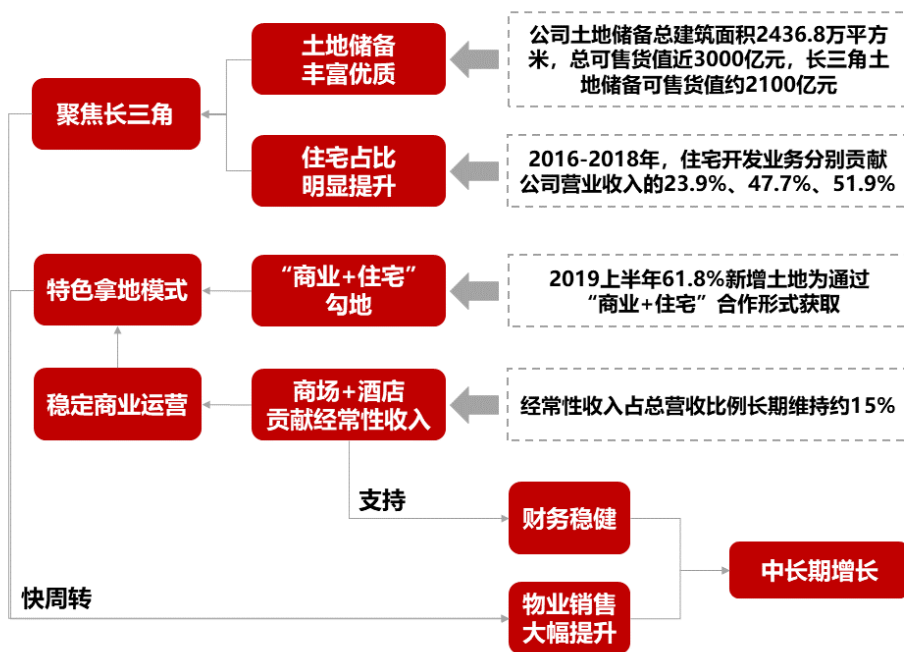
图表目录

图 1：优质土储及“商业+住宅”特色商业模式驱动公司稳健增长	4
图 2：公司收入以物业开发为主	6
图 3：公司股权结构家族特征明显，保障稳定经营	7
图 4：长三角贡献销售金额的 86%，深耕长三角成效显著	7
图 5：长三角销售面积占 81.6%，稳固发展根基	7
图 6：2019 年上半年新增土地储备 93.5% 位于长三角	9
图 7：公司 72.7% 土地储备位于长三角	9
图 8：布局核心城市，一二线贡献约 7 成销售金额	9
图 9：土地储备能级愈加多元，享受城市群发展红利	9
图 10：住宅销售金额占比明显提升，保障后续结算	10
图 11：产品结构更加聚焦住宅，提升发展空间	10
图 12：“商业+住宅”合作拿地，2019 年上半年新获取土地以住宅为主	11
图 13：杭州拱墅区桃园站地铁上盖地块	11

图 14: 南京玄武区红山南路站及小市站地铁上盖地块.....	11
图 15: 土地储备稳中有升, 近年增速加快.....	12
图 16: 公司近年拿地积极, 规模扩张迅速.....	12
图 17: 拿地成本占销售均价比例常年处于低位, 保障公司利润.....	12
图 18: 销售金额持续上升, 2018 年大幅增长.....	13
图 19: 销售面积近年维持快速增长.....	13
图 20: 公司物业开发收入逐年增长.....	14
图 21: 商场运营收入逐年增长, 构成稳定收入来源.....	14
图 22: 2019 年-2021 年公司商场开业将迎来高峰.....	14
图 23: 公司超高端系列产品厦门宝龙一城效果图.....	15
图 24: 公司酒店运营业务在探索中不断前进.....	16
图 25: 公司商业运营能力增强, 经常性收入稳步提升.....	16
图 26: 经常性收入占营业收入比例长期维持在 15% 左右.....	17
图 27: 经常性收入稳定, 良好覆盖利息.....	17
图 28: 快周转及“商业+住宅”特色商业模式使公司营收快速增长.....	18
图 29: 公司毛利率稳中有升, 处于行业领先水平.....	18
图 30: 公司核心利润率不断提升, 盈利能力优秀.....	18
图 31: 分红派发较为稳定, 巩固股东基础.....	19
图 32: 公司债务以 1 年以上到期为主.....	20
图 33: 货币资金对短期有息负债覆盖较为充足.....	20
图 34: 加权平均融资成本保持相对较低水平.....	20
图 35: 净负债率有望随融资成本控制加强有所改善.....	20
表 1: 深耕长三角核心城市, 杭州、宁波、绍兴、温州、上海等占销售金额比例较高.....	8
表 2: 住宅开发贡献的营业收入比重逐年上涨, 收入结构优化.....	10
表 3: 融资渠道顺畅, 保障公司发展.....	19
表 4: 宝龙地产 NAV 约港币 18.01 元/股.....	21

1. 投资逻辑

图 1：优质土储及“商业+住宅”特色商业模式驱动公司稳健增长



数据来源：公司公告, 中达证券研究

区域深耕集中发力，商住联动高效拓储。站在目前时点，我们认为宝龙地产的业绩将稳健增长，核心逻辑在于：1) 公司多年持续深耕长三角区域，拥有丰富优质的土地储备，把握了长三角一体化发展红利，实现了销售收入的高速增长，2019 年前 11 月实现合约销售 553.1 亿元，同比增长 47.4%，已提前完成 550 亿的全年销售目标；2) 近年公司产品结构优化，住宅占比大幅提升，且公司能通过“商业+住宅”合作模式低价获取优质地块，进而增厚公司利润，同时公司商场及酒店运营能力优秀，持续为公司提供稳定的经常性收入。随着区域布局逐渐深入，特色商业模式持续推进，公司业绩有望稳健增长。

深耕长三角布局，优质土地储备充足。公司持续深耕上海为中心的长三角布局，2019 年上半年，公司实现合约销售金额 292.0 亿元，其中长三角、海南、海西、环渤海及中西部地区分别贡献 86.0%、6.1%、4.4%、2.5%和 1.0%。较为集中的布局使得公司在管控方面更为从容，人才团队对地方的把握更为深入，稳固公司发展根基。截至 2019 年中期，公司位于长三角地区的土地储备总面积达 1773 万平方米，占总土地储备的 72.7%，可售货值约 2100 亿元，充足优质的土地资源将持续推动公司长远健康发展。



产品结构优化，提升发展空间。公司早年专注商业地产开发，商业地产与住宅销售占比相当；近年公司凭借优秀的商业地产开发及运营优势，以“商业+住宅”合作形式以低价获取大量核心城市优势土地资源，住宅在产品结构中占比大幅提升。2016、2017、2018年住宅分别贡献公司销售金额的33.9%、63.5%、80.1%，住宅开发业务分别贡献公司营业收入的23.9%、47.7%、51.9%，产品结构的调整已于销售及结算中逐步释放。

“商业+住宅”联动拿地，高效扩充土地储备。依托自身在商业项目开发及商业运营方面的领先优势，公司能够以“商业+住宅”合作形式低价获取核心城市优质土地资源。2019年上半年土地成本为2701元/平，占2019年上半年销售均价的16.5%，较低的土地成本对公司整体利润提供了有力支持。

商业运营不断打磨，运营收入逐年提升。公司商业运营能力经过多年发展日趋成熟，由商场及酒店运营带来的经常性收入稳步提升，占营业收入比重保持在15%左右，长期稳定的租金收入有效提高了对利息的覆盖，增强公司财务健康程度与抗风险能力。预期未来三年租费收入、酒店运营收入年均增速分别保持在25%、15%以上，助力公司健康发展。

快速周转推动销售，盈利水平维持高位。公司坚持快周转开发模式并不断创新营销模式，取得了良好的效果。2018年，公司实现合约销售金额410.36亿元，同比增长96.52%，2019年中将2019年全年销售目标由500亿元上调至550亿元，截至2019年11月，公司已实现销售金额553.08亿元，提前完成上调后的全年销售目标。“商业+住宅”的特色商业模式使公司能以低成本获取优质土地，提升项目利润，2018年公司实现核心盈利25.79亿元，同比增长35.2%。近几年公司毛利率保持平稳上升态势，并处于行业领先水平，核心利润率不断提升，盈利能力保持优秀。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价港币6.30元。预测公司2019-2021年核心EPS分别为人民币0.67元、0.92元、1.19元，同比增长51.5%、37.3%、29.3%。考虑到公司“商业+住宅”特色商业模式成效显著，物业管理业务分拆上市将为公司表现提供支撑，业绩增长可期，给予NAV折让65%，对应2019年8.4倍PE，目标价港币6.30元，较现价空间达26%。

风险提示：1) 行业政策及区域市场政策收紧；2) 销售情况不及预期；3) 商业广场推进及运营慢于预期。

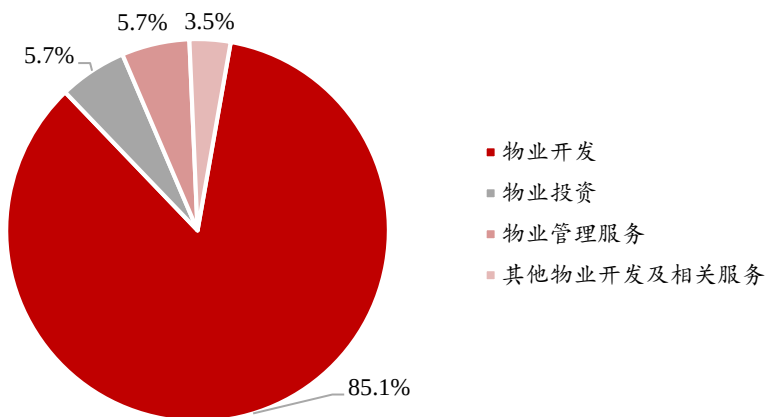
2. 区域深耕加码住宅，多元拿地价低质优

2.1 长年稳健发展，股权稳定保障经营

1990 年，宝龙集团于中国澳门成立，2003 年起集团旗下子公司宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”）专注于发展及经营优质、大规模、多业态的商业地产项目，并于 2009 年于香港主板成功上市，代码 1238.HK，2010 年 2 月公司总部移至上海，2013 年公司确定“以上海为中心，深耕长三角”的发展战略。截至 2018 年底，公司连续十四年获得“中国房地产百强企业”、连续八年获“中国商业地产公司品牌价值 TOP10”等荣誉，位列 2019 中国房地产百强企业第 44 位。

公司收入贡献以物业开发为主，多元产业共同发展。公司主营业务包括物业开发、物业投资、物业管理服务以及其他物业开发相关服务（包括酒店及其他业务），其中物业管理服务将于 2019 年 12 月分拆上市。

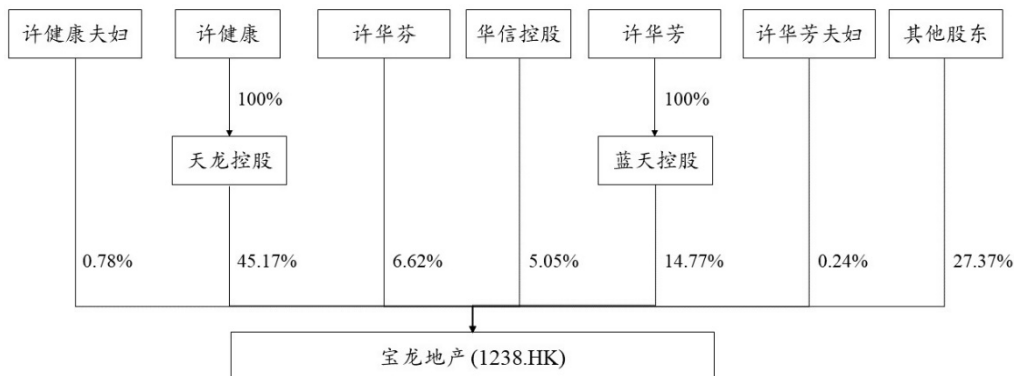
图 2：公司收入以物业开发为主



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2018 年末数据

公司股权结构稳定，有利于公司长期稳定发展。截至 2018 年年报，公司大股东天龙控股有限公司、蓝天控股有限公司、华信控股有限公司分别持有公司 45.17%、14.77%、5.05% 股份，公司执行董事兼董事会主席及实际控制人许健康持股比例为 45.95%，其子许华芳担任公司执行董事兼总裁，持股比例为 15.01%。其女许华芬担任公司非执行董事及宝龙集团发展有限公司的董事总经理，持股比例为 6.62%。近期公司大股东增持股份，彰显对公司发展信心。2019 年 11 月 13 日，蓝天控股有限公司增持公司股份约 155 万股，增持后蓝天控股持股比例为 14.35%（2019 年 10 月 23 日公司配售股份，蓝天持股持有的约 5.9 亿股占比由配售前的 14.77% 变化为 14.25%）。

图 3：公司股权结构家族特征明显，保障稳定经营

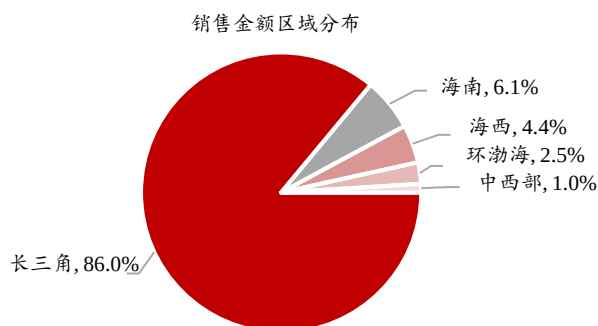


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2018 年 12 月 31 日

2.2 区域集中发力，紧随“长三角一体化”发展战略

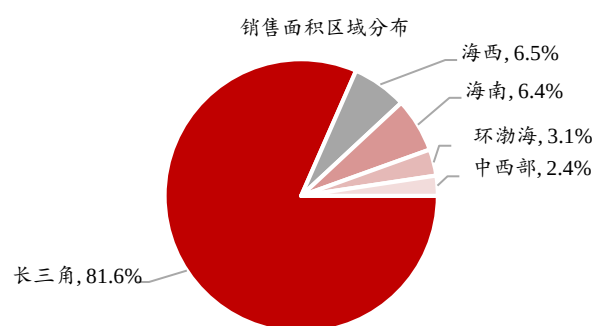
深耕长三角核心城市，稳固发展根基。公司持续深耕上海为中心的长三角布局，2019 年上半年，公司实现合约销售金额 292.0 亿元，其中长三角、海南、海西、环渤海及中西部地区分别贡献 86.0%、6.1%、4.4%、2.5%和 1.0%。较为集中的布局使得公司在管控方面更为从容，人才团队对地方的把握更为深入，区域深耕集中发力，稳固公司发展根基。

图 4：长三角贡献销售金额的 86%，深耕长三角成效显著



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年中期数据

图 5：长三角销售面积占 81.6%，稳固发展根基



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年中期数据



表 1：深耕长三角核心城市，杭州、宁波、绍兴、温州、上海等占销售金额比例较高

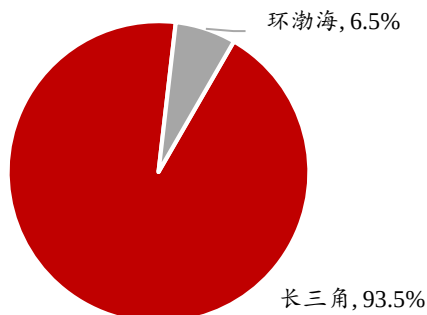
城市	2019H 销售金额 (亿元)	销售金额占比	2019H 销售面积 (万平)	销售均价 (元/平)
杭州	55.8	19.1%	24.2	23,073
宁波	44.9	15.4%	28.2	15,913
绍兴	22.1	7.6%	12.1	18,252
温州	20.3	7.0%	10.8	18,856
上海	18.3	6.3%	6.9	26,734
金华	14.0	4.8%	9.1	15,415
南京	13.9	4.8%	8.4	16,589
苏州	12.7	4.3%	9.7	13,040
无锡	11.0	3.8%	8.3	13,296
舟山	10.2	3.5%	4.9	20,898
南通	10.2	3.5%	5.0	20,370
淮安	5.2	1.8%	6.0	8,688
盐城	4.7	1.6%	5.2	9,046
徐州	3.3	1.1%	3.0	11,185
镇江	2.9	1.0%	2.2	12,781
嘉兴	1.4	0.5%	1.4	10,152
长三角其他	0.3	0.1%	0.3	9,627
长三角小计	251.1	86.0%	145.5	-
海南小计	17.8	6.1%	11.5	15,521
泉州	6.3	2.2%	5.7	11,117
漳州	3.8	1.3%	3.3	11,279
宁德	2.8	1.0%	2.5	11,110
厦门	0.2	0.1%	0.0	31,576
海西小计	13.0	4.5%	23.0	-
天津	5.7	1.9%	3.8	14,867
烟台	0.9	0.3%	1.0	8,827
青岛	0.4	0.1%	0.4	8,524
环渤海其他	0.3	0.1%	0.3	8,419
环渤海小计	7.2	2.5%	5.6	-
新乡	1.5	0.5%	2.3	6,492
洛阳	1.0	0.3%	1.1	9,138
中西部其他	0.4	0.2%	0.9	4,978
中西部小计	2.9	1.0%	4.2	-
合计	292.0	100.0%	178.3	16,375

数据来源：公司公告, 中达证券研究



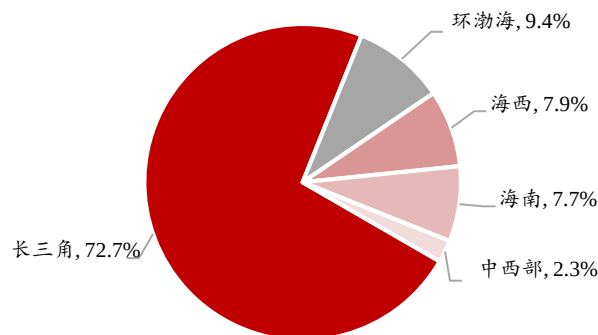
深度聚焦长三角，持续扩充区域土储。公司 2018 年全年及 2019 年上半年分别新增土地地上计容面积 574 万平方米和 311 万平方米，其中分别有 77% 及 93.5% 位于长三角区域。截至 2019 年中期，公司位于长三角地区的土地储备总面积达 1773 万平方米，占总土地储备的 72.7%，可售货值约 2100 亿元，充足优质的土地资源将持续推动公司长远健康发展。

图 6：2019 年上半年新增土地储备 93.5% 位于长三角



数据来源：公司公告，中达证券研究

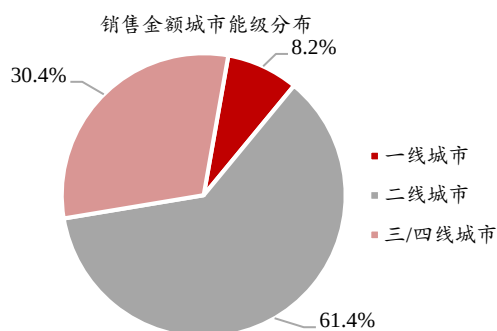
图 7：公司 72.7% 土地储备位于长三角



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年中期数据

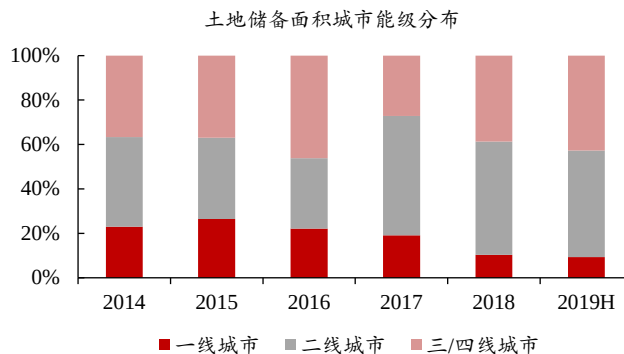
紧随“长三角一体化”战略，布局城市能级愈加多元。公司坚定推进“以上海为中心，深耕长三角”的聚焦战略与新五年规划提出的“1+6+N”拿地策略，2019 年上半年，一二线城市贡献约 7 成销售金额，同时公司继续以上海为核心，不断拓宽长三角地区布局。截至 2019 年中，公司土地储备面积在一线、二线及三/四线城市的占比分别为 9.3%、48.0% 及 42.7%，土地储备能级分布愈加多元。

图 8：布局核心城市，一二线贡献约 7 成销售金额



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年中期数据

图 9：土地储备能级愈加多元，享受城市群发展红利

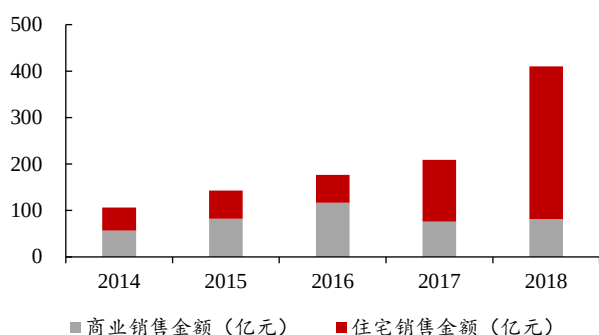


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年中期数据

2.3 产品结构优化，住宅占比提升

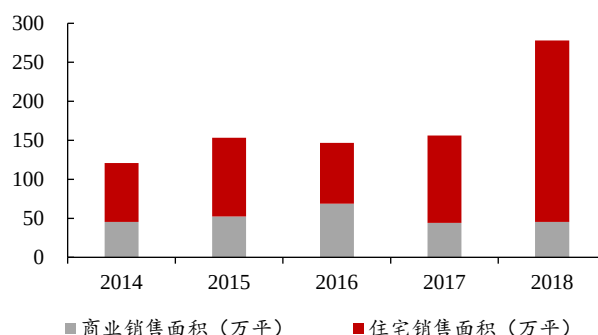
住宅占比明显提升，提升公司发展空间。公司早年专注商业地产开发，商业地产与住宅销售占比相当；近年公司凭借优秀的商业地产开发及运营优势，以“商业+住宅”合作形式以低价获取大量核心城市优势土地资源，住宅在产品结构中占比大幅提升。2016、2017、2018 年住宅分别贡献公司销售金额的 33.9%、63.5%、80.1%，住宅开发业务分别贡献公司营业收入的 23.9%、47.7%、51.9%，产品结构的调整已于销售及结算中逐步释放。

图 10：住宅销售金额占比明显提升，保障后续结算



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：产品结构更加聚焦住宅，提升发展空间



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 2：住宅开发贡献的营业收入比重逐年上涨，收入结构优化

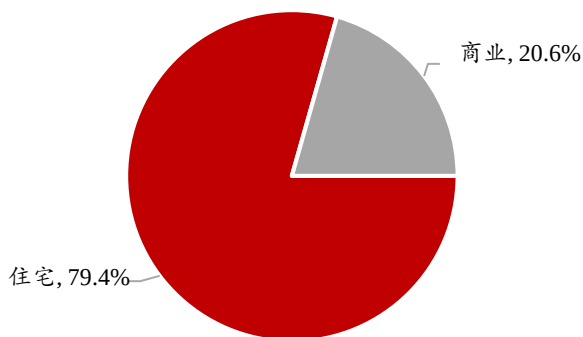
	2016		2017		2018	
	营业收入 (亿元)	占比	营业收入 (亿元)	占比	营业收入 (亿元)	占比
物业开发	125.30	87.6%	133.02	85.3%	166.67	85.1%
住宅	34.14	23.9%	74.33	47.7%	101.61	51.9%
商业	91.16	63.8%	58.69	37.6%	65.06	33.2%
商场运营收入	13.91	9.7%	18.04	11.6%	22.49	11.5%
物业投资	6.00	4.2%	8.56	5.5%	11.24	5.7%
物业管理服务	7.91	5.5%	9.48	6.1%	11.25	5.7%
酒店运营收入	3.75	2.6%	4.87	3.1%	6.78	3.5%
合计	142.96	100.0%	155.93	100.0%	195.94	100.0%

数据来源：公司公告，中达证券研究

2.4 “商业+住宅”优势凸显，积极拓储扩张迅速

“商业+住宅”联动拿地，低溢价获取优质物业。公司发展商业地产多年，近年来依托自身在商业项目开发及商业运营方面的领先优势，公司能够以“商业+住宅”合作形式低价获取核心城市优质土地资源。2019 年上半年，公司新获取土地 23 块，地上计容总面积为 311 万平方米，其中 61.8%为通过“商业+住宅”合作形式获取，特色模式成效显著，提升公司发展空间。

图 12：“商业+住宅”合作拿地，2019 年上半年新获取土地以住宅为主



数据来源：公司公告，中达证券研究

2019 年上半年，公司通过与地铁公司合作地铁上盖优质物业，共同推进项目建设，“商业+住宅”协同开发。上半年公司以底价获取杭州拱墅区桃园站地铁上盖总建筑面积 12.6 万平地块，土地成交价约占预期售价的 26.4%，可售部分为商业公寓，预期毛利率将大于 50%，自持部分规划为宝龙广场；以 14.8%溢价率获取南京玄武区红山南路站及小市站地铁上盖 4.6 万平地块，土地成交价约占预期售价的 22.1%，可售部分为商业公寓，预期毛利率将大于 60%，自持部分为商铺。

图 13：杭州拱墅区桃园站地铁上盖地块



数据来源：公司公告，中达证券研究

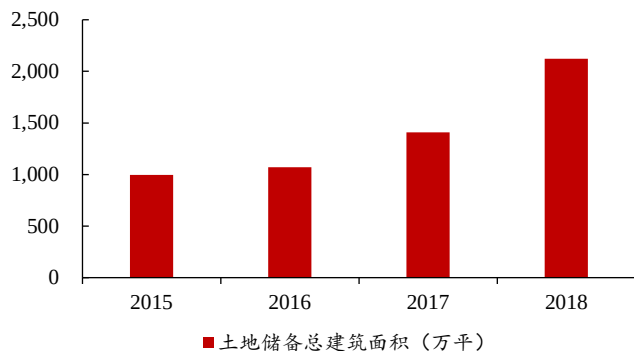
图 14：南京玄武区红山南路站及小市站地铁上盖地块



数据来源：公司公告，中达证券研究

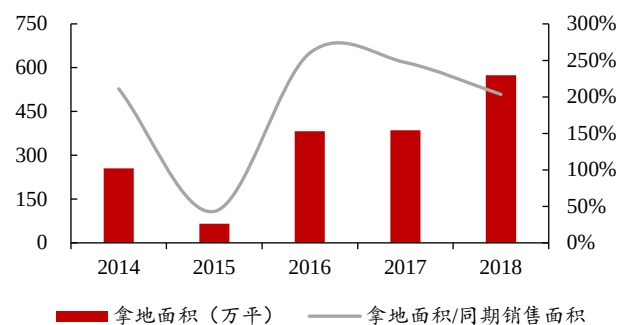
拿地积极度高，土储扩张迅速。近几年公司拿地积极度提高，截至2019年中期，公司土地储备总建筑面积达2436.8万平方米，总可售货值近3000亿元，可支持公司未来约3-5年的发展。2016年起，公司拿地面积基本均为同期销售面积的2倍以上，2018年，公司拿地总建筑面积为574万平方米，拿地面积与同期销售面积之比为203%，规模扩张迅速。

图 15：土地储备稳中有升，近年增速加快



数据来源：公司公告，中达证券研究

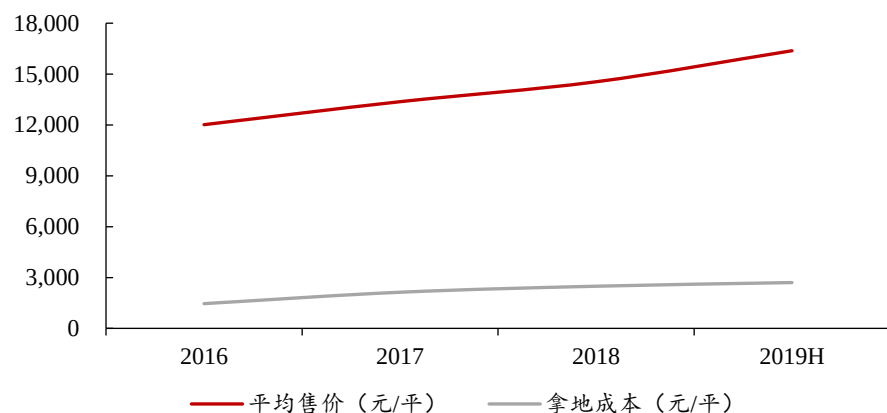
图 16：公司近年拿地积极，规模扩张迅速



数据来源：公司公告，中达证券研究

土地成本维持低位，增厚公司利润。得益于公司的常年区域深耕和“商业+住宅”的特色商业模式，公司的土地平均成交价维持低位，2018年全年土地成本2486元/平，占2018年全年销售均价的17.1%；2019年上半年土地成本为2701元/平，占2019年上半年销售均价的16.5%，较低的土地成本对公司整体利润提供了有力支持。

图 17：拿地成本占销售均价比例常年处于低位，保障公司利润



数据来源：公司公告，中达证券研究

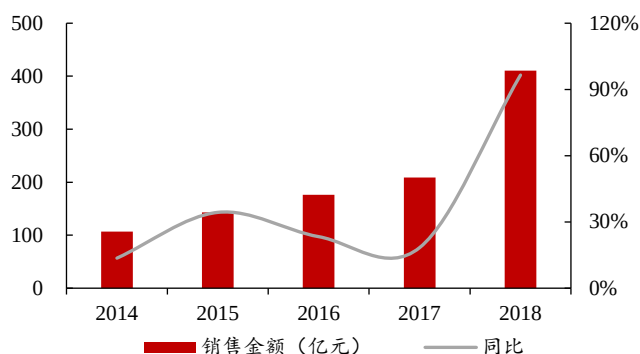
3. 多元精进，快速增长

3.1 地产开发：销售大幅增长，业绩持续高增

快速周转创新营销，合约销售快速增长。公司通过坚持实行“369”开发模式（3个月完成方案，6个月开盘，9个月资金回流），加快住宅项目周转及去化。2018年起，公司积极创新营销模式，直销与营销双线并行，加快项目开盘去化，同时大客户部通过提升客户圈层维护实现大单销售，销售提升效果良好。

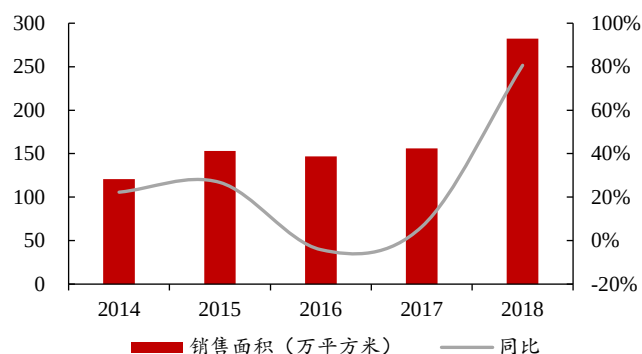
2018年，公司实现合约销售金额410.36亿元，同比增长96.5%，合约销售面积282.16万平方米，同比增长80.6%，再创历史新高。2019年上半年，公司实现合约销售金额292.03亿元，同比增长78.7%，合约销售面积178.35万平方米，同比增长53.8%。公司于2019年中将2019年全年销售目标由500亿元上调至550亿元，截至2019年11月，公司已实现销售金额553.08亿元，提前完成上调后的全年销售目标。

图 18：销售金额持续上升，2018 年大幅增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

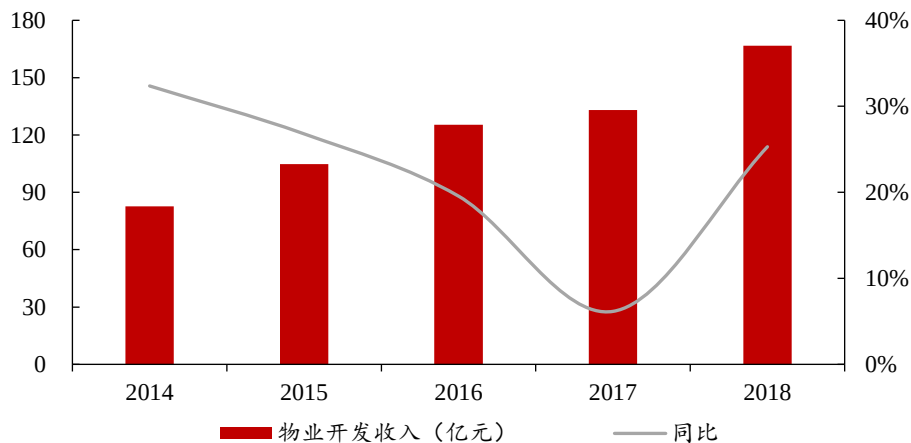
图 19：销售面积近年维持快速增长



数据来源：公司公告，中达证券研究



图 20：公司物业开发收入逐年增长

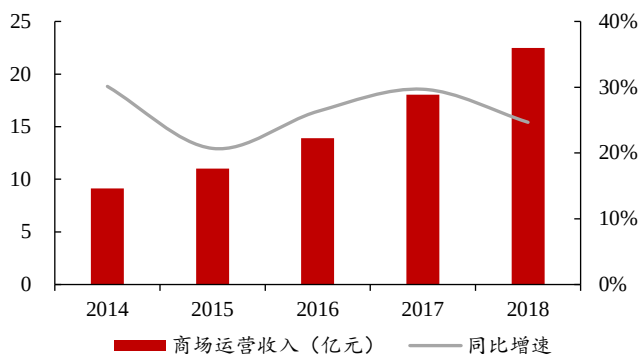


数据来源：Wind, 中达证券研究

3.2 商业运营：管理不断成熟，标杆助推品牌

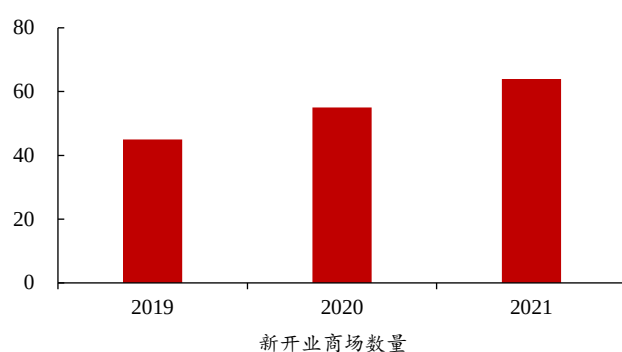
管理能力不断成熟，运营收入逐年提升。截至2018年，公司持有用于投资的物业建筑面积为481.7万平，同比增长10.86%，主要为购物商场，租费收入（含物业管理服务）达到22.49亿元，同比增长24.64%，已经营及管理商场36家，另管理3个轻资产项目（义乌宝龙广场、重庆涪陵宝龙广场、四川江油宝龙广场）。2019年上半年，公司租费收入为13.91亿元，完成全年目标49.5%，预期2019年-2021年迎来商场开业高峰，预计每年开业商场分别达到45家、55家及64家。同时，公司携手腾讯开展“纽扣计划”打造新商业生态，设立合资公司宝申科技推进商业数字化。管理能力成熟带动租费预期向好，预计2019-2021年租费收入年均增速将大于25%。

图 21：商场运营收入逐年增长，构成稳定收入来源



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 22：2019年-2021年公司商场开业将迎来高峰



数据来源：公司公告，中达证券研究

打造标杆商场，助力品牌效应。公司经过多年商业地产运营，成功打造三条成熟产品线：超高端系列宝龙一城、高端系列宝龙城以及中端系列宝龙广场，全方位满足不同层级客户的消费需求。截至 2019 年中，公司拥有宝龙一城 1 座，宝龙城 2 座，宝龙广场 33 座。公司品质标杆项目厦门宝龙一城月均客流量超 200 万人次，经营标杆项目杭州滨江宝龙城月均客流量超 160 万，体验标杆项目上海七宝宝龙城月均客流量超 120 万，品牌效应彰显。

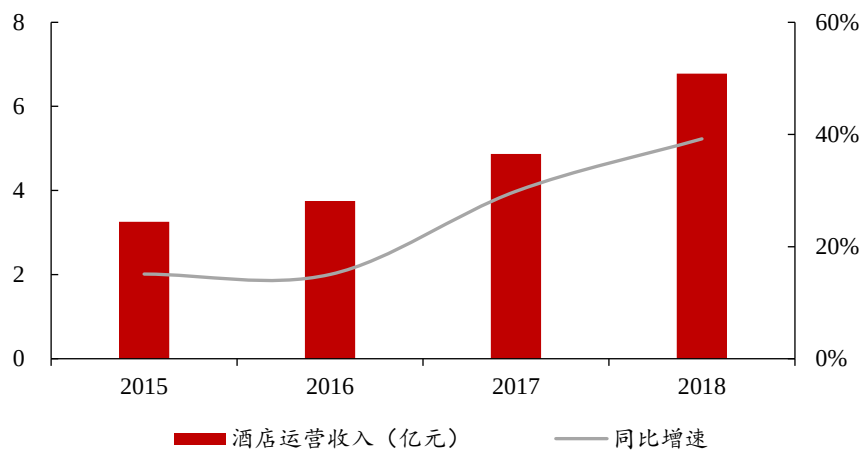
图 23：公司超高端系列产品厦门宝龙一城效果图



数据来源：公司官网, 中达证券研究

酒店营运稳步提升，提供长期经常性收入。截至 2019 年中，公司旗下拥有 9 家国际品牌酒店，并拥有及经营 8 家自创品牌连锁酒店，同时致力于开发自创品牌的艺术酒店，逐渐形成自身的独特品牌连锁酒店特色。2018 年，公司实现酒店运营收入 6.78 亿元，同比增长 39.2%；2019 年上半年，公司实现酒店运营收入 3.62 亿元，同比增长 17.2%，完成全年经营目标 46.4%。2019 年-2021 年公司陆续将有 11 家酒店投入运营，预期 2019-2021 年公司酒店运营收入年均增速将大于 15%。

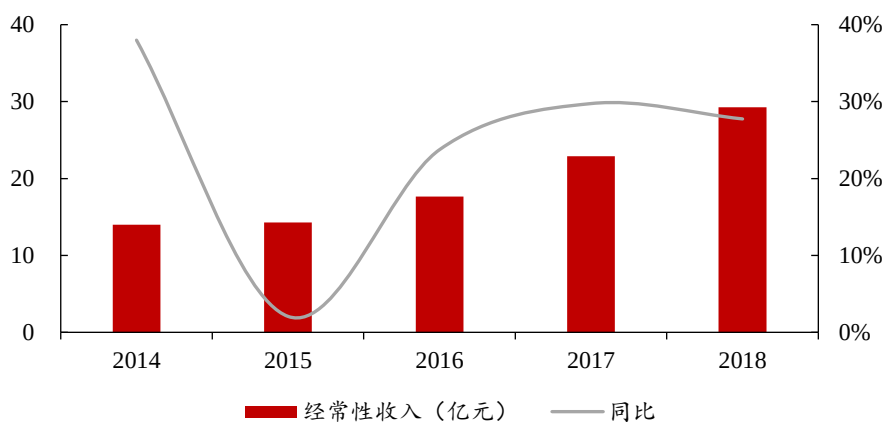
图 24：公司酒店运营业务在探索中不断前进



数据来源：公司官网, 中达证券研究

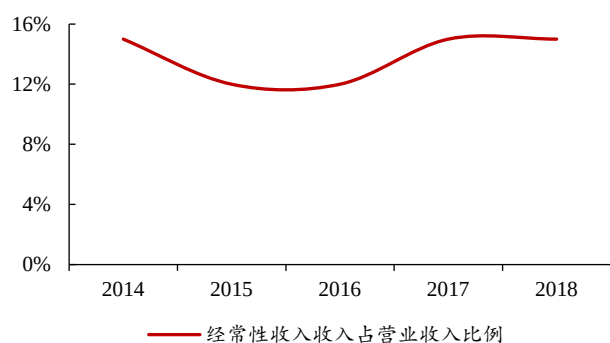
经常性收入稳中有升，提供稳定收入来源。2014 年-2018 年，公司由商场及酒店运营带来的经常性收入稳步提升，占营业收入比重保持在 15%左右，长期稳定的租金收入有效提高了对利息的覆盖，增强公司财务健康程度与抗风险能力。2018 年，公司实现经常性收入 29.26 亿元，同比增长 27.75%，占营业收入的 15%，对利息覆盖倍数为 1.0 倍。稳中有升的经常性收入为公司业绩的稳定性提供了有力支持。

图 25：公司商业运营能力增强，经常性收入稳步提升



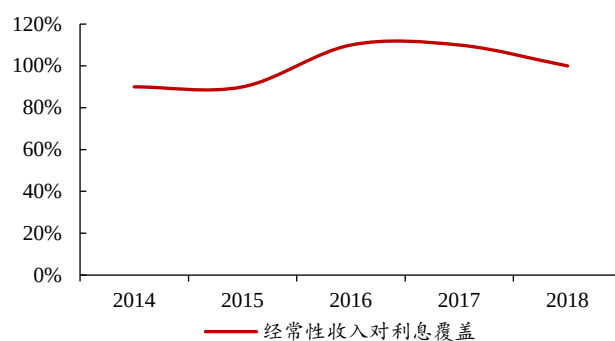
数据来源：公司官网, 中达证券研究

图 26：经常性收入占营业收入比例长期维持在 15% 左右



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 27：经常性收入稳定，良好覆盖利息



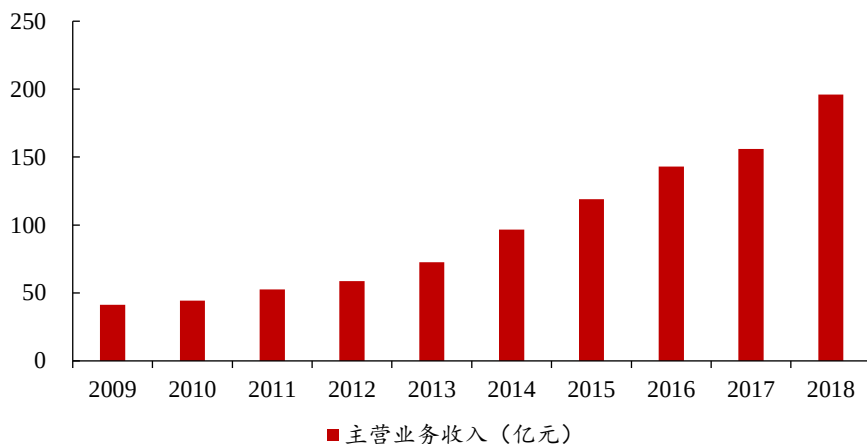
数据来源：公司公告，中达证券研究

4. 业绩增长迅速，财务维持稳健

4.1 收入持续高增，盈利能力优秀

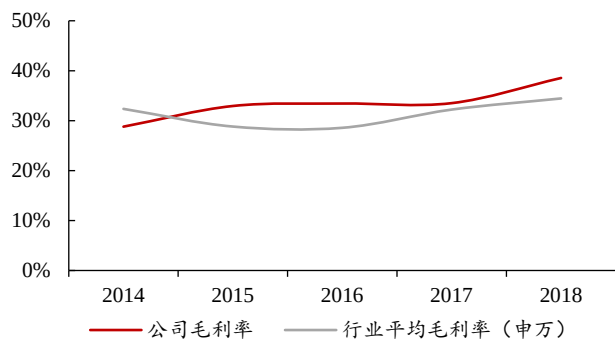
营收稳健增长，盈利能力优秀。受益于公司的快周转战略，公司近年销售业绩增长迅速，2018 年公司实现营业收入 195.94 亿元，同比增长 25.66%；“商业+住宅”的特色商业模式使公司能以低成本获取优质土地，提升项目利润，2018 年公司实现核心盈利 25.79 亿元，同比增长 35.2%。近几年公司毛利率保持平稳上升态势，并处于行业领先水平，核心利润率不断提升，盈利能力保持优秀。

图 28：快周转及“商业+住宅”特色商业模式使公司营收快速增长



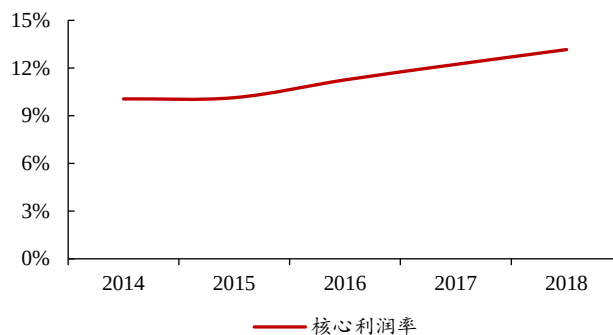
数据来源：Wind, 中达证券研究

图 29：公司毛利率稳中有升，处于行业领先水平



数据来源：Wind, 中达证券研究

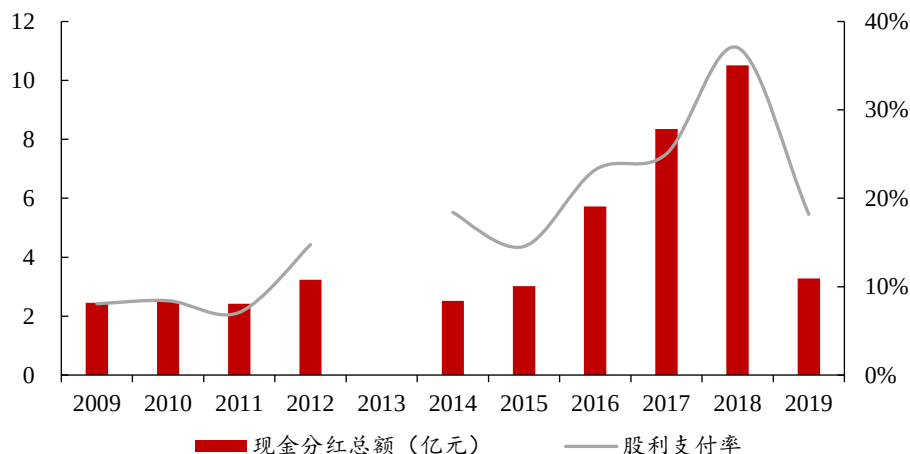
图 30：公司核心利润率不断提升，盈利能力优秀



数据来源：公司公告, 中达证券研究

分红派发稳定，重视股东回报。公司上市以来共实施现金分红 10 次，累计派发现金分红人民币 44 亿元，分红率 15.41%，重视股东回报。

图 31：分红派发较为稳定，巩固股东基础



数据来源：Wind, 中达证券研究

4.2 积极多元融资，财务状况稳健

融资渠道顺畅，偿债压力可控。2019 年，公司先后发行优先票据、超短期融资券、中期票据等，融资渠道顺畅，支持公司发展。截至 2018 年末，公司债务期限以 1 年以上到期为主，货币资金对短期有息负债覆盖较为充足，偿债压力较小；2019 年上半年平均融资成本为 6.24%，较 2018 年下降 0.24pct，融资成本继续保持相对较低的水平；2019 年上半年净负债率为 91.4%，较 2018 年下降 10.2pct。公司偿债压力可控，融资成本维持低位，财务整体稳健。

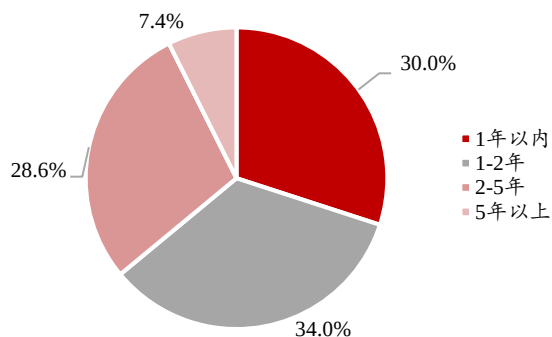
表 3：融资渠道顺畅，保障公司发展

日期	种类	规模 (亿元)	货币单位	期限	利率
2019-01-07	优先票据	2	美元	2 年	9.125%
2019-01-21	超短期融资券	3	人民币	270 天	5.85%
2019-03-05	中期票据	10	人民币	2 年	7.20%
2019-04-01	住房租赁专项公司债券	3	人民币	-	7.20%
2019-04-24	超短期融资券	3	人民币	240 天	5.72%
2019-07-23	优先票据	1.7	美元	4 年	6.95%
2019-08-19	超短期融资券	4	人民币	270 天	6.40%
2019-10-16	超短期融资券	3	人民币	180 天	5.95%
2019-11-04	优先票据	3	美元	3 年	7.125%
2019-11-20	公司债券	10.7	人民币	-	7.20%

数据来源：公司公告，中达证券研究

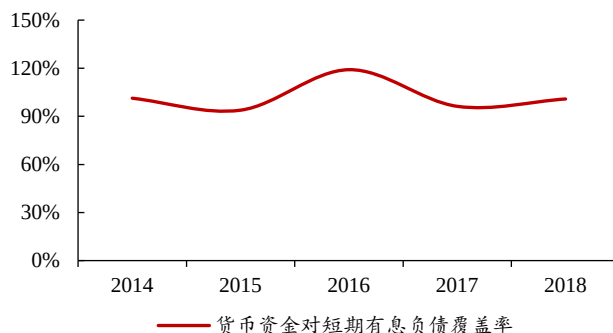


图 32：公司债务以 1 年以上到期为主



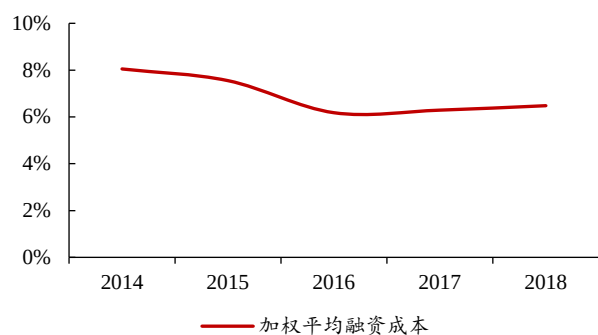
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 33：货币资金对短期有息负债覆盖较为充足



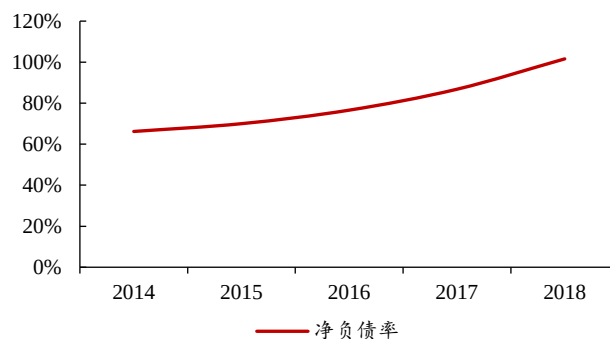
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 34：加权平均融资成本保持相对较低水平



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 35：净负债率有望随融资成本控制加强有所改善



数据来源：公司公告，中达证券研究

5. 估值与投资建议

首次覆盖给予“买入”评级，目标价港币 6.30 元。预测公司 2019-2021 年核心 EPS 分别为人民币 0.67 元、0.92 元、1.19 元，同比增长 51.5%、37.3%、29.3%。考虑到公司“商业+住宅”特色商业模式成效显著，物业管理业务分拆上市将为公司表现提供支撑，业绩增长可期，给予 NAV 折让 65%，对应 2019 年 8.4 倍 PE，目标价港币 6.30 元，较现价空间达 26%。（最新股价为 2019 年 12 月 19 日收盘价）

表 4：宝龙地产 NAV 约港币 18.01 元/股

NAV 估值（百万港元）	2019
开发物业总计	54,911
投资物业总计	55,645
总资产估值	110,555
净负债	38,554
NAV 估值	72,002
每股 NAV（港元/股）	18.01
股价（港元，12 月 19 日）	5.02
NAV 折让	72%

数据来源：中达证券研究

6. 风险提示

- 1) 行业政策及区域市场政策收紧；
- 2) 销售情况不及预期；
- 3) 商业广场推进及运营慢于预期。



损益表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,593	19,594	26,837	36,053	44,898
营业成本	-10,368	-12,041	-17,727	-23,943	-29,872
毛利润	5,225	7,553	9,110	12,110	15,026
销售及行政开支	-1,395	-2,267	-1,610	-1,622	-2,020
EBIT	4,388	5,502	7,500	10,487	13,006
利息成本	-573	-1,377	-1,031	-3,528	-4,801
利息收入	0	0	0	0	0
联营公司利润	0	0	1,136	2,417	4,380
其他收入	2,333	2,688	0	0	0
税前利润	6,148	6,813	7,605	9,376	12,586
所得税	-2,280	-3,166	-4,599	-5,328	-6,916
少数股东权益	-531	-811	-328	-373	-915
净利润	3,351	2,852	2,678	3,676	4,754
核心净利润	1,376	1,768	2,678	3,676	4,754
股权数	3,967	3,997	3,997	3,997	3,997
核心 EPS	0.35	0.44	0.67	0.92	1.19
每股分红	0.17	0.20	0.31	0.42	0.55

资产负债表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
投资物业	39,218	45,659	56,296	60,693	78,964
发展中物业	5,246	5,309	5,309	5,309	5,309
其他非流动资产	5,566	4,218	7,789	9,279	11,137
非流动资产合计	50,030	55,187	69,395	75,282	95,411
短期发展中物业	14,494	34,365	37,190	38,759	39,416
竣工待售物业	10,417	9,443	11,482	12,674	14,282
应收账款	10,193	16,253	16,415	18,057	18,237
现金及存款总额	9,962	15,776	19,313	21,051	19,619
其他流动资产	394	1,032	1,032	1,032	1,032
总资产	95,491	132,055	154,827	166,854	187,997
流动负债合计	35,503	58,533	72,127	78,024	83,260
长期负债	25,780	34,380	37,818	38,197	45,836
其他长期负债	0	206	0	0	0
递延所得税	4,734	6,130	7,939	10,280	13,313
长期负债	30,514	40,717	45,757	48,477	59,149
少数股东权益	4,137	5,517	7,791	8,755	10,925
股东权益	25,337	27,287	29,153	31,598	34,663
总负债和权益合计	95,491	132,055	154,827	166,854	187,997

现金流量表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	3,351	2,852	2,678	3,676	4,754
营运资本变动	290	-596	9,341	2,758	162
其他	-2,321	-1,171	-21	1,341	3,309
经营性现金流合计	1,320	1,086	11,998	7,775	8,225
投资物业	-1,171	-2,855	-10,637	-4,397	-18,271
其他	-7,015	-5,863	-3,660	-1,540	-1,862
投资性现金流合计	-8,187	-8,718	-14,297	-5,937	-20,133
自由现金流	-6,867	-7,632	-2,299	1,838	-11,908
每股自由现金流	-1.73	-1.91	-0.58	0.46	-2.98
权益融资	0	0	0	0	0
债权融资	7,311	14,592	4,910	540	10,910
其他	-32	-1,507	927	-639	-435
融资性现金流合计	7,280	13,085	5,837	-99	10,475
现金变动合计	413	5,453	3,537	1,738	-1,432
期初现金	8,974	9,387	14,840	18,377	20,115
期末现金	9,387	14,840	18,377	20,115	18,683

财务分析 (%)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利润率	33.5%	38.5%	33.9%	33.6%	33.5%
经营利润率	28.1%	28.1%	27.9%	29.1%	29.0%
净利润率	8.8%	9.0%	10.0%	10.2%	10.6%
营收增长率	9.1%	25.7%	37.0%	34.3%	24.5%
EBIT 增长率	23.5%	25.4%	36.3%	39.8%	24.0%
净利润增长率	-	28.5%	51.5%	37.3%	29.3%
核心 EPS 增长率	-	27.5%	51.5%	37.3%	29.3%
每股净资产	6.39	6.83	7.29	7.91	8.67
利息覆盖倍数	3.29	2.10	2.97	2.41	2.51
净负债资本率	42.6%	45.3%	42.0%	37.7%	43.8%
净负债率(扣除限制现金)	86.8%	101.6%	93.9%	83.0%	100.6%
总资产周转率	17.9%	17.2%	18.7%	22.4%	25.3%
资产权益比	376.9%	483.9%	531.1%	528.1%	542.4%
ROA	1.5%	1.4%	1.8%	2.3%	2.6%
ROE	5.7%	6.7%	9.5%	12.1%	14.3%
ROCE	2.4%	2.6%	3.4%	4.3%	4.9%



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。投资者在做出投资决策时，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。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做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。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

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。