

证券研究报告

房地产行业


兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

买入 (首次) **01238.HK 宝龙地产** **港股通 (深)**
目标价: 5.30 港元
现价: 4.31 港元
物业开发高速增长, 商业运营稳步前行
2019年07月09日
预期升幅: 23%
主要财务指标

市场数据		主要财务指标				
日期	2019.7.9	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
收盘价(港元)	4.31	营业收入(百万元)	19,594	26,181	34,570	43,288
总股本(亿股)	39.97	同比增长(%)	25.7	33.6	32.0	25.2
总市值(亿港元)	172.28	归母核心净利润(百万元)	1,768	2,358	3,080	3,782
净资产(亿元)	272.87	同比增长(%)	28.5	33.4	30.6	22.8
总资产(亿元)	1320.55	毛利率(%)	38.5	33.2	32.4	31.7
每股净资产(元)	6.83	归母核心净利润率(%)	9.0	9.0	8.9	8.7
		净资产收益率(%)	10.4	8.2	10.2	11.7
		每股核心收益(元)	0.44	0.59	0.77	0.95
		每股股息(分)	26	26	34	41

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

数据来源: Wind

相关报告

《合约销售大幅提升, 经常性收入稳定增长》20190407

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

投资要点

- **首次评级覆盖给予“买入”评级, 目标价 5.3 港元。**我们认为当前房地产行业的确定性在销售和业绩, 销售的确定性来自充足的货值储备和上市房企的综合实力, 宝龙地产兼具高速增长的销售和稳健的业绩, 经常性收入的规模的提升带来财务的安全性。另外, 全球再次进入降息通道后, 能够产生稳定现金流的商业资产将迎来价值重估。我们预计公司 2019/2020 年的营业收入分别为 262 和 346 亿元, 分别同比增长 34% 和 32%, 核心净利润分别为 24 和 31 亿元, 分别同比增长 33% 和 31%。我们计算公司 NAV 为 9.63 港元, 给公司的目标价为 5.3 港元, 相当于 NAV 折让 45%, 相当于 2019/2020 年 7.9/6.0 倍 PE, 首次评级覆盖给予“买入”评级。
- **综合房地产开发运营商:**宝龙地产是一家集物业开发、商场运营和酒店运营以及文化艺术为一体的综合房地产开发运营商。经过多年持续发展和深耕, 公司形成了主次分明、层次清晰的优质土地储备, 70% 位于以上海为中心的长三角区域, 其余分布于海西、环渤海、海南和中西部, 总土储超过 2000W 平米, 平均成本仅 2486 元/平米。
- **物业开发高速增长:**公司 2018 年实现合约销售 410 亿元, 同比增速达到 96%, 今年继续保持高速增长, 上半年累计合约销售金额同比增长达到 79%。我们预计公司未来仍将保持 20-30% 的复合增速。公司的产品多样, 近 20% 为商业性质, 不受调控因素的影响, 并带动整体的销售均价。
- **商业运营稳步前行:**公司有 10 余年的商业运营经验, 打造了宝龙广场的商业品牌, 目前已经开业 39 个商场, 还有 22 个商场在建设中, 未来 2-3 年将进入开业高峰期, 宝龙地产商业运营将成为中国商业地产的顶级品牌。酒店业务目前持有 17 座酒店, 还有 11 座酒店在建设中, 总酒店数量将达到 28 座。商场和酒店给公司贡献稳定的经常收入, 目前已经可以完全覆盖当年的利息成本。

风险提示: 宏观经济增长放缓; 行业调控政策加严; 流动性收紧; 公司销售不及预期; 人民币贬值; 投资物业出租率下降; 酒店入住率不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Buy

(Initiate)

China Property

Powerlong
(1238.HK)

Stock Connect (SZ)

Property Development Grows Fast; Commercial Investment Properties stably appreciate

07/09/2019

Key Data

July, 9, 2019

Closing Price(HKD)	4.31
Total Shares (100 Mn)	39.97
Market Cap(HKD/100 Mn)	172.28
Net Assets (CNY/100 Mn)	272.87
Total Assets (CNY/100 Mn)	1320.55
BVPS(CNY)	6.83

Analyst**Jian Song**

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

Contact**Ningxin Yan**

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

Key Financial Indicators

FY	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue (Mn/CNY)	19,594	26,181	34,570	43,288
YoY (%)	25.7	33.6	32.0	25.2
Core Net Profit Attributable to Shareholders (Mn/CNY)	1,768	2,358	3,090	3,809
YoY (%)	28.5	33.4	31.0	23.3
Gross Margin (%)	38.5	33.2	32.4	31.7
Core Net Profit Margin (%)	9.0	9.0	8.9	8.8
ROE (%)	10.4	8.2	10.2	11.7
Core EPS (Yuan)	0.44	0.59	0.77	0.95
Dividend Per Share (Cents)	26	26	34	41

Company Profile

Powerlong Real Estate Holdings (Powerlong) is a subsidiary of Powerlong Group. Powerlong was listed on HKEX in 2009, with code 1238.HK. Company focused on developing and operating integrated commercial real estate projects. Company's businesses include property development, investment properties, property management, and other property development related services.

Highlights

Initiate at "BUY", TP 5.3 HKD. The certainty of China Property sector is sales and performance, and the certainty of sales comes from adequate saleable resources and integrated operating abilities. Powerlong has both fast growing sales and stable performance. Steady increase of recurring income brings financial security. Besides, global countries are tending to decrease interest rates, and commercial assets generating stable cash flow may embrace revaluation. We expect company's revenue in 2019/2020 to be CNY 26.2 Bn and CNY 34.6 Bn, up 33.6% and 32.0% yoy. Core net profits are expected to be CNY 2.4 Bn and CNY 3.1 Bn, up 33.4% and 31.0% yoy. Company's NAV is calculated to be HKD 9.63. Based on a discount of 45%, we initiate at "BUY", with TP 5.3 HKD, representing 7.9/6.0X PE in 2019/2020.

Integrated property developer. Powerlong is an integrated developer involved in property development, shopping mall operations, culture and arts etc. Company has reserved well organized land bank after years of continuous development and deep cultivation. 70% of company's land bank is located in the Yangtze River Delta centered in Shanghai, and the other land reserve is mainly in West Strait, Bohai Rim, Hainan and Central and Western Region. Total land bank exceeds 20 million sqm. Average land cost is only 2486 RMB/sqm.

Property Development Grows Fast. Company achieved contracted sales value of CNY 41 Bn in 2018, up 96% yoy. Company's sales will maintain high growth this year. The yoy growth of accumulated contracted sales in 2019H1 amounts to 79%. We expect company to maintain 20%-30% CAGR in the future. Company has various product types, and approximately 20% of products are commercial. They are not affected by policy regulation and help increase average selling price.

Commercial Investment Properties stably appreciate. Company has over 10 years' commercial operating experience. Company built influencing commercial brands such as Powerlong Plaza. 39 shopping malls has opened so far, and 22 malls are still in construction. We suppose company will enter an explosion time of malls opening. Company held 17 hotels so far, and 11 hotels are in construction. Total number of hotels will reach 28. Shopping malls and hotels contribute stable recurring income and fully covers financing cost every year.

Potential risks: 1) Macroeconomic growth slows down. 2) Stricter industry regulation and policies. 3) Tighter liquidity. 4) Contracted sales below expectation. 5) RMB depreciation. 6) Occupancy rate of investment properties decreases. 7) Occupancy rate of hotels below expectation.

目 录

1、公司基本情况	- 6 -
1.1、公司发展历程	- 6 -
1.2、股权架构及主要管理层	- 9 -
2、物业开发高速增长	- 10 -
2.1、聚焦长三角，构建优质土储	- 11 -
2.2、坚持低成本，高周转高增长	- 16 -
3、商业运营稳步前行	- 18 -
3.1、模式成熟，商业进入爆发期	- 18 -
3.2、效率提升，酒店自营有特色	- 21 -
4、财务分析及盈利预测	- 23 -
5、估值与评级	- 28 -
6、风险提示	- 30 -

图 表

图 1、公司的合约销售金额	- 7 -
图 2、公司的合约销售面积及均价	- 7 -
图 3、公司的营业收入及增速	- 7 -
图 4、公司的营收结构	- 7 -
图 5、公司的核心净利润	- 7 -
图 6、公司的每股派息及派息率	- 7 -
图 7、公司的总土储	- 8 -
图 8、公司的土储城市分布	- 8 -
图 9、公司的土储地图	- 8 -
图 10、股权架构	- 9 -
图 11、公司的销售高速增长	- 10 -
图 12、公司合约销售的区域分布	- 10 -
图 13、公司合约销售的城市分布	- 10 -
图 14、公司 2019 年可售资源区域分布	- 10 -
图 15、公司的历年土地储备	- 11 -
图 16、公司的土地储备按区域分布	- 11 -
图 17、2014-2018 年拿地金额区域分布	- 12 -
图 18、2014-2018 年拿地面积区域分布	- 12 -
图 19、2014-2018 年长三角主要城市金额分布	- 12 -
图 20、2014-2018 年长三角主要城市面积分布	- 12 -
图 21、2014-2018 年拿地金额的城市分布	- 13 -
图 22、截止 2018 年土储城市级别分布	- 13 -
图 23、2014-2018 年拿地金额	- 13 -
图 24、2014-2018 年拿地面积	- 13 -
图 25、历年权益拿地金额/权益销售金额	- 13 -
图 26、历年拿地面积/销售面积	- 13 -
图 27、土储持有和销售占比	- 14 -
图 28、总土储业态分布	- 14 -

图 29、	历年商业与住宅销售金额	- 14 -
图 30、	商业与住宅销售的均价	- 14 -
图 31、	2014 年土储按城市分布	- 15 -
图 32、	2018 年土储按城市分布	- 15 -
图 33、	历年拿地成本	- 16 -
图 34、	土储平均成本	- 16 -
图 35、	历年拿地成本/销售均价	- 16 -
图 36、	拿地溢价率	- 16 -
图 37、	历年销售金额/存货	- 17 -
图 38、	行业存货周转率	- 17 -
图 39、	宝龙的综合体运营	- 17 -
图 40、	厦门宝龙一城	- 18 -
图 41、	杭州滨江宝龙城	- 18 -
图 42、	历年开业商场总个数	- 19 -
图 43、	商场历年总可租面积	- 19 -
图 44、	可租面积按区域划分	- 20 -
图 45、	可租面积按城市划分	- 20 -
图 46、	租金和物业管理费收入	- 20 -
图 47、	月均租管费	- 20 -
图 48、	新增商场个数	- 21 -
图 49、	新增商场可租面积	- 21 -
图 50、	宝龙地产酒店开业情况及计划	- 22 -
图 51、	宝龙酒店的区域分布	- 22 -
图 52、	宝龙地产酒店总客房数	- 22 -
图 53、	宝龙地产酒店的营业收入	- 22 -
图 54、	公司的经常性收入及占营收比例	- 22 -
图 55、	经常性收入对利息覆盖比例	- 22 -
图 56、	公司的营业收入	- 23 -
图 57、	公司的核心净利润	- 23 -
图 58、	公司的毛利率	- 23 -
图 59、	公司的核心净利润率	- 23 -
图 60、	公司的销售费用率和管理费用率	- 24 -
图 61、	公司的 ROA 和 ROE	- 24 -
图 62、	公司的每股股息及派息率	- 24 -
图 63、	股息收益率	- 24 -
图 64、	有息负债类型结构	- 25 -
图 65、	有息负债期限划分	- 25 -
图 66、	有息负债按货币种类划分	- 25 -
图 67、	公司的平均融资成本	- 25 -
图 68、	历年新增净负债	- 25 -
图 69、	公司的净负债率	- 25 -
图 70、	合约销售预测	- 26 -
图 71、	营业收入预测	- 26 -
图 72、	毛利率和核心净利率预测	- 27 -
图 73、	净负债率预测	- 27 -
图 74、	PE-Band	- 29 -
图 75、	PB-Band	- 29 -
图 76、	港股通持股比例	- 29 -

表 1、 公司的发展历程	- 6 -
表 2、 公司的进入城市时机	- 11 -
表 3、 宝龙地产商场产品线	- 18 -
表 4、 宝龙地产主要城市开业情况	- 19 -
表 5、 宝龙地产主要开业酒店	- 21 -
表 6、 近两年宝龙部分债务发行情况	- 26 -
表 7、 盈利预测	- 27 -
表 8、 WACC 计算.....	- 28 -
表 9、 NAV 计算.....	- 28 -
表 10、 港股地产行业估值表(截止 20190709).....	- 30 -
附表.....	- 31 -

报告正文

1、公司基本情况

宝龙地产控股有限公司（以下简称“**宝龙地产**”）是宝龙集团旗下子公司。自1990年于澳门成立后，专注开发及经营综合性商业地产项目。公司于2009年在港交所上市，代码1238.HK，目前公司业务涵盖物业开发、物业投资、物业管理服务和其他物业开发及相关服务。

1.1、公司发展历程

2003年起宝龙地产开始专注商业地产的综合运营和开发，2005年开启全国化的布局并投资第一个长三角项目。2009年公司在香港主板上市，代码1238.HK。2010年公司进入重庆、杭州、上海、厦门等核心城市，开启了以长三角为重点区域，全国五大城市群布局的拓展征程。截至2018年，公司的总资产达到1321亿元，净资产达到273亿元，总土地储备达到2100万平方米，持有可售项目80个。

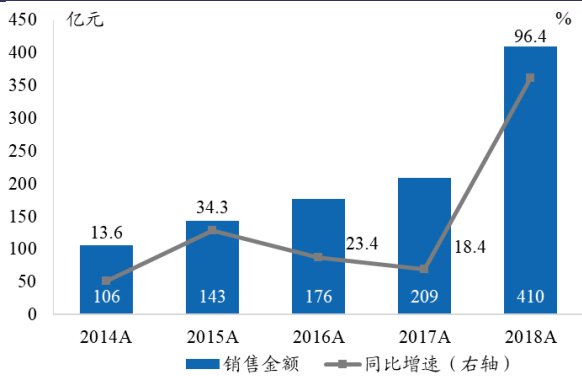
表1、公司的发展历程

时间	重要事件
1990年	宝龙集团在澳门成立
1991-2002	开发厦门宝龙城市中心第一期和第二期
2003年	旗下子公司宝龙地产专注商业地产项目的开发运营
2006年	首次跻身房产百强企业
2008年	跻身中国房地产百强企业前50强
2009年	宝龙地产在香港主板上市（代码：01238.HK）
2010年	总部正式移师上海
2013年	确定公司战略：“以上海为中心 深耕长三角”，发行5年期2.5亿美元优先票据和三年期8亿人民币优先票据，上线宝龙电商平台
2015年	将产品线分为宝龙广场、宝龙城、宝龙一城，分别对应中端主流产品、高端产品、超高端产品
2016年	新五年规划启动，保持地产核心业务快速发展的前提下，朝着多元复合化发展
2018年	中国商业地产公司品牌价值TOP10、中国房地产百强企业第45位

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

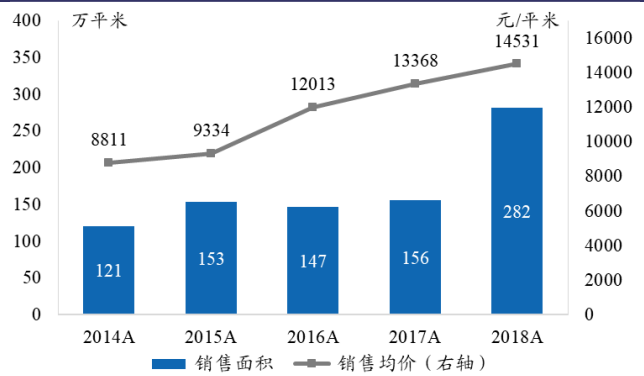
公司2018年销售规模增长迅猛，年内合约销售金额和面积分别为410亿元人民币和282万平方米，同比增长96%和81%，销售均价为14531元/平方米。2019年公司的合约销售目标为500亿元，截至2019年6月底，公司共实现合约销售额292亿元，同比增长78.7%，完成全年目标的58%。

图1、公司的合约销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

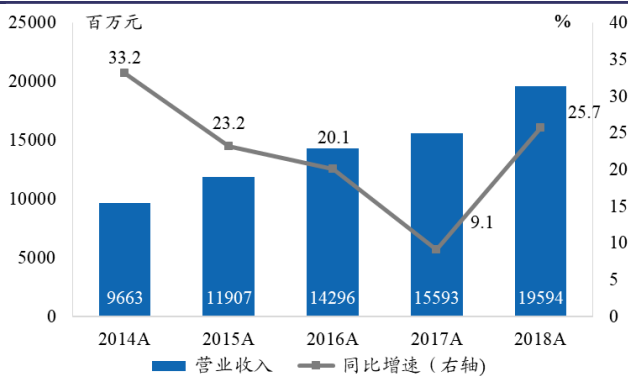
图2、公司的合约销售面积及均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

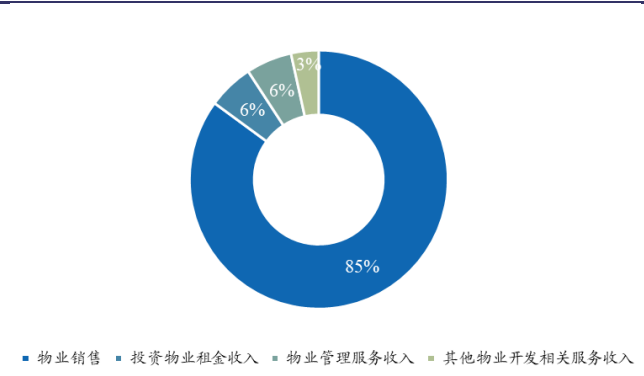
公司的四大主营业务分别为物业开发与销售、投资物业运营、物业管理及其他物业开发相关服务。截止2018年度,公司的营业收入为195.94亿元,同比增长25.7%;四大业务的营收占比分别为85.1%, 5.7%, 5.7%和3.5%, 物业开发业务以外的其他三大业务占比达到15%。

图3、公司的营业收入及增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

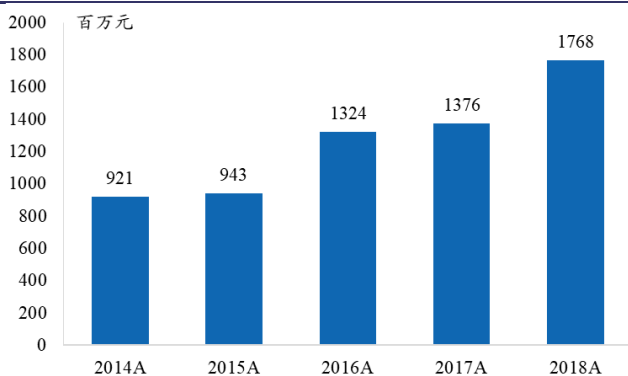
图4、公司的营收结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

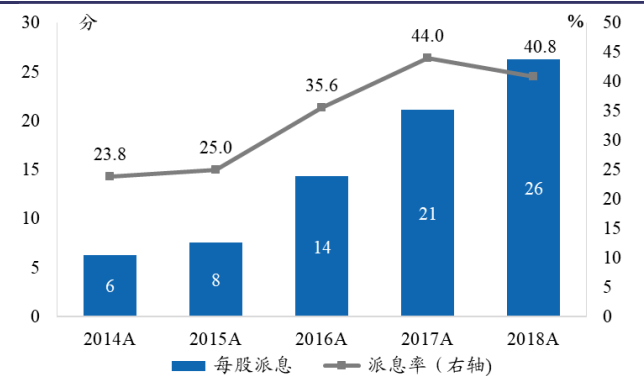
公司核心净利润保持稳健增长,2018年公司实现归属股东的核心净利润17.7亿元,同比增长28%,2014至2018年核心净利润CAGR达到18%。公司派息力度强,2018年中期和末期分别派息6.8港仙和23.2港仙,全年共派息30港仙,派息占核心净利润的比例为41%,高于行业平均水平。

图5、公司的核心净利润



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

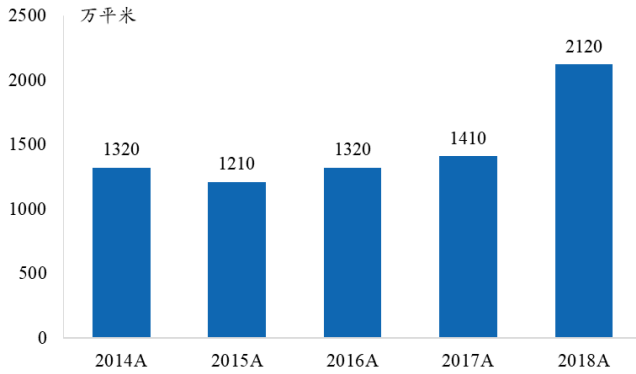
图6、公司的每股派息及派息率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

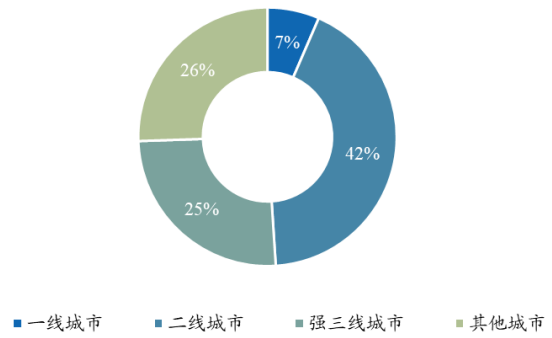
公司的土地储备可以支持现有快速上升的销售规模，截至 2018 年末，公司的总土地储备为 2120 万平米，同比增长 50.4%。

图7、公司的总土储



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

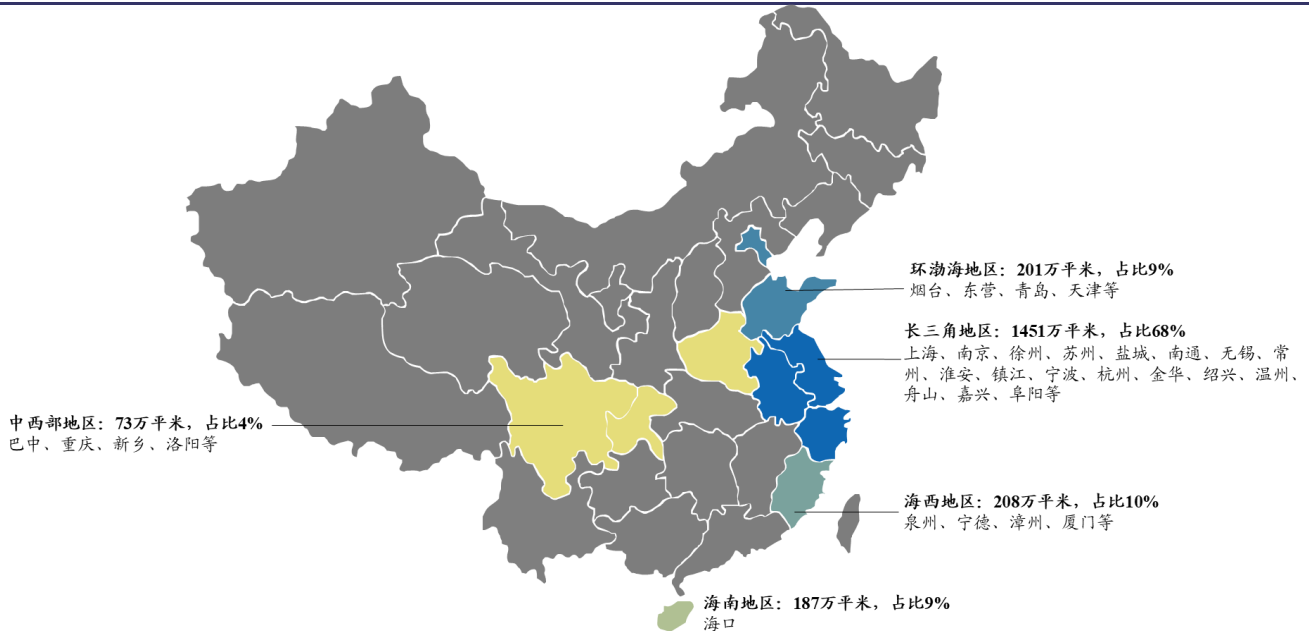
图8、公司的土储城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

宝龙地产的城市布局聚焦于长三角，在“以上海为中心，深耕长三角”的战略方针指引下以及精准拿地、精准布局的策略下，目前宝龙地产在长三角地区投资开发的项目逾 80 个，区域内的土储面积为 1451 万平方米。近三年公司继续积极拓宽长三角布局，新增业务主要集中在周边二三线城市，包括宁波、温州、南通等城市。

图9、公司的土储地图

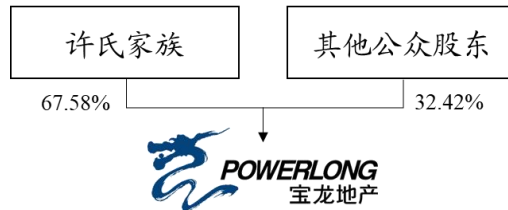


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、股权架构及主要管理层

公司为家族企业制，许氏家族持股比例合计达到 67.58%。公司的第一大股东是创始人许健康先生，目前持股比例为 45.95%，其子许华芳目前担任公司总裁及执行董事，持股比例为 15.01%，其女许华芬现担任公司非执行董事及宝龙集团发展有限公司的董事总经理，持股比例为 6.62%。其他公众股东持股比例为 32.42%。

图10、股权架构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

许健康，67岁，执行董事兼董事会主席，主要负责制定公司整体策略及投资决策。许先生于1992年创办宝龙集团发展有限公司，一直担任集团主席。自厦门宝龙集团成立起，许先生一直从事房地产开发业务，2003年始专注于商业物业开发。许先生在物业开发领域拥有逾20年经验，在商业地产运营领域拥有逾15年管理经验。

许华芳，41岁，执行董事兼公司总裁，主要负责公司的整体业务经营管理，为创始人许健康先生之子。许华芳先生毕业于厦门大学工商管理学院，获长江商学院EMBA学位，现于长江商学院修读DBA博士。许华芳先生于1999年进入厦门宝龙集团基层实习，2003年于厦门大学本科毕业后正式加入公司工作，历任副总经理、总经理、副总裁、常务副总裁、执行总裁等职务。

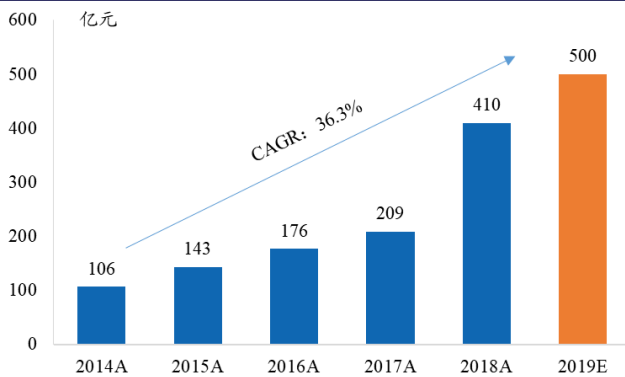
施思妮，38岁，执行董事，整体负责本集团的商业经营战略管理，为公司总裁许华芳先生的妻子。施女士毕业于澳洲中央昆士兰大学，获得艺术管理硕士学位，并于2014年9月获得长江商学院EMBA学位。2003年1月加盟厦门宝龙大酒店担任董事，2005年加盟厦门宝龙集团担任董事和财务总经理，2007年11月出任执行董事、监审总经理、成本控制中心总经理，并于2011年4月起主持商业集团战略管理工作。

廖明舜，55岁，公司副总裁兼首席财务官，负责公司整体资本运作、融资、税务及综合财务管控，亦为高级会计师、高级经济师、IPA、CTA、财务管理师及中国企业财务评价专家委员会专家评审委员。廖先生曾担任多家大型企业的高层财务管理职务，2009年8月加入公司。

2、物业开发高速增长

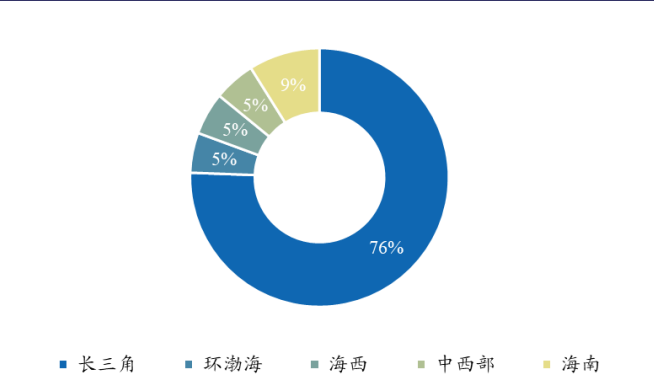
公司的销售规模保持较快的增速，2018 年公司实现销售金额 410 亿元，同比增长 96%，主要源于住宅物业的销售面积大幅增长。从合约销售金额的区域分布上看，长三角占据较高比例，贡献比例达到 76%，环渤海、海西、中西部地区及海南分别占比 76%、5%、5%、5%、9%。从城市的分布上看，二线城市占比较大，一线、二线、强三线及其他城市分别占比 9%、52%、21%、18%。

图11、公司的销售高速增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

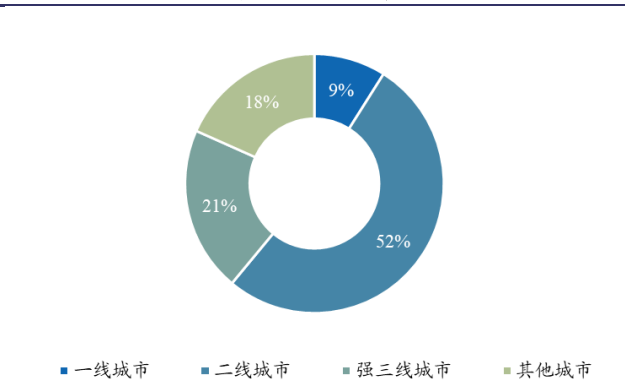
图12、公司合约销售的区域分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

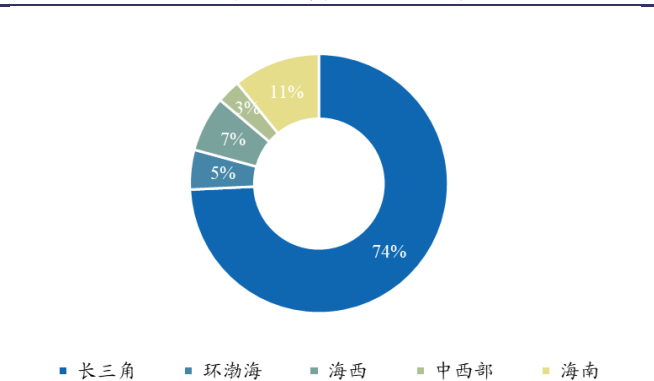
2019 年公司制定了 500 亿元的销售目标，同比增长 22%。公司全年的供货仍然以长三角地区为主，同时海南区域的供货占比达 11%，主要由于超级大盘（GFA 超过 200 万平米）环球 100 宝龙城项目逐步贡献销售，项目的当前剩余土储为 187 万平米，2019 年预计将推出 64 万平米。上半年公司共实现销售金额 292 亿元，同比增长 79%，较全年目标销售任务已经完成 58%。下半年的推货比例略微高于上半年，我们预计公司全年销售规模将突破 550 亿元。

图13、公司合约销售的的城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、公司 2019 年可售资源区域分布

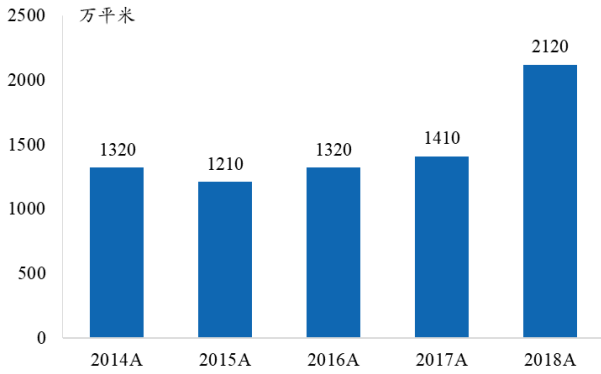


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、聚焦长三角，构建优质土储

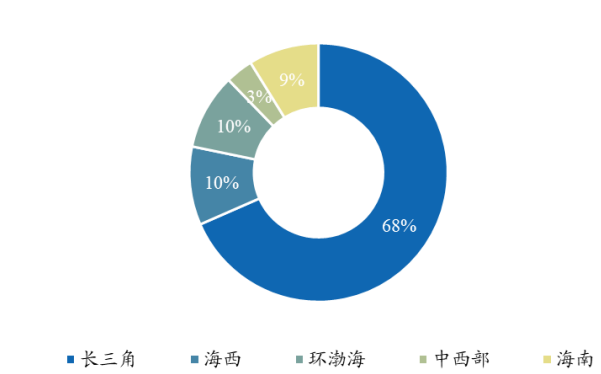
宝龙在构建土地储备上，既做到了全国范围内的广泛布局，分散风险；又做到了区域内的聚焦，以上海为中心的长三角区域是公司最核心的布局地区。截至2018年公司的总土地储备达到2120万平米，其中近70%均位于长三角地区。

图15、公司的历年土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、公司的土地储备按区域分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

在拿地节奏上，做到了以上海为中心，逐步向江浙区域重点城市扩张，丰富了土储的层次，形成了1+6+N的布局。截至2009年上市，公司的土地储备集中在长三角、环渤海、中部及福建13个城市，2010年公司以市场开拓为主，进入重庆、杭州、上海、厦门、天津等省会城市，首次进入西部地区，并在长三角地区继续开拓上海、杭州等核心城市市场，至此五大城市群格局已经基本形成。2011至2012年公司基本未进入新城市，选择在原有布局地区深耕。2013至2018年公司以长三角周边市场开拓为主，择机补充其他区域项目。2014年公司新进入扬州1个长三角城市，2015年并未进入新市场，2016年公司取得海南项目并新进入长三角2个城市。2017年公司新进入4个长三角城市，2018年新进入4个长三角城市。

截至2018年公司共进入了全国38个城市，其中包括长三角地区22个城市，环渤海6个城市，中西部5个城市，海西5个城市及海口。

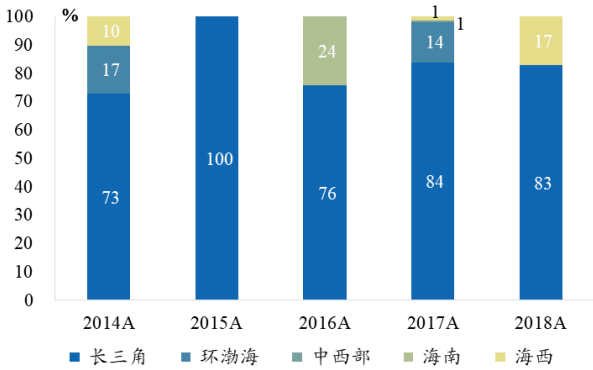
表2、公司的进入城市时机

年份	新进入城市	总城市
	已进入城市包括	
	长三角：上海、杭州、无锡、苏州、常州、镇江、盐城、淮安、宿迁、蚌埠	
2013A	环渤海：天津、烟台、青岛、泰安 海西：福州、泉州、漳州、厦门 中西部：新乡、郑州、洛阳、重庆	22
2014A	新进入扬州、阜阳、东营	25
2015A	无新进入城市	25
2016A	新进入宁波、海口、徐州、胶州	29
2017A	新进入绍兴、舟山、南京、南通、巴中	34
2018A	新进入温州、嘉兴、宁德、金华、常熟	39

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

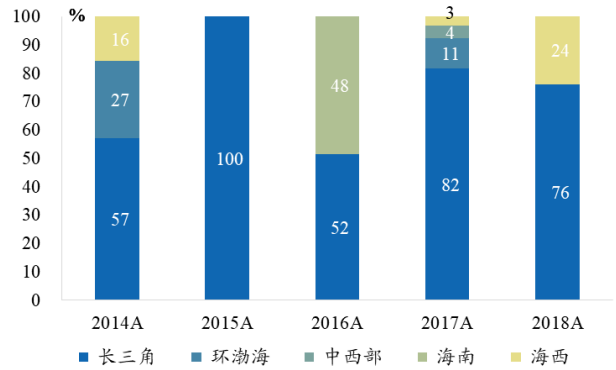
公司区域上聚焦长三角，连续多年都保持在长三角的投资力度，2014年至2018年公司在长三角地区的拿地金额占比均保持在70%以上，拿地面积占比均在50%以上。

图17、2014-2018年拿地金额区域分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

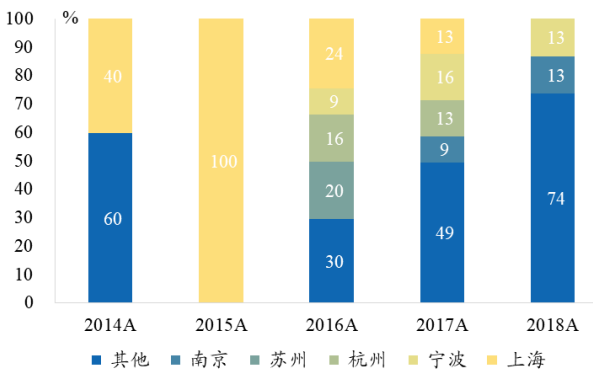
图18、2014-2018年拿地面积区域分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

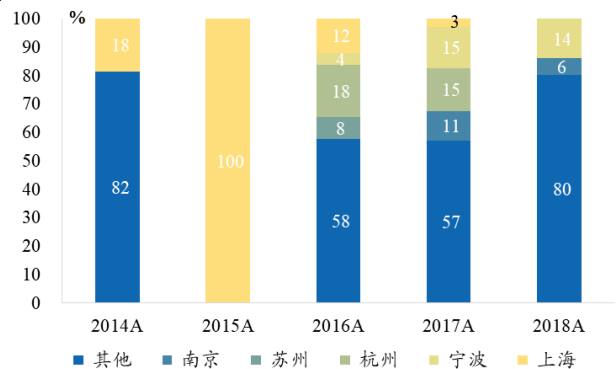
公司2016年时提出了1+6+N发展战略，即以上海为核心，南京、苏州、杭州、宁波、福州和厦门6座城市为重点目标城市拿地，在除此之外的其他城市选择性获取以住宅为主的高周转项目。从2015到2018年的拿地情况来看，公司在长三角主要城市新增土地款占比在逐步下降，公司转向较低阶的长三角城市如嘉兴、温州、金华获取项目。

图19、2014-2018年长三角主要城市金额分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、2014-2018年长三角主要城市面积分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

城市级别上看，公司的拿地方向近两年来趋于下沉，但基本都分布在长三角，整体去化不会面临太大问题，2018年公司的实际去化率达到65%。从拿地金额来看，2018年公司在其他城市拿地的金额占比达到40%。截至2018年末，公司的总土地储备中，一线、二线、强三线以及其他城市的土地储备分别占比7%、42%、25%、26%。

图21、2014-2018年拿地金额的城市分布

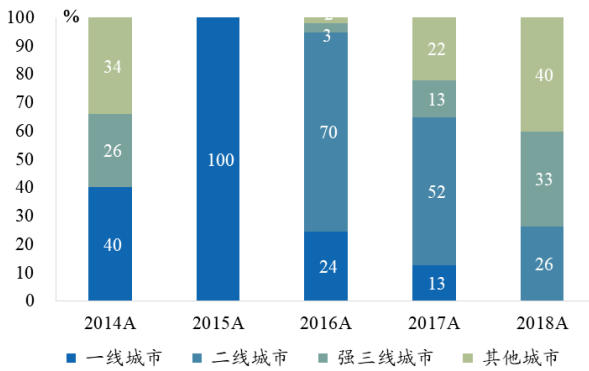
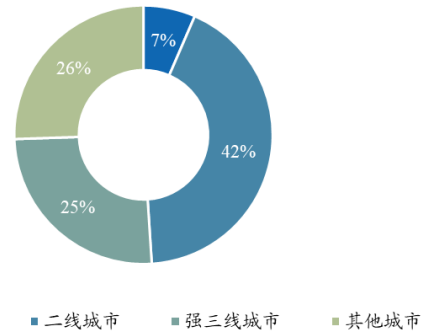


图22、截止2018年土储城市级别分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从拿地力度上，公司严守财务纪律，控制杠杆水平，随着销售规模的增大，拿地的规模也随着提升。随着近两年公司在低阶城市的布局力度加大，同等投资强度下，土地储备面积加快增长。2018年公司的新增土地价款为249亿元，拿地面积为574万平方米。

图23、2014-2018年拿地金额

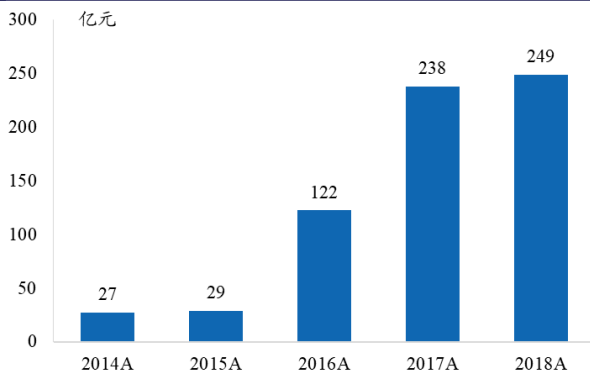
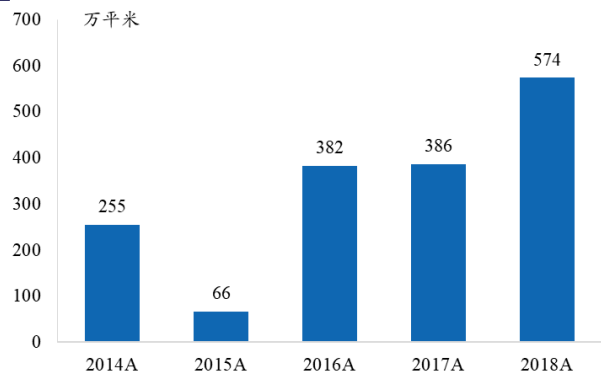


图24、2014-2018年拿地面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司2014至2017年在土地市场的投资力度逐步增大，2018年拿地放缓。年内权益拿地金额占权益销售金额的比例为51%，拿地面积占销售面积的比例为367%。

图25、历年权益拿地金额/权益销售金额

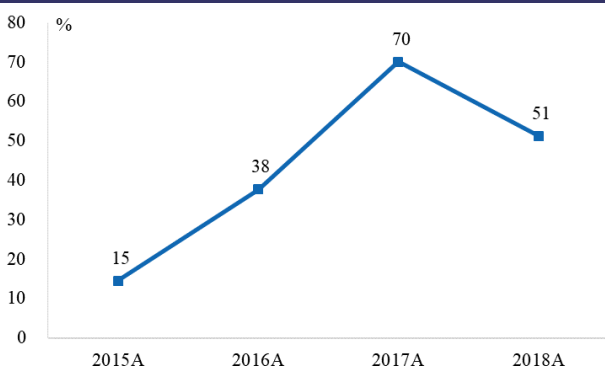
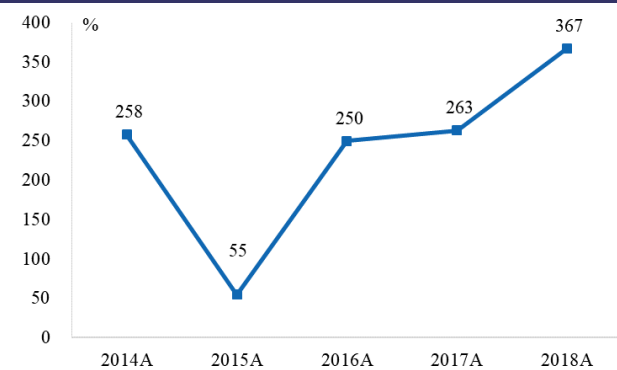


图26、历年拿地面积/销售面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

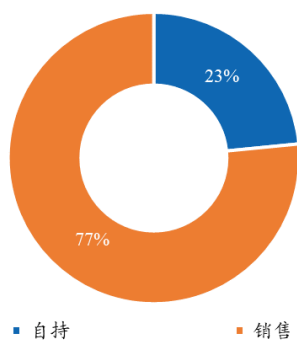
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

海外公司深度研究报告

公司为“物业发展+商业地产”的双轮驱动发展模式。公司在拿地的时候获取较多的综合体项目，商业和住宅可以形成良好的协同作用，一方面商业配建为公司前期拿地提供优势，同时配套引流也为住宅物业提供了需求支持。土地储备构成中物业发展为主，持有物业也占据一定比例且高于同行业其他房企，商业地产仍是公司未来长期发展的战略方向。从当前土储构成来看，销售物业和持有物业分别占比 77% 和 23%。

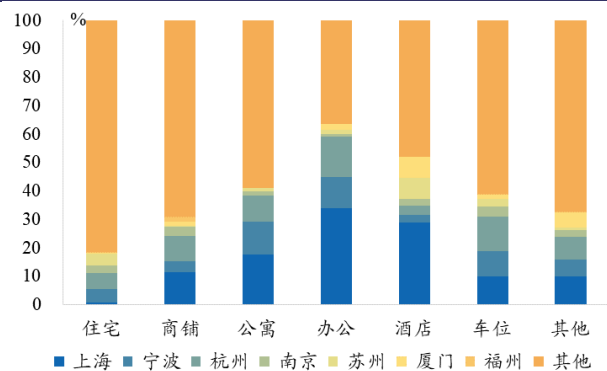
公司针对性的选择城市进行业态布局。在低阶城市以高周转住宅项目为主，投资物业的布局基本以核心城市为主。从截至 2018 年的总土储情况来看，住宅型土地储备中公司的核心 7 座城市仅占 18%，但投资性物业中核心城市占比达到 38%。

图27、土储持有和销售占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

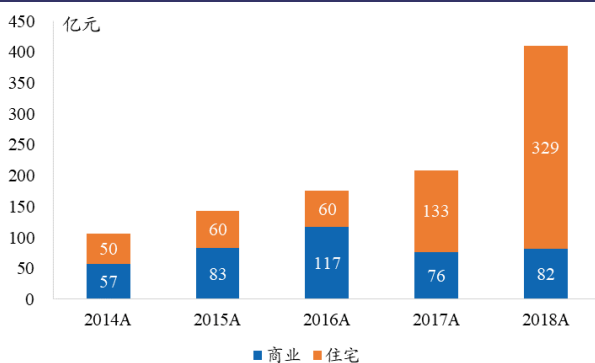
图28、总土储业态分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

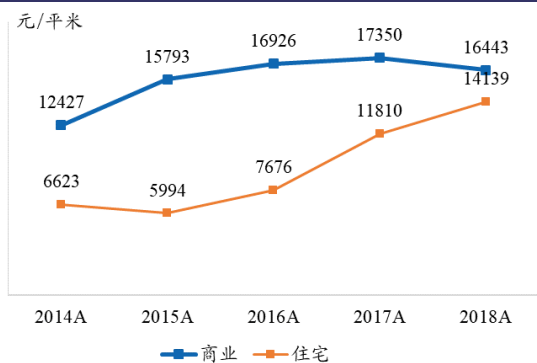
另外，公司的销售构成中，商业销售也占据相当的比例。商铺、公寓销售在可以实现高周转的同时也本身具备更高的溢价。2018 年公司销售的住宅和商业物业分别为 328.9 亿元和 81.5 亿元，主要源于年内推出的住宅项目的供货增加。从销售均价增长情况来看，住宅物业的均价增长较快，商业销售均价保持稳定。

图29、历年商业与住宅销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

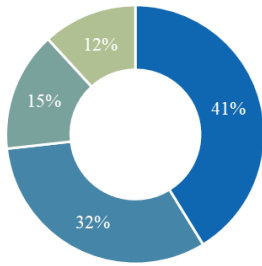
图30、商业与住宅销售的均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截止到 2018 年底，公司总计土地储备达到 2120 万平米，按区域划分，已经进入全国 38 个城市。从布局上来看，公司的发展策略更加明朗，将持续深耕长三角地区，在其他地区策略性补充新项目。2014 年，长三角、环渤海和其他地区的土地储备占比分别为 41%、32%和 27%。截至 2018 年，公司土储布局更为集中，长三角地区的土地储备占比提升至 68%。

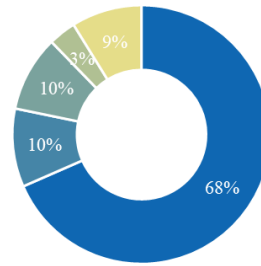
图31、2014 年土储按城市分布



■ 长三角 ■ 环渤海 ■ 中西部 ■ 海南

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、2018 年土储按城市分布



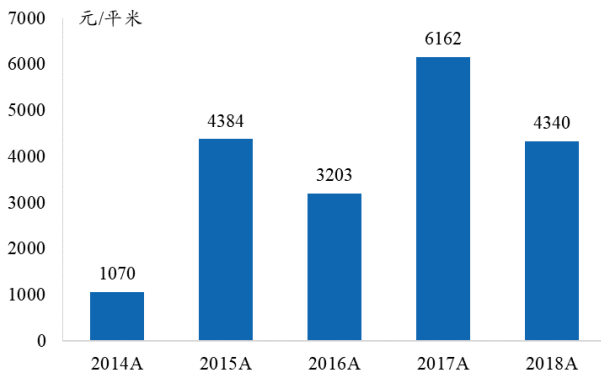
■ 长三角 ■ 海西 ■ 环渤海 ■ 中西部 ■ 海南

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、坚持低成本，高周转高增长

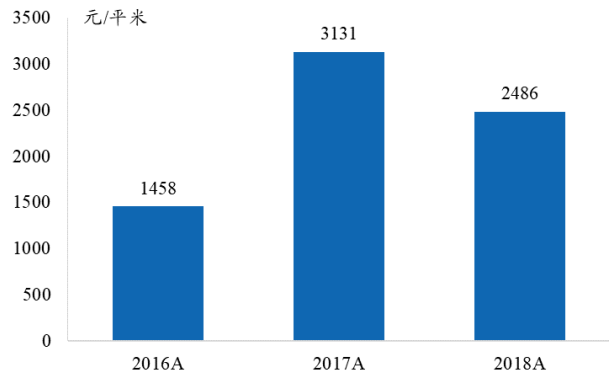
公司的土地成本管控较强，较低的获地成本是毛利率行业领先的基础。公司基本上均以招拍挂获取土地项目为主，仍可保持较低的拿地溢价率。主要由于在长三角地区多年深耕，且公司在获地上有商业运营部分，成为公司独特的拿地优势。截至 2018 年整体土地成本仅为 2486 元/平米。

图33、历年拿地成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

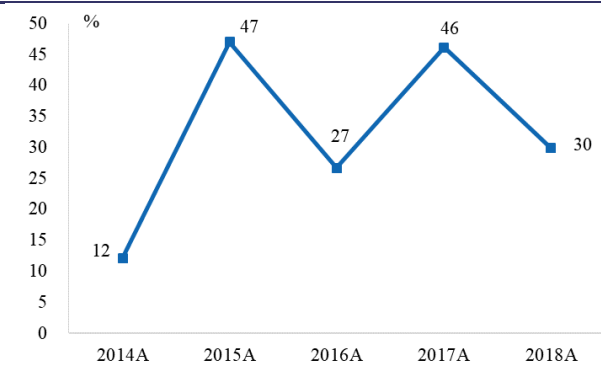
图34、土储平均成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

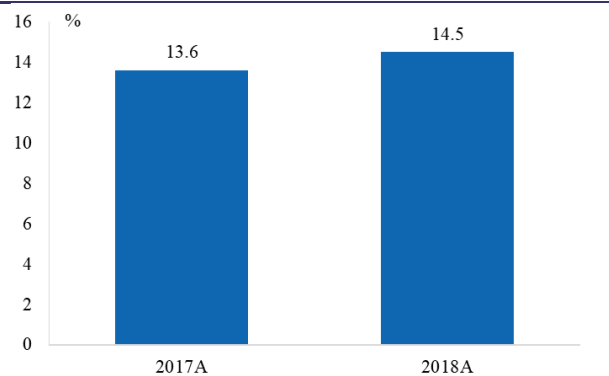
从历年拿地成本占销售均价的比例来看，公司的拿地成本占比较低（2015年均为上海地区拿地成本相对偏高），2018年年内新增土成本占销售均价比例约为30%。公司2017年新增土地中三分之一均为底价摘牌，2018年在公开市场获取的28块土地中13块均为底价摘牌。

图35、历年拿地成本/销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

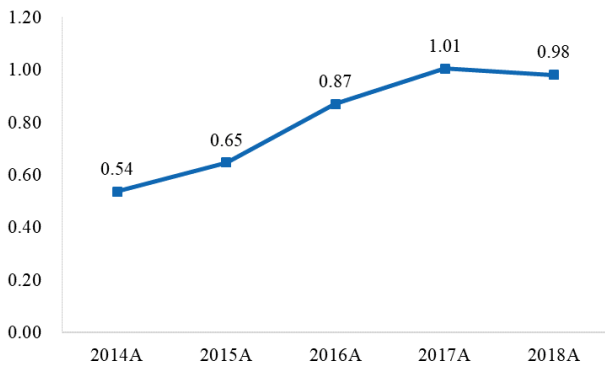
图36、拿地溢价率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

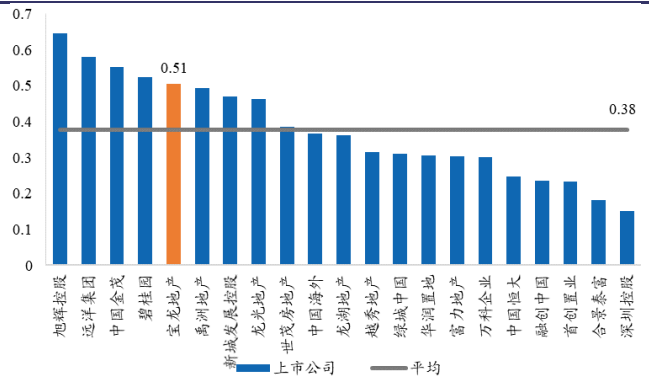
“369”模式（3个月完成方案，6个月开盘，9个月资金回流）是支持公司实现高周转速度的原因之一。公司的销售金额占存货的比例持续上升，2018年为0.98，存货周转率为0.51，均处于行业较高水平。

图37、历年销售金额/存货



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

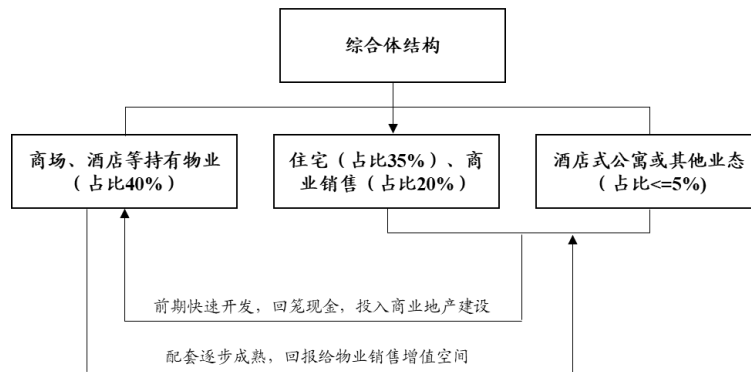
图38、行业存货周转率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的纯住宅物业类型业占比较小，开发物业基本以商住或综合体为主，尤其体现在核心城市。通过宝龙的双轮驱动发展模式，商业地产与物业销售可实现高效协同，从而形成良好闭环，也整体提升了周转速度。在核心城市公司基本都布局城郊或城市新区，重新建造在本区域内具备强人口吸引力的完善配套，同步取得物业的资产溢价。以宝龙城市广场为例，城市广场的业态构成中，商场等持有物业为规模较大的核心组成部分，平均占比达到40%，住宅及其他商业销售占比约55%，其他业态占比较小。公司前期先行快速进行住宅物业开发，取得资金回流，投入到商业配套建造，待商业配套逐步完善，亦会对后期开发物业产生积极影响。

图39、宝龙的综合体运营






资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3、商业运营稳步前行

3.1、模式成熟，商业进入爆发期

公司自 2007 年福州宝龙广场开业以来，已经有 10 余年的商业地产运营经验，公司拥有庞大的商管团队，丰富的合作品牌。公司成功打造了三条成熟产品线，分别为宝龙一城、宝龙城和宝龙城市广场，分别为超高端、高端和中端产品。目前公司拥有 1 座宝龙一城（2018 年 10 月开业的厦门宝龙一城），2 座宝龙城（上海七宝宝龙城和杭州滨江宝龙城），33 座宝龙广场。

表3、宝龙地产商场产品线

产品线	品牌标识	特色
宝龙一城		宝龙地产超高端产品，以轻奢为产品定位，首创“六位一体”业态，以购物中心为产品核心，周围配套星级酒店、写字楼、高端住宅社区、精品 SOHO 和艺术中心。产品致力于为消费者提供全方面，多业态一站式的购物体验，同时也希望营造高档次的购娱享受与精致时尚的生活氛围。
宝龙城		宝龙地产中高端产品，规模和体量比宝龙一城大，是“纽扣计划”的试用地。产品主打时尚、文艺、年轻的独特气质，购物商场中置有画廊、展览馆及艺术中心等富有艺术气息的场馆，力图创建一个有文化底蕴的商业综合体。
宝龙广场		宝龙地产中端系列产品，是公司“主打产品”，是集大型购物中心、超市、百货公司、零售店、电影院、美食广场、优质住宅物业及其他休闲设施于一体的城市综合体，室外广场能提供室外娱乐活动，内部商业配套丰富，满足居民购娱乐需求，提升城市生活环境品质。

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

厦门宝龙一城，是宝龙最新最高端的产品，于 2018 年 10 月开业，总可租面积 12.5W 平米。是厦门岛内首个集商业、酒店、公寓、soho、写字楼、艺术中心六位一体的商业综合体。成为当地潮流年青人的打卡地标，月均客流量超过 200W 人次。

图40、厦门宝龙一城



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、杭州滨江宝龙城



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

杭州滨江宝龙城，是公司开业的第二家宝龙城，于 2016 年 12 月开业，可租面积达到 12.4W 平米。位于杭州滨江，屋顶引入了宝龙艺术中心，以及宝龙首家最高端自有品牌艺珺酒店等多元艺术特色，月均客流量超过 160 万。

公司在商场上的开设也遵循着聚焦与深耕，做透做熟一个市场，并形成品牌的协同效应。公司在上海、杭州、青岛分别开设了7座，4座和4座商场。

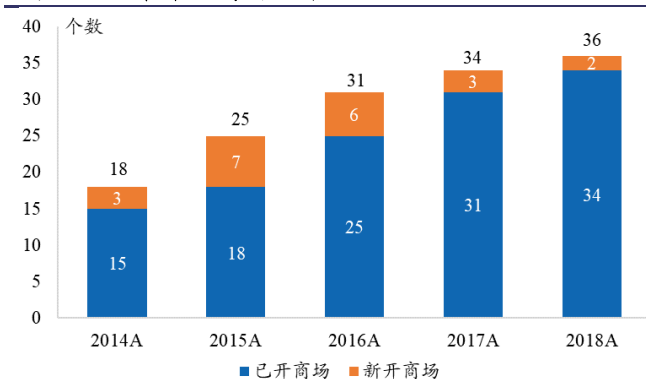
表4、宝龙地产主要城市开业情况

项目	城市	开业日期	可租面积 (万平方米)	备注
上海曹路宝龙广场	上海	2013/12	3.1	公司已经累计在上海开设7家宝龙广场和1家宝龙城，累计可租面积达到32.8万平方米。
上海奉贤宝龙广场		2015/11	4.2	
上海临港宝龙广场		2015/12	2.4	
上海宝山宝龙广场		2015/12	1.4	
上海嘉定宝龙广场		2016/09	6.4	
上海七宝宝龙城		2016/10	6.7	
上海吴泾宝龙广场		2017/07	2.5	
上海青浦宝龙广场		2018/09	6.1	
杭州下沙宝龙广场	杭州	2014/11	2.2	在杭州开设3家宝龙广场和1家宝龙城，累计可租面积23.3万平方米。
杭州萧山宝龙广场		2015/12	6.5	
杭州富阳宝龙广场		2015/12	2.2	
杭州滨江宝龙城		2016/12	12.4	
青岛城阳宝龙广场	青岛	2009/10	19.0	
青岛李沧宝龙广场		2011/12	11.1	
青岛即墨宝龙广场		2011/12	11.8	
青岛胶州宝龙广场		2015/02	7.6	
泉州安溪宝龙广场	泉州	2010/12	5.5	
泉州晋江宝龙广场		2013/12	12.1	
厦门宝龙一城	厦门	2018/10	12.5	最新超高端产品线

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

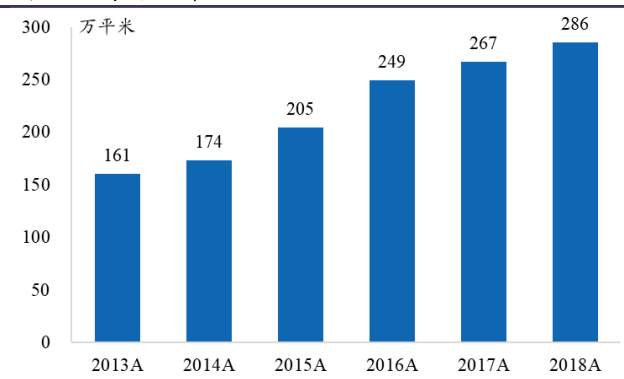
公司保持每年新开商场的节奏，2015/2016 开业较多，其他年份以 3 座左右。可租面积稳步上升，从 2013 年的 161 万平米升至 2018 年的 286 万平米，CAGR12%。

图42、历年开业商场总个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、商场历年总可租面积



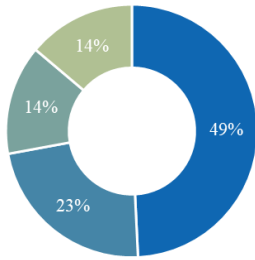
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从商场可租面积的区域划分来看，长三角占比 49%，与公司的聚焦长三角策略很吻合，环渤海、中西部和海西占比分别为 23%，14%和 14%，既做到了重点区域

的聚焦，也实现了全国范围的布局；既有利于分散风险，也有利于后续业务在更广范围内的扩张。

从城市划分来看，前五大城市分别为青岛、上海、杭州、蚌埠和泉州，分别占比达到 17%，12%，8%，7%和 6%，合计占比达到 50%。商业项目也做到区域和城市的聚焦，形成品牌协同效应。

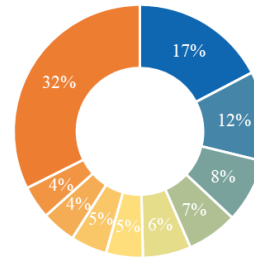
图44、可租面积按区域划分



■ 长三角 ■ 环渤海 ■ 中西部 ■ 海西

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、可租面积按城市划分



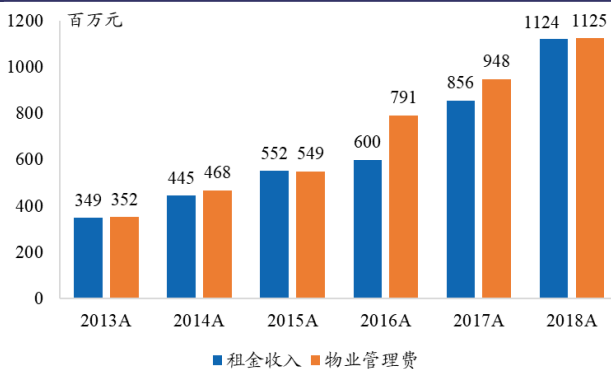
■ 青岛 ■ 上海 ■ 杭州 ■ 蚌埠 ■ 泉州 ■ 盐城 ■ 洛阳 ■ 厦门 ■ 宿迁 ■ 其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的商场贡献稳定租金和管理费收入，2018 年租金收入 11.24 亿元，2013-2018 年的复合增速达到 26%；2018 年管理费收入达到 11.25 亿元，2013-2018 年的复合增速达到 26%。

随着商场运营的成熟，公司的月均租管费也逐年提升，2018 年达到 68 元/月/平米，同比提升 16%。从 2013 年至 2018 年的复合增速达到 13%。

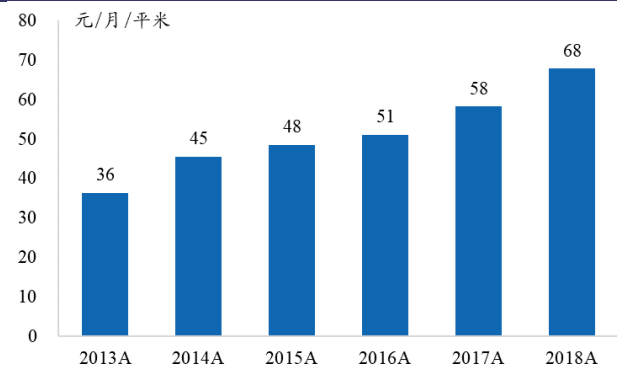
图46、租金和物业管理费收入



■ 租金收入 ■ 物业管理费

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、月均租管费

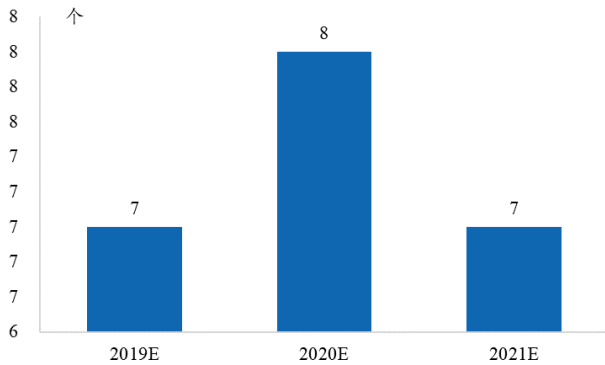


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

目前公司的商业项目储备充足，共计 22 座商场在建设。未来 3 年将进入开业爆发期，预计 2019-2021 年分别开业 7 座，8 座和 7 座，分别增加可租面积 43 万平米，51 万平米和 58 万平米，年复合增速将达到 14%。

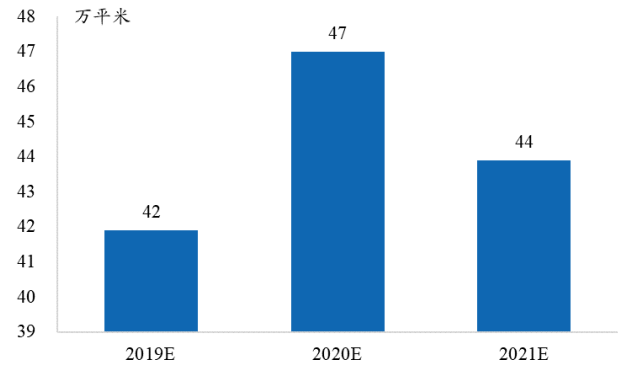
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图48、新增商场个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、新增商场可租面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在发展自营的商场的同时，也充分利用自己在商管领域的专业性和宝龙的牌实力，尝试轻资产项目运营。轻重并举，达到品牌输出的目的。2017年分别在浙江义乌、重庆涪陵，2018年在四川江油分别开设了一座宝龙广场。

3.2、效率提升，酒店自营有特色

另外，公司的酒店业务也独具特色，一方面委托国际品牌运营的高端酒店，如福朋喜来登、艾美等；另一方面公司也开发出自己的自营品牌，如艺悦、艺珺等。目前共运营17座酒店，其中9座委托管理，8座自营，总客房数量达到3653间。

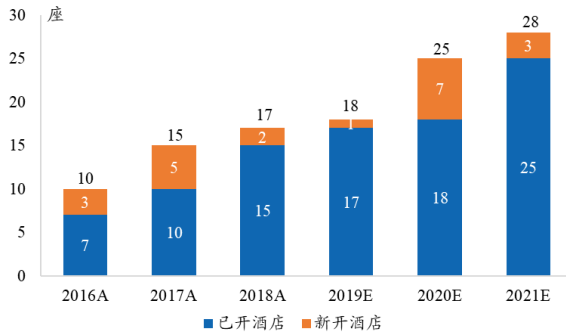
表5、宝龙地产主要开业酒店

酒店	城市	开业日期	客房数量 (间)	类型
苏州太仓宝龙福朋喜来登酒店	苏州	2010/07	437	委托管理
泰安宝龙福朋喜来登酒店	泰安	2010/12	297	委托管理
青岛城阳宝龙福朋喜来登酒店	青岛	2011/02	302	委托管理
烟台海阳雅乐轩酒店	烟台	2011/06	145	委托管理
青岛宝龙艺筑酒店	青岛	2011/12	170	自营
盐城雅乐轩酒店	盐城	2013/12	296	委托管理
泉州安溪宝龙艺筑酒店	泉州	2015/09	98	自营
上海宝龙丽笙酒店	上海	2016/01	196	委托管理
上海国展宝龙丽筠酒店	上海	2016/09	226	委托管理
上海闵行宝龙艾美酒店	上海	2016/10	240	委托管理
淮安艺悦酒店	淮安	2017/06	92	自营
上海临港艺悦精选酒店	上海	2017/06	184	自营
杭州富阳艺悦酒店	杭州	2017/11	154	自营
上海吴泾艺悦酒店	上海	2017/12	210	自营
杭州滨江艺珺酒店	杭州	2017/12	175	自营
重庆宝龙艺悦精选酒店	重庆	2018/05	253	自营
阜阳宝龙温德姆至尊豪庭大酒店	阜阳	2018/12	178	委托管理
合计			3,653	

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

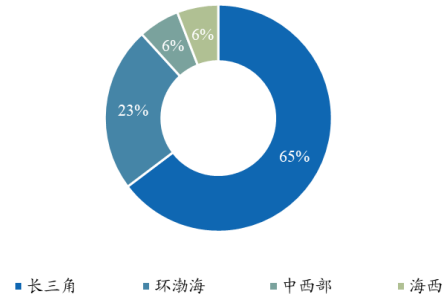
目前宝龙还有 11 座酒店在建设中, 预计 2019-2021 年分别 1 座、7 座和 3 座开业, 总酒店数量将达到 28 座。总客房数量将达到 5727 间。

图50、宝龙地产酒店开业情况及计划



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

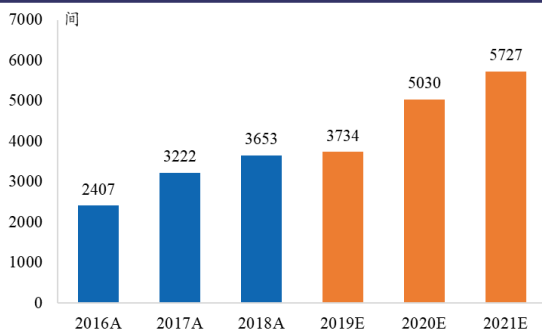
图51、宝龙酒店的区域分布



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

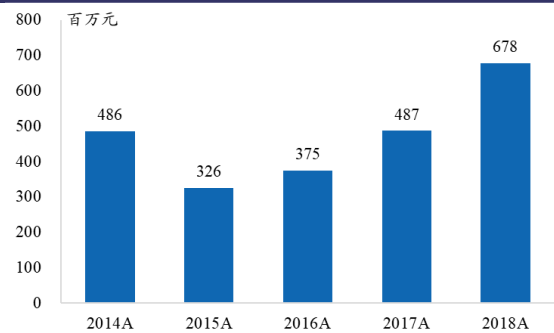
截止 2018 年, 公司酒店业务的营业收入达到 6.78 亿元, 同比增长 39.2%, 主要由于 17 年新开的酒店逐渐成熟, 开始贡献收入。随着接下来三年 11 家酒店的投入运营, 酒店业务将保持较高速度的增长。

图52、宝龙地产酒店总客房数



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

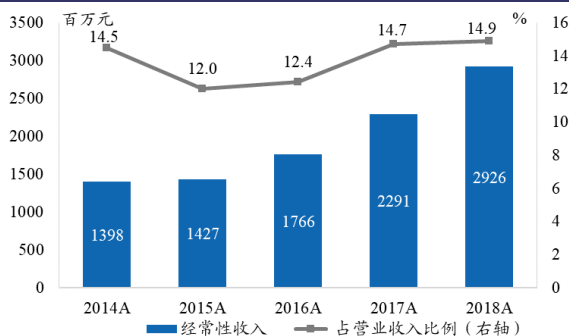
图53、宝龙地产酒店的营业收入



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

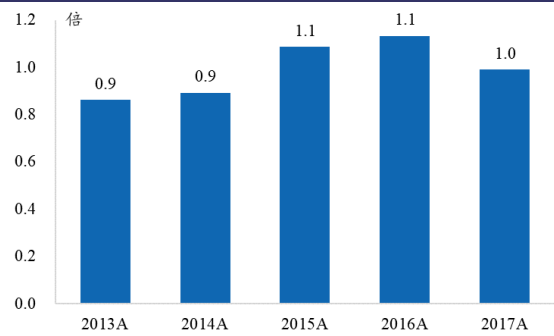
租金及管理费这类经常性收入规模的提升, 大大提升了公司的财务实力和抗风险能力。截止 2018 年, 公司经常性收入达到 29.26 亿元, 占营业收入的比例为 14.9%。经常性收入对利息的覆盖倍数到 2018 年达到 1.0, 财务安全系数很高。

图54、公司的经常性收入及占营收比例



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图55、经常性收入对利息覆盖比例



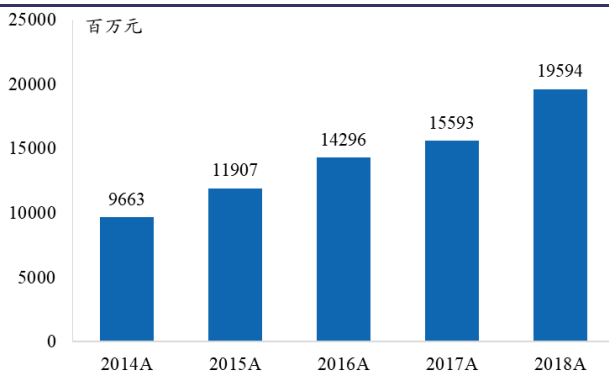
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、财务分析及盈利预测

公司的营业收入稳健增长。2018 年宝龙地产营业收入 195.94 亿元，同比增长 26%。其中物业销售收入为 166.67 亿元，同比增长 25.3%。

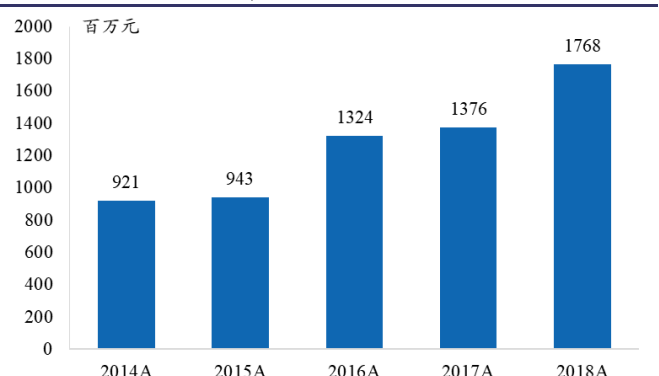
2018 年公司的归属股东核心净利润为 17.7 亿元，同比增长 28.5%，2014 至 2018 年 CAGR 达 18%。

图56、公司的营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、公司的核心净利润

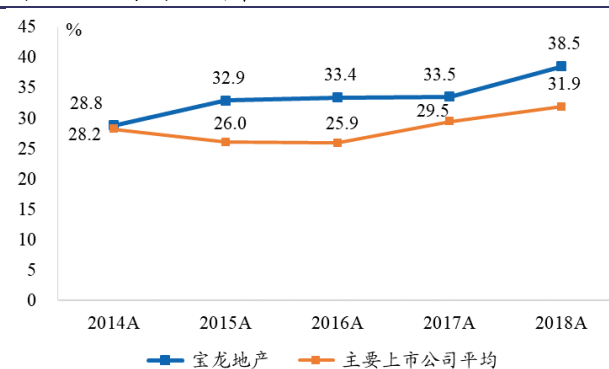


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的毛利率保持上升趋势，处于行业较高水平。2018 年公司的毛利率为 38.5%，行业的平均毛利率为 31.8%。

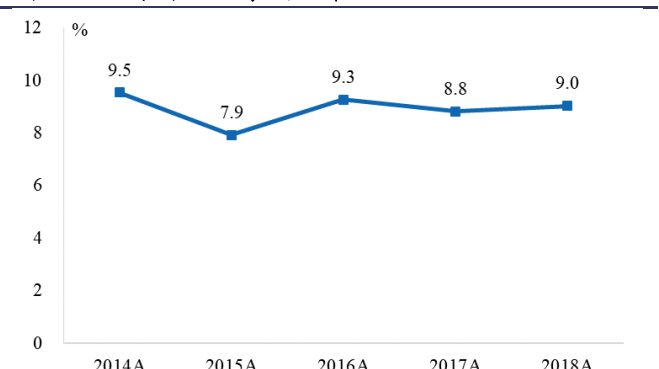
公司的核心净利率基本保持稳定。2018 年公司核心净利率为 9.0%，同比略有提升。

图58、公司的毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图59、公司的核心净利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年公司管理费用率为 7.5%，销售费用率为 4%，管理和销售费用同比均有所增加，公司新一年将把控债务、降低融资成本、优化财务融资结构作为公司主战略，费用率有望进一步降低。

2018 年公司的 ROA 为 2.8%，行业的 ROA 为 4.6%。2018 年公司的 ROE 为 10.4%，行业的 ROE 为 21.7%。

图60、公司的销售费用率和管理费用率

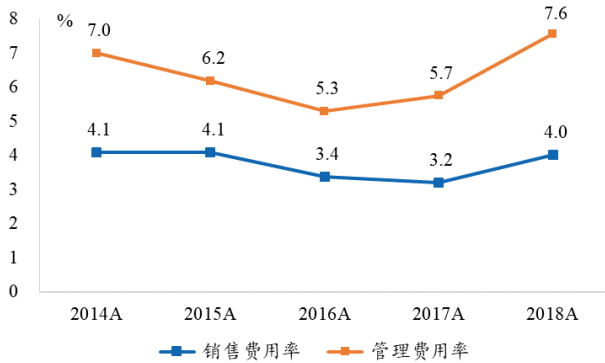
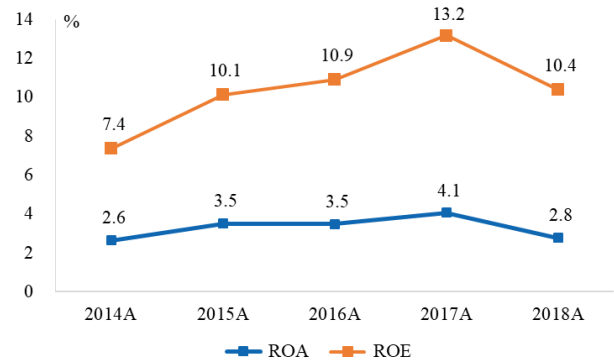


图61、公司的 ROA 和 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年公司派息力度维持高水平，派息占核心净利润比例领先行业平均水平，达到 41%。2018 年公司中期每股派息 6.8 分，末期派息 23.2 分，全年合计每股派息 30 分，同比增长 20%。公司 2018 年的股息收益率为 6.8%，高于行业平均股息收益率。

图62、公司的每股股息及派息率

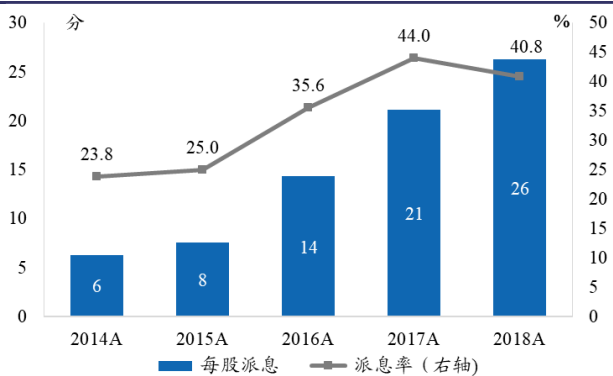
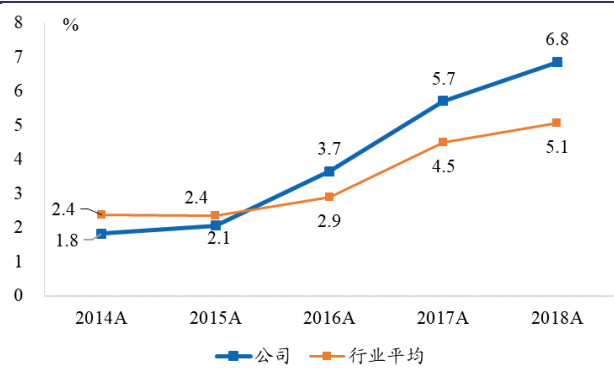


图63、股息收益率

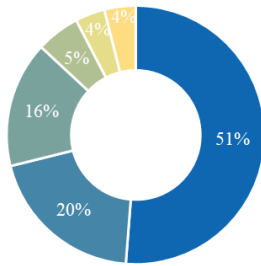


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2018 年末，公司拥有 148 亿元现金，总有息负债 491 亿元。其中境内债务和境外债务比例分别为 30%和 70%。负债期限方面，公司的短期负债占比约 30%，与行业平均占比相当。

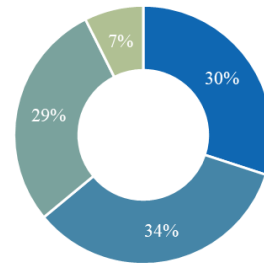
图64、有息负债类型结构



■ 银行借款 ■ 公司债 ■ 优先票据 ■ 信托 ■ 可转债 ■ 其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图65、有息负债期限划分

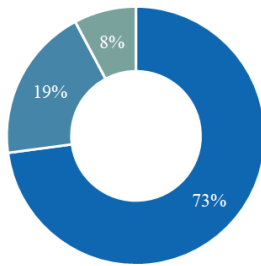


■ 1年以内 ■ 1-2年 ■ 2-5年 ■ 5年以上

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年公司平均融资成本为 6.48%，同比增长 0.2 个百分点，略高于行业平均水平。

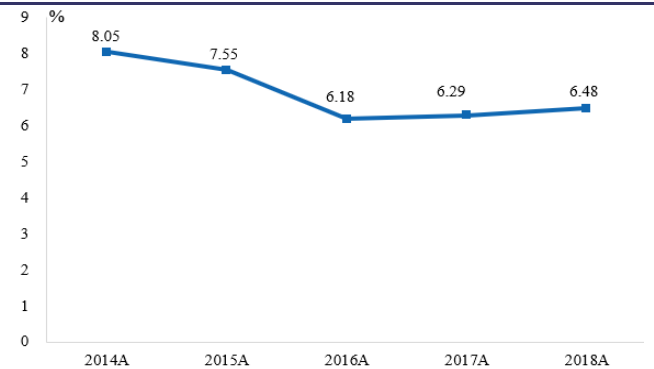
图66、有息负债按货币种类划分



■ 人民币 ■ 美元 ■ 港元

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

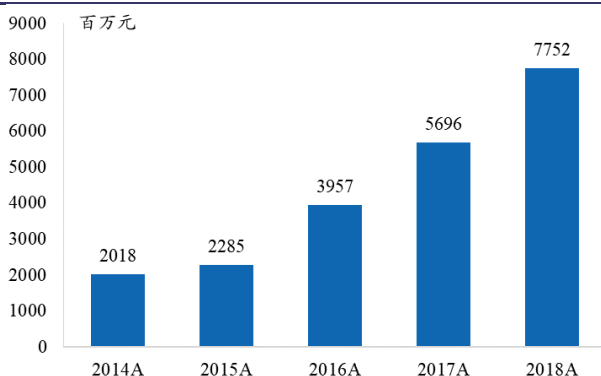
图67、公司的平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

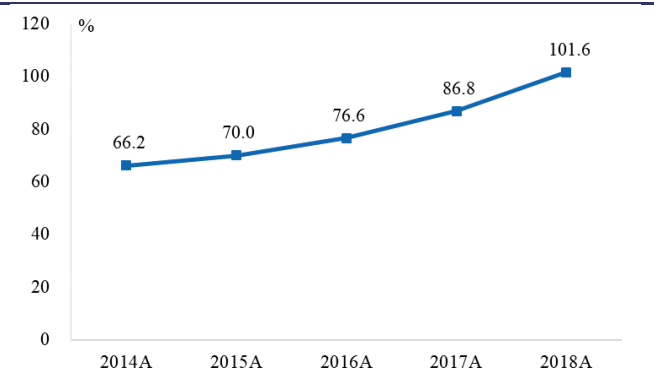
2018 年公司新增净负债为 78 亿元，截至年末的净负债率为 101.6%，同比增加 14.8 个百分点，在公司降低融资成本、优化财务融资结构的战略引导下，我们预计 2019 年公司的净负债率将下降至 100% 以下。

图68、历年新增净负债



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图69、公司的净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司有多种融资渠道，包括银行贷款，公司债，优先票据等，融资渠道多样化。

表6、近两年宝龙部分债务发行情况

发行时间	类型	利率 (%)	金额 (亿美元)	到期 (年)
2019-1-14	优先票据	9.125	2.0	2021
2018-8-15	优先票据	5.95	2.5	2020
2018-4-17	优先票据	6.95	3.5	2021
2017-7-19	优先票据	5.95	1	2020

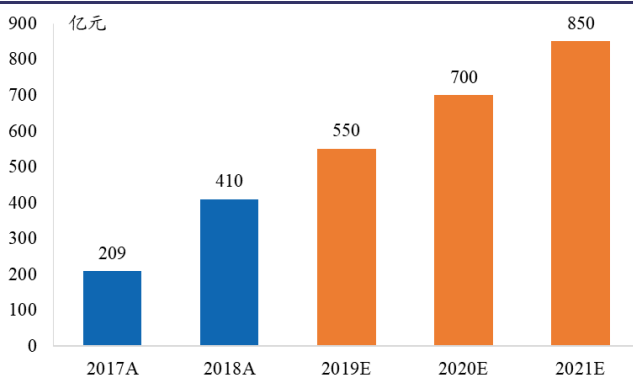
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的土地储备较为充足，截至 2018 年末的总土地储备为 2120 万平方米，约为年内销售面积的 7.5 倍，可支持公司未来至少 4 年发展。公司的土地储备近 70% 均布局在经济基础较好的长三角地区，以上海、杭州、南京、宁波等核心城市为中心向周边延展，我们认为区域内未来销售不会面临较大风险。另外，公司在长三角地区具备品牌效应和拿地议价能力，加上持有与销售结合的商业运营模式，公司享有强于其他企业的拿地能力，公司的土地成本管控能力较强，利润率连续保持在较高的水平。

公司的销售保持规模保持较快的增长速度。宝龙地产早期便确立了综合体运营商的战略定位，商业与物业销售双轮驱动公司成长。公司的 1+6+N 策略持续推进并逐步开始显现成效，在重点城市以外的市场以非持有项目为主，在核心城市则以城市周边打造综合体为重点策略，建立区域内最完善的商业配套，促进商业开发和物业销售形成协同。我们认为公司的未来销售规模将继续保持增速，我们预计 2019/2020 年公司的销售规模将达到 550/700 亿元，同比增长 34%/27%。我们预计公司快速增长的销售金额将在未来 2-3 年结转，预计 2019/2020 年的物业销售收入分别为 225/299 亿元，同比增长 35%、33%。

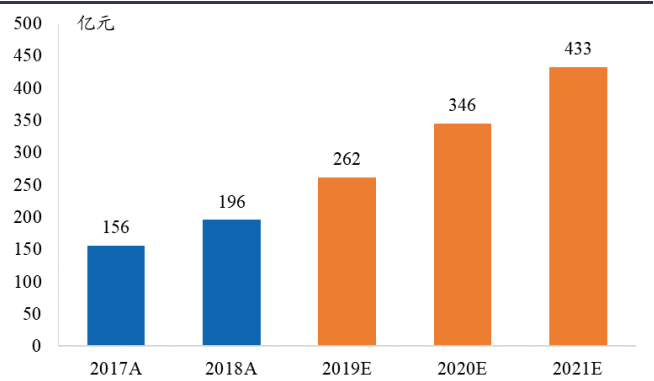
公司的经常性收入回报稳定。未来三年预计公司还将新开 7, 8, 7 座商场，1, 7, 3 座酒店。我们预计 2019 至 2021 年公司的投资物业租金收入分别为 15, 20, 28 亿元，酒店经营收入分别为 8, 10, 12 亿元，分别保持 35% 和 20% 的稳定增长。

图70、合约销售预测



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

图71、营业收入预测

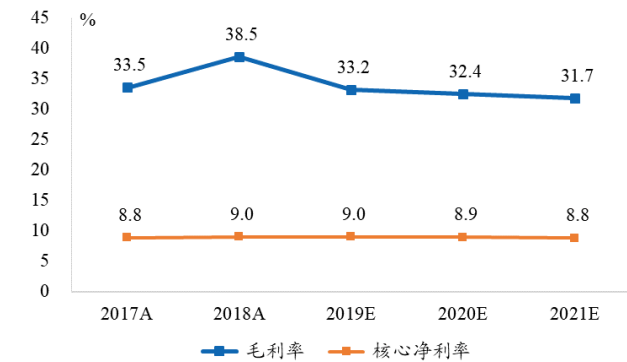


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

随着前两年整体市场土地成本升高，公司的拿地成本相对也在升高，未来毛利率预计将整体保持稳定略有下降。我们预计 2019 至 2021 年公司的毛利率分别为 33.2%、32.4% 和 31.7%，归属股东的核心净利率分别为 9.0%、8.9% 和 8.8%。

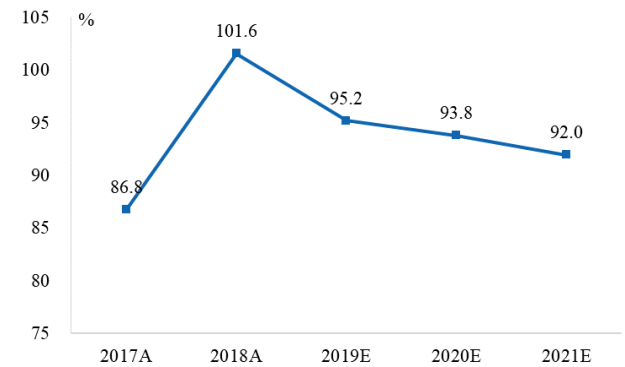
公司把降杠杆，稳经营作为近两年的发展目标之一，当前土地储备已十分充裕项目投资也将以审慎补充为主，我们预计公司未来的净负债率将降至 100% 以下。

图72、毛利率和核心净利率预测



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

图73、净负债率预测



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

整体盈利预测结果如下表所示。我们预计公司未来三年营业收入分别为 262、346 和 433 亿元，同比增长 33.6%、32.0% 和 25.2%。核心净利润分别为 23.6、30.9 和 38.1 亿元，同比增长 33.4%、31.0% 和 23.3%，对应核心净利率为 9.0%、8.9% 和 8.8%。核心 EPS 分别为 0.59、0.77 和 0.95 元。

表7、盈利预测

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,594	26,181	34,570	43,288
同比增长 (%)	25.7	33.6	32.0	25.2
归母核心净利润(百万元)	1,768	2,358	3,090	3,809
同比增长 (%)	28.5	33.4	31.0	23.3
毛利率 (%)	38.5	33.2	32.4	31.7
归母核心净利润率 (%)	9.0	9.0	8.9	8.8
净资产收益率 (%)	10.4	8.2	10.2	11.7
每股核心收益(元)	0.44	0.59	0.77	0.95
每股股息(分)	26	26	34	41

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

5、估值与评级

我们用绝对估值法（NAV 折让）及相对估值法来对公司进行估值。WACC 折现率的计算方法为：市场的无风险利率为 2.008%，市场组合的风险溢价为 10%，历年数据参考得 Beta 值为 1.2。债务成本方面，公司财务成本为 6.6%，税率 25%，公司债务占 80%，权益占比 20%，因此得出 WACC 值为 6.76%。

表8、WACC 计算

WACC	
无风险利率	2.008%
市场风险溢价	10.0%
Beta	1.2
股权成本	14.0%
债务成本	6.6%
税率	25.0%
税后债务成本	5.0%
债务/总资本	80.0%
权益/总资本	20.0%
WACC	6.76%

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院

根据我们的假设计算出公司每股 NAV 为 9.63 港元。

表9、NAV 计算

类型	百万人民币	百万港币	每股	占比
开发物业	47,312	53,763	13.45	70%
投资物业	19,886	22,597	5.65	30%
总资产	67,197	76,360	19.10	
减去：				
净负债	33,326	37,870	9.47	
净资产	33,872	38,490	9.63	
总股数（百万股）		3,997		
每股 NAV（元）	8.47	9.63		
目标价（港元）		5.30		
折让		45%		
当前股价（港元）		4.33		
上升空间		22%		

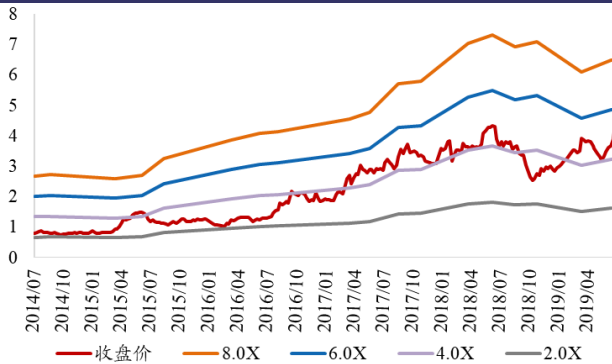
资料来源：兴业证券经济与金融研究院

我们认为宝龙地产兼具高速增长的销售和稳健的业绩，经常性收入的规模的提升带来财务的安全性。另外，全球再次进入降息通道后，能够产生稳定现金流的商

业资产将迎来价值重估。因此，我们给予宝龙地产 5.3 港元的目标价，相当于 NAV 折让 45%，对应 2019/2020 年 PE 为 7.9/6.0X，相对当前股价还有 23% 上升空间。我们首次评级覆盖给予公司“买入”评级。

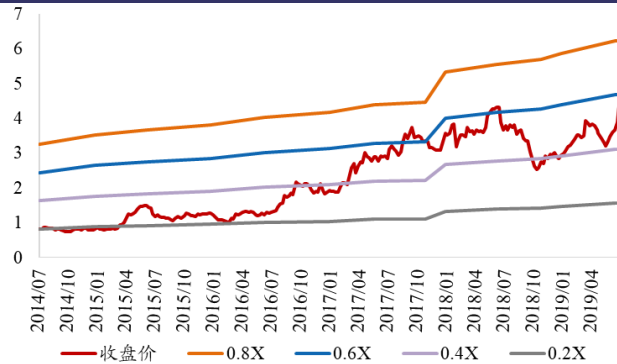
从公司历史的 PE-Band/PB-Band 来看，目前股价略高于历史平均估值，但考虑到公司 2019 年强劲的业绩增速和规模逐渐扩大的经常性收入，我们认为公司的估值还有扩张空间。

图74、PE-Band



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

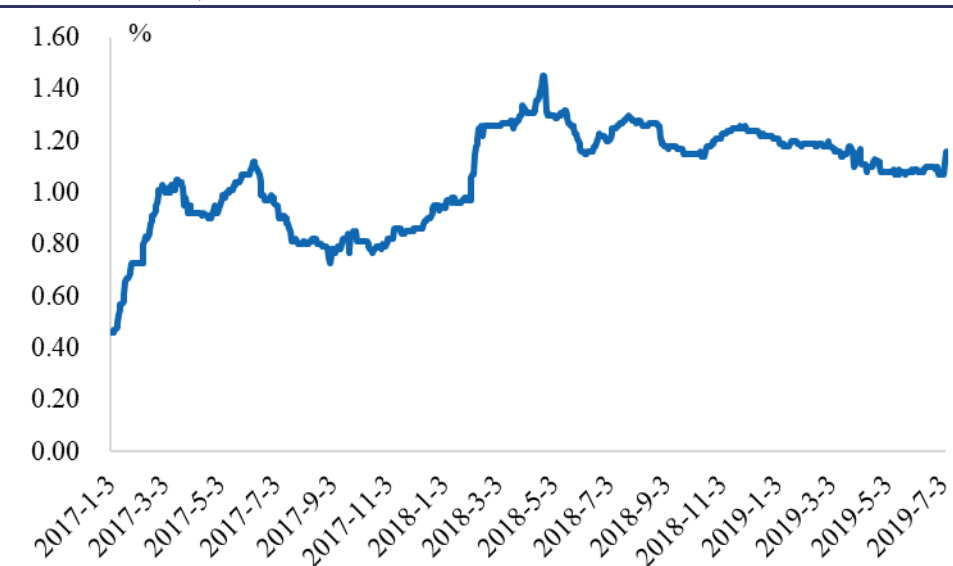
图75、PB-Band



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司很早即是港股通标的，目前通过港股通持有 4626.3 万股公司股份，占流通股的比例为 1.15%。

图76、港股通持股比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表10、港股地产行业估值表(截止 20190709)

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS		PE		PB	息率 (%)	ROE (%)
				2018A	2019E	2018A	2019E	2018A		
1238.HK	宝龙地产	4.31	172	0.44	0.59	8.6	6.4	0.6	6.9	10.8
0081.HK	中海宏洋	3.58	123	0.73	0.93	4.3	3.4	0.6	4.0	14.7
0123.HK	越秀地产	1.87	290	0.22	0.21	7.5	7.7	0.7	5.0	8.2
0337.HK	绿地香港	2.88	80	0.61	0.73	4.2	3.5	0.6	6.9	16.5
0604.HK	深圳控股	2.91	246	0.42	0.43	6.1	6.0	0.6	6.2	8.2
0688.HK	中国海外	28.75	3150	4.10	4.43	6.2	5.7	1.1	3.1	16.4
0813.HK	世茂房地产	24.00	792	2.65	3.55	8.0	5.9	1.2	5.0	15.1
0817.HK	中国金茂	4.89	567	0.44	0.58	9.8	7.4	1.4	4.5	15.2
0884.HK	旭辉控股	5.44	429	0.70	0.89	6.8	5.4	1.5	5.5	23.3
0960.HK	龙湖集团	29.60	1764	2.20	2.79	11.8	9.3	1.9	3.8	21.3
1030.HK	新城发展控股	7.00	413	0.96	1.32	6.4	4.7	1.9	6.0	42.3
1109.HK	华润置地	34.20	2370	2.80	3.50	10.7	8.6	1.5	3.6	18.4
1233.HK	时代中国	14.76	287	2.40	2.58	5.4	5.0	1.5	5.3	27.1
1628.HK	禹洲地产	3.85	185	0.78	0.90	4.3	3.7	0.8	8.2	19.5
1777.HK	花样年控股	1.35	78	0.13	0.21	9.4	5.7	0.5	3.0	5.7
1813.HK	合景泰富	8.26	262	1.28	1.64	5.7	4.4	0.8	7.7	14.3
1918.HK	融创中国	37.40	1660	3.79	5.50	8.7	6.0	2.6	2.5	32.9
1966.HK	中骏集团	3.97	164	0.88	0.97	4.0	3.6	0.9	5.3	24.2
2007.HK	碧桂园	11.48	2487	1.61	1.99	6.3	5.1	1.8	4.9	32.2
2777.HK	富力地产	15.66	505	2.60	4.16	5.3	3.3	0.6	9.0	12.9
3301.HK	融信中国	9.95	171	1.38	1.96	6.3	4.5	1.2	3.7	18.7
3377.HK	远洋集团	3.34	254	0.47	0.63	6.2	4.7	0.5	6.4	7.4
3380.HK	龙光地产	12.82	703	1.28	1.83	8.8	6.2	2.1	5.9	31.5
3383.HK	雅居乐集团	10.84	425	1.84	1.98	5.2	4.8	0.9	9.2	18.4
3883.HK	中国奥园	10.62	286	0.90	1.56	10.4	6.0	2.1	4.0	21.9
3900.HK	绿城中国	5.83	127	0.18	1.23	28.5	4.2	0.4	4.6	3.7
	平均					7.9	5.4	1.2	5.4	18.5

资料来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 粗体部分为兴业证券预测, 其余为 Wind 一致预测

6、风险提示

宏观经济增长放缓; 行业调控政策加严; 流动性收紧; 公司销售不及预期; 人民币贬值; 投资物业出租率下降; 酒店入住率不及预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	76,868	101,150	127,646	155,182
货币资金及受限制资金	15,776	27,005	36,113	44,967
存货	41,793	49,985	61,478	73,870
贸易、其他应收账款及预付款	18,267	23,128	29,022	35,313
预付所得税	727	727	727	727
其他流动资产	305	305	305	305
非流动资产	55,187	60,510	65,815	71,104
土地使用权	1,182	1,197	1,211	1,224
物业、厂房及设备	3,371	3,679	3,970	4,245
投资物业	45,659	50,659	55,659	60,659
于联营/合营公司的权益	4,127	4,127	4,127	4,127
其他非流动资产	348	348	348	348
递延税项资产	499	499	499	499
资产总计	132,055	161,660	193,461	226,285
流动负债	58,533	79,172	101,442	124,186
短期有息借款	14,721	18,721	22,721	26,721
应付账款	20,726	31,809	44,079	56,823
应付税项	6,642	6,642	6,642	6,642
合同负债	16,444	22,000	28,000	34,000
非流动负债	40,717	47,717	54,717	61,717
长期有息借款	34,380	41,380	48,380	55,380
递延所得税负债	6,130	6,130	6,130	6,130
其他应付款	206	206	206	206
负债合计	99,250	126,888	156,158	185,903
股本	1,164	1,164	1,164	1,164
储备及盈余	26,123	27,422	29,149	31,300
永久资本工具	1,552	1,675	1,798	1,921
少数股东权益	3,965	4,510	5,191	5,997
股东权益合计	32,805	34,772	37,303	40,382
负债及权益合计	132,055	161,660	193,461	226,285

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	6,813	5,502	7,080	8,614
折旧和摊销	200	191	209	225
公允价值变动损益	(2,501)	0	0	0
财务费用	1,377	695	822	949
所得税开支	(1,155)	(2,476)	(3,186)	(3,876)
营运资金的变动	(596)	3,585	883	62
经营活动产生现金流量	1,086	7,225	5,396	5,440
投资活动产生现金流量	(8,718)	(5,243)	(5,102)	(4,979)
融资活动产生现金流量	13,077	9,246	8,815	8,393
现金净变动	5,445	11,229	9,109	8,854
现金的期初余额	9,387	14,840	26,069	35,178
现金的期末余额	14,840	26,069	35,178	44,031

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,594	26,181	34,570	43,288
营业成本	12,041	17,495	23,362	29,548
销售费用	786	1,047	1,383	1,732
管理费用	1,481	1,937	2,558	3,203
其它收益	216	307	448	571
投资物业公允价值变动	2,501	0	0	0
营业利润	8,003	6,009	7,715	9,376
应占合联营损益	187	187	187	187
财务成本	(1,377)	(695)	(822)	(949)
税前盈利	6,813	5,502	7,080	8,614
所得税	3,166	2,476	3,186	3,876
税后盈利	3,648	3,026	3,894	4,738
永续资本工具	123	123	123	123
少数股东损益	688	545	681	805
归母核心净利润	1,768	2,358	3,090	3,809
核心 EPS(元)	0.44	0.59	0.77	0.95

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.7	33.6	32.0	25.2
毛利润增长率	44.5	15.0	29.0	22.6
核心净利润增长率	28.5	33.4	31.0	23.3
盈利能力(%)				
毛利率	38.5	33.2	32.4	31.7
归母核心净利率	9.0	9.0	8.9	8.8
ROE	10.4	8.2	10.2	11.7
偿债能力				
净资产负债率(%)	101.6	95.2	93.8	92.0
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力(次)				
资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	1.2	1.2	1.3	1.3
每股资料(元)				
核心 EPS	0.4	0.6	0.8	1.0
每股净资产	6.8	7.2	7.6	8.1
估值比率(倍)				
PE	8.6	6.4	4.9	4.0
PB	0.6	0.5	0.5	0.5

海外公司深度研究报告

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团和华检医疗控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。