



商业翘楚加盟，高效发展提速

——宝龙地产跟踪报告

事件：陈德力获委任为宝龙地产联席总裁及宝龙商业行政总裁，将主要负责集团相关业务整合事宜及协助公司行政总裁处理集团业务运营管理。

人才战略升级，驱动商业发展。陈德力在商业地产领域经验丰富，在商业资产管理及营运等方面的能力及产业资源突出。商业地产开发及运营对专业优秀的人才团队要求较高，今年初以来宝龙亦实施了一系列管理变革和人才引入，2020年5月末万达系出身的原新城控股商管事业部副总裁唐剑锋亦已加入宝龙商业集团，任常务副总经理。此时引入陈德力在一定程度上体现出宝龙对商业板块的重视，公司或将在商业地产方面加大发力，进一步助力公司实现高质量发展。

商住协同联动拓储，增厚利润助力增长。产品结构方面，近年来住宅产品对公司营收贡献比例明显上升，2016-2019年营业收入中，住宅销售分别贡献23.9%、47.7%、51.9%和65.7%，产品结构的优化使得公司稳步实现了规模扩张和业绩增长。**拿地方面**，公司聚焦“商业+住宅”拿地模式，在土地市场竞争激烈的长三角地区优势显著。2019年全年，公司68.0%的新增土地投资以“商业+住宅”合作形式获取，平均土地成本5517元/平方米（约占全年销售均价的34.4%），总溢价率仅7.8%。独具特色且较为成熟的拿地模式使得公司毛利率在业内表现优秀，2019年达36.4%，保障了公司的利润空间。商业板块的持续发展将继续对公司住宅开发板块的扩张提供支持，助力公司实现业内较高的增速目标（2020年销售目标750亿元，对应增速24.3%）。

5月销售同比提升，获纳港股通体现价值认可。销售方面，得益于聚焦长三角的布局战略（2019年末73.2%土储面积集中于长三角地区），公司近期销售情况复苏良好，单月销售金额已较去年同期有所增长，2020年5月实现销售金额73.5亿元（+13.7%）。另一方面，随着宝龙地产正式纳入“恒生综合大中型股指数”及“恒生港股通指数”，2020年3月再次被纳入沪港通下港股通股票名单，体现出资本市场对公司价值的认可，公司股东结构的多元化及股票流通性将进一步加强。销售的复苏和资本市场的认可将推动公司持续健康发展。

维持“买入”评级，目标价6.9港元。考虑到公司交付进度或因疫情影响做出一定调整，我们下调公司2020-2022年核心EPS预测1.5%/1.0%/2.3%至人民币0.80元/1.06元/1.31元，核心净利润同比增长23.4%/32.7%/23.6%。考虑到公司“商业+住宅”特色商业模式成果卓著，陈德力先生的加盟或将进一步助力公司商业板块扩张，业绩增长可期，给予NAV折让50%，上调目标价4.1%至6.9港元，对应2020年8.1倍PE，较现价空间达61%。

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	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%
PE	11.4	8.9	5.9	5.0	3.7	3.0
PB	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4



人才战略升级，驱动商业发展。陈德力于 2006 年 6 月至 2010 年 8 月任凯德商用中国区域总经理，2010 年 8 月至 2016 年 7 月于万达商业地产任商业管理营运中心常务副总经理、万达商业管理副总裁兼招商中心总经理、常务副总裁兼营运中心总经理、副总裁兼商管公司常务副总裁、综合管理中心总经理等职务，2016 年 8 月以联席总裁身份加盟新城控股，并于 2020 年 3 月离职。于新城控股任职期间，凭借其在商业地产领域的丰厚经验和优秀的商业开发管理能力，已开业吾悦广场数量由 2016 年末的 11 家快速增长至 2019 年末的 63 家。商业地产开发及运营对专业优秀的人才团队要求较高，此时引入陈德力在一定程度上体现出宝龙对商业板块的重视，公司或将在商业地产方面加大发力。

商住协同联动拓储，增厚利润助力增长。产品结构方面，近年来住宅产品对公司营收贡献比例明显上升，2016-2019 年营业收入中，住宅销售分别贡献 23.9%、47.7%、51.9%和 65.7%，产品结构的优化使得公司稳步实现了规模扩张和业绩增长。拿地方面，公司聚焦“商业+住宅”拿地模式，在土地市场竞争激烈的长三角地区优势显著。2019 年全年，公司 68.0%的新增土地投资以“商业+住宅”合作形式获取，平均土地成本 5517 元/平方米（约占全年销售均价的 34.4%），总溢价率仅 7.8%。独具特色且较为成熟的拿地模式使得公司毛利率在业内表现优秀，2019 年达 36.4%，保障了公司的利润空间。商业板块的持续发展将继续对公司住宅开发板块的扩张提供支持，助力公司实现业内较高的增速目标（2020 年销售目标 750 亿元，对应增速 24.3%）。

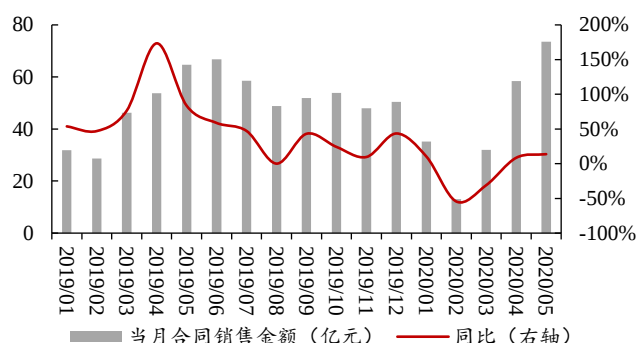
表 1：产品结构持续优化，住宅销售对营业收入贡献占比逐年增加

	2016		2017		2018		2019	
	营业收入 (亿元)	占比	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	125.3	87.6%	133.0	85.3%	166.7	85.1%	224.8	86.3%
住宅	34.1	23.9%	74.3	47.7%	101.6	51.9%	171.2	65.7%
商业	91.2	63.8%	58.7	37.6%	65.1	33.2%	53.6	20.6%
物业管理服务	7.9	5.5%	9.5	6.1%	11.3	5.8%	13.9	5.3%
物业投资	6.0	4.2%	8.6	5.5%	11.2	5.7%	14.2	5.5%
其他	3.7	2.6%	4.9	3.1%	6.8	3.5%	7.5	2.9%
合计	143.0	100.0%	155.9	100.0%	195.9	100.0%	260.4	100.0%

数据来源：公司公告，中达证券研究

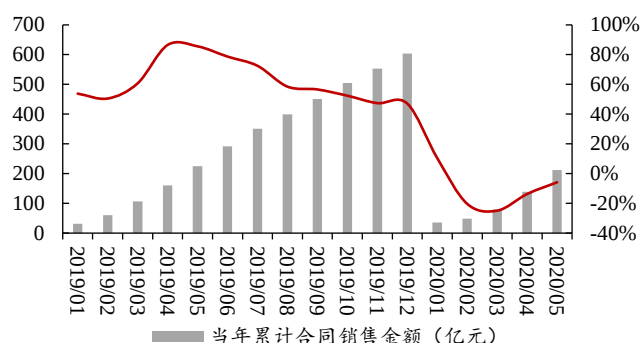
5 月销售同比提升，获纳港股通体现价值认可。销售方面，得益于聚焦长三角的布局战略（2019 年末 73.2%土储面积集中于长三角地区），公司近期销售情况复苏良好，单月销售金额已较去年同期有所增长，2020 年 5 月实现销售金额 73.5 亿元（+13.7%）。另一方面，随着宝龙地产正式纳入“恒生综合大中型股指数”及“恒生港股通指数”，2020 年 3 月再次被纳入沪港通下港股通股票名单，体现出资本市场对公司价值的认可，公司股东结构的多元化及股票流通性将进一步加强。销售的复苏和资本市场的认可将推动公司持续健康发展。

图 1：公司 5 月销售金额同比提升



数据来源：公司公告，亿翰智库，中达证券研究

图 2：公司 2020 年销售金额降幅持续收窄



数据来源：公司公告，亿翰智库，中达证券研究

维持“买入”评级，目标价 6.9 港元。考虑到公司交付进度或因疫情影响做出一定调整，我们下调公司 2020-2022 年核心 EPS 预测 1.5%/1.0%/2.3%至人民币 0.80 元/1.06 元/1.31 元，核心净利润同比增长 23.4%/32.7%/23.6%。考虑到公司“商业+住宅”特色商业模式成果卓著，陈德力先生的加盟或将进一步助力公司商业板块扩张，业绩增长可期，给予 NAV 折让 50%，上调目标价 4.1%至 6.9 港元，对应 2020 年 8.1 倍 PE，较现价空间达 61%。（最新股价为 2020 年 5 月 29 日收盘价）

表 2：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，5 月 29 日）	4.30
NAV 折让	69%

数据来源：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。投资者在作出投资决策时，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。在签订任何投资合同之前，个人应在必要时作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。