

买入 (维持)

01238.HK 宝龙地产

港股通(深)

目标价: 6.30 港元

现价: 5.40 港元

## 配售优化财务, 销售增速强劲

2019年10月16日

预期升幅: 17%

## 主要财务指标

## 市场数据

日期	2019.10.15
收盘价(港元)	5.40
总股本(亿股)	39.97
总市值(亿港元)	215.84
净资产(亿元)	282.75
总资产(亿元)	1421.58
每股净资产(元)	7.07

数据来源: Wind

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	2,364	3,100	3,817
同比增长(%)	28.5	33.7	31.1	23.1
毛利率(%)	38.5	33.2	32.4	31.7
归母核心净利润率(%)	9.0	9.0	9.0	8.8
净资产收益率(%)	10.4	8.3	10.2	11.8
每股核心收益(元)	0.44	0.59	0.78	0.95
每股股息(分)	26	27	34	42

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

## 相关报告

《物业开发高速增长, 商业运营稳步前行》深度报告 20190709  
《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

- **维持“买入”评级, 目标价 6.3 港元:** 今年仍然是宝龙的高速增长年, 在保证物业销售规模的同时, 投资物业的发展也进入快车道, 公司在商业领域的持续投入和深耕得到市场认可, 目前公司是行业内稀缺的商业地产标的。此次配售对公司业绩摊薄有限, 有利于改善公司的财务指标以及流动性。我们维持公司“买入”评级, 目标价 6.3 港元, 对应 2019/2020 年 PE 为 9.5/7.2 倍, 公司保持稳健派息, 派息比率达到 35%, 当前股息收益率超过 5%。
- **完成配售, 优化财务指标:** 公司以“先旧后新”方式配售 1.466 亿新股, 占扩大后股份总数约为 3.54%, 配售价 5.4 港元, 完成配售后公司所得款项净额为 7.81 亿港元, 公司计划用于业务发展或投资以及一般营运资金。我们认为此次配售对公司业绩摊薄有限, 有利于优化公司的财务指标, 我们预计到 2019 年底, 公司的净负债率将继续下降。
- **销售增速强劲:** 截止 2019 年 9 月, 公司的合约销售金额和面积分别为 451 亿元和 278 万平米, 分别同比增长 57% 和 46%, 销售增速行业领先; 销售均价超过 16000 元每平方米。公司中期将销售目标由 500 亿上调至 550 亿元, 按照当前销售进度, 全年有望超额完成销售目标。公司今年货值充足, 销售增速远超行业平均水平。
- **土地储备充足:** 截至 2019 年中期, 公司的总土地储备为 2437 万平米, 可供公司未来 4-5 年发展, 且平均土地成本为 2701 元/平米, 占销售均价比例不到 20%, 盈利空间有保证。公司聚焦深耕长三角, 上半年新增土储 95% 位于长三角, 且住宅+商业的模式为公司带来成本较低的土地, 上半年新增土地成本为 5130 元/平米, 溢价率仅为 12.7%。

**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、租金收入不及预期**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 报告正文

- **完成配售，优化财务指标：**公司以“先旧后新”方式配售 1.466 亿新股，占扩大后股份总数约为 3.54%，配售价 5.4 港元，完成配售后公司所得款项净额为 7.81 亿港元，公司计划用于业务发展或投资以及一般营运资金。我们认为此次配售对公司业绩摊薄有限，有利于优化公司的财务指标，我们预计到 2019 年底，公司的净负债率将继续下降。
- **销售增速强劲：**截止 2019 年 9 月，公司的合约销售金额和面积分别为 451 亿元和 278 万平米，分别同比增长 57% 和 46%，销售增速行业领先；销售均价超过 16000 元每平方米。公司中期将销售目标由 500 亿上调至 550 亿元，按照当前销售进度，全年有望超额完成销售目标。公司今年货值充足，销售增速远超行业平均水平。
- **土地储备充足：**截至 2019 年中期，公司的总土地储备为 2437 万平米，可供公司未来 4-5 年发展，且平均土地成本为 2701 元/平米，占销售均价比例不到 20%，盈利空间有保证。公司聚焦深耕长三角，上半年新增土储 95% 位于长三角，且住宅+商业的模式为公司带来成本较低的土地，上半年新增土地成本为 5130 元/平米，溢价率仅为 12.7%。
- **投资物业进入快速增长期：**截至 2019 年中期，公司共拥有 39 个已开业商场和 17 个酒店，下半年将有 6 个新的商场（上海、杭州、绍兴、宁波、南京、天津各 1 个）和 1 个酒店（烟台蓬莱艺珺）投入运营，商业地产规模将在未来三年高速增长，2020 和 2021 年预计还将有 10 个、9 个新商场开业，截至 2021 年，商场总数将达到 64 个，公司在商业领域的先发优势明显。随着商管公司的单独分拆上市，有利于公司拓展更多的轻资产项目，加速扩张商业规模。
- **我们的观点：**今年仍然是宝龙的高速增长年，在保证物业销售规模的同时，投资物业的发展也进入快车道，公司在商业领域的持续投入和深耕得到市场认可，目前公司是行业内稀缺的商业地产标的。此次配售对公司业绩摊薄有限，有利于改善公司的财务指标以及流动性。我们维持公司“买入”评级，目标价 6.3 港元，对应 2019/2020 年 PE 为 9.5/7.2 倍，公司保持稳健派息，派息比率达到 35%，当前股息收益率超过 5%。
- **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、租金收入不及预期。

## 附表

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>76,868</b>	<b>101,154</b>	<b>128,506</b>	<b>155,200</b>
货币资金及受限制资金	15,776	28,732	37,592	45,979
存货	41,793	48,597	61,478	73,870
贸易、其他应收账款及预付款	18,267	22,793	28,404	34,319
预付所得税	727	727	727	727
其他流动资产	305	305	305	305
<b>非流动资产</b>	<b>55,187</b>	<b>60,510</b>	<b>65,815</b>	<b>71,104</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>132,055</b>	<b>161,664</b>	<b>194,321</b>	<b>226,304</b>
<b>流动负债</b>	<b>58,533</b>	<b>79,172</b>	<b>102,289</b>	<b>124,186</b>
短期有息借款	14,721	18,721	22,721	26,721
应付账款	20,726	31,809	44,926	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
<b>非流动负债</b>	<b>40,717</b>	<b>47,717</b>	<b>54,717</b>	<b>61,717</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>99,250</b>	<b>126,888</b>	<b>157,006</b>	<b>185,903</b>
股本	1,164	1,164	1,164	1,164
储备及盈余	26,123	27,426	29,158	31,314
永久资本工具	1,552	1,675	1,798	1,921
少数股东权益	3,965	4,511	5,195	6,002
<b>股东权益合计</b>	<b>32,805</b>	<b>34,776</b>	<b>37,315</b>	<b>40,401</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>132,055</b>	<b>161,664</b>	<b>194,321</b>	<b>226,304</b>

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	6,813	5,513	7,102	8,631
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)	(2,481)	(3,196)	(3,884)
营运资金的变动	(596)	5,309	625	(410)
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,086</b>	<b>8,944</b>	<b>5,129</b>	<b>4,960</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>(8,718)</b>	<b>(5,231)</b>	<b>(5,080)</b>	<b>(4,962)</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>13,077</b>	<b>9,244</b>	<b>8,811</b>	<b>8,389</b>
现金净变动	5,445	12,957	8,859	8,387
现金的期初余额	9,387	14,840	27,797	36,656
<b>现金的期末余额</b>	<b>14,840</b>	<b>27,797</b>	<b>36,656</b>	<b>45,043</b>

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>19,594</b>	<b>26,181</b>	<b>34,570</b>	<b>43,288</b>
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	319	470	588
投资物业公允价值变动	2,501	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>8,003</b>	<b>6,021</b>	<b>7,737</b>	<b>9,393</b>
应占合营损益	187	187	187	187
财务成本	(1,377)	(695)	(822)	(949)
<b>税前盈利</b>	<b>6,813</b>	<b>5,513</b>	<b>7,102</b>	<b>8,631</b>
所得税	3,166	2,481	3,196	3,884
税后盈利	3,648	3,032	3,906	4,747
永续资本工具	123	123	123	123
少数股东损益	688	546	684	807
归母核心净利润	1,768	2,364	3,100	3,817
<b>核心 EPS(元)</b>	<b>0.44</b>	<b>0.59</b>	<b>0.78</b>	<b>0.95</b>

## 主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长性(%)</b>				
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	33.7	31.1	23.1
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	38.5	33.2	32.4	31.7
归母核心净利率	9.0	9.0	9.0	8.8
ROE	10.4	8.3	10.2	11.8
<b>偿债能力</b>				
净资产负债率(%)	101.6	90.2	89.8	89.4
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.2
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	1.2	1.3	1.3	1.3
<b>每股资料(元)</b>				
核心 EPS	0.4	0.6	0.8	1.0
每股净资产	6.8	7.2	7.6	8.1
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	10.7	8.1	6.1	5.0
PB	0.7	0.7	0.6	0.6

## 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](http://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、游菜互动集团有限公司、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、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、华检医疗控股有限公司和旷世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。