

## 全年销售增逾三成，业态结构持续优化

### ——宝龙地产 2020 年销售点评

 宝龙地产  
 (1238.HK)

**买入**

(维持)

**事件：**宝龙地产 2020 年全年累计实现合同销售金额约 815.5 亿元，同比增长约 35.1%；累计合同销售面积约 532.7 万平，同比增长约 41.4%。

**销售金额增逾三成，业态结构持续优化。**宝龙地产 2020 年 12 月单月实现合约销售金额约 96.1 亿元，同比增长约 90.5%；合约销售面积约 62.7 万平，同比增长约 100.5%。2020 年全年累计实现合约销售金额约 815.5 亿元，同比增长约 35.1%；累计合约销售面积约 532.7 万平，同比增长约 41.4%；2020 年累计合同销售均价约为 15308 元/平，2019 年全年约为 16018 元/平。2020 年，长三角区域销售复苏情况良好，公司深耕长三角的布局和充足的土地储备使其能够灵活铺排供给，为销售的增长提供保障：截至 2020 年中期，公司土储总建面达 2859 万方，其中 73% 位于长三角。产品结构方面，2020 年公司全年住宅销售占比达到 83.1%（2017-2019 年分别为 63.5%、80.1% 和 76.9%），销售业态结构进一步优化，亦有力支撑了销售的增长。

**商住协助力拓储，奠定销售增长基础。**在行业资金面有所收紧的环境下，销售复苏态势更为良好的长三角重点城市的土地市场更趋拥挤，区域内多个城市的宅地溢价率在 2020 年二季度后维持高位。在此背景下，公司“商业+住宅”的商业模式使公司在拿地方面具备显著优势，助力公司在年内以底价于南京获取多幅地块。商业模式的可复制性亦使公司在异地扩张的过程中更为从容，助力公司首次进入武汉等重点城市。商住协同的特色模式将持续支持公司投资拓储，为销售和业绩的增长奠定基础。

**积极开展债务管理，融资成本稳步下行。**2020 年 12 月，公司回购并注销 1.21 亿美元 2021 年到期的 9.125% 优先票据，有效减轻了公司的债务压力。2020 年 10 月至 2021 年初，公司发行 2025 年到期 5.95% 优先票据合计 4 亿美元，融资成本稳步下行。公司独特的商业模式和良好的经营成果亦获得了境外评级机构的认可，2020 年 8 月，标普、穆迪均上调宝龙地产评级展望至“正面”，有望进一步支持公司的持续健康发展。

**维持“买入”评级，目标价 6.8 港元。**考虑到项目开竣工进度或因疫情而有所调整，我们分别下调公司 20/21/22 年核心 EPS 预测 3.1%/4.1%/4.9% 至人民币 0.83 元、1.01 元和 1.21 元，核心净利同比增长 29.1%/20.5%/20.3%。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%，目标价 6.8 港元，对应 2020 年 7.5 倍 PE，较现价空间达 32%。（最新股价为 2021 年 1 月 8 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。

微信公众号


**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 3958 4600

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	33293	41522	51023
(+/-)%	9.1%	25.7%	32.9%	27.8%	24.7%	22.9%
毛利润	5225	7553	9483	11929	14597	17915
核心净利润	1376	1768	2680	3459	4168	5015
(+/-)%	-	28.5%	51.6%	29.1%	20.5%	20.3%
核心 PE	13.7	10.7	7.1	5.7	4.7	3.9
PB	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5



表 1: 宝龙地产 NAV 约港币 13.6 元/股

NAV 估值 (百万港元)	2020
开发物业总计	50,098
投资物业总计	42,997
总资产估值	93,096
净负债	36,618
NAV 估值	56,478
每股 NAV (港元/股)	13.63
股价 (港元, 1 月 8 日)	5.15
NAV 折让	62%

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	33,293	41,522	51,023
营业成本	-12,041	-16,559	-21,364	-26,925	-33,107
毛利润	7,553	9,483	11,929	14,597	17,915
销售及行政开支	-2,267	-2,424	-3,429	-4,235	-5,408
EBIT	5,502	7,986	8,500	10,362	12,507
利息成本	-1,377	-900	-1,466	-1,698	-1,925
利息收入	0	0	0	0	0
联营公司利润	187	376	1,239	2,316	2,416
其他收入	2,501	2,394	0	0	0
税前利润	6,813	9,856	8,274	10,980	12,998
所得税	-3,166	-3,838	-4,586	-5,688	-7,078
少数股东权益	-811	-1,977	-229	-1,123	-905
净利润	2,852	4,071	3,459	4,168	5,015
核心净利润	1,768	2,680	3,459	4,168	5,015
股权数	3,997	4,025	4,142	4,142	4,142
核心 EPS	0.44	0.67	0.83	1.01	1.21
每股分红	0.20	0.29	0.36	0.43	0.52

## 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	6,319	7,711	8,065
非流动资产合计	55,187	62,879	69,116	78,518	87,227
短期发展中物业	34,365	45,340	48,062	48,749	49,241
竣工待售物业	9,443	10,617	11,053	12,002	13,178
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	26,935	28,378	31,537
其他流动资产	1,032	1,507	1,507	1,507	1,507
总资产	132,055	162,497	177,928	189,348	200,864
流动负债合计	58,533	76,846	81,710	80,200	78,530
长期负债	34,380	39,942	45,934	52,824	60,747
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	52,860	60,097	68,748
少数股东权益	5,517	7,067	9,209	12,219	13,530
股东权益	27,287	31,840	34,148	36,832	40,057
总负债和权益合计	132,055	162,497	177,928	189,348	200,864

## 现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,852	4,071	3,459	4,168	5,015
营运资本变动	-596	107	-173	-1,667	-3,108
其他	-1,171	-1,426	-2,311	-1,339	610
经营性现金流合计	1,086	2,753	974	1,162	2,517
投资物业	-2,855	-1,966	-6,119	-8,010	-8,354
其他	-5,863	612	-358	-1,643	-581
投资性现金流合计	-8,718	-1,353	-6,477	-9,653	-8,936
自由现金流	-7,632	1,399	-5,503	-8,491	-6,419
每股自由现金流	-1.91	0.35	-1.33	-2.05	-1.55
权益融资	0	706	0	0	0
债权融资	14,592	4,178	8,289	9,533	10,963
其他	-1,507	-818	477	402	-1,385
融资性现金流合计	13,085	4,066	8,767	9,935	9,578
现金变动合计	5,453	5,466	3,264	1,444	3,159
期初现金	9,387	14,840	20,306	23,569	25,013
期末现金	14,840	20,306	23,569	25,013	28,172

## 财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	38.5%	36.4%	35.8%	35.2%	35.1%
经营利润率	28.1%	30.7%	25.5%	25.0%	24.5%
净利润率	9.0%	10.3%	10.4%	10.0%	9.8%
营收增长率	25.7%	32.9%	27.8%	24.7%	22.9%
EBIT 增长率	25.4%	45.1%	6.4%	21.9%	20.7%
核心净利增长率	28.5%	51.6%	29.1%	20.5%	20.3%
核心 EPS 增长率	27.5%	50.5%	25.4%	20.5%	20.3%
每股净资产	6.83	7.91	8.24	8.89	9.67
利息覆盖倍数	2.10	3.03	2.51	2.82	4.33
净负债资本率	45%	37%	38%	41%	43%
净负债率	102%	81%	84%	91%	98%
总资产周转率	0.17	0.18	0.20	0.23	0.26
资产权益比	4.84	5.10	5.21	5.14	5.01
ROA	1.4%	1.8%	2.0%	2.3%	2.6%
ROE	6.7%	9.1%	10.5%	11.7%	13.0%
ROCE	2.6%	3.4%	3.8%	4.1%	4.3%



## 分析师声明

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。