

01238.HK 宝龙地产

港股通（深）

未评级

合约销售大幅提升，经常性收入稳定增长

2019年04月07日

市场数据

日期	2019.04.04
收盘价(港元)	4.04
总股本(亿股)	39.97
总市值(亿港元)	161.49
净资产(亿元)	272.87
总资产(亿元)	1320.55
每股净资产(元)	6.83

数据来源: Wind

相关报告

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

主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入(百万元)	11,907	14,296	15,593	19,594
同比增长(%)	23.2	20.1	9.1	25.7
净利润(百万元)	2,071	2,465	3,337	2,837
同比增长(%)	51.1	19.0	35.4	-15.0
毛利率(%)	32.9	33.4	33.5	38.5
净利润率(%)	17.4	17.2	21.4	14.5
净资产收益率(%)	10.1	10.9	13.2	10.4
每股收益(分)	52	62	84	71
每股股息(港仙)	9	16	25	30

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **我们的观点:** 公司 2018 年合约销售大幅增长, 销售和土地储备都仍以长三角地区为主。2018 年公司仍然保持着积极拿地, 2019 年备货充分。年内公司通过与腾讯建立合作关系积极推进商业场景与新零售结合实现共享利益, 自营及管理输出的商场和酒店项目都如期开业, 预计未来三年还将开业 22 家商城和 11 家酒店, 随着规模增长租赁业务进入良好闭环, 物业培育成熟之后将继续反哺主业并提供稳定收入。公司的当前股价对应 2018 年核心净利润的 PE 为 8 倍, 股息收益率超过 7%。
- **核心净利润同比增长 28%, 符合预期:** 2018 年公司实现营业收入 196 亿元人民币(下同), 同比增长 26%。毛利润为 76 亿元, 同比增长 45%, 毛利率为 38.5%, 同比提升 5 个百分点。核心净利润为 18 亿元, 同比增长 28%, 核心净利率为 9%。公司末期派发股息 23.2 港仙, 加上中期派发股息 6.8 港仙全年合计每股派息 30 港仙, 派息总额占核心净利润的比例达到 46%, 保持较高水平。
- **合约销售大幅增长, 2019 年货值充足:** 2018 年公司实现销售金额和面积 410 亿元、282 万平方米, 分别同比增长 96%、81%。合约销售按区域分布, 长三角地区占比达到 76%。公司 2019 年的销售目标定为 500 亿元, 同比增长 22%, 全年预计可售货值为 902 亿元。
- **投资物业稳步增长:** 2018 年公司实现投资物业租金收入 11.2 亿元, 同比增长 31%, 商场部分成本平均回报率达到 12.2%; 物业管理业务实现收入 11.2 亿元, 同比增长 19%; 其他业务(主要为酒店经营)实现收入 6.8 亿元, 同比增长 39%, 投资物业租赁业务收入稳步增长。期内公司有 3 家商场全新开业, 其中厦门宝龙一城为公司打造的第一个高端类型综合商业体, “一城”也正式作为全新产品线面世, 目前公司仍然以打造中小规模二三线城市及核心城市城郊综合体项目为主要策略, 同时外延拓展其他类型项目和客群。预计公司在未来三年还将新开业 22 个商场及 11 家酒店, 投资物业将持续为公司提供稳定增长的经常性收入。

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、商品房销售不及预期、人民币贬值。

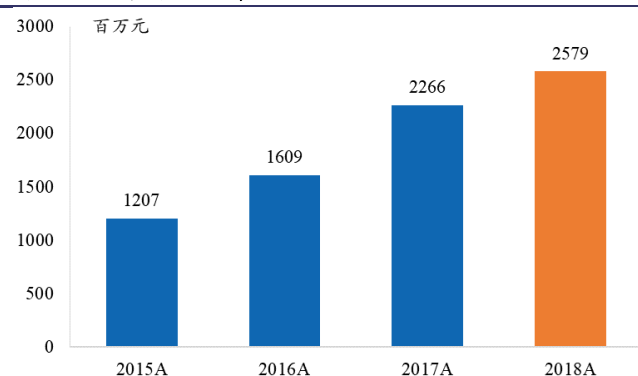
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

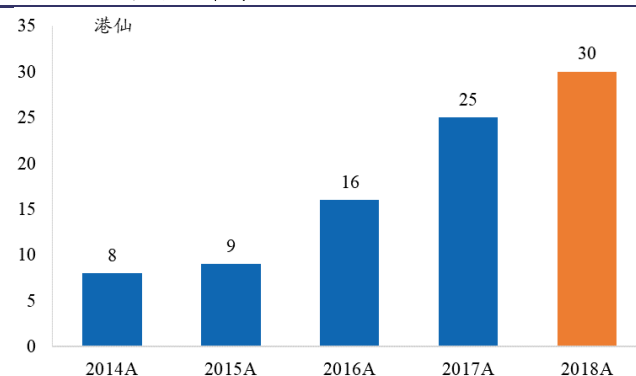
- **核心净利润同比增长 28%，符合预期：**2018 年公司实现营业收入 196 亿元人民币（下同），同比增长 26%。毛利润为 76 亿元，同比增长 45%，毛利率为 38.5%，同比提升 5 个百分点。股东应占核心净利润为 18 亿元，同比增长 28%，核心净利率为 9%。公司末期派发股息 23.2 港仙，加上中期派发股息 6.8 港仙全年合计每股派息 30 港仙，派息总额占股东应占核心净利润的比例达到 46%，保持较高水平。

图 1、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
注：2017、2018 年剔除汇兑影响

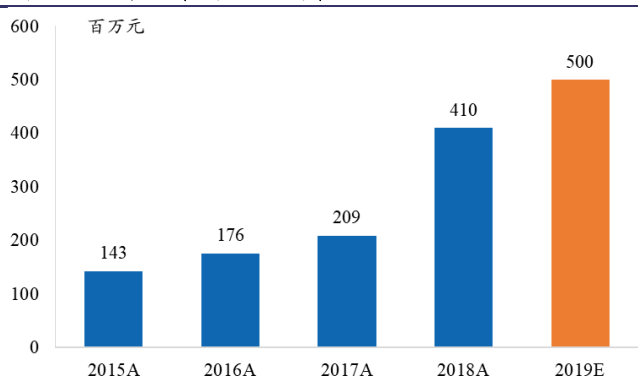
图 2、公司的历年每股派息



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

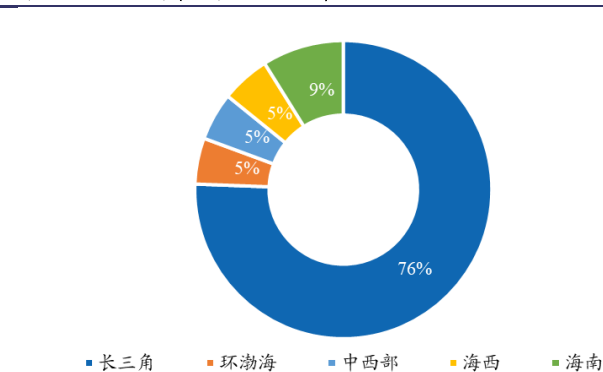
- **合约销售大幅增长，2019 年货值充足：**2018 年公司实现销售金额和面积 410 亿元和 282 万平米，分别同比增长 96% 和 81%。合约销售按区域分布，长三角地区占比达到 76%，环渤海、中西部、海西、海南地区分别占比 5%、5%、5%、9%。公司 2019 年的销售目标定为 500 亿元，同比增长 22%，全年预计可售货值为 902 亿元，以上五大区域分别占 75%、5%、3%、7%、11%。

图 3、公司历年的合约销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

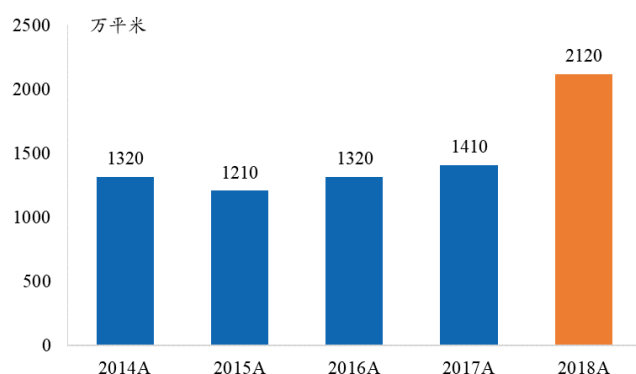
图 4、合约销售的地区分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

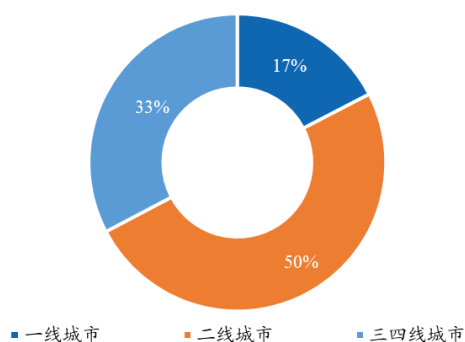
- **2018 年积极补充土地储备：**2018 年公司新增了 29 幅土地，计容面积合计为 574 万平米，总权益土地款为 124 亿元，平均拿地成本为 4337 元/平米，新增货值约为 650 亿元。截至 2018 年末，公司的总土地储备达到 2120 万平米，同比增长 50%。公司的土地储备中，长三角地区土地储备占比达到 68%。

图 5、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

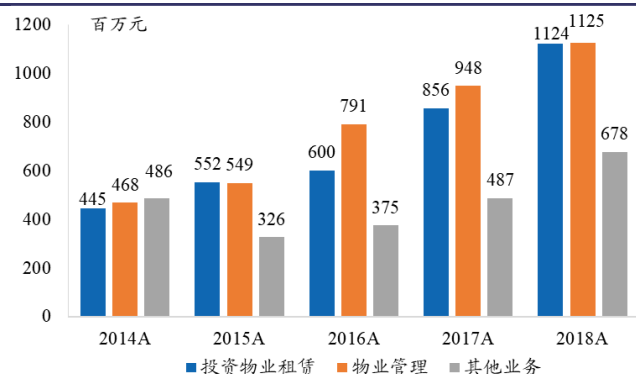
图 6、公司的土地储备分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

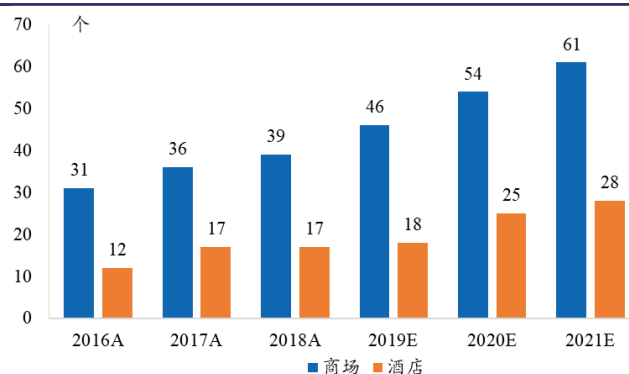
- 投资物业稳步增长：**2018 年公司实现投资物业租金收入 11.2 亿元，同比增长 31%，商场部分成本平均回报率达到 12.2%；物业管理业务实现收入 11.2 亿元，同比增长 19%；其他业务（主要为酒店经营）实现收入 6.8 亿元，同比增长 39%，投资物业租赁业务收入稳步增长。期内公司有 3 家商场（轻资产江油宝龙广场、厦门宝龙一城、上海青浦宝龙广场）全新开业，厦门宝龙一城为公司打造的第一个高端类型综合商业体，“一城”也正式作为全新产品线面世，目前公司仍然以打造中小规模二三线城市及核心城市城郊综合体项目为主要策略，同时外延拓展其他类型项目和客群。预计公司在未来三年还将新开业 22 个商场及 11 家酒店，投资物业将持续为公司提供稳定增长的经常性收入。

图 7、公司的商业及其他业务收入



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司的投资物业开业计划



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、在营商场情况

城市	开业商场个数 (轻资产项目个数)	可租面积 (万平方米)
上海	8	32.8
杭州	4	23.3
义乌	1 (1)	5.0
扬州	1	5.1
镇江	1	6.9
盐城	1	13.5

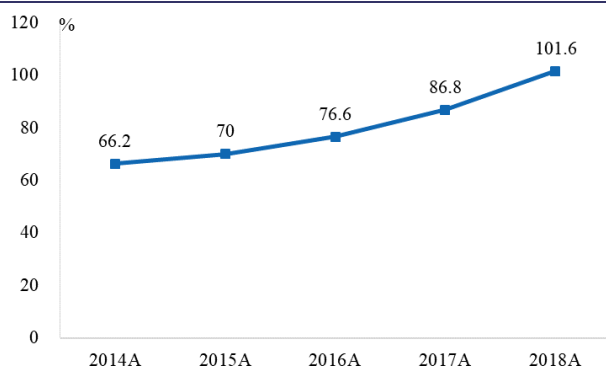
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

宿迁	1	12.1
无锡	1	7.5
常州	1	10.7
阜阳	1	10.1
蚌埠	1	18.6
烟台	2	8.3
青岛	4	49.5
泰安	1	4.3
天津	1	3.4
重庆	2 (1)	17.0
江油	1 (1)	7.5
新乡	1	8.5
洛阳	1	13.3
郑州	1	10.8
厦门	1	12.5
泉州	2	17.6
福州	1	9.5
合计	39	307.8

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

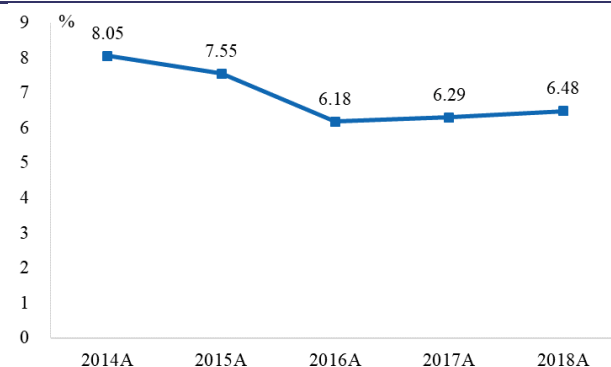
- **净负债率偏高：**公司保持积极的投资力度，且投资物业开业计划推进的同时伴随着前期支出，截至 2018 年末，净负债率提升 14.8 个百分点至 101.6%。平均融资成本为 6.48%，同比提升 19bps。截至年末公司的账面现金为 158 亿元，总借款为 491 亿元，其中 1 年内到期债务占比为 30%，境内债务占比为 70%。

图 9、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

图 10、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

- **我们的观点：**公司 2018 年合约销售大幅增长，销售和土地储备都仍以长三角地区为主。2018 年公司仍然保持着积极拿地，2019 年备货充分。年内公司通过与腾讯建立合作关系积极推进商业场景与新零售结合实现共享利益，自营及管理输出的商场和酒店项目都如期开业，预计未来三年还将开业 22 家商城和 11 家酒店，随着规模增长租赁业务进入良好闭环，物业培育成熟之后将继续反哺主业并提供稳定收入。公司的当前股价对应 2018 年核心净利润的 PE 为 8 倍，股息收益率超过 7%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **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、商品房销售不及预期、人民币贬值。

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.xyqz.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大森控股集团有限公司、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、中国山东高速金融集团有限公司、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、微盟集团、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和盛世大联保险代理股份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反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“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。