

业绩高增杠杆优化，商住协同驱动增长

——宝龙地产 2020 年报点评

 宝龙地产
 (1238.HK)

买入

(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

销售增长支持业绩高增，管控强化驱动费率下行。宝龙地产 2020 年实现营业收入 355.0 亿元 (+36.3%)，归母核心净利润 36.0 亿元 (+34.2%)。公司收入的增长主要来源于前期销售的快速增长：2018-2020 年，公司销售金额分别同比增长 96.5%/47.1%/35.1%；销售结构亦继续优化，住宅占比 2020 年同比上升 7.0pct 至 83.9%。公司核心净利率小幅下滑 0.2pct 至 10.1%，主要系结算项目利润空间有所收窄，毛利率略微下降 0.3pct 至 36.1%，但公司盈利能力仍位居行业前列。另外，公司运营管控的成效逐步彰显，带动 SG&A 占总收入比重同比下降 1.8pct 至 7.4%。整体而言，公司 2020 年业绩实现了良好的增长，运营效率的提升亦有望持续支持公司未来的稳健发展。

优质布局提振销售韧性，商住协同助力土地投资。公司坚持深耕长三角的布局战略，年内于南京、宁波等重点城市集中拿地，全年新增土储建面 940.1 万方，其中南京、宁波占比分别达 16.0%/8.3%，长三角合计占比达 62.6%；2020 年末公司土储建面达 3649.8 万方，其中 68.7% 位于长三角。优质的区域布局使公司销售更具韧性，2020 年实现销售金额 815.5 亿元 (+35.1%)；2021 年销售目标 1050 亿元，对应同比增速达 28.8%，良好的销售增长态势将对公司未来业绩增长提供有力保障。公司耕耘商业运营领域多年，“商业+住宅”的土地投资模式日趋成熟，特色的拓储模式使公司具备显著优势：2020 年，公司新增土储总溢价率仅 4.7%，新拿地平均楼面价约 5367 元/平，仅占全年销售均价的 35.1%，使公司在激烈的土地竞争中仍拥有相对充足的利润空间。

财务状况更趋稳健，融资成本小幅下行。流动性方面，公司 2020 年末现金短债比下降 0.1 倍至 1.23 倍，在手现金仍能有效覆盖短期债务。杠杆水平方面，公司剔除预收款后的资产负债率下降 2.1pct 至 69.9%，净负债率下降 7.3pct 至 73.9%，财务状况更趋稳健。公司积极把握融资窗口进行债务优化，加权平均融资成本同比下降 0.03pct 至 2020 年末的 6.44%。公司的商业模式优势和良好的财务表现亦使公司于年内获标普、穆迪上调主体评级展望至“正面”，有望对公司未来的健康发展提供支持。

维持“买入”评级，目标价 8.2 港元。考虑到疫情对公司工程进度和商业运营的影响，我们分别调整公司 21/22 年核心 EPS 预测+1.5%/-1.7%至人民币 1.02 元/1.19 元，核心净利同比增长 17.7%/16.6%。考虑到公司商业模式具备显著优势，拿地强度仍然较高，维持 NAV 折让 50%，上调目标价 20.2%至 8.2 港元，对应 2021 年 7.4 倍 PE，较现价空间达 30%。（最新股价为 2021 年 3 月 2 日收盘价）

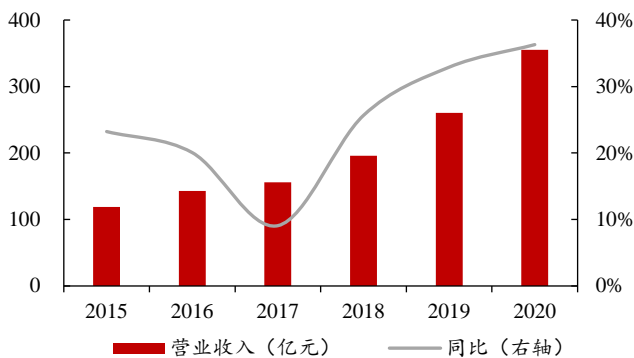
风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。

财务摘要 (百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
营业收入	19594	26042	35495	46254	58242	69652
(+/-)%	25.7%	32.9%	36.3%	30.3%	25.9%	19.6%
毛利润	7553	9483	12816	15746	19619	23393
核心净利润	1768	2680	3596	4231	4932	5726
(+/-)%	28.5%	51.6%	34.2%	17.7%	16.6%	16.1%
核心 PE	13.1	8.7	6.7	5.7	4.9	4.2
PB	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5



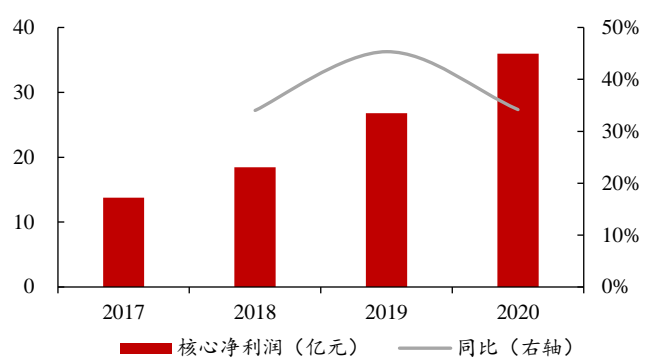
销售增长支持业绩高增，管控强化驱动费率下行。宝龙地产 2020 年实现营业收入 355.0 亿元 (+36.3%)，归母核心净利润 36.0 亿元 (+34.2%)。公司收入的增长主要来源于前期销售的快速增长：2018-2020 年，公司销售金额分别同比增长 96.5%/47.1%/35.1%；销售结构亦继续优化，住宅占比 2020 年同比上升 7.0pct 至 83.9%。公司核心净利率小幅下滑 0.2pct 至 10.1%，主要系结算项目利润空间有所收窄，毛利率略微下降 0.3pct 至 36.1%，但公司盈利能力仍位居行业前列。另外，公司运营管控的成效逐步彰显，带动 SG&A 占总收入比重同比下降 1.8pct 至 7.4%。整体而言，公司 2020 年业绩实现了良好的增长，运营效率的提升亦有望持续支持公司未来的稳健发展。

图 1：2020 年营收同比增长 36.3%



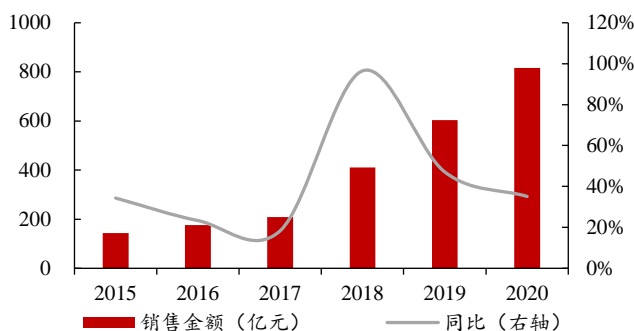
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：2020 年核心净利润同比增长 34.2%



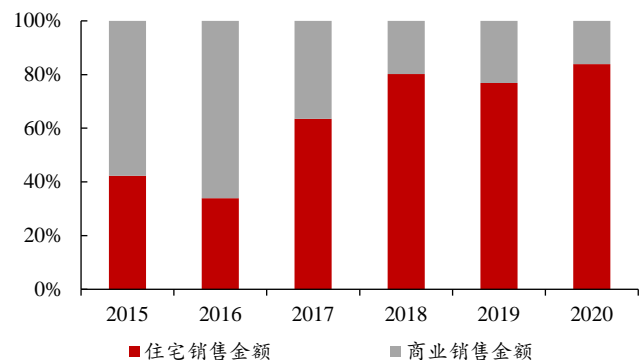
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司近年销售额快速增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

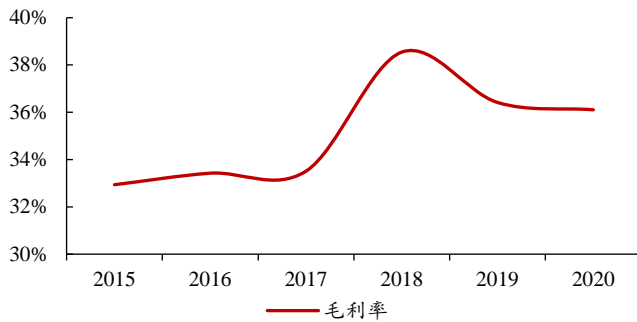
图 4：物业销售业态结构持续优化



数据来源：公司公告，中达证券研究

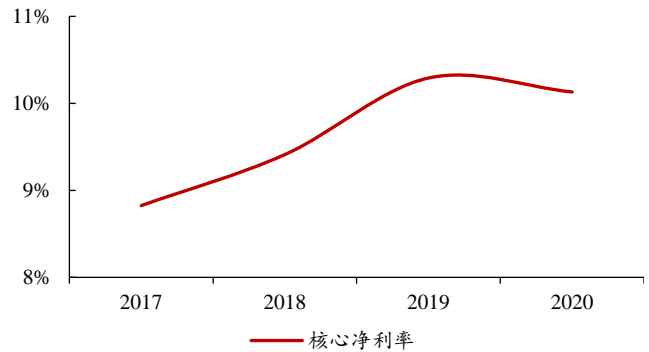


图 5：2020 年毛利率有所下滑，仍居行业前列



数据来源：公司公告，中达证券研究

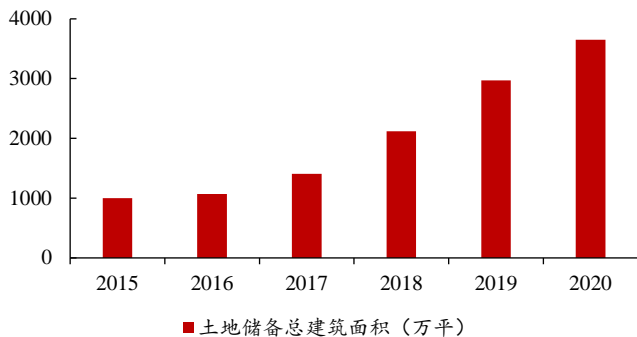
图 6：核心净利率同比小幅下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

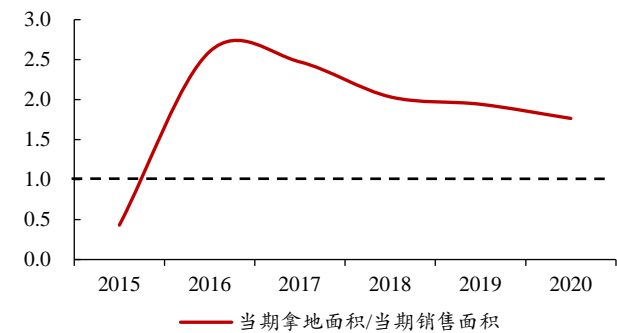
优质布局提振销售韧性，商住协同助力土地投资。公司坚持深耕长三角的布局战略，年内于南京、宁波等重点城市集中拿地，全年新增土储建面 940.1 万方，其中南京、宁波占比分别达 16.0%/8.3%，长三角合计占比达 62.6%；2020 年末公司土储建面达 3649.8 万方，其中 68.7% 位于长三角。优质的区域布局使公司销售更具韧性，2020 年实现销售金额 815.5 亿元（+35.1%）；2021 年销售目标 1050 亿元，对应同比增速达 28.8%，良好的销售增长态势将对公司未来业绩增长提供有力保障。公司耕耘商业运营领域多年，“商业+住宅”的土地投资模式日趋成熟，特色的拓储模式使公司具备显著优势：2020 年，公司新增土储总溢价率仅 4.7%，新拿地平均楼面价约 5367 元/平，仅占全年销售均价的 35.1%，使公司在激烈的土地竞争中仍拥有相对充足的利润空间。

图 7：公司土地储备持续增长



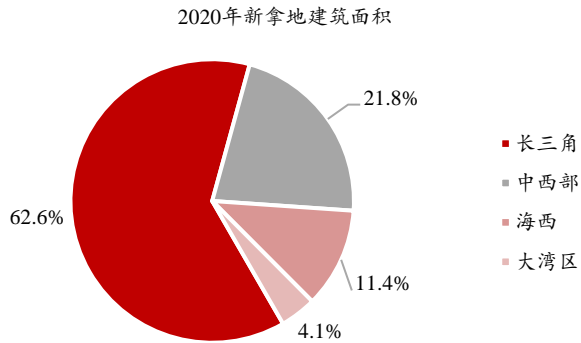
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：较高的拿地强度将为公司的增长奠定基础



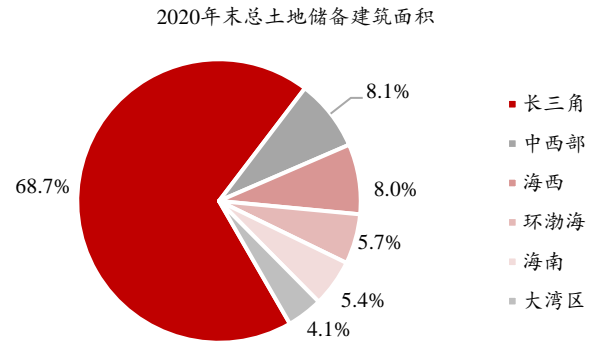
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：2020 年，公司 62.6% 新拿地建面位于长三角



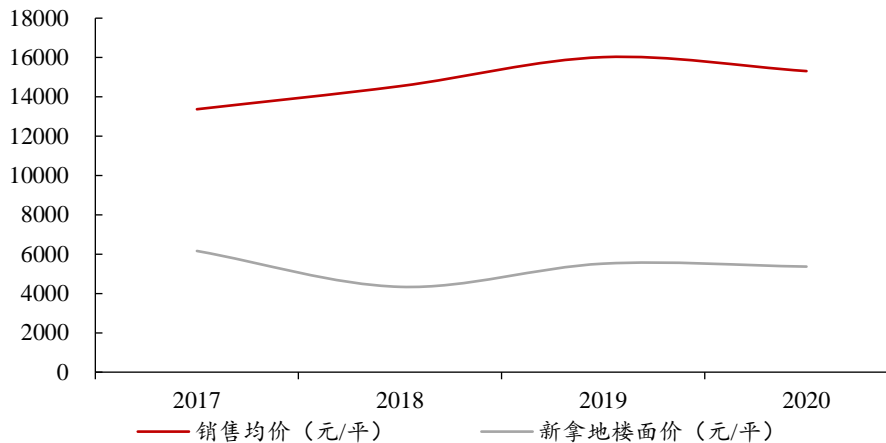
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：公司总土储中 68.7% 位于长三角



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：特色拓储模式使公司利润空间相对充足

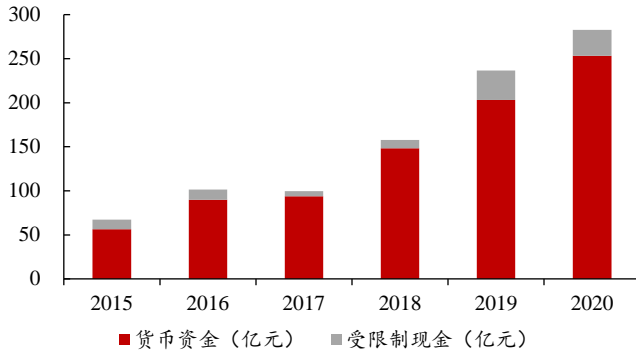


数据来源：公司公告，中达证券研究

财务状况更趋稳健，融资成本小幅下行。流动性方面，公司 2020 年末现金短债比下降 0.1 倍至 1.23 倍，在手现金仍能有效覆盖短期债务。杠杆水平方面，公司剔除预收款后的资产负债率下降 2.1pct 至 69.9%，净负债率下降 7.3pct 至 73.9%，财务状况更趋稳健。公司积极把握融资窗口进行债务优化，加权平均融资成本同比下降 0.03pct 至 2020 年末的 6.44%。公司的商业模式优势和良好的财务表现亦使公司于年内获标普、穆迪上调主体评级展望至“正面”，有望对公司未来的健康发展提供支持。

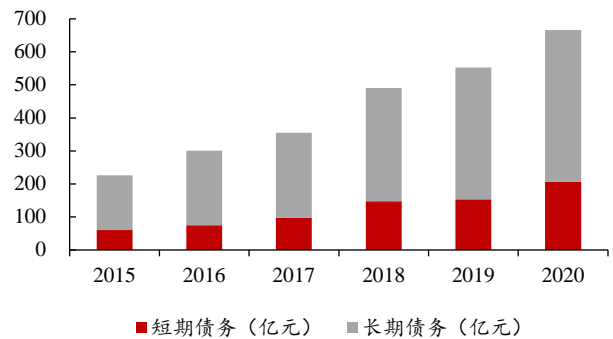


图 12: 2020 年, 公司总现金同比增长 19.5%



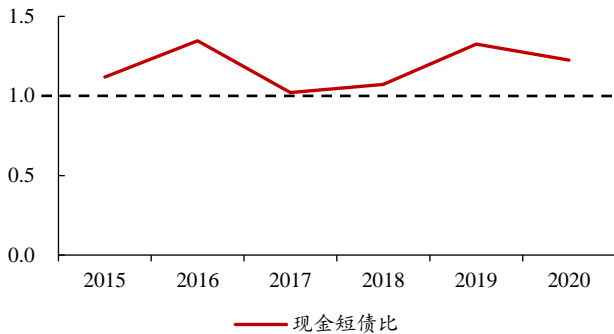
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 13: 短期债务占比略有提升



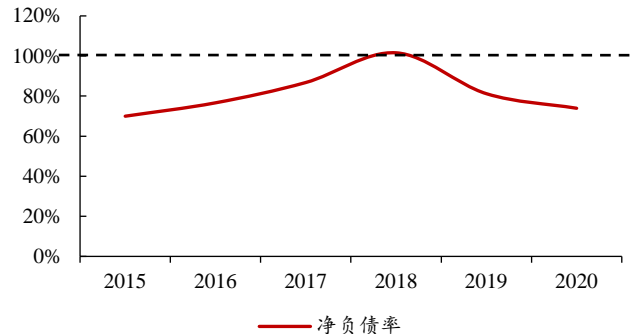
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 14: 公司在手现金仍能有效覆盖短期债务



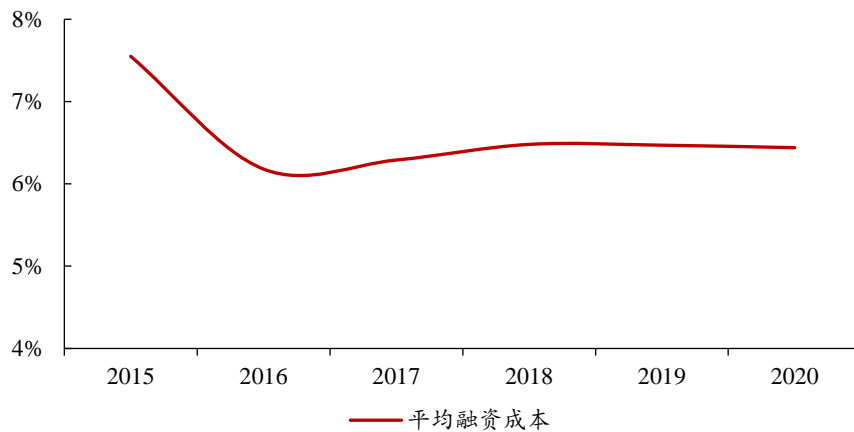
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 15: 净负债率有所下降, 杠杆水平更趋健康



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 16: 积极债务管理带动融资成本稳中有降



数据来源: 公司公告, 中达证券研究



维持“买入”评级，目标价 8.2 港元。考虑到疫情对公司工程进度和商业运营的影响，我们分别调整公司 21/22 年核心 EPS 预测+1.5%/-1.7%至人民币 1.02 元/1.19 元，核心净利同比增长 17.7%/16.6%。考虑到公司商业模式具备显著优势，拿地强度仍然较高，维持 NAV 折让 50%，上调目标价 20.2%至 8.2 港元，对应 2021 年 7.4 倍 PE，较现价空间达 30%。（最新股价为 2021 年 3 月 2 日收盘价）

表 1：宝龙地产 NAV 约港币 16.4 元/股

NAV 估值（百万港元）	2021
开发物业总计	64,092
投资物业总计	41,685
总资产估值	105,777
净负债	37,892
NAV 估值	67,886
每股 NAV（港元/股）	16.39
股价（港元，3 月 2 日）	6.30
NAV 折让	62%

数据来源：公司公告，中达证券研究

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。



损益表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	26,042	35,495	46,254	58,242	69,652
营业成本	-16,559	-22,680	-30,508	-38,623	-46,259
毛利润	9,483	12,816	15,746	19,619	23,393
销售及行政开支	-2,396	-2,642	-4,255	-5,358	-6,547
EBIT	7,087	10,174	11,491	14,261	16,846
利息成本	-900	312	-1,342	-1,378	-2,124
利息收入	121	82	137	166	94
联营公司利润	376	667	812	1,005	1,117
其他收入	3,172	2,048	2,048	2,048	2,048
税前利润	9,856	13,283	13,145	16,102	17,981
所得税	-3,838	-4,468	-5,872	-7,298	-8,458
少数股东权益	-1,977	-2,722	-1,833	-2,723	-2,644
净利润	4,041	6,093	5,441	6,081	6,879
核心净利润	2,680	3,596	4,231	4,932	5,726
股权数	4,025	4,143	4,143	4,143	4,143
核心 EPS	0.67	0.87	1.02	1.19	1.38
每股分红	0.29	0.28	0.33	0.38	0.44

资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	51,085	58,243	65,092	72,377	88,420
长期发展中物业	0	0	0	0	0
其他非流动资产	11,794	15,399	14,982	13,781	15,081
非流动资产合计	62,879	73,643	80,074	86,158	103,501
短期发展中物业	45,340	58,851	58,828	61,469	61,573
竣工待售物业	10,617	14,590	15,258	17,037	17,542
应收账款	18,483	18,192	17,282	15,554	13,999
现金及存款总额	23,671	28,276	38,661	49,646	51,258
其他流动资产	1,507	1,581	1,581	1,581	1,581
总资产	162,497	195,132	211,684	231,445	249,453
流动负债合计	76,846	89,330	87,645	89,779	88,768
长期负债	39,942	45,900	52,785	60,702	69,808
其他长期负债	285	858	0	0	0
递延所得税	6,516	7,242	7,605	8,365	9,202
长期负债	46,744	54,000	60,389	69,067	79,009
少数股东权益	7,067	15,580	23,139	27,360	31,137
股东权益	31,840	36,221	40,511	45,238	50,539
总负债和权益合计	162,497	195,132	211,684	231,445	249,452

现金流量表

人民币百万	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	4,041	6,093	5,441	6,081	6,879
营运资本变动	107	-6,815	-547	-1,445	-3,952
其他	-1,396	236	-1,820	722	3,176
经营性现金流合计	2,753	-485	3,073	5,359	6,102
投资物业	-1,966	-7,159	-6,849	-7,285	-16,043
其他	612	-3,499	458	1,284	-1,207
投资性现金流合计	-1,353	-10,657	-6,391	-6,000	-17,250
自由现金流	1,399	-11,143	-3,318	-642	-11,148
每股自由现金流	0.35	-2.69	-0.80	-0.15	-2.69
权益融资	706	-769	0	0	0
债权融资	4,178	11,304	9,985	11,483	13,205
其他	-818	5,641	3,717	145	-446
融资性现金流合计	4,066	16,176	13,702	11,627	12,760
现金变动合计	5,466	5,034	10,384	10,986	1,612
期初现金	14,840	20,306	25,339	35,723	46,709
期末现金	20,306	25,339	35,723	46,709	48,321

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	36.4%	36.1%	34.0%	33.7%	33.6%
经营利润率	27.2%	28.7%	24.8%	24.5%	24.2%
净利润率	10.3%	10.1%	9.1%	8.5%	8.2%
营收增长率	32.9%	36.3%	30.3%	25.9%	19.6%
EBIT 增长率	34.1%	43.5%	12.9%	24.1%	18.1%
核心净利增长率	51.6%	34.2%	17.7%	16.6%	16.1%
核心 EPS 增长率	50.5%	30.4%	17.7%	16.6%	16.1%
每股净资产	7.91	8.74	9.78	10.92	12.20
利息覆盖倍数	2.77	4.90	2.91	4.18	7.30
净负债资本率	37%	36%	31%	27%	31%
净负债率	81%	74%	60%	53%	61%
总资产周转率	0.18	0.20	0.23	0.26	0.29
资产权益比	5.10	5.39	5.23	5.12	4.94
ROA	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%
ROE	9.1%	10.6%	11.0%	11.5%	12.0%
ROCE	3.4%	3.8%	3.7%	3.7%	3.8%



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。