

销售金额稳步增长，积极拿地助力成长

——银城国际控股 2020 年销售点评

事件：银城国际控股 2020 年累计实现销售金额 232.1 亿元，同比增长 17.1%，基本完成全年销售目标；累计销售面积 115.3 万平，同比增长 2.1%。

销售金额稳步增长，全年销售情况明显恢复。银城国际控股 2020 年 12 月单月实现合约销售金额约 69.7 亿元，同比增长约 117.4%；合约销售面积约 23.3 万平，同比增长约 47.3%。2020 年全年累计实现合约销售金额约 232.1 亿元，同比增长约 17.1%；累计合约销售面积约 115.3 万平，同比增长约 2.1%；全年销售均价约 20125 元/平，2019 年全年为 17555 元/平。受新冠疫情影响，公司 2020 年上半年销售受到一定影响。进入下半年后，公司销售已逐步恢复，南京主力项目的推售使得公司 2020 年 12 月单月销售金额同比显著增长，全年销售金额也实现了稳步增长。

积极拓展优质土储，有力支撑未来发展。2020 年，公司继续围绕南京和杭州为主的长三角城市进行战略扩张，全年新进入温州和常熟两座城市，布局城市已达 10 座。公司近期亦积极通过项目合作、收并购等方式获取长三角核心城市土储资源，如收购华侨城温州瓯海区项目 51% 权益（其后引入合作方）；与华宇合作开发无锡地块；从华侨城等对手方收购常熟沙家浜项目 100% 权益等。上述收购与合作使得公司以较合理的价格补充了长三角区域优质土储，同时增加了新进入城市项目数量。从全年拿地货值看，公司 2020 年新获土储总货值约 390 亿元，明显高于全年销售金额的 232.1 亿元。优质土储的扩张能够助力公司未来销售业绩的较快增长。

拿地渠道不断丰富，销售增长有望提速。公司近年来不断拓宽自身拿地渠道，2020 年以来通过并购、与知名房企合作、收购等方式补仓了杭州、温州、无锡等地的优质土储，一定程度避免了长三角激烈的土拍竞争。随着拿地方式的逐步成熟，公司未来的销售规模的的增长有望提速。

维持“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、0.34 元、0.48 元，同比增长 107.5%、190.3% 和 40.9%。考虑到公司更加丰富的拿地渠道，以及未来潜在的布局城市扩张机会，维持 55% 目标 NAV 折让，目标价 2.9 港元，较现价空间达 21%。（最新股价为 2021 年 1 月 5 日收盘价）

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。

银城国际控股
(1902.HK)

增持

(维持)

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	4,676	5,070	9,092	10,727	12,276	18,988
(+/-)%	86.8%	8.4%	79.3%	18.0%	14.4%	54.7%
毛利润	784	1,470	1,479	2,403	3,208	5,095
核心净利润	401	271	82	170	494	697
(+/-)%	21.4%	-32.5%	-69.7%	107.5%	190.3%	40.9%
核心 PE	-	11.55	38.08	18.35	6.32	4.49
PB	-	1.99	1.25	1.17	0.98	0.81



表 1: 银城国际控股 NAV 约 6.48 港元/股

NAV 估值 (百万港元)	2020
开发物业总计	14,360
投资物业总计	1,394
总资产估值	15,754
净负债	6,384
NAV 估值	9,371
每股 NAV (港元/股)	6.48
股价 (港元, 1月5日)	2.40
NAV 折让	63%

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



损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,070	9,092	10,727	12,276	18,988
营业成本	-3,600	-7,613	-8,324	-9,068	-13,892
毛利润	1,470	1,479	2,403	3,208	5,095
销售及行政开支	-569	-587	-805	-921	-1,462
EBIT	893	870	1,577	2,265	3,611
利息成本	-254	-167	-252	-266	-282
利息收入	23	23	38	32	45
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	1,414	2,091	3,526
所得税	-567	-580	-678	-965	-1,544
少数股东权益	-53	-210	-566	-632	-1,285
净利润	442	150	170	494	697
核心净利润	271	82	170	494	697
股权数	947	1,369	1,447	1,447	1,447
核心 EPS	0.29	0.06	0.12	0.34	0.48
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	1,413	1,903	2,678
长期股权投资	385	989	775	490	38
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	5,368	7,590	7,417
发展中物业	17,403	16,167	17,523	19,629	18,672
竣工待售物业	2,124	6,227	3,204	3,453	3,315
应收账款	939	2,731	2,867	3,011	3,041
现金	1,719	2,894	3,143	3,516	3,768
其他流动资产	1,330	2,432	2,431	2,431	2,431
总资产	25,540	34,523	34,537	39,630	38,644
流动负债合计	17,859	24,068	22,806	25,751	25,164
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	2,302	3,209	1,823
归属母公司股东权益	1,569	2,509	2,679	3,174	3,870
总负债和权益合计	25,540	34,523	34,537	39,630	38,644

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	442	150	170	494	697
营运资本变动	-3,479	3,469	611	448	964
其他	-215	-123	26	60	738
经营性现金流合计	-3,251	3,496	807	1,002	2,399
投资物业	-379	0	-495	-490	-775
其他	1,769	-6,197	-808	-1,737	929
投资性现金流合计	1,390	-6,197	-1,303	-2,227	154
自由现金流	-1,861	-2,701	-495	-1,224	2,553
每股自由现金流	-2	-2	-0	-1	2
权益融资	0	755	0	0	0
债权融资	3,958	-118	525	1,323	370
其他	-1,679	3,369	219	275	-2,671
融资性现金流合计	2,279	4,006	744	1,598	-2,301
现金变动合计	418	1,305	248	374	252
期初现金	1,171	1,589	2,894	3,143	3,516
期末现金	1,589	2,894	3,143	3,516	3,768

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	29.0%	16.3%	22.4%	26.1%	26.8%
经营利润率	17.6%	9.6%	14.7%	18.5%	19.0%
核心净利率	5.3%	0.9%	1.6%	4.0%	3.7%
营收增长率	8.4%	79.3%	18.0%	14.4%	54.7%
EBIT 增长率	41.0%	-2.6%	81.2%	43.7%	59.4%
核心净利增长率	-32.5%	-69.7%	107.5%	190.3%	40.9%
核心 EPS 增长率	-	-79.0%	96.3%	190.3%	40.9%
每股净资产	1.66	1.83	1.85	2.19	2.67
利息覆盖倍数	1.91	1.87	2.58	3.25	4.54
净负债资本率	110%	62%	58%	55%	58%
净负债率	351%	161%	135%	121%	137%
总资产周转率	0.24	0.30	0.31	0.33	0.49
资产权益比	16.28	13.76	12.89	12.49	9.98
ROA	1.1%	0.3%	0.5%	1.4%	2.0%
ROE	18.7%	4.0%	6.6%	16.9%	19.8%
ROCE	3.9%	0.9%	1.5%	3.9%	5.1%



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。

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。