



业绩增长超 40%，高速成长可期

——宝龙地产（1238.HK）跟踪报告

事件：宝龙地产发布正面盈利预告，预期公司 2019 年公司拥有人应占利润较 2018 年录得不少于 40% 增幅。

住宅占比明显提升，业绩持续稳健增长。宝龙地产 2019 年归母净利润同比增速不少于 40%，主要由于交付增加导致公司收入增加。公司 2019 年全年实现合约销售金额 603.5 亿元，同比增长 47.1%，超额完成上调后的 550 亿销售目标；合约销售面积 376.8 万平，同比增长 33.5%。受疫情影响，2020 年 1 月销售增速略有放缓，单月实现合同销售金额 35.1 亿元，同比增长 10.4%；合同销售面积 22.1 万平，同比增长 5.6%。公司近年产品结构优化，住宅占比大幅提升，住宅销售金额占比由 2016 年的 33.9% 提升至 2018 年的 80.1%，边际改善显著，支持公司销售增长及利润结算。

物业分拆支撑增长，商业模式优势凸显。2019 年 12 月，公司分拆物业管理业务于香港上市（宝龙商业，9909.HK），为公司表现提供支撑。同时，依托自身在商业项目开发及商业运营方面的领先优势，公司近年成功以“商业+住宅”合作形式低价获取核心城市优质土地资源，特色商业模式日趋成熟，为公司未来销售及业绩增长奠定了坚实基础。

维持“买入”评级，目标价 6.30 港元。预测公司 2019-2021 年核心 EPS 分别为人民币 0.67 元、0.92 元、1.19 元，同比增长 51.5%、37.3%、29.3%。考虑到公司“商业+住宅”特色商业模式成效显著，物业管理业务分拆上市为公司表现提供支撑，业绩增长可期，给予 NAV 折让 65%，对应 2019 年 8.4 倍 PE，目标价港币 6.30 元，较现价空间达 33%。（最新股价为 2020 年 2 月 12 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。

买入

(维持)

微信公众号



申思聪
分析师

+852 3958 4600

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞
联系人

+852 3958 4600

caihongfei@cwghl.com

诸葛莲昕
联系人

+852 3958 4600

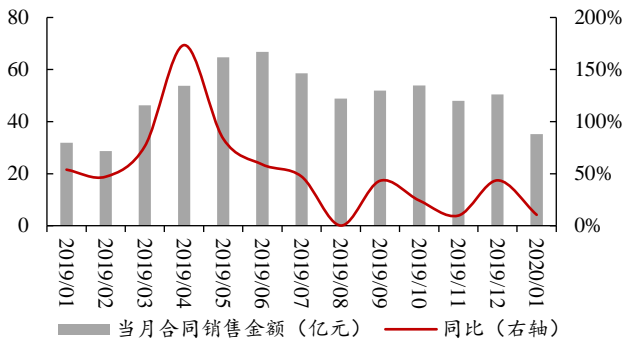
zhugelianxin@cwghl.com

财务摘要 (百万人民币)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	14296	15593	19594	26837	36053	44898
(+/-)%	20.1%	9.1%	25.7%	37.0%	34.3%	24.5%
毛利润	4778	5225	7553	9110	12110	15026
核心净利润	-	1376	1768	2678	3676	4754
(+/-)%	-	-	28.5%	51.5%	37.3%	29.3%
PE	13.0	12.3	9.6	6.4	4.6	3.6
PB	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5



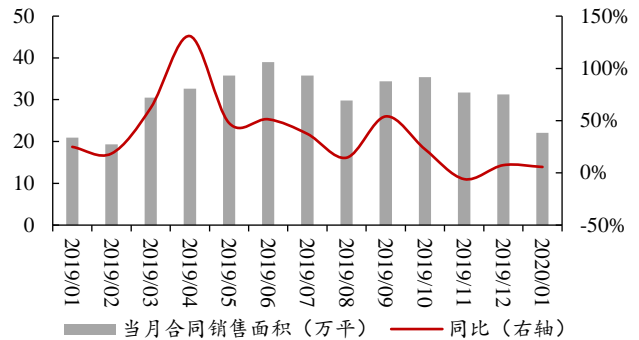
住宅占比明显提升，业绩持续稳健增长。宝龙地产 2019 年归母净利润同比增速不少于 40%，主要由于交付增加导致公司收入增加。公司 2019 年全年实现合约销售金额 603.5 亿元，同比增长 47.1%，超额完成上调后的 550 亿销售目标；合约销售面积 376.8 万平，同比增长 33.5%。受疫情影响，2020 年 1 月销售增速略有放缓，单月实现合同销售金额 35.1 亿元，同比增长 10.4%；合同销售面积 22.1 万平，同比增长 5.6%。公司近年产品结构优化，住宅占比大幅提升，住宅销售金额占比由 2016 年的 33.9% 提升至 2018 年的 80.1%，边际改善显著，支持公司销售增长及利润结算。

图 1：受疫情影响，公司 1 月单月合同销售金额同比增速有所放缓



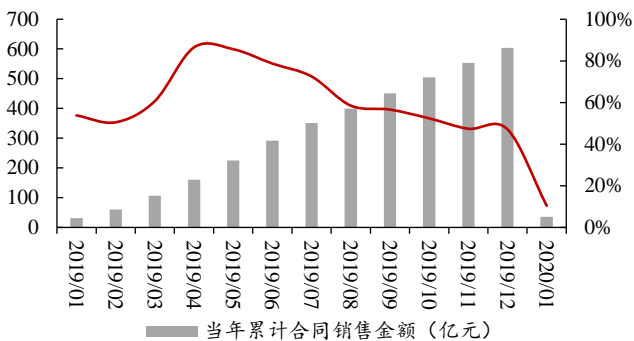
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 1 月单月合同销售面积同比略有增加



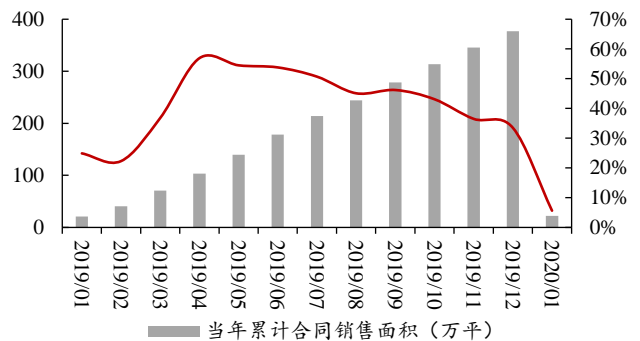
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司 2019 年累计合同销售金额增速明显提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

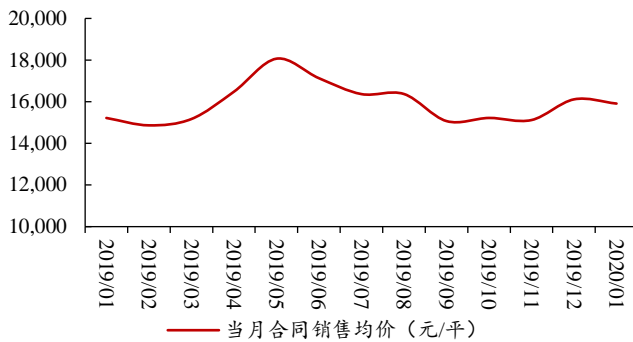
图 4：公司 2019 年累计合同销售面积增速明显提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

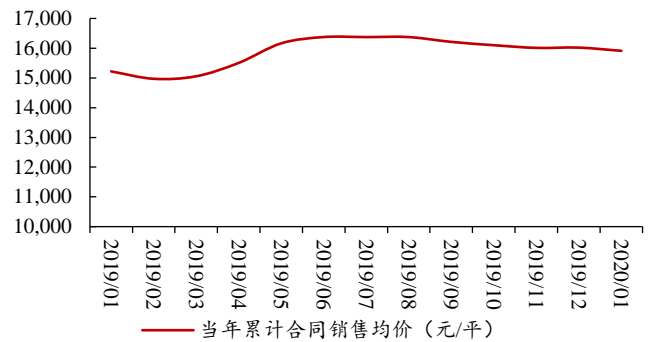


图 5：公司 1 月当月合同销售均价维持平稳



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司 2019 年累计合同销售均价维持平稳



数据来源：公司公告，中达证券研究

物业分拆支撑增长，商业模式优势凸显。2019 年 12 月，公司分拆物业管理业务于香港上市（宝龙商业，9909.HK），为公司表现提供支撑。同时，依托自身在商业项目开发及商业运营方面的领先优势，公司近年成功以“商业+住宅”合作形式低价获取核心城市优质土地资源，特色商业模式日趋成熟，为公司未来销售及业绩增长奠定了坚实基础。

维持“买入”评级，目标价 6.30 港元。预测公司 2019-2021 年核心 EPS 分别为人民币 0.67 元、0.92 元、1.19 元，同比增长 51.5%、37.3%、29.3%。考虑到公司“商业+住宅”特色商业模式成效显著，物业管理业务分拆上市为公司表现提供支撑，业绩增长可期，给予 NAV 折让 65%，对应 2019 年 8.4 倍 PE，目标价港币 6.30 元，较现价空间达 33%。（最新股价为 2020 年 2 月 12 日收盘价）

表 1：宝龙地产 NAV 约 18.01 港元/股

NAV 估值 (百万港元)	2019
开发物业总计	54,911
投资物业总计	55,645
总资产估值	110,555
净负债	38,554
NAV 估值	72,002
每股 NAV (港元/股)	18.01
股价 (港元, 2 月 12 日)	4.73
NAV 折让	74%

数据来源：中达证券研究



损益表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,593	19,594	26,837	36,053	44,898
营业成本	10,368	-12,041	-17,727	-23,943	-29,872
毛利润	5,225	7,553	9,110	12,110	15,026
销售及行政开支	-1,395	-2,267	-1,610	-1,622	-2,020
EBIT	4,388	5,502	7,500	10,487	13,006
利息成本	-573	-1,377	-1,031	-3,528	-4,801
利息收入	0	0	0	0	0
联营公司利润	0	0	1,136	2,417	4,380
其他收入	2,333	2,688	0	0	0
税前利润	6,148	6,813	7,605	9,376	12,586
所得税	-2,280	-3,166	-4,599	-5,328	-6,916
少数股东权益	-531	-811	-328	-373	-915
净利润	3,351	2,852	2,678	3,676	4,754
核心净利润	1,376	1,768	2,678	3,676	4,754
股权数	3,967	3,997	3,997	3,997	3,997
核心 EPS	0.35	0.44	0.67	0.92	1.19
每股分红	0.17	0.20	0.31	0.42	0.55

资产负债表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
投资物业	39,218	45,659	56,296	60,693	78,964
发展中物业	5,246	5,309	5,309	5,309	5,309
其他非流动资产	5,566	4,218	7,789	9,279	11,137
非流动资产合计	50,030	55,187	69,395	75,282	95,411
短期发展中物业	14,494	34,365	37,190	38,759	39,416
竣工待售物业	10,417	9,443	11,482	12,674	14,282
应收账款	10,193	16,253	16,415	18,057	18,237
现金及存款总额	9,962	15,776	19,313	21,051	19,619
其他流动资产	394	1,032	1,032	1,032	1,032
总资产	95,491	132,055	154,827	166,854	187,997
流动负债合计	35,503	58,533	72,127	78,024	83,260
长期负债	25,780	34,380	37,818	38,197	45,836
其他长期负债	0	206	0	0	0
递延所得税	4,734	6,130	7,939	10,280	13,313
长期负债	30,514	40,717	45,757	48,477	59,149
少数股东权益	4,137	5,517	7,791	8,755	10,925
股东权益	25,337	27,287	29,153	31,598	34,663
总负债和权益合计	95,491	132,055	154,827	166,854	187,997

现金流量表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	3,351	2,852	2,678	3,676	4,754
营运资本变动	290	-596	9,341	2,758	162
其他	-2,321	-1,171	-21	1,341	3,309
经营性现金流合计	1,320	1,086	11,998	7,775	8,225
投资物业	-1,171	-2,855	-10,637	-4,397	-18,271
其他	-7,015	-5,863	-3,660	-1,540	-1,862
投资性现金流合计	-8,187	-8,718	-14,297	-5,937	-20,133
自由现金流	-6,867	-7,632	-2,299	1,838	-11,908
每股自由现金流	-1.73	-1.91	-0.58	0.46	-2.98
权益融资	0	0	0	0	0
债权融资	7,311	14,592	4,910	540	10,910
其他	-32	-1,507	927	-639	-435
融资性现金流合计	7,280	13,085	5,837	-99	10,475
现金变动合计	413	5,453	3,537	1,738	-1,432
期初现金	8,974	9,387	14,840	18,377	20,115
期末现金	9,387	14,840	18,377	20,115	18,683

财务分析 (%)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利润率	33.5%	38.5%	33.9%	33.6%	33.5%
经营利润率	28.1%	28.1%	27.9%	29.1%	29.0%
净利润率	8.8%	9.0%	10.0%	10.2%	10.6%
营收增长率	9.1%	25.7%	37.0%	34.3%	24.5%
EBIT 增长率	23.5%	25.4%	36.3%	39.8%	24.0%
核心净利增长率	-	28.5%	51.5%	37.3%	29.3%
核心 EPS 增长率	-	27.5%	51.5%	37.3%	29.3%
每股净资产	6.39	6.83	7.29	7.91	8.67
利息覆盖倍数	3.29	2.10	2.97	2.41	2.51
净负债资本率	42.6%	45.3%	42.0%	37.7%	43.8%
净负债率(扣除限制现金)	86.8%	101.6%	93.9%	83.0%	100.6%
总资产周转率	0.18	0.17	0.19	0.22	0.25
资产权益比	3.77	4.84	5.31	5.28	5.42
ROA	1.5%	1.4%	1.8%	2.3%	2.6%
ROE	5.7%	6.7%	9.5%	12.1%	14.3%
ROCE	2.4%	2.6%	3.4%	4.3%	4.9%



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。

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。