



收入规模快速增长，优质布局助力发展

——德信中国 2020 中报点评

收入规模大幅增长，盈利水平有所下滑。德信中国 2020 年上半年实现营业收入 76.5 亿元 (+117.5%)，归母净利润 7.0 亿元 (-29.7%)。公司归母净利润增速与营收增速出现较大差异，主要系：1) 2020 上半年结算项目的土地成本相对去年同期结算项目较高，毛利率下降 8.9pct 至 25.7%；2) 上半年结算项目权益比例有所波动，分占合联营公司业绩占营收比重大幅下滑 15.4pct 至 6.8%、归母净利润占净利润比重下滑 25.5pct 至 52.1%。整体而言，公司上半年营收规模实现了大幅增长，而土地成本和结算项目权益比例的变动则对归母净利率的下降造成了一定影响。

深耕优势区域长三角，布局全国重点城市群。2020 上半年，公司积极扩展优质土储，新增土地储备 286 万平方米（其中约 94%位于一二线城市），公司 2020 年中期土地储备面积达到 1571 万平方米。区域布局方面，公司继续深耕优势区域长三角，位于长三角的土储面积占比高达 83.3%，其中位于杭州、温州、宁波的土储面积占比最高，占总土储面积分别达 31.7%、19.0%和 6.5%；同时，公司亦发力布局全国其他重点城市群，位于成渝及长江中游的土储面积合计占比和位于珠三角的土储面积占比分别达 14.2%和 2.4%。优质的区域布局使公司近月的合约销售快速回暖，2020 上半年公司销售金额达 257.1 亿元 (+17.8%)，其中浙江省贡献占比达 88.9%。总量充足、保持优质且更趋均衡的土地储备或将助力公司稳步实现可持续的规模增长。

流动性表现良好，杠杆水平略有提升。在良好的销售表现和现金管控下，2020 年中期公司现金总额较 2019 年末增长 38.9%至 132.9 亿元，有息负债总额则较 2019 年末增长 36.4%，短期债务占比继续保持在 40%以下，现金短债比与 2019 年末持平，达 1.4 倍，能够实现现金对短期债务的有效覆盖。杠杆方面，由于土地收购及物业开发的借款增加，公司净负债率较 2019 年末提升 7.6pct 至 76.3%，平均融资成本提升约 0.5pct 至 8.9%。在当前的扩张阶段下，公司流动性表现保持良好，杠杆水平仍较为可控，随着未来的规模增长，公司财务状况有望迎来改善。

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，全国化拓展稳步推进，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 50%。（最新股价为 2020 年 8 月 25 日收盘价）

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。

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

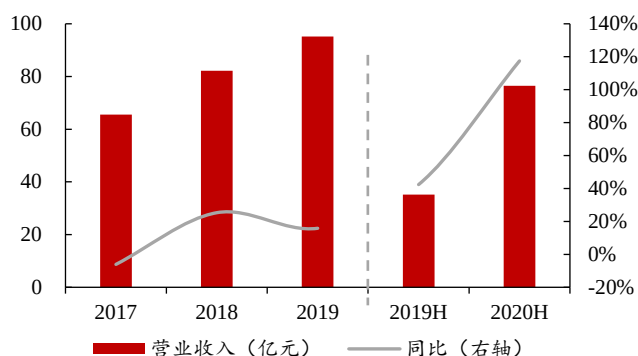
SFC CE Ref: BPK 789

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	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	8.82	4.12	4.85	3.82	2.94	2.31
PB	3.47	2.19	1.38	1.04	0.77	0.58



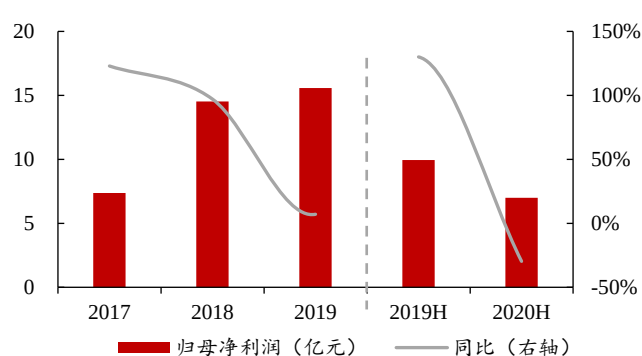
收入规模大幅增长，盈利水平有所下滑。德信中国 2020 年上半年实现营业收入 76.5 亿元（+117.5%），归母净利润 7.0 亿元（-29.7%）。公司归母净利润增速与营收增速出现较大差异，主要系：1）2020 上半年结算项目的土地成本相对去年同期结算项目较高，毛利率下降 8.9pct 至 25.7%；2）上半年结算项目权益比例有所波动，分占合联营公司业绩占营收比重大幅下滑 15.4pct 至 6.8%、归母净利润占净利润比重下滑 25.5pct 至 52.1%。整体而言，公司上半年营收规模实现了大幅增长，而土地成本和结算项目权益比例的变动则对归母净利率的下降造成了一定影响。

图 1：2020 上半年营业收入大幅增长



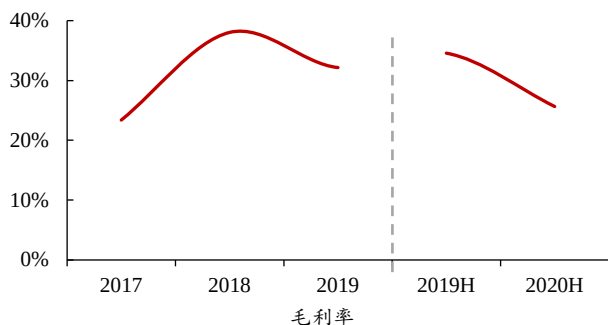
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：归母净利润有所下滑



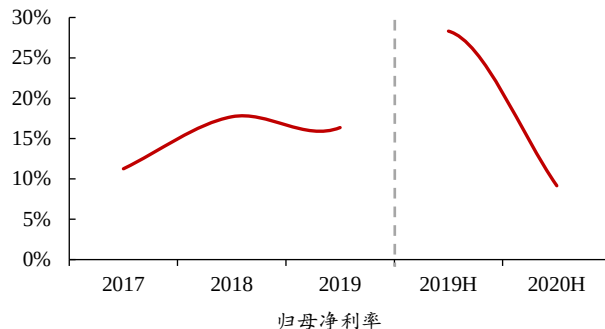
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：毛利率有所下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：归母净利率有所下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究



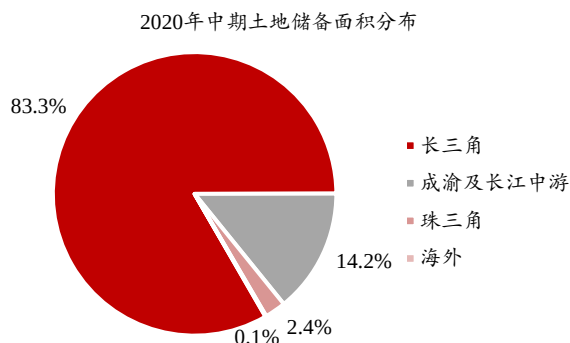
深耕优势区域长三角，布局全国重点城市群。2020 上半年，公司积极扩展优质土储，新增土地储备 286 万平方米（其中约 94%位于一二线城市），公司 2020 年中期土地储备面积达到 1571 万平方米。区域布局方面，公司继续深耕优势区域长三角，位于长三角的土储面积占比高达 83.3%，其中位于杭州、温州、宁波的土储面积占比最高，占总土储面积分别达 31.7%、19.0%和 6.5%；同时，公司亦发力布局全国其他重点城市群，位于成渝及长江中游的土储面积合计占比和位于珠三角的土储面积占比分别达 14.2%和 2.4%。优质的区域布局使公司近月的合约销售快速回暖，2020 上半年公司销售金额达 257.1 亿元（+17.8%），其中浙江省贡献占比达 88.9%。总量充足、保持优质且更趋均衡的土地储备或将助力公司稳步实现可持续的规模增长。

表 1：公司位于杭州、温州、宁波的土地储备面积占比较高

城市	土地储备总建面（万平）	占比
杭州	498.4	31.7%
温州	297.9	19.0%
宁波	102.7	6.5%
九江	94.6	6.0%
徐州	84.7	5.4%
湖州	83.0	5.3%
南京	75.3	4.8%
成都	53.9	3.4%
台州	47.5	3.0%
武汉	46.3	3.0%
其他	186.1	11.8%
合计	1570.5	100.0%

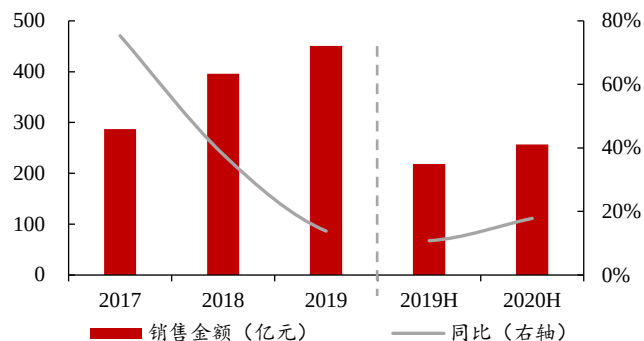
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2020 中期数据

图 5：公司土储以长三角为主，逐步布局全国



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司上半年销售金额同比增长 17.8%

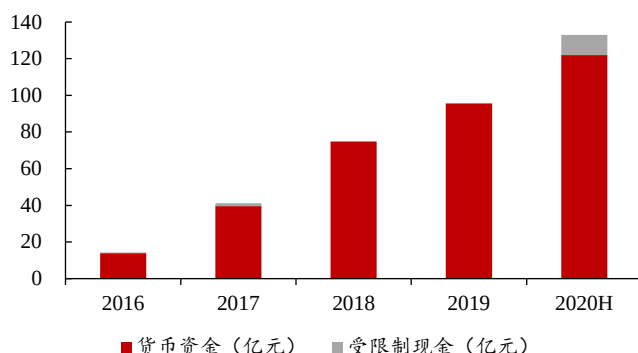


数据来源：公司公告，中达证券研究



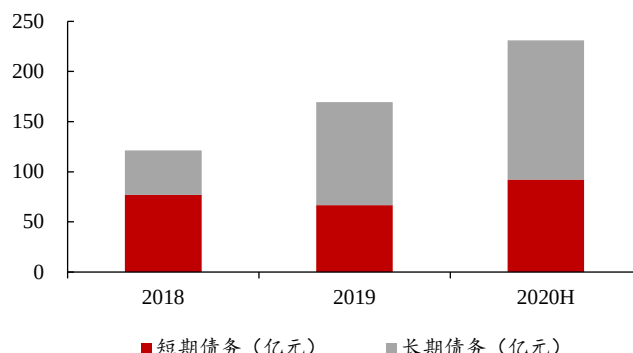
流动性表现良好，杠杆水平略有提升。在良好的销售表现和现金管控下，2020 年中期公司现金总额较 2019 年末增长 38.9%至 132.9 亿元，有息负债总额则较 2019 年末增长 36.4%，短期债务占比继续保持在 40%以下，现金短债比与 2019 年末持平，达 1.4 倍，能够实现现金对短期债务的有效覆盖。杠杆方面，由于土地收购及物业开发的借款增加，公司净负债率较 2019 年末提升 7.6pct 至 76.3%，平均融资成本提升约 0.5pct 至 8.9%。在当前的扩张阶段下，公司流动性表现保持良好，杠杆水平仍较为可控，随着未来的规模增长，公司财务状况有望迎来改善。

图 7：现金总额持续增长



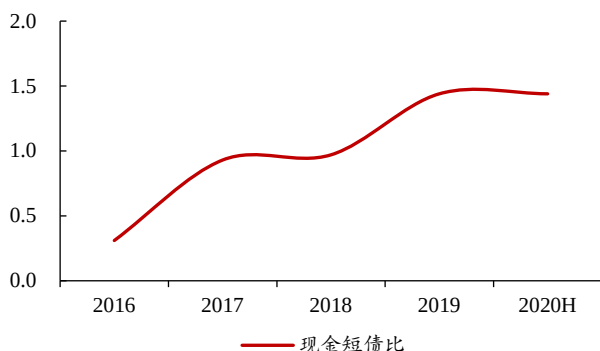
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：短债占比保持在 40% 以下



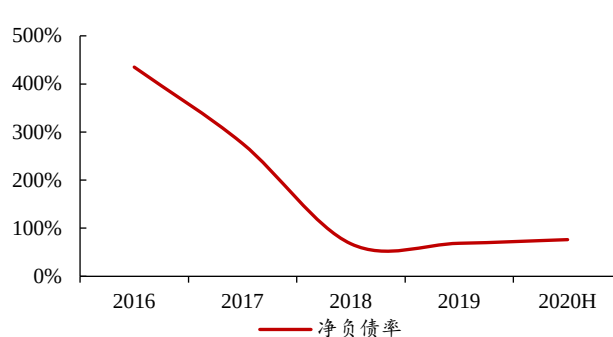
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司在手现金能够实现对短债的有效覆盖



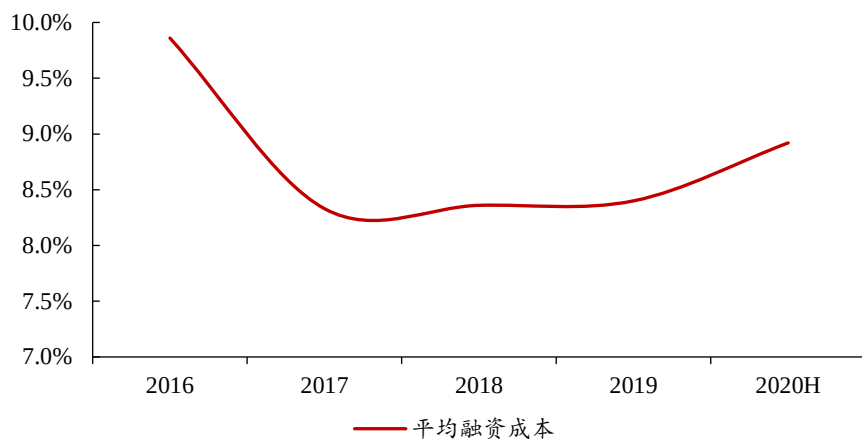
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：净负债率略有上升，杠杆水平仍相对健康



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：融资成本略有上升



数据来源：公司公告，中达证券研究

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，全国化拓展稳步推进，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 50%。（最新股价为 2020 年 8 月 25 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 2：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, 8 月 25 日)	2.99
NAV 折让	67%

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	8,212	9,513	14,420	19,470	25,609
营业成本	-5,089	-6,454	-9,465	-12,855	-16,911
毛利润	3,123	3,059	4,956	6,615	8,699
销售及行政开支	-746	-1,178	-1,586	-1,655	-2,177
EBIT	2,420	1,992	3,369	4,960	6,522
利息成本	-471	-527	-644	-633	-687
利息收入	96	95	229	163	163
联营公司利润	579	1,175	1,262	1,596	1,883
其他收入	213	246	0	0	0
税前利润	2,867	2,981	4,216	6,085	7,880
所得税	-1,026	-725	-1,558	-2,225	-3,078
少数股东权益	-388	-700	-777	-1,418	-1,687
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
股权数	2,034	2,605	2,701	2,701	2,701
核心 EPS	0.65	0.55	0.70	0.90	1.15
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	2022E
投资物业	1,768	2,924	4,909	5,207	7,479
长期股权投资	2,009	3,792	3,981	2,878	3,129
其他非流动资产	1,052	1,375	1,375	1,375	1,380
非流动资产合计	4,830	8,091	10,264	9,460	11,989
发展中物业	27,699	36,672	38,145	42,962	43,251
竣工待售物业	346	591	1,411	2,095	2,634
应收账款	5,838	8,464	9,311	9,776	10,265
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
总资产	49,609	67,287	72,904	78,788	83,044
流动负债合计	38,039	46,378	48,043	49,973	47,884
长期借款	4,424	9,808	11,083	11,637	13,034
其他非流动负债	0	156	156	156	156
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
少数股东权益	4,395	5,721	6,491	7,408	9,196
归属母公司股东权益	2,473	5,013	6,894	9,337	12,452
总负债和权益合计	49,609	67,287	72,904	78,788	83,044

现金流量表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,453	1,557	1,881	2,443	3,115
营运资本变动	-3,710	-35	-1,548	-3,601	-3,511
其他	-695	-1,690	-32	638	842
经营性现金流合计	-2,952	-169	301	-520	446
投资物业	-220	-695	-1,985	-298	-2,272
其他	2,677	-3,441	-207	1,084	-276
投资性现金流合计	2,457	-4,136	-2,192	786	-2,548
自由现金流	-495	-4,306	-1,891	266	-2,102
每股自由现金流	-0	-2	-1	0	-1
权益融资	62	1,388	0	0	0
债权融资	722	4,975	2,203	957	2,413
其他	3,247	19	-7	-501	100
融资性现金流合计	4,031	6,383	2,196	457	2,513
现金变动合计	3,536	2,077	304	722	411
期初现金	3,951	7,487	9,564	9,868	10,591
期末现金	7,487	9,564	9,868	10,591	11,001

财务分析 (%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	38.0%	32.2%	34.4%	34.0%	34.0%
经营利润率	29.5%	20.9%	23.4%	25.5%	25.5%
核心净利率	16.0%	15.0%	13.0%	12.5%	12.2%
营收增长率	25.3%	15.8%	51.6%	35.0%	31.5%
EBIT 增长率	113.7%	-17.7%	69.2%	47.2%	31.5%
核心净利增长率	120.8%	8.7%	31.7%	29.9%	27.5%
核心 EPS 增长率	114.3%	-15.1%	27.0%	29.9%	27.5%
每股净资产	1.22	1.92	2.55	3.46	4.61
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%
净负债率	68%	69%	69%	57%	53%
总资产周转率	0.19	0.16	0.21	0.26	0.32
资产权益比	20.06	13.42	10.57	8.44	6.67
ROA	3.3%	2.8%	3.0%	3.6%	4.3%
ROE	65.9%	38.2%	31.6%	30.1%	28.6%
ROCE	13.3%	8.8%	8.2%	9.1%	9.7%



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。