



单月销售增长七成，布局优质发展可期

——德信中国 2020H1 销售点评

事件：德信中国 1-6 月累计实现合同销售金额 257.1 亿元，同比增长约 17.8%；累计合同销售面积 121.5 万平，同比下降 2.7%；公司累计销售增速回暖状况较好，6 月单月销售金额增速超过七成。

深耕长三角布局优质，累计销售金额实现双位数增长。德信中国 2020 年 6 月单月实现合同销售金额约 83.8 亿元，同比增长约 71.1%；合同销售面积约 33.0 万平，同比增长约 23.1%；当月合同销售均价约为 25394 元/平，上月为 23038 元/平。上半年累计实现合同销售金额约 257.1 亿元，同比增长约 17.8%（1-5 月为增长 2.4%）；累计合同销售面积约 121.5 万平，同比下降 2.7%（1-5 月为下降 9.8%）；当年累计合同销售均价约为 21160 元/平，上月约为 19582 元/平，销售均价有所上升。疫情得到初步控制后，长三角销售回暖较快，深耕长三角的区域布局助力公司实现了近期销售的增长。截至 2019 年末，公司位于长三角的土储面积占比达 83.3%，其中位于杭州、温州、湖州的土储面积位列前三，占总土储面积分别达 30.0%、15.2%和 8.2%。深耕长三角的布局和改善型的产品定位使公司销售在近期快速回暖，前 6 月累计销售金额实现了 17.8%的增长。

聚焦城市群核心城市，进军美国物业市场。2020 年 6 月，公司拿地继续聚焦重点城市群，进一步布局杭州、温州、成都等城市，土储资源保持优质，较发达区域的布局亦将对公司未来去化和销售增长构成有力保障。另一方面，2020 年 6 月，公司以约 2 亿港元收购由控股股东胡一平先生通过德信控股间接持有的美国新泽西州公寓物业 49%权益，将布局区域拓展至海外市场。德信控股在美国已深耕多年，其位于美国的品牌与资源或有望丰富公司未来利润来源，并对公司业绩提供支持。

维持“买入”评级，目标价 4.5 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 0.70 元、0.90 元和 1.15 元，核心净利同比增长 31.7%、29.9%和 27.5%。考虑到公司区域布局保持优质，美国物业有望丰富公司利润来源并支持公司业绩，维持 NAV 折让 50%，目标价 4.5 港元，对应 2020 年 5.7 倍 PE，较现价空间达 41%。（最新股价为 2020 年 7 月 7 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。

德信中国
(2019.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	6,554	8,212	9,513	14,420	19,470	25,609
(+/-)%	-6.1%	25.3%	15.8%	51.6%	35.0%	31.5%
毛利润	1,533	3,123	3,059	4,956	6,615	8,699
核心净利润	595	1,314	1,429	1,881	2,443	3,115
(+/-)%	251.2%	120.8%	8.7%	31.7%	29.9%	27.5%
核心 PE	9.39	4.38	5.16	4.06	3.13	2.45
PB	3.69	2.33	1.47	1.11	0.82	0.61

表 1：德信中国 NAV 约 9.0 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	31,214
投资物业总计	3,476
总资产估值	34,690
净负债	10,421
NAV 估值	24,270
每股 NAV（港元/股）	8.98
股价（港元，7 月 7 日）	3.18
NAV 折让	65%

数据来源：公司公告，中达证券研究



损益表						现金流量表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,212	9,513	14,420	19,470	25,609	税前利润	1,453	1,557	1,881	2,443	3,115
营业成本	-5,089	-6,454	-9,465	-12,855	-16,911	营运资本变动	-3,710	-35	-1,548	-3,601	-3,511
毛利润	3,123	3,059	4,956	6,615	8,699	其他	-695	-1,690	-32	638	842
						经营性现金流合计	-2,952	-169	301	-520	446
销售及行政开支	-746	-1,178	-1,586	-1,655	-2,177	投资物业	-220	-695	-1,985	-298	-2,272
EBIT	2,420	1,992	3,369	4,960	6,522	其他	2,677	-3,441	-207	1,084	-276
利息成本	-471	-527	-644	-633	-687	投资性现金流合计	2,457	-4,136	-2,192	786	-2,548
利息收入	96	95	229	163	163	自由现金流	-495	-4,306	-1,891	266	-2,102
联营公司利润	579	1,175	1,262	1,596	1,883	每股自由现金流	-0	-2	-1	0	-1
其他收入	213	246	0	0	0	权益融资	62	1,388	0	0	0
税前利润	2,867	2,981	4,216	6,085	7,880	债权融资	722	4,975	2,203	957	2,413
所得税	-1,026	-725	-1,558	-2,225	-3,078	其他	3,247	19	-7	-501	100
少数股东权益	-388	-700	-777	-1,418	-1,687	融资性现金流合计	4,031	6,383	2,196	457	2,513
净利润	1,453	1,557	1,881	2,443	3,115						
核心净利润	1,314	1,429	1,881	2,443	3,115	现金变动合计	3,536	2,077	304	722	411
股权数	2,034	2,605	2,701	2,701	2,701	期初现金	3,951	7,487	9,564	9,868	10,591
核心 EPS	0.65	0.55	0.70	0.90	1.15	期末现金	7,487	9,564	9,868	10,591	11,001
每股分红	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
资产负债表						财务分析 (%)					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	1,768	2,924	4,909	5,207	7,479	毛利润率	38.0%	32.2%	34.4%	34.0%	34.0%
长期股权投资	2,009	3,792	3,981	2,878	3,129	经营利润率	29.5%	20.9%	23.4%	25.5%	25.5%
其他非流动资产	1,052	1,375	1,375	1,375	1,380	核心净利率	16.0%	15.0%	13.0%	12.5%	12.2%
非流动资产合计	4,830	8,091	10,264	9,460	11,989	营收增长率	25.3%	15.8%	51.6%	35.0%	31.5%
发展中物业	27,699	36,672	38,145	42,962	43,251	EBIT 增长率	113.7%	-17.7%	69.2%	47.2%	31.5%
竣工待售物业	346	591	1,411	2,095	2,634	核心净利增长率	120.8%	8.7%	31.7%	29.9%	27.5%
应收账款	5,838	8,464	9,311	9,776	10,265	核心 EPS 增长率	114.3%	-15.1%	27.0%	29.9%	27.5%
现金	7,488	9,564	9,868	10,591	11,001						
其他流动资产	3,409	3,905	3,905	3,905	3,905	每股净资产	1.22	1.92	2.55	3.46	4.61
总资产	49,609	67,287	72,904	78,788	83,044	利息覆盖倍数	2.79	2.13	2.82	3.94	4.65
						净负债资本率	40%	35%	37%	33%	33%
流动负债合计	38,039	46,378	48,043	49,973	47,884	净负债率	68%	69%	69%	57%	53%
长期借款	4,424	9,808	11,083	11,637	13,034	总资产周转率	0.19	0.16	0.21	0.26	0.32
其他非流动负债	0	156	156	156	156	资产权益比	20.06	13.42	10.57	8.44	6.67
递延所得税	277	211	236	276	323						
非流动负债合计	4,701	10,175	11,475	12,069	13,513	ROA	3.3%	2.8%	3.0%	3.6%	4.3%
少数股东权益	4,395	5,721	6,491	7,408	9,196	ROE	65.9%	38.2%	31.6%	30.1%	28.6%
归属母公司股东权益	2,473	5,013	6,894	9,337	12,452	ROCE	13.3%	8.8%	8.2%	9.1%	9.7%
总负债和权益合计	49,609	67,287	72,904	78,788	83,044						

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。