

陈德力获任联席总裁，商业优势与确定性大增

投资要点

- 商业地产明星职业经理人陈德力获委任为公司联席总裁:**2020年6月1日公司发布公告,董事会欣然宣布陈德力先生获委任为公司的联席总裁,将主要负责集团相关业务整合事宜及协助公司行政总裁处理集团的业务运营管理。同时,陈先生获委任为宝龙商业管理控股有限公司的行政总裁。陈先生自2016年8月起至2020年3月为新城控股集团股份有限公司的董事兼联席总裁,2010年8月至2016年7月在大连万达商业地产股份有限公司担任多个领导职位,2006年6月自2010年8月担任新加坡嘉德置地凯德商用中国区域总经理。
- 销售持续高速增长的同时现金流价值不断放大:**过去五年,宝龙地产的销售额从2014年的106.5亿增长至2019年的603.5亿,复合增速为41.5%。但与此同时,公司的净负债率在70-100%之间小幅波动,过去五年平均值为83.2%。公司加权融资成本从2014年的8.05%下降到2019年的6.47%。作为一家销售规模还未达到千亿的房企,宝龙地产在保持五年高速增长的同时,还能保持相对稳定的负债水平,并同时逐步改善融资成本,这是同等体量的房企所无法比拟的。核心的原因在于公司累积的商业运营管理能力,持有商业地产的现金流价值显著高于高杠杆支撑下的开发销售回款,体现在财务报表上看经营活动现金流净额从2015年开始转正,且连续五年保持增长。展望未来,随着公司在大湾区项目的拓展和资源整合,公司的自由现金流价值有望进一步放大。
- 宝龙商业股价走势强劲,公司直接受益业务协同和估值提升:**公司旗下商业板块“宝龙商业”于2019年12月30日登陆港股上市,截止2020年6月1日上涨66%,最新估值96亿人民币(宝龙直接持有65.06%,另高管持股平台占7.23%),相当于宝龙地产最新估值的54.5%。2019年末,公司运营商场45座,自持商场建面319.9万方,公司2020年计划开业11家、21年计划开业16家,商业运营面积有望大幅增长。陈德力先生执行力强,深谙国际商业地产通用的操盘模式,将精准投资选址并快速开业与国际商业地产模式相结合,有望进一步提升公司商业地产的布局数量和经营效益。
- 盈利预测与评级:**预计公司2020-2022年EPS分别为1.27、1.60和1.94元,当前股价对应的动态市盈率分别为3.4、2.7和2.2倍,考虑到陈德力先生的加盟及宝龙商业的强劲表现,我们维持“买入”评级,目标价7.82港元不变。
- 风险提示:**销售及回款低于预期、疫情对商业影响、大湾区拓展低于预期等。

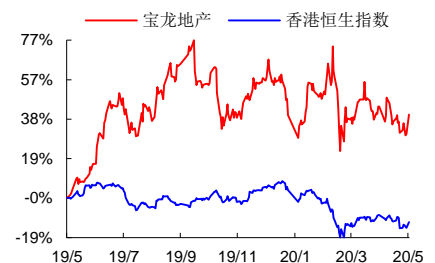
指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	19594	26042	34017	44099	55155
增长率	26%	33%	31%	30%	25%
归属母公司净利润(百万元人民币)	2836	4041	5250	6641	8027
增长率	-15%	42%	30%	26%	21%
净资产收益率	12%	15%	18%	21%	19%
PE	6.0	4.4	3.4	2.7	2.2

数据来源:公司资料,西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:胡华如
执业证号:S1250517060001
电话:0755-23900571
邮箱:hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	3.6-5.91
3个月平均成交量(百万)	5.21
流通股数(亿)	41.42
市值(亿)	190.96

相关研究

- 宝龙地产(1238.HK):成功进驻大湾区,估值提升最具潜力 (2020-03-16)
- 宝龙地产(1238.HK):配售有望提升流动性,基本面持续超预期 (2019-10-16)
- 宝龙地产(1238.HK):销售逆市高增长,商业地产提估值 (2019-08-25)

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	19,594	26,042	34,017	44,099	55,155	税前利润	2,837	4,041	5,250	8,738	10,562
毛利	7,553	9,483	11,775	14,875	18,110	税项	-1,389	592	-1,777	-1,865	-2,180
EBIT	7,974	9,829	12,034	14,669	17,395	营运资本变动	-596	0	-556	-1,570	-1,741
财务收入(费用)	1,377	900	1,135	1,280	1,242	经营现金流量	852	4,633	2,917	5,303	6,641
联营公司	216	927	544	706	882	资本开支	-286	-181	-782	-880	-880
非经常性项目	0	0	0	0	0	自由现金流量	1,138	4,814	3,698	6,183	7,521
税前利润	6,813	9,856	11,443	14,094	17,035	股息	-902	0	-1,733	-2,192	-2,649
税项	3,166	3,838	4,348	5,356	6,473	其他非流动资产变动	11,613	167	7,927	4,765	5,786
非控股权益	811	1,977	1,845	2,097	2,535	股本变动	0	0	-0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0	其他	2,366	-594	4,523	2,648	2,647
净利润(归属母公司)	2,836	4,041	5,250	6,641	8,027	净现金流量	5,461	4,005	2,695	4,461	6,000
资产负债表						期初净现金(负债)	9,387	14,840	18,845	21,540	26,000
12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	期末净现金(负债)	14,840	18,845	21,540	26,000	32,000
现金及现金等价物	9,387	14,840	21,540	26,000	32,000	财务比率					
应收账款	1,457	1,520	2,585	3,352	3,861	12月31年结	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
存货	20,761	41,793	53,380	58,450	66,681	增长(%)					
其他流动资产	13,856	18,716	29,176	31,510	33,828	收入	26	33	31	30	25
物业、厂房及设备	0	0	0	0	0	EBITDA	29	20	29	22	18
无形资产	0	0	0	0	0	EBIT	29	23	22	22	19
其他非流动资产	50,031	55,187	70,584	77,977	85,368	净利润	(6)	65	18	23	21
总资产	95,491	132,055	177,265	197,288	221,738	每股盈利	(15)	37	30	26	21
应付账款	7,156	9,705	16,237	20,457	25,931	利润率(%)					
短期借款	9,756	12,977	14,037	15,652	16,556	毛利	39	36	35	34	33
其他流动负债	18,591	34,107	50,417	52,782	56,610	EBITDA	42	38	37	35	33
长期借款	25,780	34,380	45,028	49,793	55,579	EBIT	41	38	35	33	32
递延税项负债	0	0	0	0	0	净利润	19	23	21	20	19
其他非流动负债	4,734	6,336	7,277	7,787	8,332	其他比率					
总负债	66,017	99,250	132,996	146,472	163,009	ROE(%)	12	15	18	21	19
股本	3,997	4,144	4,144	4,144	4,144	ROA(%)	4	5	4	4	5
储备	25,302	27,252	34,639	39,088	44,466	净负债率	89	104	85	78	68
股东权益	25,337	27,287	35,358	39,807	45,185	利息覆盖率(倍)	6	11	11	12	15
非控股权益	4,137	5,517	8,911	11,009	13,543	应收账款周转天数	27	21	22	24	24
总权益	29,474	32,805	44,269	50,816	58,729	应付账款周转天数	116	117	137	150	151
净现金(负债)						存货周转天数	613	680	770	689	608
						有效税率(%)	46	39	38	38	38

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn