



销售增速快速回升，双轮驱动协同发展

——宝龙地产 2020H1 销售点评

事件：宝龙地产 1-6 月累计实现合同销售金额 315.3 亿元，同比增长约 8.0%；累计合同销售面积 204.7 万平，同比增长约 14.8%；公司累计销售金额增速回正。

深耕长三角成效显著，累计销售增速回正。宝龙地产 2020 年 6 月单月实现合同销售金额约 103.2 亿元，同比增长约 54.5%；合同销售面积约 67.0 万平，同比增长约 71.7%；当月合同销售均价约为 15407 元/平，上月为 15185 元/平。上半年累计实现合同销售金额约 315.3 亿元，同比增长约 8.0%（1-5 月为下降 5.8%）；累计合同销售面积约 204.7 万平，同比增长 14.8%（1-5 月为下降 1.1%）；当年累计合同销售均价约为 15400 元/平，上月约为 15396 元/平，销售均价保持平稳。长三角地区 6 月销售复苏态势向好，6 月末宁波宝龙一城项目三期推出 172 套房源，开盘 2.5 小时即售罄。公司 2019 年末土地储备面积中 73.2% 位于长三角区域，位于优质区域的充足土储使公司能够及时把握需求快速复苏的时机，并相应铺排供给，驱动公司的销售增长。

商住协同驱动高质量发展，积极融资助力健康增长。2020 年 6 月，陈德力加盟宝龙地产任联席总裁，或将助力公司商业板块的高质量发展，并实现与住宅业务的高效协同。在商住协同的模式下，公司能够在土地市场竞争较为激烈的长三角地区持续以合理价格获取优质地块，从而保障公司的利润空间，2019 年公司毛利率达 36.4%，在业内表现优秀。另一方面，公司近年产品结构继续优化，2016-2019 年营收中，住宅销售分别贡献 23.9%、47.7%、51.9% 和 65.7%，2020 年首 6 月销售金额中住宅占比达 82.1%。商业板块的发展和持续改善的产品结构将助力公司稳步扩张规模，实现业绩的稳健增长。融资方面，2020 年 6 月，公司额外发行 2023 年到期的 2.5 亿美元 6.95% 优先票据，所得款项拟用作再融资，或将助力公司优化债务结构，实现健康发展。

维持“买入”评级，目标价 6.9 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 0.80 元、1.06 元和 1.31 元，核心净利同比增长 23.4%、32.7% 和 23.6%。考虑到公司长三角区域土地资源充足，商住协同模式使公司在土地获取及盈利能力方面具备优势，维持 NAV 折让 50%，目标价 6.9 港元，较现价空间达 34%。（最新股价为 2020 年 7 月 8 日收盘价，计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整）

风险提示：行业调控政策及货币政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。

宝龙地产
(1238.HK)

买入

(维持)

微信公众号



申思聪
分析师

+852 3958 4699

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞
分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师

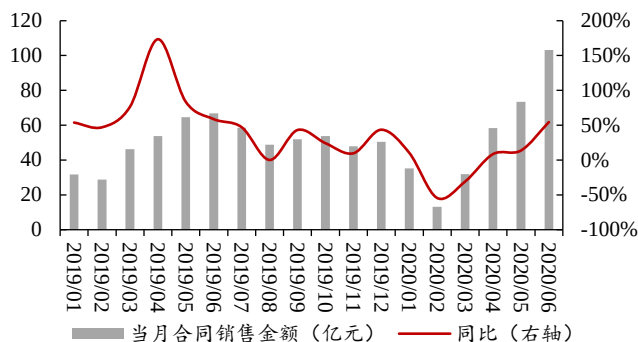
+852 3700 7094

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

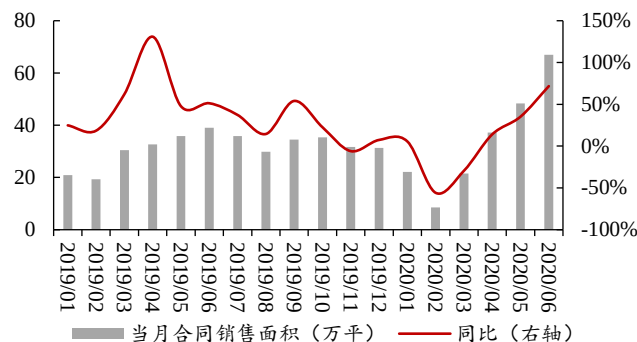
财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15593	19594	26042	34215	45388	59843
(+/-)%	9.1%	25.7%	32.9%	31.4%	32.7%	31.8%
毛利润	5225	7553	9483	11681	14786	19452
核心净利润	1376	1768	2680	3306	4386	5422
(+/-)%	-	28.5%	51.6%	23.4%	32.7%	23.6%
核心 PE	13.7	10.7	7.1	5.9	4.5	3.6
PB	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

图 1：公司 6 月单月合同销售金额同比增长 54.5%



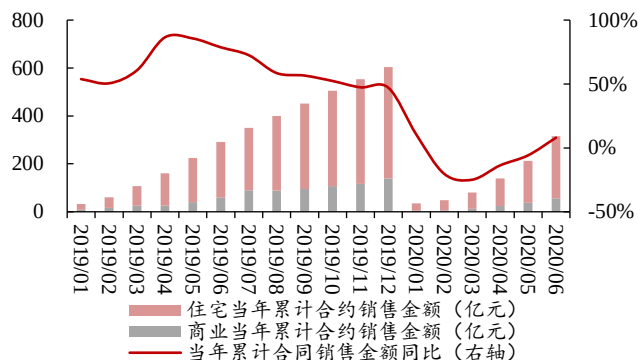
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 6 月单月合同销售面积同比增长 71.7%



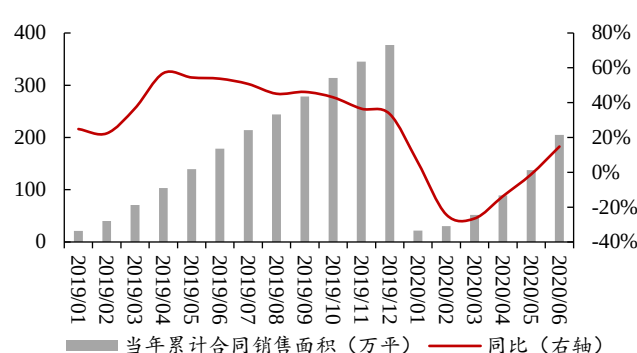
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司前 6 月累计合同销售金额增速回正



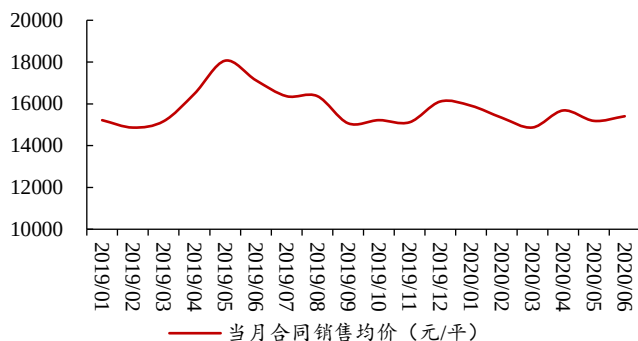
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司前 6 月累计合同销售面积同比增长 14.8%



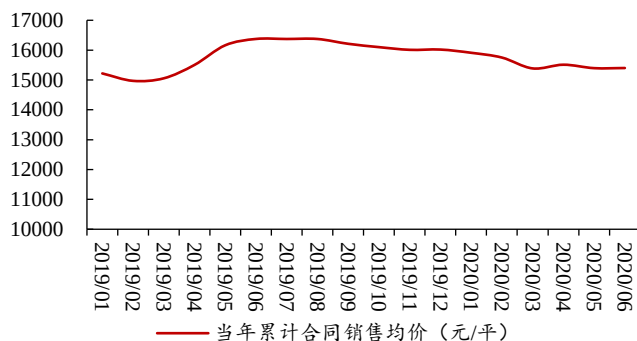
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司 6 月当月合同销售均价略有上升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司前 6 月累计合同销售均价维持平稳



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：宝龙地产 NAV 约 13.8 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	49,893
投资物业总计	42,689
总资产估值	92,582
净负债	35,303
NAV 估值	57,279
每股 NAV（港元/股）	13.83
股价（港元，7 月 8 日）	5.15
NAV 折让	63%

数据来源：公司公告，中达证券研究



损益表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19,594	26,042	34,215	45,388	59,843
营业成本	-12,041	-16,559	-22,535	-30,603	-40,391
毛利润	7,553	9,483	11,681	14,786	19,452
销售及行政开支	-2,267	-2,424	-3,131	-4,811	-6,026
EBIT	5,502	7,986	8,550	9,974	13,425
利息成本	-1,377	-900	-1,458	-2,221	-1,909
利息收入	0	0	0	0	0
联营公司利润	0	0	947	3,404	2,896
其他收入	2,688	2,770	0	0	0
税前利润	6,813	9,856	8,039	11,157	14,412
所得税	-3,166	-3,838	-4,444	-5,895	-7,817
少数股东权益	-811	-1,977	-288	-876	-1,173
净利润	2,852	4,071	3,306	4,386	5,422
核心净利润	1,768	2,680	3,306	4,386	5,422
股权数	3,997	4,025	4,142	4,142	4,142
核心 EPS	0.44	0.67	0.80	1.06	1.31
每股分红	0.20	0.29	0.34	0.45	0.56

资产负债表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	45,659	51,085	57,203	65,184	73,506
长期发展中物业	5,309	5,594	5,594	5,594	5,594
其他非流动资产	4,218	6,200	5,570	8,573	9,572
非流动资产合计	55,187	62,879	68,367	79,351	88,672
短期发展中物业	34,365	45,340	46,158	46,842	47,344
竣工待售物业	9,443	10,617	12,125	14,085	14,698
应收账款	16,253	18,483	21,256	20,193	18,174
现金及存款总额	15,776	23,671	33,775	40,612	49,923
其他流动资产	1,032	1,507	1,507	1,507	1,507
总资产	132,055	162,497	183,189	202,590	220,318
流动负债合计	58,533	76,846	83,393	85,056	84,433
长期负债	34,380	39,942	49,928	62,410	74,892
其他长期负债	206	285	0	0	0
递延所得税	6,130	6,516	6,927	7,273	8,000
长期负债	40,717	46,744	56,855	69,683	82,892
少数股东权益	5,517	7,067	8,945	10,889	12,493
股东权益	27,287	31,840	33,996	36,962	40,501
总负债和权益合计	132,055	162,497	183,189	202,590	220,318

现金流量表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,852	4,071	3,306	4,386	5,422
营运资本变动	-596	107	890	-2,334	-4,384
其他	-1,171	-1,426	-2,334	-898	2,004
经营性现金流合计	1,086	2,753	1,862	1,154	3,042
投资物业	-2,855	-1,966	-6,119	-7,981	-8,322
其他	-5,863	612	391	-3,254	-1,226
投资性现金流合计	-8,718	-1,353	-5,727	-11,235	-9,548
自由现金流	-7,632	1,399	-3,865	-10,081	-6,506
每股自由现金流	-1.91	0.35	-0.93	-2.43	-1.57
权益融资	0	706	0	0	0
债权融资	14,592	4,178	13,816	17,270	17,270
其他	-1,507	-818	154	-352	-1,453
融资性现金流合计	13,085	4,066	13,970	16,918	15,817
现金变动合计	5,453	5,466	10,105	6,837	9,311
期初现金	9,387	14,840	20,306	30,410	37,247
期末现金	14,840	20,306	30,410	37,247	46,558

财务分析 (%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	38.5%	36.4%	34.1%	32.6%	32.5%
经营利润率	28.1%	30.7%	25.0%	22.0%	22.4%
净利润率	9.0%	10.3%	9.7%	9.7%	9.1%
营收增长率	25.7%	32.9%	31.4%	32.7%	31.8%
EBIT 增长率	25.4%	45.1%	7.1%	16.7%	34.6%
核心净利增长率	28.5%	51.6%	23.4%	32.7%	23.6%
核心 EPS 增长率	27.5%	50.5%	19.9%	32.7%	23.6%
每股净资产	6.83	7.91	8.21	8.92	9.78
利息覆盖倍数	2.10	3.03	2.50	2.69	6.67
净负债资本率	45.3%	36.9%	35.4%	38.9%	39.5%
净负债率	101.6%	81.2%	82.2%	95.6%	101.3%
总资产周转率	0.17	0.18	0.20	0.24	0.28
资产权益比	4.84	5.10	5.39	5.48	5.44
ROA	1.4%	1.8%	1.9%	2.3%	2.6%
ROE	6.7%	9.1%	10.0%	12.4%	14.0%
ROCE	2.6%	3.4%	3.6%	4.0%	4.3%



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。