盈利能力有所回升，财务状况料将改善

——银城国际控股中报点评报告

银城国际控股
(1902.HK)
增持
(维持)

交付节奏影响收入利润，毛利率水平有所回升。银城国际控股 2021 年上半年实现营收 37.89 亿元，同比下降 16.8%；归母净利润 0.80 亿元，同比下降 21.5%。毛利率方面，公司 2021 年上半年毛利率为 18.2%，较 2020 年同期提升 2.5 个百分点，主要系部分结转项目毛利率相对同期较高，如致享城、惠山国际小区及荟见未来等项目。不过，受结算项目权益比例变化及合联营项目未贡献业绩影响，公司归母净利润降幅略高于营收降幅。整体而言，公司 2021 年上半年业绩较为平稳，充足的已售未结资源（2021 年上半年末全口径：352 亿元）能够一定程度保障未来的业绩增长。

多元拿地持续发力，区域布局继续深化。公司 2021 年上半年继续丰富长三角布局，期内首进江苏淮安，逐步加强对优质下沉市场探索。2021 年上半年，公司在南京、杭州、温州、无锡等地获取 12 幅地块，总货值约 346 亿元，平均成本约 5396 元/平（21H 销售均价：20374 元/平），在深耕长三角的同时维持了拿地成本的相对可控。截至 2021H，公司土储总可售未售面积约 311 万平，对应货值约 681 亿元，较 2020 年末增长 22.7%。拿地渠道方面，公司 2021 年收并购拿地金额占比达 27%，在集中供地的环境下通过勾地、并购等有效拓展了土地储备。**拿地渠道的有效拓展能够支撑公司未来稳步增长，并保障项目未来的盈利能力。**

债务结构有所优化，拿地强度降低料将助力杠杆下降。由于拿地较为积极，公司截至 2021H 现金及存款总额约 54.96 亿元，2020 年末为 64.21 亿元。在较快发展的同时，公司有息负债结构有所改善，2021H 短债占比较 2020 年末下降 9 个百分点至 30%，期末报表口径现金短债比约为 1.16 倍（2020 年末：1.16 倍），短债覆盖倍数保持基本稳定。受拿地及结算节奏影响，公司 2021H 净负债率约 196.3%（2020 年末：151.0%），净负债率有一定阶段性上升；但公司回款方面保持稳定，2021 年 1-7 月回款率达 92%的较高水平。**随着下半年拿地强度的下降和在手项目销售结转，公司未来财务状况有望进一步改善。公司计划于 2022 年实现“三道红线”全部达标。**

维持“增持”评级，目标价 3.6 港元。预测公司 2021-2023 年核心 EPS 分别为人民币 0.16 元、0.29 元和 0.48 元，同比增长 79.4%、77.6%和 66.0%。考虑到公司的成长性与更趋多元的拿地及融资渠道，给予 60%目标 NAV 折让，目标价 3.6 港元，较现价空间达 26%。（最新股价为 8 月 20 日收盘价）

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

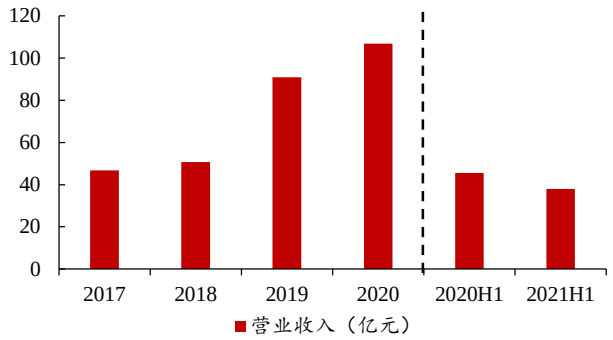
微信公众号

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

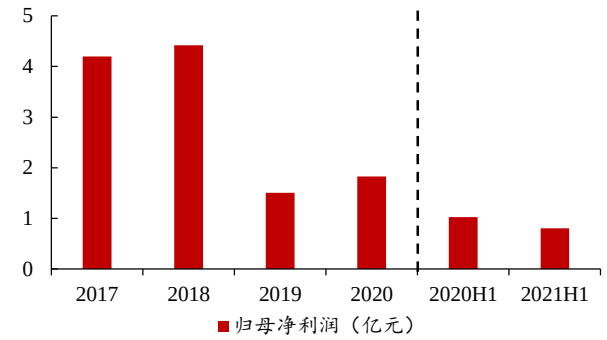
财务摘要 (百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,070	9,092	10,680	12,526	15,563	19,038
(+/-)%	*8.4%*	*79.3%*	*17.5%*	*17.3%*	*24.3%*	*22.3%*
毛利润	1,470	1,479	1,157	2,201	2,981	3,748
核心净利润	271	82	133	238	422	701
(+/-)%	*-32.5%*	*-69.7%*	*61.5%*	*79.4%*	*77.6%*	*66.0%*
核心 PE	13.86	45.72	28.31	15.78	8.88	5.35
PB	2.39	1.50	1.36	1.27	1.13	0.96

图 1：公司 2021 年上半年营收小幅下降



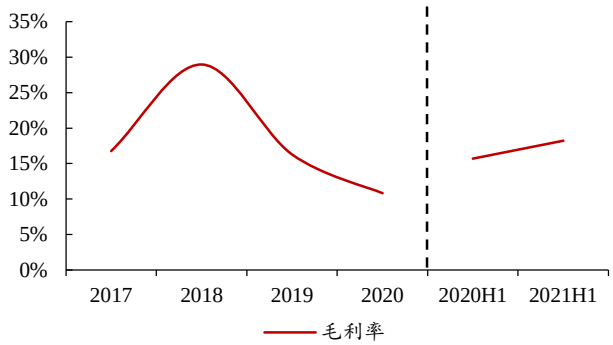
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 2021 年上半年归母净利润有所下滑



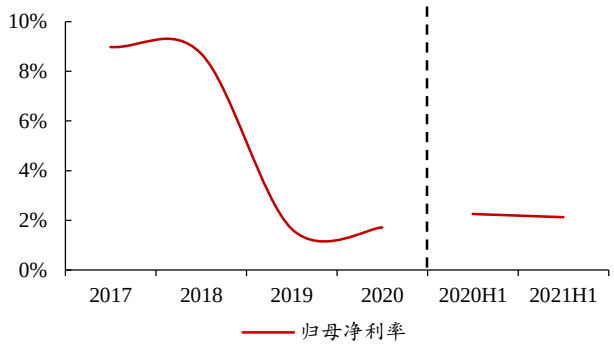
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司 2021 年上半年毛利率有所回升



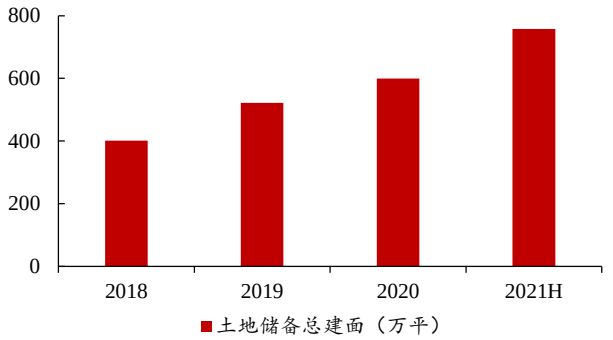
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2021 年上半年归母净利率基本稳定



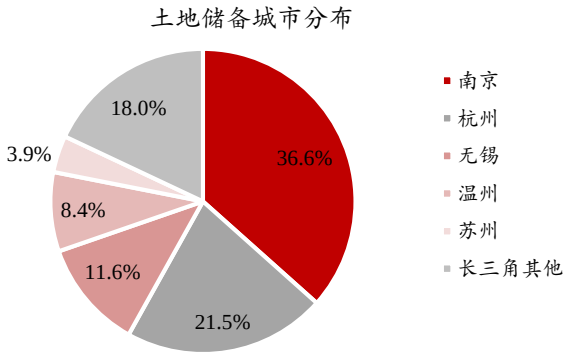
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司土地储备稳步增长



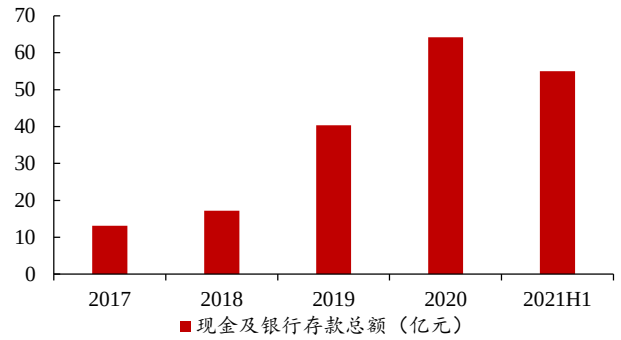
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司土储集中于长三角核心城市



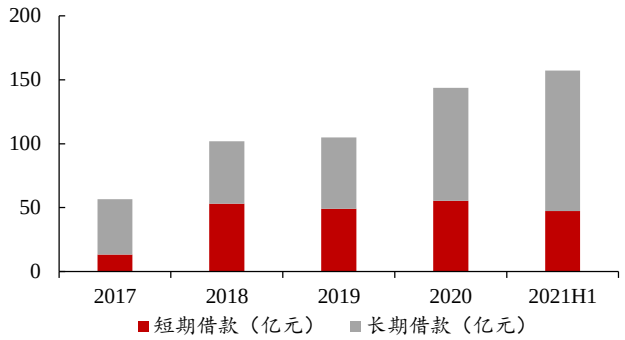
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2021 年中期数据

图 7：公司货币资金总额有所下降



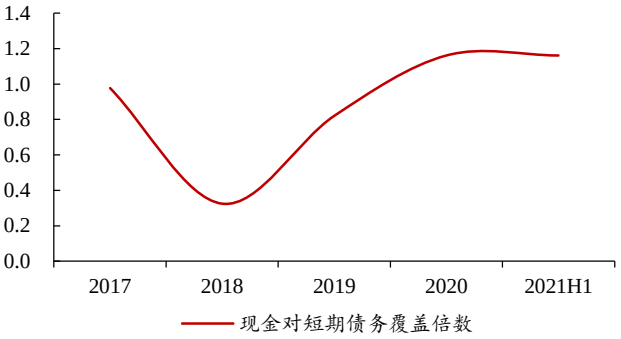
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：包含全部货币资金

图 8：公司有息负债结构持续优化



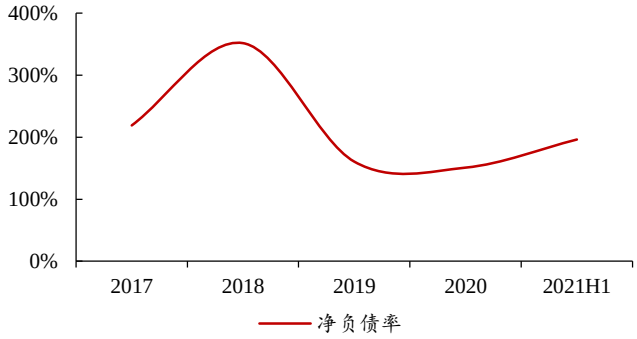
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司现金短债比保持稳定



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：报表口径

图 10：公司净负债率出现阶段性上升



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：银城国际控股 NAV 约 9.01 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2021
开发物业总计	19,540
投资物业总计	1,195
总资产估值	20,735
净负债	7,704
NAV 估值	13,031
每股 NAV（港元/股）	9.01
股价（港元，8 月 20 日）	2.85
NAV 折让	68%

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	9,092	10,680	12,526	15,563	19,038
营业成本	-7,613	-9,522	-10,324	-12,582	-15,290
毛利润	1,479	1,157	2,201	2,981	3,748
销售及行政开支	-587	-485	-914	-1,089	-1,371
EBIT	870	691	1,306	1,911	2,396
利息成本	-167	-202	-311	-318	-402
利息收入	23	26	41	64	65
应占合联营公司利润	66	34	48	326	301
其他收入	148	126	0	0	0
税前利润	940	674	1,085	1,983	2,359
所得税	-580	-288	-471	-743	-825
少数股东权益	-210	-204	-376	-818	-833
净利润	150	183	238	422	701
核心净利润	82	133	238	422	701
股权数	1,369	1,447	1,447	1,447	1,447
核心 EPS	0.06	0.09	0.16	0.29	0.48
每股分红	0.02	0.03	0.05	0.08	0.14

现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	150	183	238	422	701
营运资本变动	3,469	2,236	2,274	3,460	467
其他	-123	-992	-834	-423	-319
经营性现金流合计	3,496	1,428	1,678	3,460	849
投资物业	0	-302	-400	-477	-334
其他	-6,197	-6,159	-1,546	2,098	731
投资性现金流合计	-6,197	-6,461	-1,946	1,621	397
自由现金流	-2,701	-5,033	-268	5,081	1,246
每股自由现金流	-2	-3	-0	4	1
权益融资	755	0	0	0	0
债权融资	-118	3,573	862	-152	452
其他	3,369	2,084	1,203	-3,130	-773
融资性现金流合计	4,006	5,657	2,065	-3,282	-321
现金变动合计	1,305	624	1,796	1,799	925
期初现金	1,589	2,894	3,518	5,314	7,113
期末现金	2,894	3,518	5,314	7,113	8,038

资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	918	2,789	3,189	3,665	3,999
长期股权投资	989	2,323	1,858	1,219	442
其他非流动资产	2,165	2,562	4,548	3,064	3,073
非流动资产合计	4,072	7,674	9,594	7,949	7,515
发展中物业	16,167	20,328	25,658	28,058	28,716
竣工待售物业	6,227	2,851	1,450	2,494	2,534
应收账款	2,731	3,764	3,990	4,189	4,147
现金及银行存款	4,031	6,421	8,217	10,016	10,941
其他流动资产	1,295	3,592	3,591	3,591	3,591
总资产	34,523	44,629	52,501	56,297	57,444
流动负债合计	24,068	30,396	35,914	41,687	41,779
长期借款	5,582	8,825	9,355	9,261	9,539
其他非流动负债	3	4	4	4	4
递延所得税	842	143	150	158	174
非流动负债合计	6,428	8,972	9,508	9,422	9,716
少数股东权益	1,518	2,502	4,118	1,872	2,051
归属母公司股东权益	2,509	2,760	2,961	3,316	3,899
总负债和权益合计	34,523	44,629	52,501	56,298	57,444

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	16.3%	10.8%	17.6%	19.2%	19.7%
经营利润率	9.6%	6.5%	10.4%	12.3%	12.6%
核心净利率	0.9%	1.2%	1.9%	2.7%	3.7%
营收增长率	79.3%	17.5%	17.3%	24.3%	22.3%
EBIT 增长率	-2.6%	-20.5%	88.9%	46.3%	25.4%
核心净利增长率	-69.7%	61.5%	79.4%	77.6%	66.0%
核心 EPS 增长率	-79.0%	52.8%	79.4%	77.6%	66.0%
每股净资产	1.83	1.91	2.05	2.29	2.69
利息覆盖倍数	1.87	1.37	1.64	2.00	2.24
净负债资本率	62.0%	55.8%	42.3%	34.6%	29.3%
净负债率	161.1%	151.0%	99.0%	97.5%	77.1%
总资产周转率	0.30	0.27	0.26	0.29	0.33
资产权益比	13.76	16.17	17.73	16.98	14.73
ROA	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%	1.3%
ROE	4.0%	5.0%	8.3%	13.5%	19.4%
ROCE	0.9%	1.1%	1.5%	2.7%	4.6%

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。