经营业绩高速增长，特色模式优势显著

——宝龙地产 2021 年中报点评

宝龙地产
(1238.HK)
买入
(维持)

业绩持续高速增长，盈利能力保持良好。宝龙地产 2021 年上半年实现营业收入 207.3 亿元（同比+20.7%），归母核心净利润 25.5 亿元（同比+41.8%）。公司商住协同的模式对公司的拿地成本提供了一定保障，2021 年上半年毛利率同比小幅下滑 1.9pct，仍保持在 35.2%的业内高位。公司核心净利率的提升主要源于：1）运营效率继续提升，SG&A 费用率同比下降 1.3pct 至 7.7%；2）利息资本化率提升，带动期内融资成本净额占营收比重同比下降 4.1pct 至 1.7%；3）结算项目权益比例波动，归母净利润占利润总额的比重同比提升 13.5pct 至 77.0%。公司 2021 年中期业绩继续保持高速增长，模式优势为公司的盈利能力提供了有力支撑，运营效率的提升也有望持续增厚公司的利润空间。

商住协同助力低溢价拓储，区域布局稳步扩张。在上半年竞争激烈的土地市场中，公司凭借独特的商住协同模式以低溢价获取 19 宗土地，合计计容建面 384 万方，总溢价率仅 3.5%，保障了公司的盈利空间；截至 2021 年中期，公司土储总建面达 3775 万方，足够支撑公司未来数年的发展。公司区域布局稳步扩张，期内公司加大了对大湾区的布局，新进中山、佛山，大湾区新增土储建面占比达 23.4%（2021 年中期大湾区土储建面占比 9.4%）；同时，公司继续坚持深耕长三角战略，布局范围扩展至安徽，长三角新增建面占比达 56.3%，2021 年中期长三角土储建面占比达 68.4%。聚焦重点区域的土储布局支持了公司销售的增长，上半年公司销售额达 530.4 亿元（同比+68.2%），已完成 1050 亿年度目标的 50.5%。充足的优质土储为公司未来的稳健扩张奠定了坚实基础。

短债占比有所下降，融资成本持续下行。公司债务期限结构更趋健康，短期债务占比较 2020 年末下降 2.2pct 至 28.9%；在手现金较 2020 年末小幅下降，带动非受限现金短债比小幅下降 0.13 倍至 1.09 倍，流动性保持良好。杠杆水平方面，公司债务总额较 2020 年末增长 7.3%，净负债率较 2020 年末提升 3.9pct 至 77.8%；扣预负债率与 2020 年末相若，约 69.98%，维持“绿档”。稳健的财务表现亦受到了资本市场及评级机构的肯定：公司 2021 年中期平均融资成本继续下行至 6.43%，3 月公司获标普上调评级至“BB-/稳定”。良好的财务表现和持续下行的融资成本将为公司的健康发展提供保障。

维持“买入”评级，目标价 8.3 港元。考虑到公司的商业模式在当前行业环境下优势凸显，我们分别上调公司 21-23 年核心 EPS 8.9%/5.1%/1.5%至人民币 1.11 元/1.25 元/1.40 元，核心净利同比增长 28.1%/12.5%/12.1%。考虑到公司经营保持稳健，维持 NAV 折让 50%，上调目标价 1.4%至 8.3 港元，对应 2021 年 7.4 倍 PE，较现价空间达 32%。（最新股价为 2021 年 8 月 18 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。

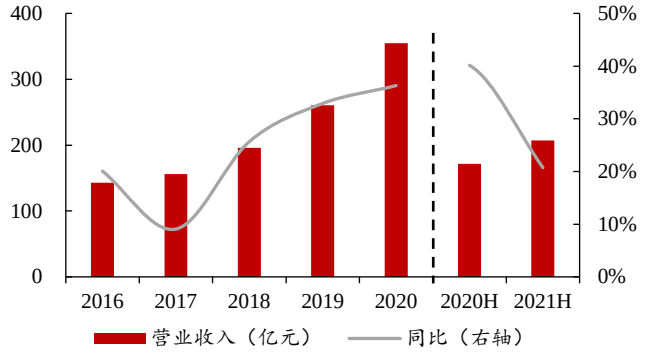
微信公众号

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

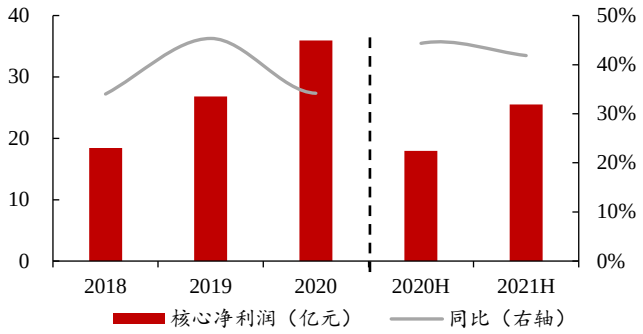
财务摘要（百万人民币）	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
营业收入	19594	26042	35495	46254	58242	69652
(+/-)%	*25.7%*	*32.9%*	*36.3%*	*30.3%*	*25.9%*	*19.6%*
毛利润	7553	9483	12816	15796	19641	22997
核心净利润	1768	2680	3596	4608	5184	5809
(+/-)%	*28.5%*	*51.6%*	*34.2%*	*28.1%*	*12.5%*	*12.1%*
核心 PE	13.1	8.7	6.7	5.2	4.6	4.1
PB	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5

图 1：2021 年上半年公司营收同比增长 20.7%



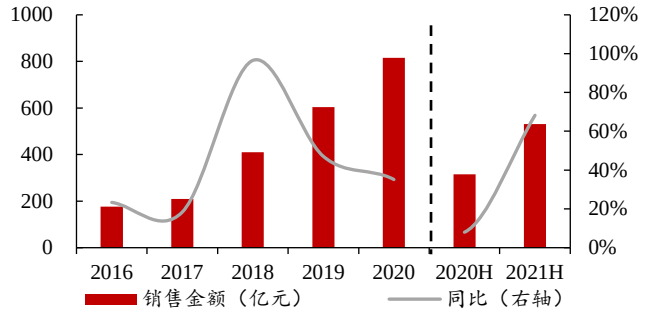
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：2021 年上半年归母核心净利润同比增长 41.8%



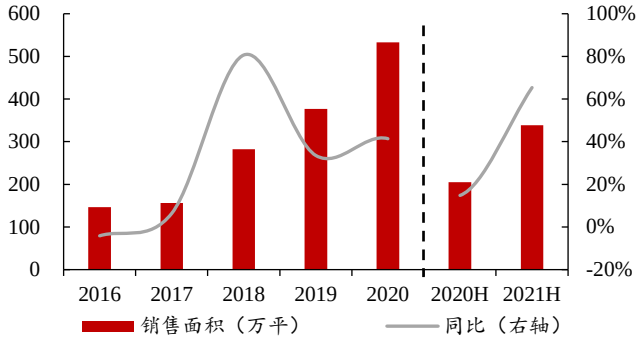
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司 2021 上半年销售金额同比增长 68.2%



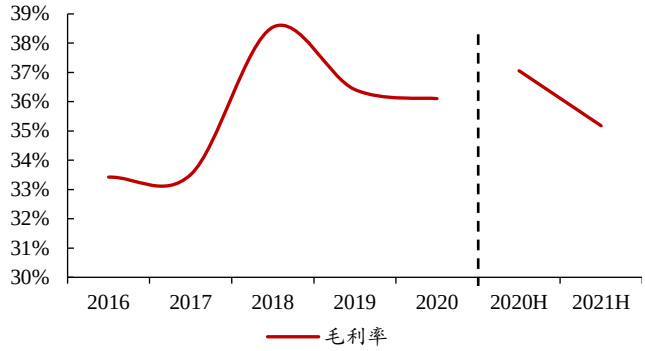
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2021 上半年销售面积同比增长 65.4%



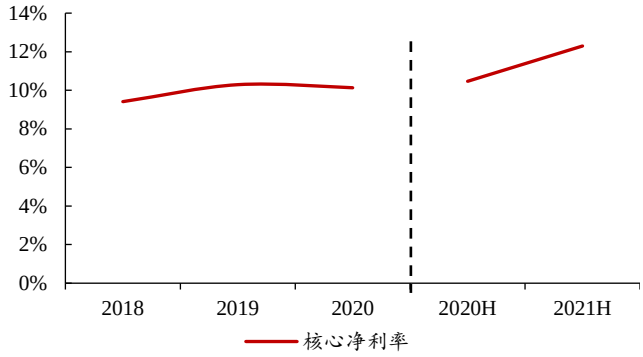
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：2021 年上半年毛利率小幅下滑至 35.2%



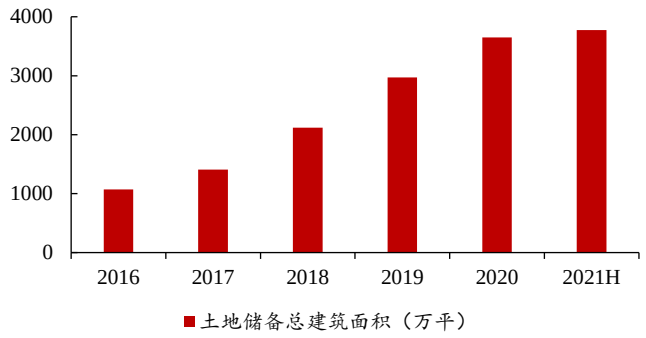
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：2021 年上半年归母核心净利率提升至 12.3%



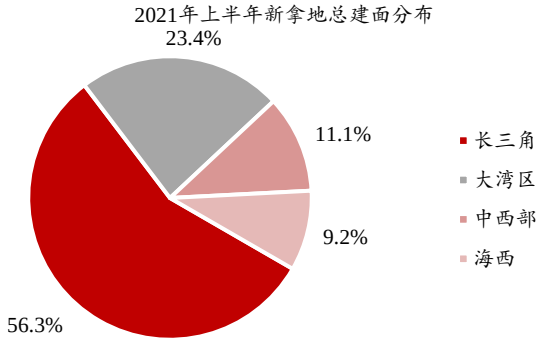
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：2021 年上半年公司土储建面小幅增长



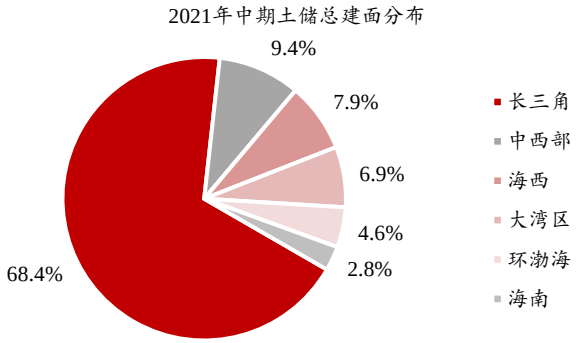
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：2021 年上半年公司加大了对大湾区的布局



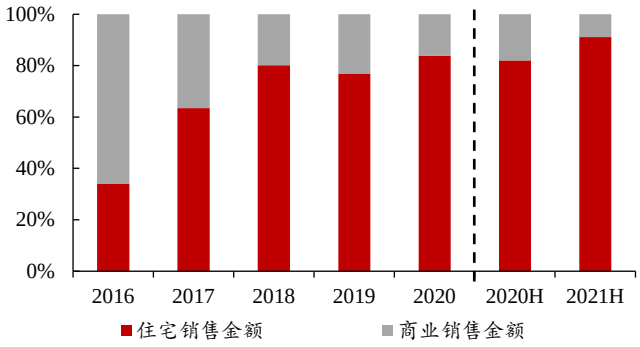
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司土储布局仍以长三角为主



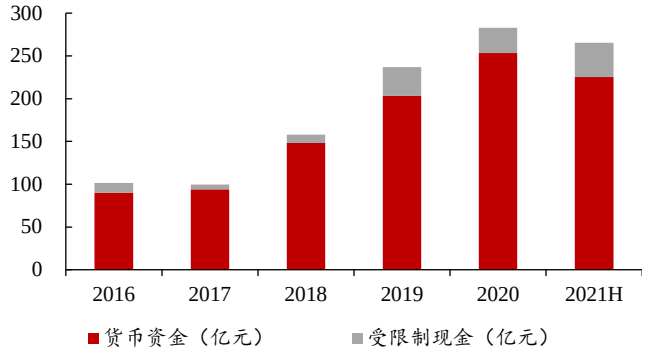
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：2021 年上半年公司住宅销售额占比超过 90%



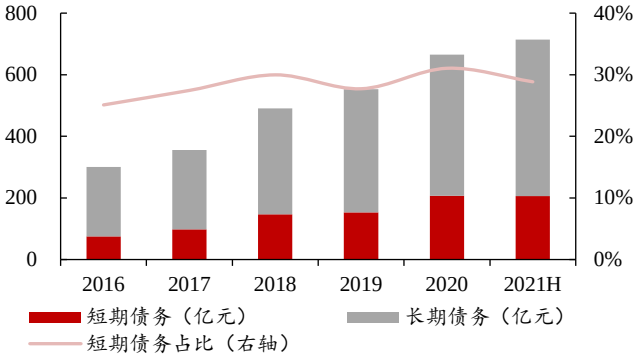
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：公司在手现金较 2020 年末下降 6.2%



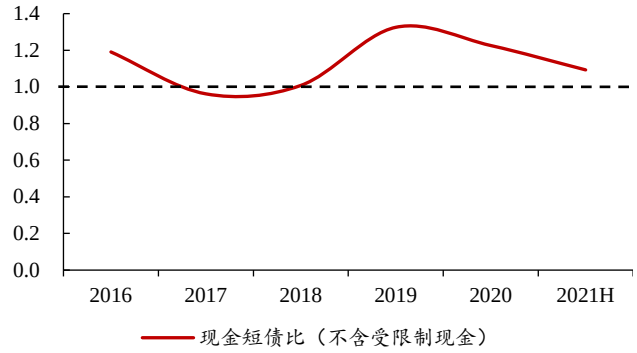
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 12：短期债务占比下降 2.2pct 至 28.9%



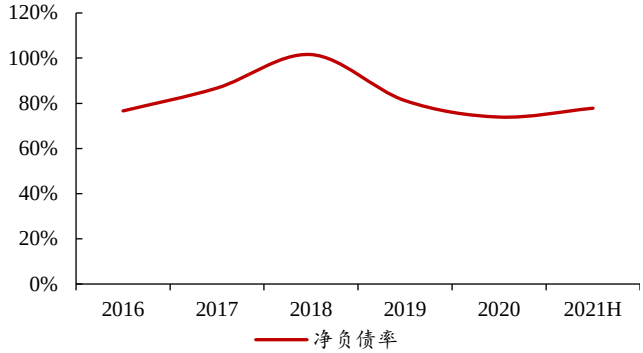
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 13：公司非受限现金能够充分覆盖短期债务



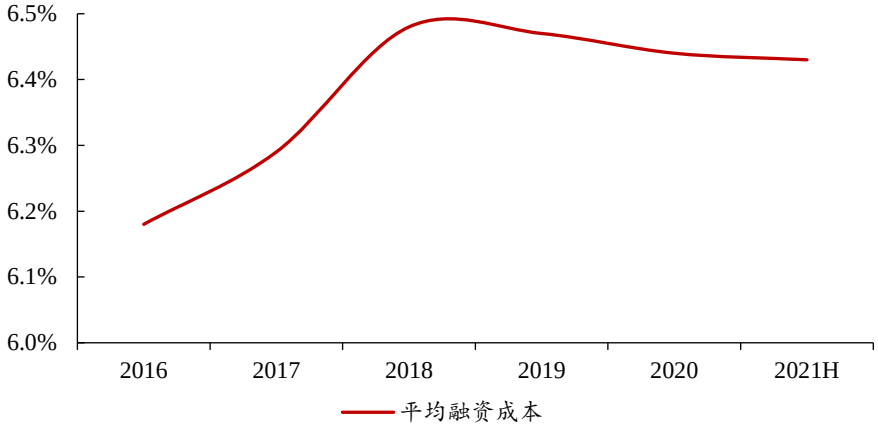
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 14：2021 年上半年净负债率有所提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 15：公司平均融资成本小幅下行



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：宝龙地产 NAV 约港币 16.6 元/股

NAV 估值（百万港元）	2021
开发物业总计	64,263
投资物业总计	41,913
总资产估值	106,176
净负债	37,374
NAV 估值	68,803
每股 NAV（港元/股）	16.61
股价（港元，8 月 18 日）	6.31
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	-30,458	-38,601	-46,656
毛利润	9,483	12,816	15,796	19,641	22,997
销售及行政开支	-2,396	-2,642	-4,117	-5,067	-6,199
EBIT	7,087	10,174	11,680	14,574	16,798
利息成本	-900	312	-959	-1,323	-2,124
利息收入	121	82	137	168	95
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	13,718	16,471	17,934
所得税	-3,838	-4,468	-6,055	-7,406	-8,393
少数股东权益	-1,977	-2,722	-1,834	-2,725	-2,571
净利润	4,041	6,093	5,829	6,340	6,970
核心净利润	2,680	3,596	4,608	5,184	5,809
股权数	4,025	4,143	4,143	4,143	4,143
核心 EPS	0.67	0.87	1.11	1.25	1.40
每股分红	0.29	0.28	0.36	0.40	0.45

现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	4,041	6,093	5,829	6,340	6,970
营运资本变动	81	-16,180	-426	-1,696	-3,973
其他	-1,369	-1,926	-1,537	988	3,412
经营性现金流合计	2,753	-12,013	3,866	5,632	6,409
投资物业	-1,966	-4,706	-6,849	-7,285	-16,043
其他	612	-532	172	988	-1,516
投资性现金流合计	-1,353	-5,238	-6,677	-6,296	-17,559
自由现金流	1,399	-17,251	-2,811	-664	-11,150
每股自由现金流	0.35	-4.16	-0.68	-0.16	-2.69
权益融资	706	-6	0	0	0
债权融资	4,178	13,264	9,985	11,483	13,205
其他	-818	9,026	3,729	70	-579
融资性现金流合计	4,066	22,284	13,714	11,553	12,627
现金变动合计	5,466	5,033	10,903	10,889	1,476
期初现金	14,840	20,306	25,339	36,242	47,131
期末现金	20,306	25,339	36,242	47,131	48,607

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
长期股权投资	5,594	7,642	7,073	5,588	6,553
其他非流动资产	6,200	7,757	7,909	8,193	8,528
非流动资产合计	62,879	73,643	80,074	86,158	103,501
发展中物业	45,340	58,851	58,864	61,758	61,573
竣工待售物业	10,617	14,590	15,308	17,109	17,702
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	39,179	50,068	51,544
其他流动资产	1,507	1,581	1,581	1,581	1,581
总资产	162,497	195,132	212,288	232,227	249,899
流动负债合计	76,846	89,330	87,848	89,973	88,741
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	23,152	27,421	31,072
股东权益	31,840	36,221	40,899	45,765	51,077
总负债和权益合计	162,497	195,132	212,288	232,227	249,899

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	36.4%	36.1%	34.2%	33.7%	33.0%
经营利润率	27.2%	28.7%	25.3%	25.0%	24.1%
净利润率	10.3%	10.1%	10.0%	8.9%	8.3%
营收增长率	32.9%	36.3%	30.3%	25.9%	19.6%
EBIT 增长率	34.1%	43.5%	14.8%	24.8%	15.3%
核心净利增长率	51.6%	34.2%	28.1%	12.5%	12.1%
核心 EPS 增长率	50.5%	30.4%	28.1%	12.5%	12.1%
每股净资产	7.91	8.74	9.87	11.05	12.33
利息覆盖倍数	2.77	4.90	3.17	4.29	7.28
净负债资本率	37%	36%	30%	27%	31%
净负债率	81%	74%	58%	52%	60%
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	5.19	5.07	4.89
ROA	1.8%	2.0%	2.3%	2.4%	2.5%
ROE	9.1%	10.6%	11.9%	12.0%	12.0%
ROCE	3.4%	3.8%	4.0%	3.9%	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和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。