



业绩持续稳步高增，商住协同优势凸显

——宝龙地产 2020 中期业绩点评

事件：宝龙地产发布 2020 中期业绩，实现营业收入 171.7 亿元（增长+40.1%），核心净利润 18.0 亿元（增长+44.3%）。

业绩持续高增，核心净利率提升。宝龙地产 2020 年上半年实现营业收入 171.7 亿元（增长+40.1%），核心净利润 18.0 亿元（增长+44.3%）。前期较高的销售增速为公司结算增长提供了支撑，2018 及 2019 年，公司销售金额增速分别达 96.5%及 47.1%。盈利能力方面，公司 2020 年中期毛利率较去年同期下降 1.7pct 至 37.1%，仍居行业前列；核心净利率较去年同期增长 0.3pct 至 10.5%，使公司核心净利增速快于营收增速，主要系公司费用管控效果良好，2020 年上半年销售及营销成本和行政开支合计费用率较去年同期下降 2.0pct 至 6.7%。

商住协同布局优质，住宅占比继续提升。公司布局持续聚焦长三角，截至 2020 年中，公司土储总建面达 2859 万方，其中 73%位于长三角；2020 年上半年新增土储总建面 238 万方，其中 96%位于长三角。商住协同的特色模式使公司在激烈的土地竞争中独具优势，2020 年上半年新增土地中 54%以商业+住宅合作形式获取，总溢价率仅 8.8%。充足且布局优质的土地储备使公司能够在市场热度复苏时及时铺排供给，上半年公司累计销售额达 315.3 亿元（增长+8.0%），已完成全年目标的 42.0%。产品结构方面，公司销售业态结构继续优化，2020 年上半年，住宅贡献公司销售金额的 82.1%（2017-2019 年：63.5%、80.1%、76.9%），不断优化的销售结构将为公司业绩提供支撑。

净负债率略有下降，融资成本持续下行。流动性方面，公司 2020 年中期短债占比较 2019 年末上升约 10.6pct 至 38.3%，现金短债比则下降约 0.3 倍至约 1.2 倍，公司在手现金仍能够有效覆盖短期债务。杠杆方面，公司净负债率稳中略降，2020 年中期较 2019 年末下降约 1.3pct 至 79.9%。融资方面，公司 2020 年上半年融资成本有所下行，新增债务平均融资成本仅 6.22%，带动 2020 年中期加权平均融资成本较 2019 年末下降 0.02pct 至 6.45%。稳中有降的杠杆水平和持续下行的融资成本将有望支持公司的健康发展。

维持“买入”评级，目标价 7.1 港元。考虑到公司交付进度或因复工复产情况良好而做出调整，我们调整公司 2020-2022 年核心 EPS 预测 7.9%/-0.9%/-2.7%至人民币 0.86 元/1.05 元/1.27 元，核心净利润同比增长 33.1%/21.8%/21.3%。考虑到公司土储资源优质充裕，商住协同模式优势凸显，维持 NAV 折让 50%，上调目标价 3.1%至 7.1 港元，对应 2020 年 7.6 倍 PE，较现价空间达 35%。（最新股价为 2020 年 8 月 18 日收盘价）

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

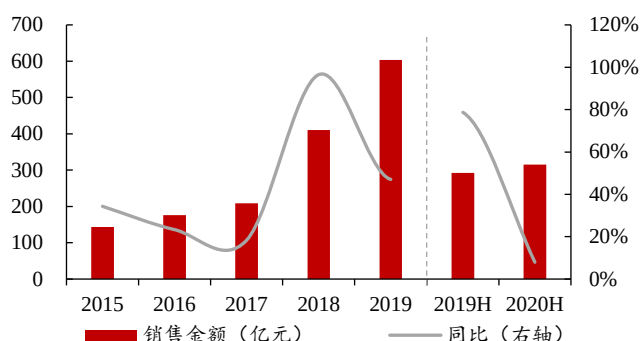
zhugelianxin@cwghl.com

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	33559	42577	54079
(+/-)%	9.1%	25.7%	32.9%	28.9%	26.9%	27.0%
毛利	5225	7553	9483	12180	15322	19239
核心净利润	1376	1768	2680	3568	4347	5274
(+/-)%	-	28.5%	51.6%	33.1%	21.8%	21.3%
核心 PE	14.0	11.0	7.3	5.6	4.6	3.8
PB	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

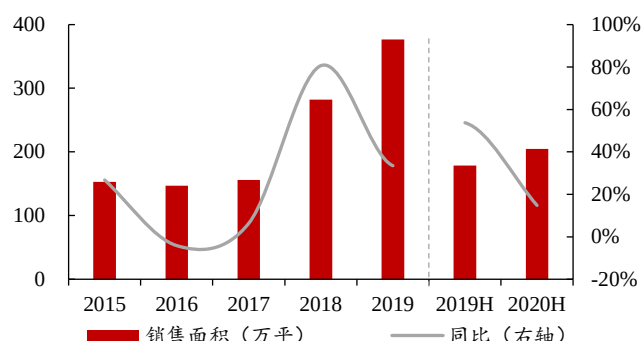
业绩持续高增，核心净利率提升。宝龙地产 2020 年上半年实现营业收入 171.7 亿元（增长+40.1%），归母核心净利润 18.0 亿元（增长+44.3%）。前期较高的销售增速为公司结算增长提供了支撑，2018 及 2019 年，公司销售金额增速分别达 96.5%及 47.1%。盈利能力方面，公司 2020 年中期毛利率较去年同期下降 1.7pct 至 37.1%，仍居行业前列；核心净利率较去年同期增长 0.3pct 至 10.5%，使公司核心净利增速快于营收增速，主要系公司费用管控效果良好，2020 年上半年销售及营销成本和行政开支合计费用率较去年同期下降 2.0pct 至 6.7%。

图 1：2020 上半年公司销售金额增速回正



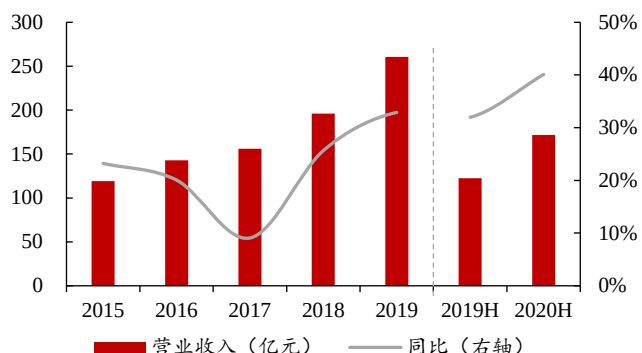
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：2020 上半年公司销售面积增速回正



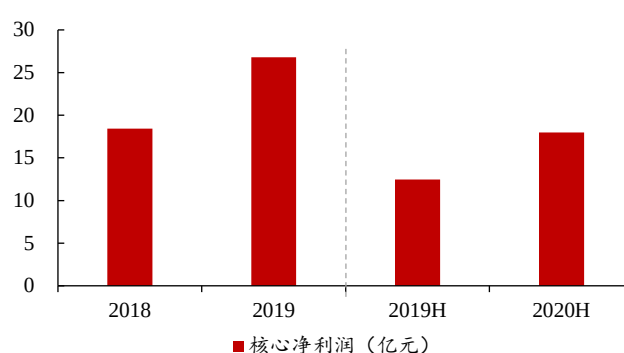
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：2020 上半年公司营业收入同比增长 40.1%



数据来源：公司公告，中达证券研究

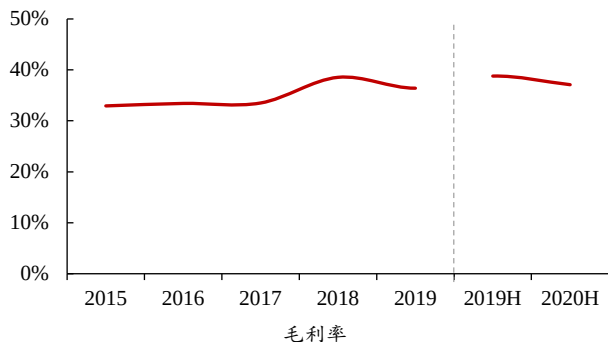
图 4：2020 上半年公司核心净利同比增长 44.3%



数据来源：公司公告，中达证券研究

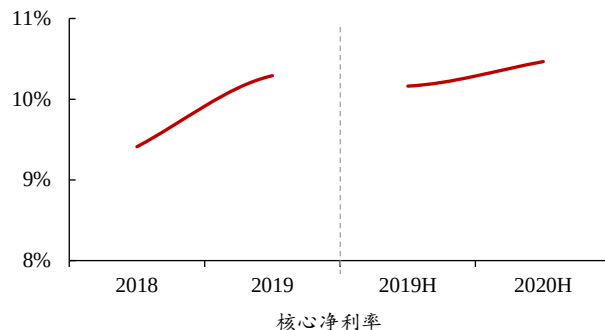


图 5：公司毛利率略有下降，仍居行业前列



数据来源：公司公告，中达证券研究

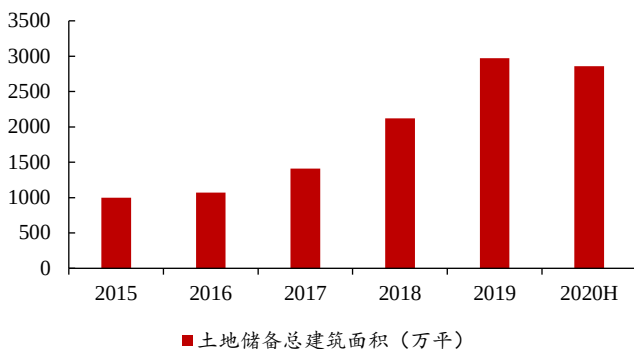
图 6：2020 上半年公司核心净利率略有提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

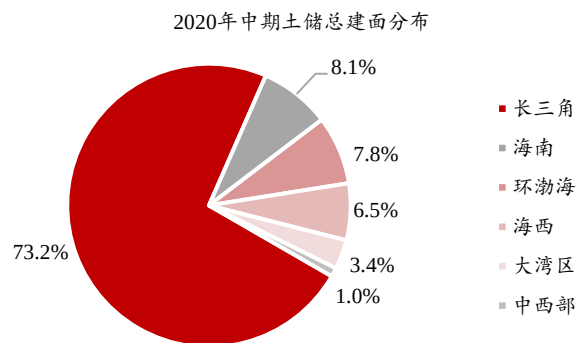
商住协同布局优质，住宅占比继续提升。公司布局持续聚焦长三角，截至 2020 年中，公司土储总建面达 2859 万方，其中 73%位于长三角；2020 年上半年新增土储总建面 238 万方，其中 96%位于长三角。商住协同的特色模式使公司在激烈的土地竞争中独具优势，2020 年上半年新增土地中 54%以商业+住宅合作形式获取，总溢价率仅 8.8%。充足且布局优质的土地储备使公司能够在市场热度复苏时及时铺排供给，上半年公司累计销售额达 315.3 亿元（增长+8.0%），已完成全年目标的 42.0%。产品结构方面，公司销售业态结构继续优化，2020 年上半年，住宅贡献公司销售金额的 82.1%（2017-2019 年：63.5%、80.1%、76.9%），不断优化的销售结构将为公司业绩提供支撑。

图 7：2020 年中公司土储总建面达 2859 万平方米



数据来源：公司公告，中达证券研究

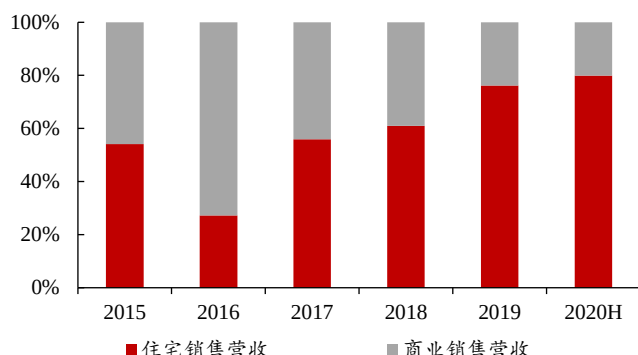
图 8：公司土储总建面中 73.2%位于长三角



数据来源：公司公告，中达证券研究

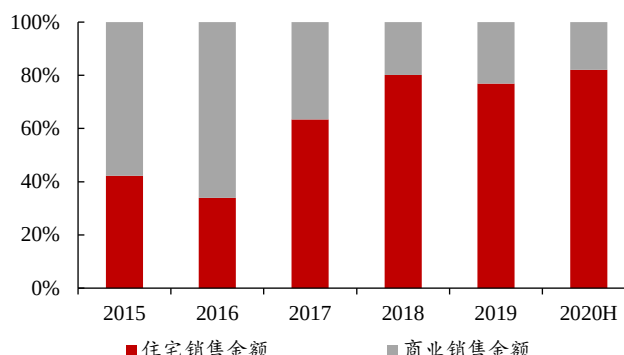


图 9：2020 上半年住宅贡献物业开发营收的 79.9%



数据来源：公司公告，中达证券研究

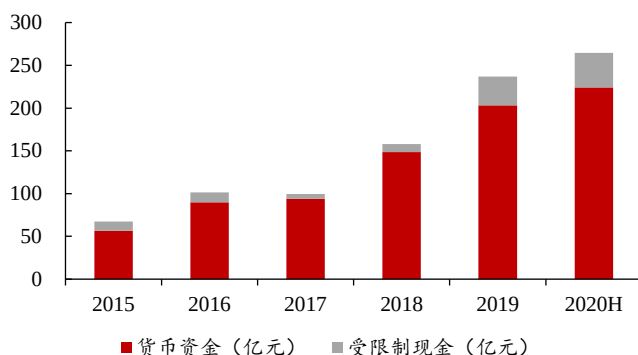
图 10：2020 上半年住宅贡献销售金额的 82.1%



数据来源：公司公告，中达证券研究

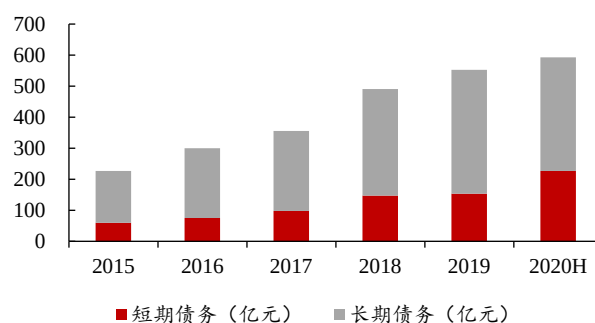
净负债率略有下降，融资成本持续下行。流动性方面，公司 2020 年中期短债占比较 2019 年末上升约 10.6pct 至 38.3%，现金短债比则下降约 0.3 倍至约 1.2 倍，公司在手现金仍能够有效覆盖短期债务。杠杆方面，公司净负债率稳中略降，2020 年中期较 2019 年末下降约 1.3pct 至 79.9%。融资方面，公司 2020 年上半年融资成本有所下行，新增债务平均融资成本仅 6.22%，带动中期加权平均融资成本较 2019 年末下降 0.02pct 至 6.45%。稳中有降的杠杆水平和持续下行的融资成本将有望支持公司的健康发展。

图 11：现金总额较 2019 年末提升约 11.7%



数据来源：公司公告，中达证券研究

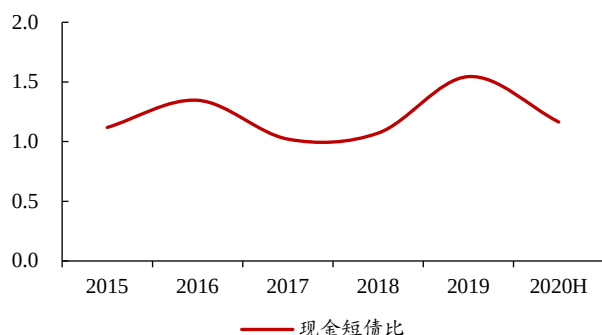
图 12：公司短期债务占比有所提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

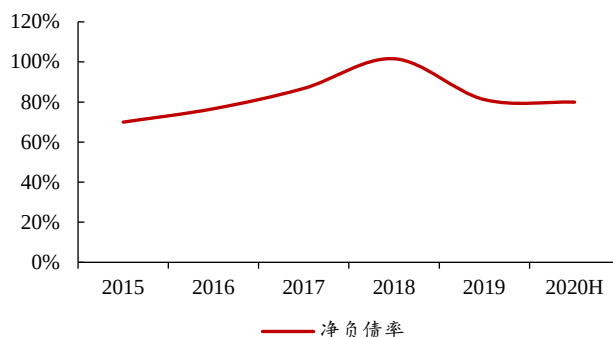


图 13: 现金短债比略有下降, 仍能实现有效覆盖



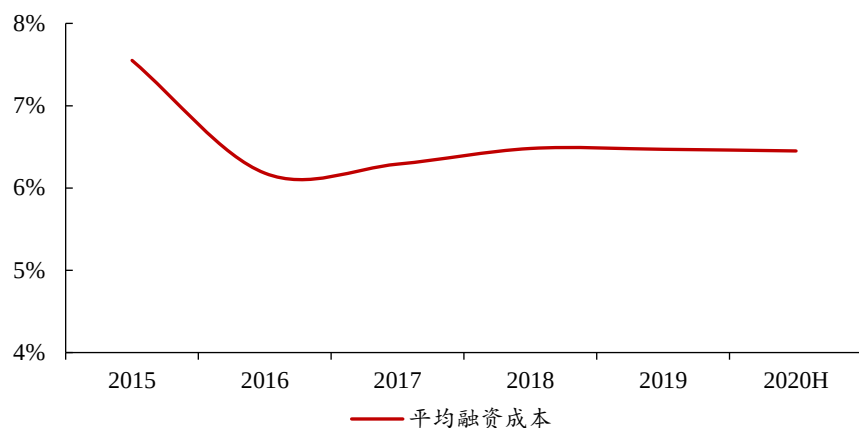
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 14: 净负债率近年稳中有降



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 15: 公司 2020 上半年融资成本稳中略降



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

维持“买入”评级, 目标价 7.1 港元。考虑到公司交付进度或因复工复产情况良好而做出调整, 我们调整公司 2020-2022 年核心 EPS 预测 7.9%/-0.9%/-2.7%至人民币 0.86 元/1.05 元/1.27 元, 核心净利润同比增长 33.1%/21.8%/21.3%。考虑到公司土储资源优质充裕, 商住协同模式优势凸显, 维持 NAV 折让 50%, 上调目标价 3.1%至 7.1 港元, 对应 2020 年 7.6 倍 PE, 较现价空间达 35%。(最新股价为 2020 年 8 月 18 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)

表 1：宝龙地产 NAV 约 14.3 港元/股

NAV 估值 (百万港元)	2020
开发物业总计	51,865
投资物业总计	42,997
总资产估值	94,862
净负债	35,787
NAV 估值	59,075
每股 NAV (港元/股)	14.26
股价 (港元, 8 月 18 日)	5.27
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	33,559	42,577	54,079
营业成本	-12,041	-16,559	-21,379	-27,255	-34,839
毛利润	7,553	9,483	12,180	15,322	19,239
销售及行政开支	-2,267	-2,424	-3,322	-4,513	-5,554
EBIT	5,502	7,986	8,858	10,809	13,685
利息成本	-1,377	-900	-1,458	-1,822	-2,227
利息收入	0	0	0	0	0
联营公司利润	0	0	1,420	3,051	2,921
其他收入	2,688	2,770	0	0	0
税前利润	6,813	9,856	8,819	12,037	14,379
所得税	-3,166	-3,838	-4,989	-6,527	-8,151
少数股东权益	-811	-1,977	-262	-1,164	-954
净利润	2,852	4,071	3,568	4,347	5,274
核心净利润	1,768	2,680	3,568	4,347	5,274
股权数	3,997	4,025	4,142	4,142	4,142
核心 EPS	0.44	0.67	0.86	1.05	1.27
每股分红	0.20	0.29	0.37	0.45	0.55

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	65,214	73,568
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	5,931	8,344	9,254
非流动资产合计	55,187	62,879	68,728	79,152	88,416
短期发展中物业	34,365	45,340	48,119	50,289	52,862
竣工待售物业	9,443	10,617	11,053	12,129	13,463
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	33,291	41,496	49,223
其他流动资产	1,032	1,507	1,507	1,507	1,507
总资产	132,055	162,497	183,954	204,767	223,645
流动负债合计	58,533	76,846	83,409	85,586	86,499
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	9,433	12,425	13,774
股东权益	27,287	31,840	34,258	37,073	40,480
总负债和权益合计	132,055	162,497	183,954	204,767	223,645

现金流量表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,852	4,071	3,568	4,347	5,274
营运资本变动	-596	107	6	-1,728	-4,717
其他	-1,171	-1,426	-2,349	-1,306	863
经营性现金流合计	1,086	2,753	1,225	1,313	1,420
投资物业	-2,855	-1,966	-6,119	-8,010	-8,354
其他	-5,863	612	30	-2,664	-1,137
投资性现金流合计	-8,718	-1,353	-6,088	-10,675	-9,491
自由现金流	-7,632	1,399	-4,863	-9,362	-8,071
每股自由现金流	-1.91	0.35	-1.17	-2.26	-1.95
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	668	297	-1,472
融资性现金流合计	13,085	4,066	14,484	17,567	15,798
现金变动合计	5,453	5,466	9,621	8,205	7,727
期初现金	9,387	14,840	20,306	29,926	38,131
期末现金	14,840	20,306	29,926	38,131	45,858

财务分析 (%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	38.5%	36.4%	36.3%	36.0%	35.6%
经营利润率	28.1%	30.7%	26.4%	25.4%	25.3%
净利润率	9.0%	10.3%	10.6%	10.2%	9.8%
营收增长率	25.7%	32.9%	28.9%	26.9%	27.0%
EBIT 增长率	25.4%	45.1%	10.9%	22.0%	26.6%
核心净利增长率	28.5%	51.6%	33.1%	21.8%	21.3%
核心 EPS 增长率	27.5%	50.5%	29.4%	21.8%	21.3%
每股净资产	6.83	7.91	8.27	8.95	9.77
利息覆盖倍数	2.10	3.03	2.57	2.84	4.50
净负债资本率	45.3%	36.9%	35.6%	37.6%	39.7%
净负债率	101.6%	81.2%	81.9%	90.6%	100.3%
总资产周转率	0.17	0.18	0.19	0.22	0.25
资产权益比	4.84	5.10	5.37	5.52	5.52
ROA	1.4%	1.8%	2.0%	2.2%	2.5%
ROE	6.7%	9.1%	10.8%	12.2%	13.6%
ROCE	2.6%	3.4%	3.8%	4.0%	4.1%

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。