



立足深耕核心城市，加速外拓成长可期

——银城国际控股首次覆盖报告

公司是快速增长的长三角品质房企。在巩固南京市场优势同时，公司近年也在逐步加大长三角核心城市覆盖面，拿地方式也拓展至收购困境公司、产业勾地等领域，拿地渠道更趋多元。公司及旗下物业公司也于 2019 年成功在香港上市，并于 2019 年末首发美元优先票据，融资渠道及财务状况持续改善。公司价值也有望随规模快速增长和市场认可度提升而逐步释放。

稳步扩大长三角覆盖面，出色产品服务匹配优质布局。城市布局方面，公司坚持“立足南京，深耕长三角，辐射都市圈”的策略。截至 2019 年末，公司已进入长三角 9 座城市，总土储按建面约 75.5%位于二线城市（2018 年：67.5%），其中南京、杭州、无锡占比分别为 43.2%、16.1%和 11.2%，约 24.5%位于三线城市，能够充分享受核心城市发展红利。产品服务方面，公司已形成针对各年龄段的五大产品系，产品服务在区域内具较好口碑，能够有效匹配公司优质城市布局。公司 2019 年销售金额达 198.21 亿元，同比大增 107.7%，2018 年增速为 65.7%，体现出公司较高的成长性。

拿地方式更趋多元，有效支撑规模增长。除传统招拍挂外，公司拿地方式已成功扩展至收购困境公司、产业勾地等领域。2019 年，公司以 24.3 亿元收购杭州临安两家困境公司，项目预计货值达 100 亿元，同时亦获得一座五星级酒店。除此之外，公司通过养老产业、空港会展等获取的综合项目如君颐东方、荟见未来等销售情况良好，有效补充了公司土地储备。2019 年，公司拿地总建面约 193.86 万方，新增土储建面/当年销售面积达 1.7 倍（2018 年：5.7 倍）。在高强度拿地的同时，公司也着力控制拿地成本；公司 2019 年拿地楼面均价约 4483 元/平（2019 年销售均价：17555 元/平），2018 年拿地均价约 3207 元/平（2018 年销售均价：19029 元/平），能够保障公司未来整体盈利能力。

融资渠道不断拓展，财务状况持续改善。公司及旗下物业 2019 年成功于香港上市，并于同年首发 1 亿美元优先票据，成功拓展海外融资渠道。借助上市与良好销售情况，公司 2019 年权益总额增长 67.1%至 40.3 亿元，货币资金同比大增 134.5%至 40.3 亿元，现金短债比提升 0.49 倍至 0.82 倍，净负债率同比大幅下降 191 个百分点至 160.6%，杠杆水平快速下降，整体财务状况更趋稳健。

长三角品质房企，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 2.90 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 0.12 元、0.38 元、0.53 元，同比增长 106.7%、228.3%和 37.5%。考虑到公司的成长性与更趋多元的拿地及融资渠道，给予 55%目标 NAV 折让，目标价 2.90 港元，较现价空间达 16.5%。（最新股价为 4 月 24 日收盘价）

银城国际控股
(1902.HK)

增持

(首次)

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

财务摘要 (百万人民币)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
营业收入	2,503	4,676	5,070	9,092	10,727	13,882	18,054
(+/-)%	19.7%	86.8%	8.4%	79.3%	18.0%	29.4%	30.1%
毛利润	871	784	1,470	1,479	2,403	3,622	5,223
核心净利润	330	401	271	82	170	557	766
(+/-)%	270.1%	21.4%	-32.5%	-69.7%	106.7%	228.3%	37.5%
核心 PE	-	-	12.03	39.66	19.19	5.84	4.25
PB	-	-	2.08	1.30	1.22	1.01	0.81



目录

核心观点	4
1. 深耕长三角区域，产品服务口碑卓著	6
2. 深耕长三角区域，城市布局逐步多元	8
2.1 立足南京布局长三角，销售贡献逐步多元	8
2.2 土储聚焦优质区域，享受城市发展红利	9
2.3 产品服务口碑出色，匹配需求加速周转	11
3. 拿地方式丰富多元，控制成本有效拓储	13
4. 融资渠道不断拓展，财务状况持续改善	17
4.1 营业收入快速增长，利润短期有所波动	17
4.2 开拓海外资本市场，融资渠道逐步打开	18
4.3 货币资金快速增长，财务状况持续改善	18
5. 估值与投资建议	20

图表目录

图 1：本文核心逻辑图，公司布局与产品优质，更趋多元拿地及融资渠道将助力快速成长	4
图 2：公司股权结构稳定多，能够保障战略连贯性与稳定性	7
图 3：公司合约销售主要来自南京等长三角主要城市	8
图 4：公司销售金额贡献更趋多元	8
图 5：公司土地储备集中于二线城市	9
图 6：公司南京区域土储占比较高	9
图 7：长三角为我国经济活动最为活跃的区域之一	11
图 8：公司进入城市数量逐步增加	13
图 9：公司土地储备稳步增加	13
图 10：通过养老产业导入，公司成功获取养老项目及配套住宅用地	14
图 11：公司销售金额近年来快速增长	16
图 12：公司 2019 年销售面积同比大增 125.1%	16
图 13：交付规模上升带动公司营收快速增长	17



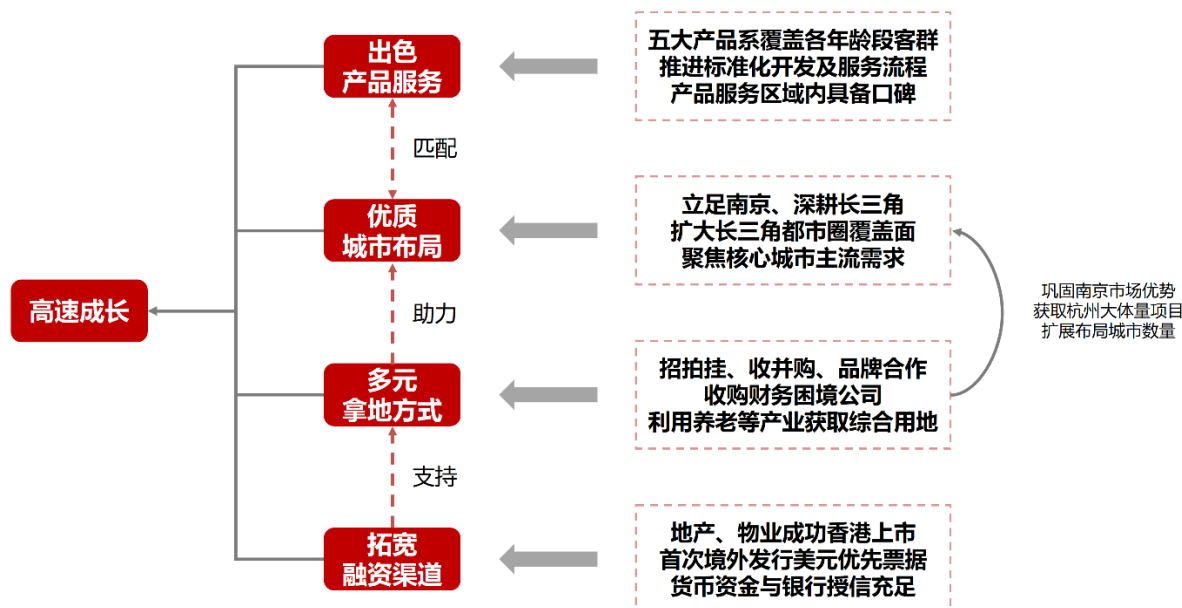
图 14: 公司 2019 年 EBIT 保持平稳.....	17
图 15: 公司毛利率短期出现一定下滑.....	17
图 16: 公司三费率得到一定控制.....	17
图 17: 公司归母净利润短期内有所下滑.....	18
图 18: 公司归母净利率出现一定下降.....	18
图 19: 良好销售情况带动公司货币资金快速增加.....	19
图 20: 公司债务总额保持稳定, 债务结构有所优化.....	19
图 21: 公司现金短债比 2019 年大幅提升.....	19
图 22: 公司资产总额快速上升.....	19
图 23: 公司权益总额大幅提升.....	19
图 24: 公司净负债率出现大幅下降.....	19
表 1: 公司营收规模快速增长, 物业销售为当前核心主业.....	6
表 2: 公司长三角核心城市销售金额占比较高.....	9
表 3: 公司土地储备集中于南京、杭州、无锡等重点城市.....	10
表 4: 公司已形成五大产品线, 覆盖各年龄段客户需求.....	12
表 5: 通过收购困境公司, 银城成功获取杭州大体量优质项目.....	14
表 6: 借助多元拿地渠道, 公司以合理价格拓展核心城市优质土储.....	15
表 7: 银城国际控股 NAV 约 6.44 港元/股.....	20



核心观点

公司是快速增长的长三角品质房企。在巩固南京市场优势同时，公司近年也在逐步加大长三角核心城市覆盖面，拿地方式也拓展至收购困境公司、产业勾地等领域，拿地渠道更趋多元。公司及旗下物业公司也于 2019 年成功在香港上市，并于 2019 年末首发美元优先票据，融资渠道及财务状况持续改善。公司价值也有望随规模快速增长和市场认可度提升而逐步释放。

图 1：本文核心逻辑图，公司布局与产品优质，更趋多元拿地及融资渠道将助力快速成长



数据来源：中达证券研究

- 1) 稳步扩大长三角覆盖面，出色产品服务匹配优质布局。城市布局方面，公司坚持“立足南京，深耕长三角，辐射都市圈”的发展策略。截至 2019 年末，公司已进入长三角 9 座城市，总土储按建面约 75.5%位于二线城市（2018 年：67.5%），其中南京、杭州、无锡占比分别为 43.2%、16.1%和 11.2%，约 24.5%位于长三角三线城市，能够充分享受核心城市发展红利。产品服务方面，公司已形成针对各年龄段的五大产品系，产品服务在区域内具备较好口碑，能够有效匹配公司优质的城市布局。公司 2019 年销售金额达 198.21 亿元，同比大增 107.7%，2018 年增速为 65.7%，体现出公司较高的成长性。
- 2) 拿地方式更趋多元，有效支撑规模增长。除传统招拍挂外，公司拿地方式已成功扩展至收购困境公司、产业勾地等领域。2019 年，公司以 24.3 亿元收购杭州临安两家困境公司，项目预计货值达 100 亿元，同时亦获得一座五星级酒店。除此之外，公司通过养老产业、空港会展等获取的综合项目如君颐东



方、荟见未来等销售情况良好，有效补充了公司土地储备。2019 年，公司以总地价约 86.91 亿元取得 10 个项目，对应总建筑面积约 193.86 万方，新增土储建面/当年销售面积达 1.7 倍（2018 年：5.7 倍）。在高强度拿地的同时，公司也着力控制拿地成本；公司 2019 年新增项目楼面均价约 4483 元/平（2019 年销售均价：17555 元/平），2018 年拿地均价约 3207 元/平（2018 年销售均价：19029 元/平），能够保障公司未来整体盈利能力。

- 3) **融资渠道不断拓展，财务状况持续改善。**公司及旗下物业 2019 年成功于香港上市，并于同年首发 1 亿美元优先票据，成功拓展海外融资渠道。随着规模快速扩大，公司资产及权益总额快速上升，2019 年末权益总额增长 67.1%至 40.3 亿元。借助融资渠道的拓展与前期良好的销售情况，公司 2019 年货币资金同比大增 134.5%至 40.31 亿元，现金短债比提升 0.49 倍至 0.82 倍，净负债率同比大幅下降 191 个百分点至 160.6%，杠杆水平快速下降，整体财务状况更趋稳健。
- 4) **长三角品质房企，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 2.90 港元。**预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 0.12 元、0.38 元、0.53 元，同比增长 106.7%、228.3%和 37.5%。考虑到公司的成长性与更趋多元的拿地及融资渠道，给予 55% 目标 NAV 折让，目标价 2.90 港元，较现价空间达 16.5%。（最新股价为 4 月 24 日收盘价）



1. 深耕长三角区域，产品服务口碑卓著

南京起家知名房企，2019 年成功香港上市。银城国际控股（1902.HK）总部设立于南京，自 2002 年起开始从事物业开发，目前开发业务已拓展至无锡、苏州、镇江、杭州、马鞍山及合肥等长三角重点城市。2018 年，公司在中国房地产百强企业中排名第 93 位（中指院），并于同年被评为江苏省十大房地产开发商之一。2019 年，公司合约销售额达约 200 亿元，居克而瑞房企全口径销售额排名第 119 位。2019 年，公司及旗下银城生活服务（1922.HK）于港交所上市，成功开拓海外资本市场。

深耕南京等长三角重点城市，城市布局持续向外拓展。公司多年来坚持“立足南京，深耕长三角，辐射都市圈”的发展策略，在继续加强南京市场领先地位的同时，公司近年来也逐步加大了外拓力度。2019 年，公司新进杭州、合肥、徐州和台州四座长三角重点城市；截至 2019 年末，公司已成功进入南京、杭州、无锡、苏州等 9 座长三角主要城市，项目数量达 40 个，总土地储备约 522 万方。公司所布局城市为长三角核心二线及都市圈城市，能够充分享受相关城市快速发展带来的红利。

产品品牌口碑出色，多元开发协同主业。住宅开发销售是公司最核心主业。凭借多年的产品打磨与市场深耕，公司产品品质受到当地客户的广泛认可，并已在南京等区域形成较好的品牌口碑。2020 年，公司获评“2020 中国房地产百强企业”；2019 年，公司在江苏省地产开发商中蝉联第二。公司旗下南京·君颐东方项目也分别于 2016 年、2017 年荣获中国房地产住宅项目品牌价值 Top10 及全国健康建筑二星设计标识。除住宅开发主业外，公司近年也成功拓展养老健康、长租公寓、商业运营等多元业务；上述多元业务能够为公司获取优质项目提供一定产业支持，进而提升公司在土地获取方面的竞争力。

表 1：公司营收规模快速增长，物业销售为当前核心主业

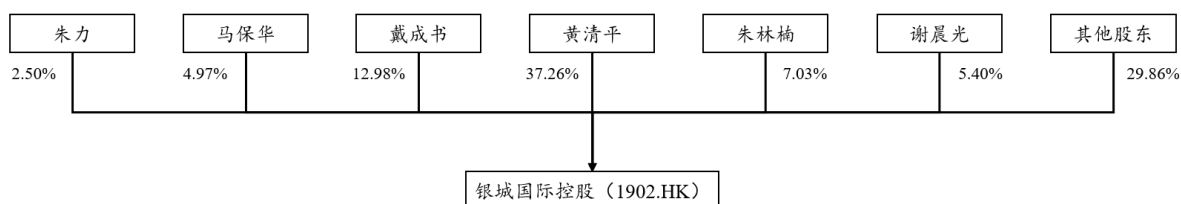
(人民币亿元)	2019 年		2018 年		2017 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
物业销售	89.96	98.9%	50.67	99.9%	46.69	99.9%
项目管理收入	0.80	0.9%	-	-	-	-
酒店经营	0.13	0.1%	-	-	-	-
租金收入	0.03	0.0%	0.03	0.1%	0.07	0.1%
总计	90.92	100%	50.70	100%	46.76	100%

数据来源：公司公告，中达证券研究



股权结构稳定，保障战略连贯性与稳定性。公司创始人及主席黄清平透过其全资拥有的公司持有银城国际控股约 37.26%的股份；两位自然人股东戴成书和朱林楠分别持有公司 12.98%和 7.03%的股份。除此之外，公司非执行董事谢晨光持有公司约 5.40%的股份；公司总裁马保华持有公司约 4.97%的股份；公司副总裁朱力持有公司约 2.50%的股份。其余股东合共持有公司约 29.86%的股份。公司目前股权结构较为稳定，核心管理团队持股比例较高，能够保障公司战略的稳定性以及治理结构的合理性，同时也能加强管理团队与股东之间的利益一致性。

图 2：公司股权结构稳定多，能够保障战略连贯性与稳定性



数据来源：公司公告，中达证券研究

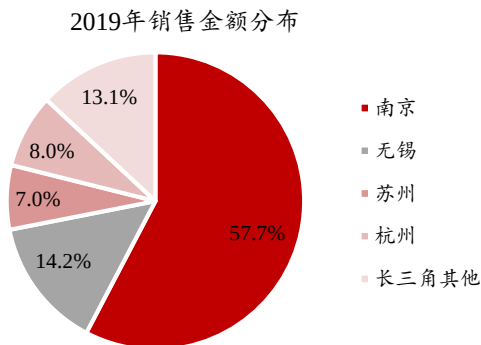


2. 深耕长三角区域，城市布局逐步多元

2.1 立足南京布局长三角，销售贡献逐步多元

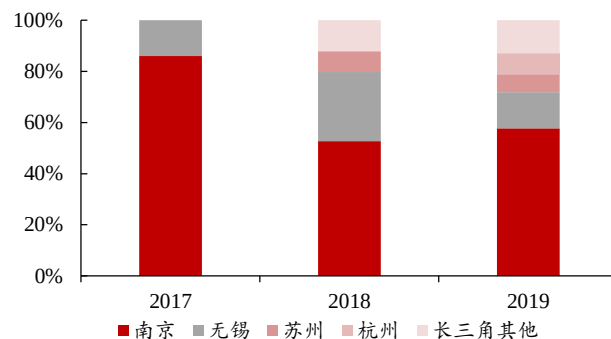
深耕南京布局长三角，销售贡献更趋多元。公司起家于南京，在巩固南京区域优势的同时，公司近年来也逐步加大了长三角其他主要城市的布局力度。2017年，公司合约销售金额中南京占比约 86.0%，无锡占比约为 14.0%；2019 年，公司合约销售金额中南京、无锡占比分别为 57.7%和 14.2%，苏州和杭州销售金额占比分别为 7.0%和 8.0%，台州、徐州、合肥、镇江和马鞍山等长三角其他城市销售金额占比达 13.1%。在保持南京区域话语权的同时，公司也逐步多元化销售来源，有效降低了单一市场波动对公司经营的影响。

图 3：公司合约销售主要来自南京等长三角主要城市



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司销售金额贡献更趋多元



数据来源：公司公告，中达证券研究

聚焦区域核心城市，长三角覆盖面逐步扩大。城市布局上，公司坚持“立足南京，深耕长三角，辐射都市圈”的发展策略。至 2019 年末，公司已进入长三角 9 座城市，2019 年销售金额中南京、无锡、苏州、杭州及合肥五座重点二线城市占比约为 90.7%，核心城市销售金额占比较大，去化情况较好。随着整体规模的扩大，公司也开始进入长三角都市圈城市，如台州、徐州、镇江及马鞍山，长三角内覆盖面逐步扩大。



表 2：公司长三角核心城市销售金额占比较高

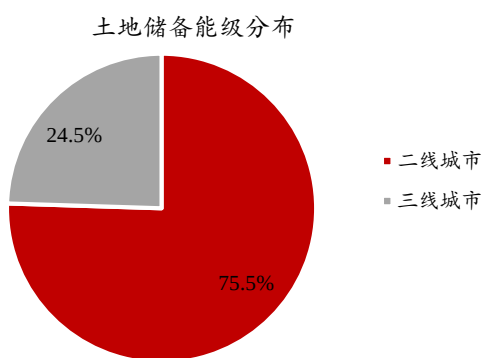
城市	销售金额 (亿元)	占比	销售面积 (万平)	占比
南京	114.33	57.7%	58.41	51.7%
无锡	28.20	14.2%	21.63	19.2%
苏州	13.86	7.0%	5.09	4.5%
杭州	15.91	8.0%	6.14	5.4%
台州	1.91	1.0%	0.98	0.9%
徐州	6.87	3.5%	7.50	6.6%
合肥	7.50	3.8%	5.27	4.7%
镇江	6.25	3.2%	3.94	3.5%
马鞍山	3.36	1.7%	3.95	3.5%
总计	198.21	100.0%	112.91	100.0%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：数据为 2019 年合约销售数据

2.2 土储聚焦优质区域，享受城市发展红利

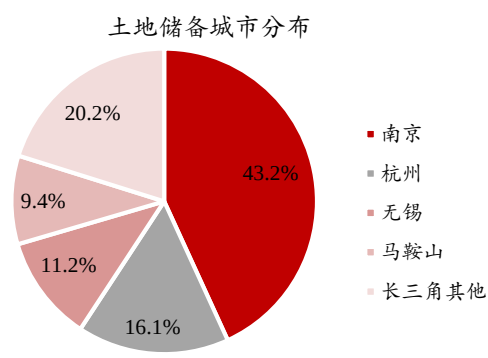
聚焦长三角二线城市，土储布局能级较高。在城市布局上，公司聚焦于长三角经济发达城市，在巩固南京市场优势的同时不断加强对长三角二线城市的布局。截至 2019 年末，公司总土地储备按建面约 75.5%分布于二线城市（2018 年：67.5%），约 24.5%分布于长三角三线城市。随着长三角节点城市销售贡献逐步增大，公司在区域内的影响力也在不断扩大。2018-2019 年，公司连续获评江苏省房地产开发行业综合实力第二名，体现出公司综合能力的快速提升。

图 5：公司土地储备集中于二线城市



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年数据

图 6：公司南京区域土储占比较高



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年数据



核心城市地位巩固，长三角覆盖面逐步扩大。公司近年来逐步加强长江经济带、浙江杭州湾区、淮海经济区等潜在购买力较强城市的业务拓展；2017 年，公司首次进入苏州市场；2018 年，公司又进入杭州、马鞍山、合肥、镇江及徐州；2019 年公司成功进入台州市场。整体而言，公司在长三角经济发达区域的覆盖面正不断扩大。截至 2019 年末，公司南京、杭州、无锡三城土地储备占比约为 43.2%、16.1%和 11.2%，核心城市地位稳固。

表 3：公司土地储备集中于南京、杭州、无锡等重点城市

城市	2018 年		2019 年	
	土储总建面（万平）	土储占比	土储总建面（万平）	土储占比
南京	161.02	40.2%	225.34	43.2%
杭州	9.20	2.3%	83.98	16.1%
无锡	72.92	18.2%	58.54	11.2%
马鞍山	72.17	18.0%	48.96	9.4%
镇江	42.99	10.7%	36.38	7.0%
徐州	15.11	3.8%	31.88	6.1%
苏州	15.50	3.9%	14.31	2.7%
合肥	12.03	3.0%	12.00	2.3%
台州	-	-	10.66	2.0%
合计	400.93	100.0%	522.05	100.0%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：土地储备为总建筑面积口径

依托长三角优质布局，享受核心城市发展红利。长三角区域为我国经济最发达的区域之一，整体产业与人口导入情况良好，具备较强的经济活力，区域内发达二线城市也将持续受益于产业发展和人口流入。公司多年来深耕长三角区域，近年来也逐步加大了对区域内基本面较好城市的拓展力度（如杭州、徐州等），整体销售去化情况较好。2018 年，公司合约销售额约 95.4 亿元，同比增长 65.7%；2019 年，公司合约销售额达 198.2 亿元，同比大增 107.7%，实现了销售规模的快速增长。随着对长三角覆盖面的逐步扩大，公司也有望持续受益于相关城市的快速发展。



图 7：长三角为我国经济活动最为活跃的区域之一



数据来源：NASA，中达证券研究；注：上图为 NASA 2016 年发布的城市夜景灯光图，越亮代表经济人口越活跃

2.3 产品服务口碑出色，匹配需求加速周转

五大产品系列逐步成型，充分匹配各类客户需求。针对不同的客户群体，公司打造了五个住宅物业产品系列：让长者客户享受轻松及健康生活方式的“颐系列”住宅、特意为年轻客户打造的“尚系列”住宅、为注重功能与便利性的中等收入家庭打造的“致系列”住宅、为追求舒适及质量的改善型客户打造的“中系列”住宅，以及为追求豪华家居和独特生活方式的高收入家庭打造的“和系列”住宅。通过对不同年龄段置业需求而打造的各类标准化产品，公司能够充分把握细分市场需求，实现扩张中的快速复制。

推进标准化开发流程，提升效率加速周转。公司多年来采取标准化开发流程，通过各流程的紧密配合实现高速周转。2019 年，公司四证齐全的平均周期缩短至 4.8 个月，首开平均周期由 2018 年的 8.3 个月缩短至 7.2 个月，项目运营效率明显提升。标准化的开发流程使得公司能够在保证项目质量的同时加快周转并控制成本。



表 4：公司已形成五大产品线，覆盖各年龄段客户需求

产品系列	产品简介
和系列	占据城市稀缺地段或拥有得天独厚的自然资源（低密度居住空间）；物业具有传承价值；住区景观环境优越；需求定制化服务
中系列	关注物业的综合优势；关注住宅舒适度，青睐于满足全家老少需求的科技或工艺配置；讲究产品的升值与保值
致系列	追求产品空间的最大化利用，追求高性价比；特别关注产品的交通与配套；精装修追求实用性物业服务
尚系列	重视产品的配套和周边环境；物业具有个性化、年轻时尚的特色服务，安全且周到
颐系列	低密度居住空间，原生态自然景观；关注高附加增值物业服务及适老个性化定制服务；交互型社区健康服务平台（医养结合产业模式）

数据来源：公司网站，中达证券研究

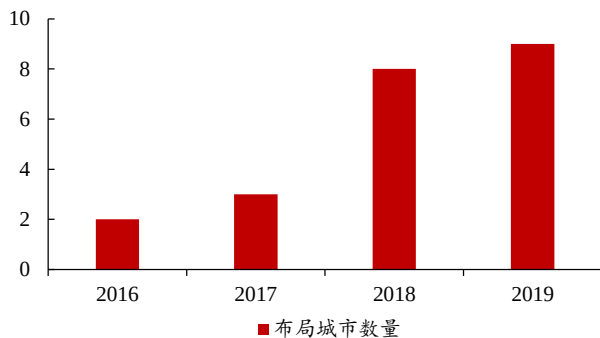
出色物业服务提升公司品牌形象与客户黏性。公司旗下银城物业多年来提供优质的客户服务，在长三角市场具备良好的口碑。交付后，公司会持续跟进业主的任何投诉及查询，并聘请第三方机构进行客户满意度调查，以监察物业质量；另外，公司也会持续维护及优化物业及公共设施，提升项目整体服务水平。公司所在的长三角市场对于产品品质与服务质量的要求普遍较高。通过持续高品质的物业服务，公司在区域内拥有较好的品牌口碑，同时也加强了客户黏性。



3. 拿地方式丰富多元，控制成本有效拓储

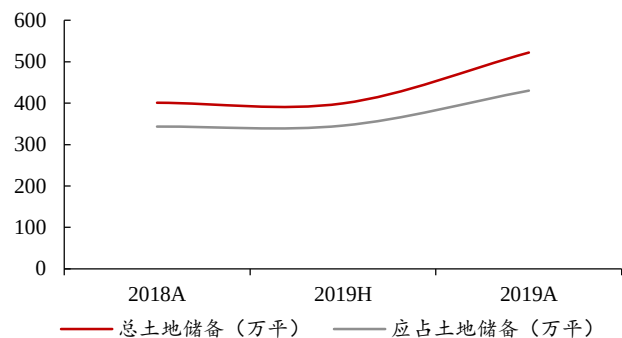
拿地方式丰富多元，土地储备有效拓展。经过多年快速发展，公司目前已形成了招拍挂、项目合作、收并购及产业勾地等多元拿地渠道，借此有效扩充土地储备资源以支撑公司销售增长。布局城市方面，公司已由 2016 年的南京和无锡 2 座城市增加至 2019 年末的约 9 座，项目数量增至 40 个；土地储备方面，2019 年末公司土地储备总建筑面积约为 522.0 万平方米，较 2018 年末增长约 30.2%。多元的拿地渠道有效支撑了公司土储以及销售规模的增长。

图 8：公司进入城市数量逐步增加



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司土地储备稳步增加

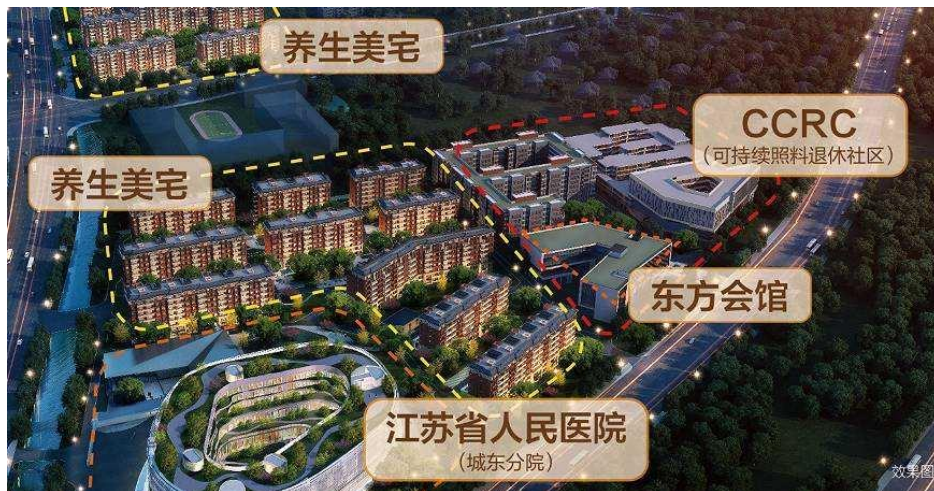


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：应占为权益合并口径

借助产业勾地渠道，成功获取优质土储资源。除传统的住宅开发外，公司近年来也顺应老龄化趋势，对健康养老产业进行了一定布局。2015 年，公司于南京市栖霞区成功获取君颐东方项目地块，该项目集住宅、养老公寓、安老院于一体，总占地面积约 12.02 万方，目前项目住宅部分已成功销售，为公司通过养老产业获取综合项目用地的成功案例。除此之外，公司也与华夏幸福合作通过空港会展产业获取南京荟见未来住宅项目，该项目总建筑面积约为 65.3 万方，项目 2019 年开盘半年录得合约销售额约 29.1 亿元，进一步巩固了公司在区域市场的领先地位。通过多元产业获取综合项目用地能够有效补充公司核心城市土地储备。



图 10：通过养老产业导入，公司成功获取养老项目及配套住宅用地



数据来源：搜狐网，公司公告，中达证券研究

重点项目稳步推进，有效增加储备货值。2019年10月，公司完成收购杭州临安中都置业及杭州湖畔大酒店公司两家财困公司。其中，临安中都土地彼时待售总建筑面积约48.92万方，预计土储货值达100亿元；杭州湖畔大酒店为第一间按照临安区五星级酒店标准建造的生态型商业度假酒店，客房数量为242间。该项目位于杭州市临安区，总收购代价约为24.3亿元，而预计货值贡献达100亿元，体量较大，潜在盈利空间充裕。目前项目前三期已完成发展，其后各期建设亦按计划逐步推进，预期将为公司提供充裕可售资源。

表 5：通过收购困境公司，银城成功获取杭州大体量优质项目

项目指标	项目情况
杭州临安中都土地	
总建筑面积	62.04 万方
已售总建面	12.46 万方
待售总建面	48.92 万方
持作投资总建面	0.66 万方
预估总货值	约 100 亿元
杭州湖畔大酒店	
总占地面积	4.05 万方
客房数量	242 间
总收购代价净额	24.30 亿元

数据来源：公司公告，中达证券研究



保持较高拿地强度，成本控制保障未来盈利空间。借助招拍挂、收并购、产业勾地等多元化拿地渠道，公司近年来保持了较高的拿地强度。2019 年，公司以总地价约 86.91 亿元取得 10 个项目，对应总建筑面积约 193.86 万方，新增土储建面/当年销售面积达 1.7 倍（2018 年：5.7 倍）。在高强度拿地的同时，公司也着力控制拿地成本；公司 2019 年新增项目楼面均价约 4483 元/平（2019 年销售均价：17555 元/平），2018 年拿地均价约 3207 元/平（2018 年销售均价：19029 元/平），能够保障公司未来整体盈利能力。整体来看，公司在围绕核心城市大力获取土地储备的同时也着力控制了拿地成本，充裕且成本合理的土地储备能够助力公司未来持续快速发展。

表 6：借助多元拿地渠道，公司以合理价格拓展核心城市优质土储

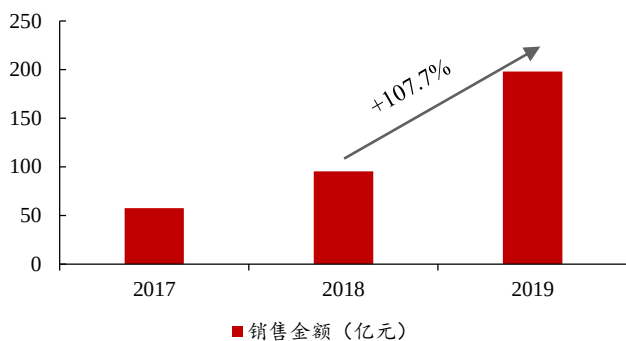
城市	拿地总建面 (万平)	土地出让金 (亿元)	平均土地成本 (元/平)
2018 年			
南京	74.80	20.45	2,734
无锡	54.83	11.42	2,083
苏州	3.84	5.11	13,299
杭州	9.20	12.05	13,091
合肥	12.03	5.34	4,440
徐州	15.11	2.38	1,576
镇江	42.99	19.25	4,478
马鞍山	72.17	15.40	2,134
合计	284.97	91.40	3,207
2018 年销售均价 (元/平)			19,029
2019 年			
南京	98.38	50.93	5,177
杭州	65.59	25.30	3,858
无锡	2.46	0.75	3,049
徐州	16.78	3.50	2,086
台州	10.66	6.43	6,030
合计	193.86	86.91	4,483
2019 年销售均价 (元/平)			17,555

数据来源：公司公告，中达证券研究



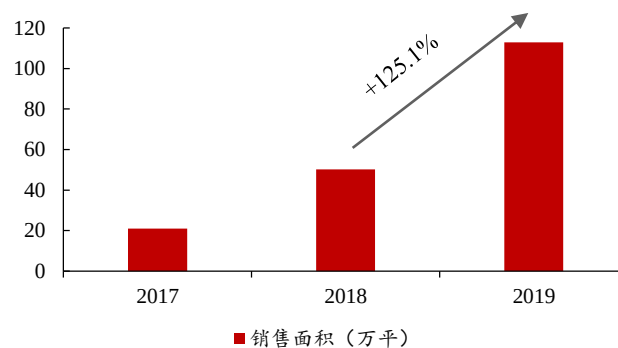
受益于良好城市布局与多元拿地渠道，公司近年来销售金额快速增长。2018 年，公司实现销售金额约 95.45 亿元，同比大增约 65.7%；销售面积约 50.16 万方，同比增长 139.9%。2019 年，公司销售金额在 2018 年的基础上继续大增约 107.7% 至 198.21 亿元，销售面积同比增长约 125.1% 至 112.91 万方，实现了销售规模的快速增长。依托前期储备的优质项目，预计公司 2020 年销售规模也将保持较快增长。

图 11：公司销售金额近年来快速增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 12：公司 2019 年销售面积同比大增 125.1%



数据来源：公司公告，中达证券研究

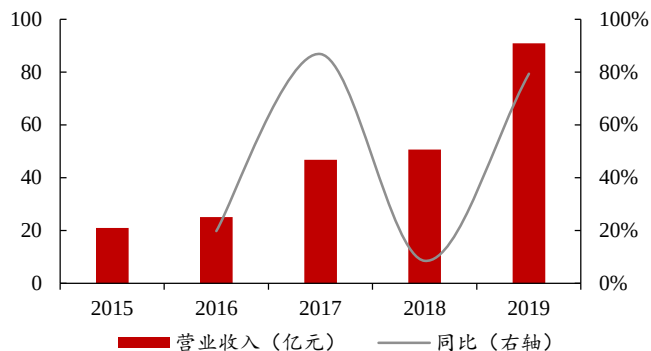


4. 融资渠道不断拓展，财务状况持续改善

4.1 营业收入快速增长，利润短期有所波动

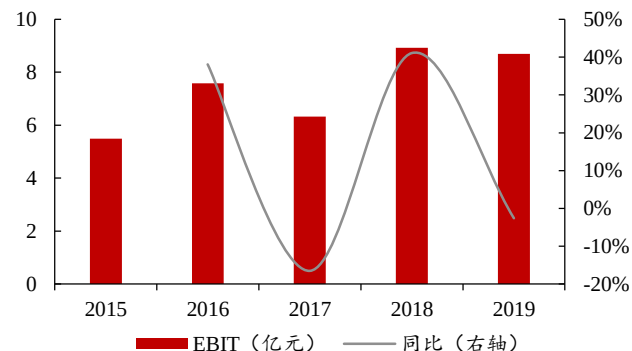
交付增加带动营收上升，部分项目影响利润表现。2019 年，公司营业收入达 90.92 亿元，同比增长 79.3%；毛利率约为 16.3%，较 2018 年的 29.0%有所下降。毛利率下降主要由于占住宅销售收入 42.2%的云台天境受限价影响毛利率较低，以及收购项目带来的收购溢价摊销增加营业成本。费用率方面，公司 2019 年三项费用率均出现明显下降，体现出公司费用管控的成效。综合而言，公司 2019 年归母净利润及归母净利率有所下滑，整体盈利能力出现一定波动。

图 13：交付规模上升带动公司营收快速增长



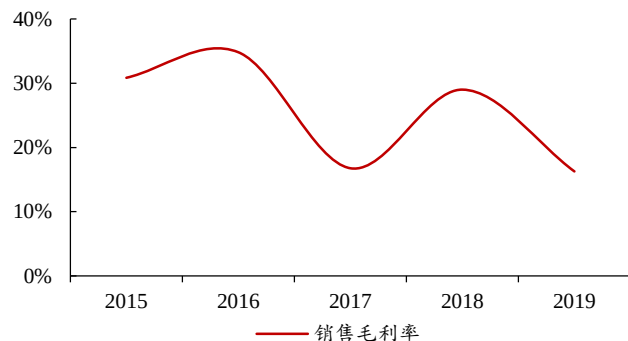
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 14：公司 2019 年 EBIT 保持平稳



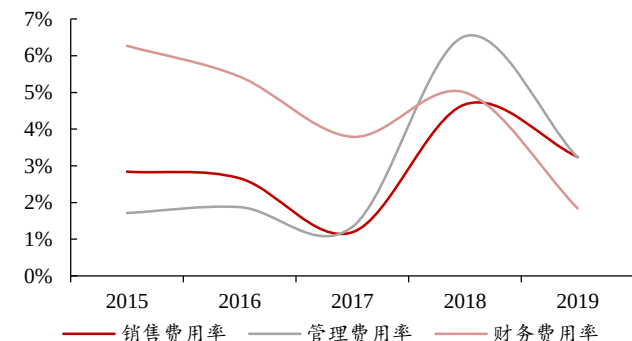
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 15：公司毛利率短期出现一定下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

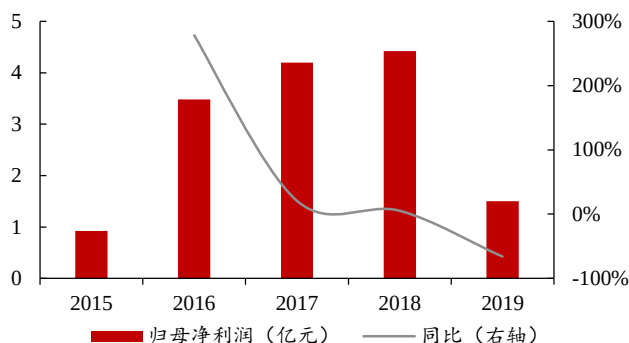
图 16：公司三费率得到一定控制



数据来源：公司公告，中达证券研究

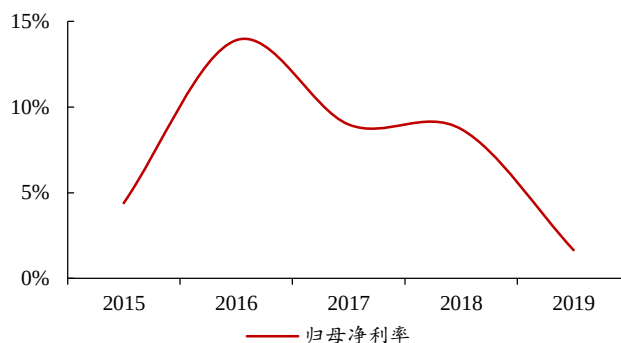


图 17: 公司归母净利润短期内有所下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 18: 公司归母净利率出现一定下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

4.2 开拓海外资本市场，融资渠道逐步打开

地产业务双双上市，成功接轨资本市场。2019年3月，公司在香港联交所主板成功上市，正式打开境外资本市场。2019年11月，公司旗下银城生活服务（1922 HK）也于香港成功上市，进一步增加了公司整体品牌效应。2019年11月，公司股份也获纳入MSCI中国全股票小型股指数成分股，该行动有利于拓宽公司的股东基础、增加股份流动性、提升公司于资本市场的知名度。随着公司地产及物业两平台接入国际资本市场，公司的融资渠道有望继续扩宽，整体公司治理水平也将得到提升。

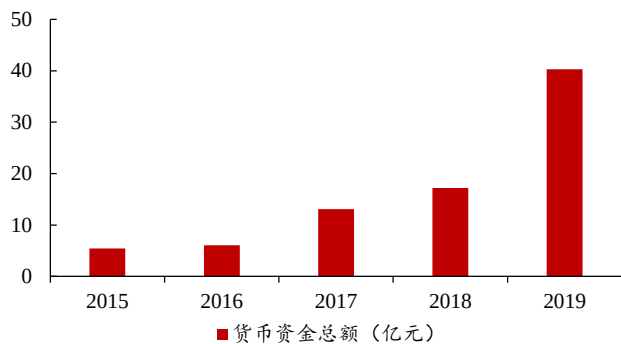
成功发行境外债券，融资渠道持续扩展。2019年12月，公司成功首发1亿美元优先票据，进一步拓展了境外融资渠道。境内融资方面，公司境内资金主要来自银行、资产管理集团、房地产基金等，其中银行占比达80%。截至2019年底，公司未使用授信额度达人民币140.7亿元，能够有效支撑公司开发业务资金需求。

4.3 货币资金快速增长，财务状况持续改善

良好销售带动货币资金增长，整体债务水平保持稳定。借助上市与前期较好的销售情况，公司2019年货币资金总额同比大增134.5%至40.31亿元。上市后公司亦逐步优化债务结构，在较快增长的同时债务总额保持稳定，同时短期债务占比有所下降。随着规模持续增长，公司近年来资产及权益总额均快速上升，2019年末权益总额增长67.1%至40.3亿元。受益于融资渠道的扩宽及销售回款增加，公司2019年末现金短债比提升0.49倍至0.82倍，净负债率同比大幅下降191个百分点至160.6%，杠杆水平快速下降，整体财务状况更趋稳健。

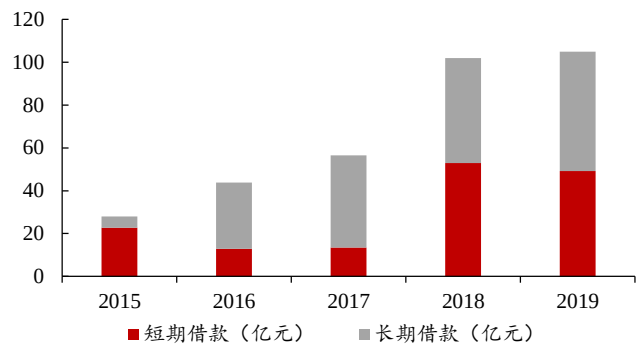


图 19: 良好销售情况带动公司货币资金快速增加



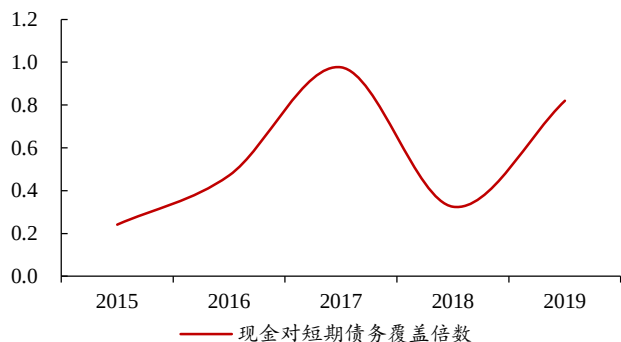
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 20: 公司债务总额保持稳定, 债务结构有所优化



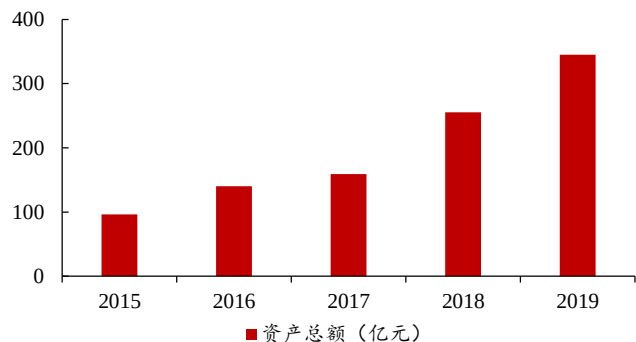
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 21: 公司现金短债比 2019 年大幅提升



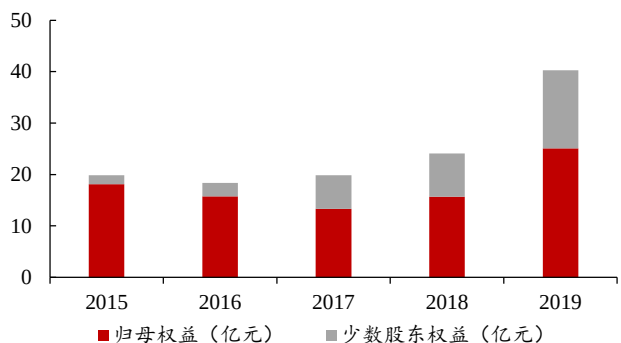
数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 包含所有货币资金

图 22: 公司资产总额快速上升



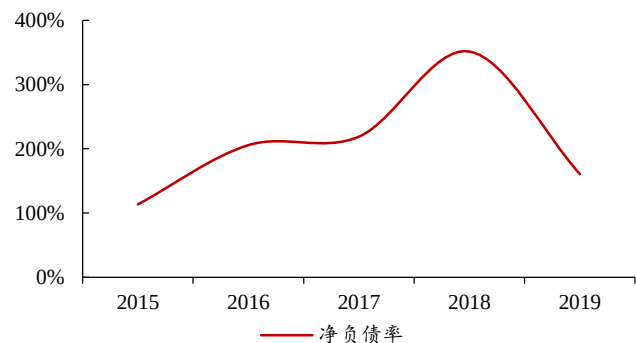
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 23: 公司权益总额大幅提升



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 24: 公司净负债率出现大幅下降



数据来源: 公司公告, 中达证券研究



5. 估值与投资建议

长三角品质房企，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 2.90 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 0.12 元、0.38 元、0.53 元，同比增长 106.7%、228.3%和 37.5%。考虑到公司的成长性与更趋多元的拿地及融资渠道，给予 55% 目标 NAV 折让，目标价 2.90 港元，较现价空间达 16.5%。（最新股价为 4 月 24 日收盘价）

表 7：银城国际控股 NAV 约 6.44 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	14,306
投资物业总计	1,322
总资产估值	15,628
净负债	6,303
NAV 估值	9,325
每股 NAV（港元/股）	6.44
股价（港元，4 月 24 日）	2.49
NAV 折让	61%

数据来源：公司公告，中达证券研究

注：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：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。



损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,070	9,092	10,727	13,882	18,054
营业成本	-3,600	-7,613	-8,324	-10,261	-12,831
毛利润	1,470	1,479	2,403	3,622	5,223
销售及行政开支	-569	-587	-805	-1,041	-1,390
EBIT	893	870	1,577	2,559	3,811
利息成本	-254	-167	-252	-266	-282
利息收入	23	23	37	32	47
联营公司利润	92	66	52	60	151
其他收入	309	148	0	0	0
税前利润	1,062	940	1,413	2,385	3,727
所得税	-567	-580	-678	-1,103	-1,671
少数股东权益	-53	-210	-566	-725	-1,290
净利润	442	150	170	557	766
核心净利润	271	82	170	557	766
股权数	947	1,369	1,447	1,447	1,447
核心 EPS	0.29	0.06	0.12	0.39	0.53
每股分红	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
投资物业	812	918	1,384	1,850	2,591
长期股权投资	385	989	775	490	37
其他非流动资产	827	2,165	3,180	5,196	4,701
非流动资产合计	2,023	4,072	5,339	7,537	7,330
发展中物业	17,403	16,167	17,484	18,309	18,451
竣工待售物业	2,124	6,227	3,204	3,569	3,326
应收账款	939	2,731	2,867	3,011	3,041
现金	1,719	2,894	3,226	3,660	4,210
其他流动资产	1,330	2,432	2,431	2,431	2,431
总资产	25,540	34,523	34,552	38,516	38,788
流动负债合计	17,859	24,068	22,827	24,419	25,015
长期借款	4,891	5,582	5,861	6,565	6,762
其他非流动负债	13	3	3	3	3
递延所得税	366	842	885	929	1,022
非流动负债合计	5,270	6,428	6,749	7,496	7,786
少数股东权益	842	1,518	2,297	3,364	1,985
归属母公司股东权益	1,569	2,509	2,679	3,236	4,002
总负债和权益合计	25,540	34,523	34,552	38,516	38,788

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	442	150	170	557	766
营运资本变动	-3,479	4,875	671	262	1,150
其他	-215	-68	5	132	722
经营性现金流合计	-3,251	4,957	845	950	2,638
投资物业	-379	-106	-466	-466	-741
其他	1,769	-1,542	-786	-1,715	951
投资性现金流合计	1,390	-1,649	-1,252	-2,181	210
自由现金流	-1,861	3,308	-407	-1,231	2,849
每股自由现金流	-2	2	-0	-1	2
权益融资	0	-770	0	0	0
债权融资	3,958	309	525	1,323	370
其他	-1,679	-1,541	214	342	-2,669
融资性现金流合计	2,279	-2,003	739	1,665	-2,299
现金变动合计	418	1,305	332	434	550
期初现金	1,171	1,589	2,894	3,226	3,660
期末现金	1,589	2,894	3,226	3,660	4,210

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	29.0%	16.3%	22.4%	26.1%	28.9%
经营利润率	17.6%	9.6%	14.7%	18.4%	21.1%
核心净利率	5.3%	0.9%	1.6%	4.0%	4.2%
营收增长率	8.4%	79.3%	18.0%	29.4%	30.1%
EBIT 增长率	41.0%	-2.6%	81.2%	62.3%	48.9%
核心净利增长率	-32.5%	-69.7%	106.7%	228.3%	37.5%
核心 EPS 增长率	-	-79.0%	95.6%	228.3%	37.5%
每股净资产	1.66	1.83	1.85	2.24	2.77
利息覆盖倍数	1.91	1.87	2.58	3.58	4.75
净负债资本率	110%	62%	57%	54%	54%
净负债率	351%	161%	134%	114%	123%
总资产周转率	0.24	0.30	0.31	0.38	0.47
资产权益比	16.28	13.76	12.90	11.90	9.69
ROA	1.1%	0.3%	0.5%	1.6%	2.2%
ROE	18.7%	4.0%	6.5%	18.8%	21.2%
ROCE	3.9%	0.9%	1.5%	4.3%	5.5%



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。