

## 中报点评 07 | 宝龙地产：全年目标有望超额两三成

**【营业收入超预期】**2020 年上半年，宝龙地产在疫情之下的销售交付表现远高于预期。1-6 月确认收入 171.7 亿元，同比上升 40.1%；归母核心净利润 18.0 亿元，同比上升 44.3%。两项指标皆远超行业上半年交付同比持平的预期。合同销售方面，公司上半年全口径合同销售金额为 315.3 亿元，同比增长 8%，表现超过克而瑞百强房企销售增速平均值 10.7 个百分点。公司上半年已售未结转销售约为 640 亿，权益 57%，下半年预期可结转 160-200 亿，全年有望实现 330-370 亿左右的营业收入，全年增速 30%-40%左右。

**【全年目标有望超额完成 20-30%】**相对于销售表现，宝龙地产今年的增长目标制定上略显保守，金额达 750 亿人民币，隐含年度增长 24.3%。公司 2020 年下半年计划可售货值 937 亿人民币，达到销售目标全年去化率仅需 46.4%。若沿用公司去年 70%去化率来计算，公司则将在年底达到 971.2 亿的销售额，远超其销售目标。即使考虑到下半年供应井喷下的激烈竞争，公司仍有极大可能超额完成其目标 20-30%。

**【公司首单商业并购落地】**2020 年 7 月，宝龙商业收购浙江星汇商业管理有限公司（下称“浙江星汇”）60%股权。浙江星汇主打商业街产品，共管理 14 个零售商业项目，总建筑面积约 89 万平方米。管理层预期该子公司能为集团贡献约 600 万净利润，并在 5 年内拓展至 100 个商业街项目，预期净利润复合增长率为 28%。

**【实现目标，取决于权益销售增速】**公司提出双百双千目标：五年内自持购物中心超百座、核心利润超百亿、权益销售额超千亿、上市公司总市值超千亿；实现目标上，我们认为其权益销售的增长最为关键。公司目前上半年权益销售额约为 173.4 亿，即以 55%的权益比推算，公司需在 2021-2025 年达到权益销售复合增长 20%以上，才能顺利完成目标。总裁许华芳先生在业绩会上提及自己在过去数月梳理组织形态及战略，10 月将梳理激励制度，其中涉及对事业部和项目部的授权，

6 大区域 40 个城市公司的平台协同，这些计划的推进都将对公司完成目标起到关键的作用。

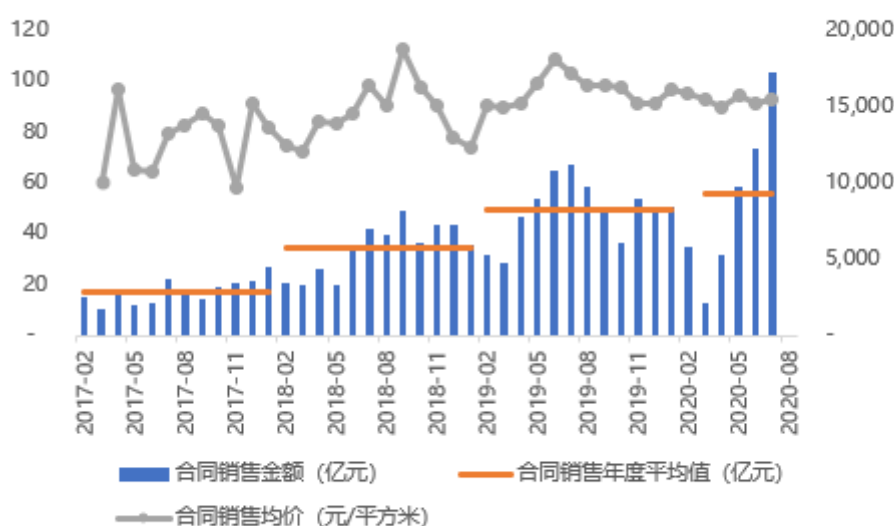
## 1 销售

### 交付远超预期

#### 商业并购首单落地

2020 年上半年，宝龙地产在疫情之下的销售交付表现远高于预期。1-6 月确认收入 171.7 亿元，同比上升 40.1%；其中地产开发收入 153.4 亿元，同比上升 46.2%；商场运营收入 15.3 亿元，同比上升 10.2%。合同销售方面，公司上半年全口径合同销售金额为 315.3 亿元，同比增长 8%，表现超过克而瑞百强房企销售增速平均值 10.7 个百分点。销售金额排名则从克而瑞房企销售排行榜 TOP200 中提升至第 46 位，较去年同期上升 6 位。7 月底公司销售达至 390.2 亿，对比全年销售目标 750 亿人民币，公司目标完成率约 52%。

图：宝龙地产 2017-2020 年上半年合约销售额及销售均价

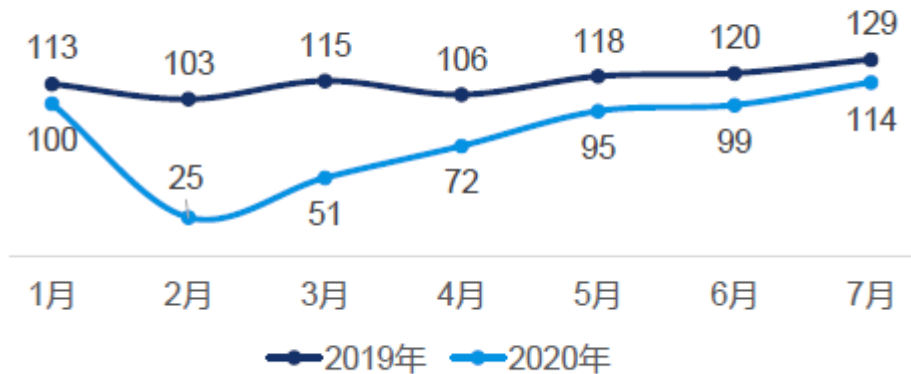


数据来源：企业业绩公告、CRIC

相对于销售表现，宝龙地产今年的增长目标制定上略显保守，金额达 750 亿人民币，隐含年度增长 24.3%。公司 2020 年下半年计划可售货值 937 亿人民币，达到销售目标全年去化率仅需 46.4%。若沿用公司去年 70%去化率来计算，公司则将在年底达到 971.2 亿的销售额，远超其销售目标。即使考虑到下半年供应共喷下的激烈竞争，公司仍有极大可能超额完成其目标 20-30%。区域布局上，公司合同销售贡献主要来自长三角，占上半年总额的 88.6%。其中一线城市占比 6.1%，二线城市占比 44%，三四线城市占比 49.9%。下半年 937 亿的可售

货值中，住宅占比 71.9%，商业占 28.1%，而其中 59 亿的货值为公司首次在大湾区的推盘，目前已销售超过 10 亿，相信其销售表现将对公司日后在华南地区发展有重要的指引作用。

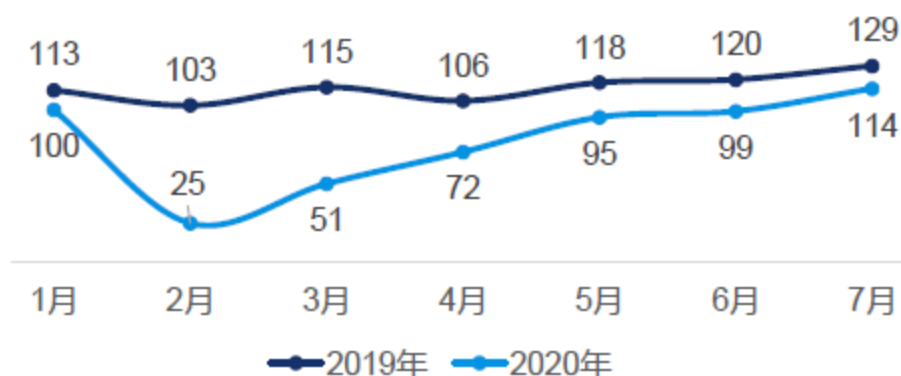
图：宝龙地产购物中心平均单店客流统计(万人)



数据来源：企业业绩公告、CRIC

商场运营收入上，公司上半年 15.3 亿，同比上升 10.2%，在疫情影响之下商场人流及营业额恢复至同期 9 成。公司全年预期收入为 34 亿，其中新开业自营商场 8 家，外拓商场 1 家，购物街 1 家，各商场面积 5.5 万平方-10.6 万平方，超过 8 个项目在 11 月及 12 月才开业。值得注意的是，公司首单商业并购落地。2020 年 7 月，宝龙商业收购浙江星汇商业管理有限公司（下称“浙江星汇”）60% 股权。公司主打商业街产品，共管理 14 个零售商业项目，总建筑面积约 89 万平方米。管理层预期该子公司能为集团贡献约 600 万净利润，并在 5 年内拓展至 100 个商业街项目，预期净利润复合增长率为 28%。

图：购物中心平均单店营业额统计(万元)



数据来源：企业业绩公告、CRIC

公司借成立三十周年提出双百双千目标:五年内自持购物中心超百座、核心利润超百亿、权益销售额超千亿、上市公司总市值超千亿；实现目标上，我们认为其权益销售的增长最为

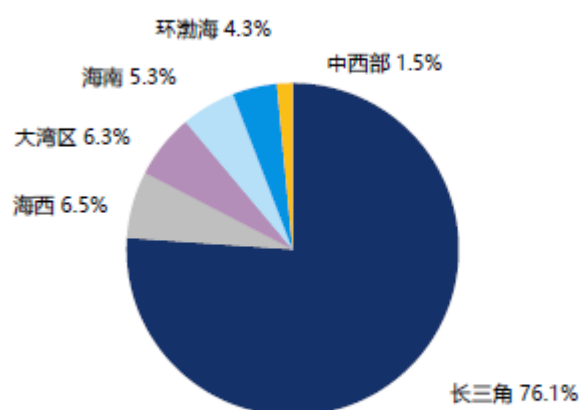
关键。公司目前上半年权益销售额约为 173.4 亿,即以 55%的权益比推算,公司需在 2021-2025 年达到权益销售复合增长 20%以上,才能顺利完成目标。总裁许华芳先生在业绩会上提及自己在过去数月梳理组织形态及战略,10 月将梳理激励制度,其中涉及对事业部和项目部的授权,6 大区域 40 个城市公司的平台协同,这些计划的推进都将对公司完成目标起到关键的作用。

## 2 投资

坚持重仓长三角  
发挥商住综合体优势

截至 6 月底,宝龙地产在长三角、大湾区、海西、环渤海、中西部、海南六大区域 38 座城市共布局 129 个可售项目,总土地储备 2859 万平方米,平均成本 3201 元/平方米,可售总货值 3858 亿元。其中,长三角占比 76.1%,一二线占比超 60%,完善的投资布局将有利于加速公司销售去化,确保盈利可期。报告期内,宝龙新增土地 15 块,计容总面积 238 万平方米,新增可售货值 473 亿元,平均土地成本为 6,134 元/平方米,长三角占比 96%。权益比例为 61%,权益比例包含员工持股部分,相较目前的销售权益比高 6 个百分点。地块总溢价率为 8.8%,其中南京的 4 个项目均为底价拿地,可售货值共 154 亿,占总新增货值 32.6%。

图：宝龙地产按区域划分的土地储备占比

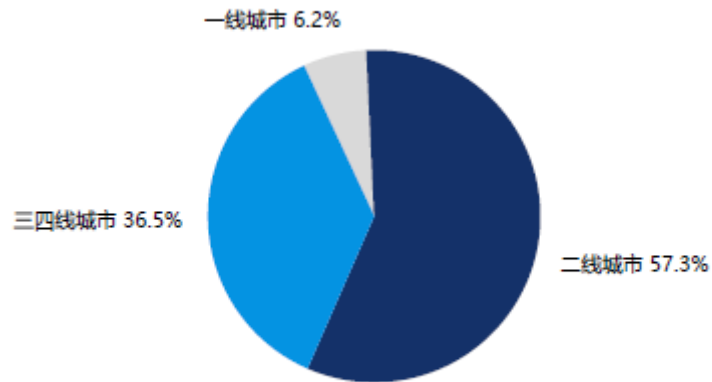


数据来源：企业业绩公告、CRIC

自 2015 年以来,宝龙地产把商业中心集中在长三角,稳步提升自持率,并且从万达引进专业的管理团队进行集中的运营管理,把商业中心的空置率从 17%显着压缩到 10%以内,巩固

了公司商住综合体的优势之余，也赢得了地方政府中的口碑，从而促进公司在长三角的拿地策略。

图：宝龙地产按城市线级分布的土地储备占比



数据来源：企业业绩公告、CRIC

### 3 财务

盈利增速远超预期  
负债相对稳健

宝龙地产 2020 年上半年实现营业收入 171.7 亿元，同比上升 40.1%；归母核心净利润 18.0 亿元，同比上升 44.3%。过去两年较高的销售增速为公司结算增长提供了支撑，在疫情之下其增速更是远超百强房企平均水平。

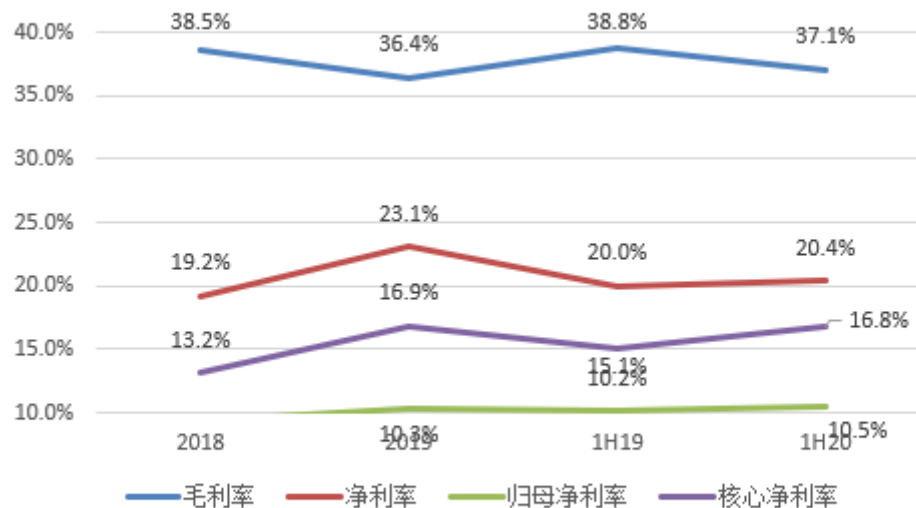
图：宝龙地产 2017-2020 上半年结转收入



数据来源：企业业绩公告、CRIC

盈利能力方面，公司 2020 年上半年毛利率较去年同期下降 1.7 个百分点至 37.1%；核心净利率较去年同期增长 0.3 个百分点至 10.5%，使公司核心净利增速快于营收增速，主要归因于公司费用管控效果良好。公司上半年已售未结转销售约为 640 亿，权益 57%，下半年预期可结转 160-200 亿，全年有望实现 330-370 亿左右的营业收入，全年增速 30%-40%左右。

图：宝龙地产 2018-2020 上半年盈利能力指标



数据来源：企业业绩公告、CRIC

截止 2020 年 6 月底，公司共有 592.5 亿债务，净负债率达至 79.9%，较去年底下降 1.3 个百分点。融资方面，公司 2020 年上半年融资成本有所下行，新增债务平均融资成本仅 6.22%，带动中期加权平均融资成本较 2019 年末下降 0.02 个百分点至 6.45%。流动性方面，公司 2020 年中期短债占比较 2019 年末上升约 10.6 个百分点至 38.3%，流动比率下降至 1.21 倍，较去年底下降 0.09 个百分点，仍属于健康水平。

表：2019年8月-2020年2月宝龙地产券商估值

| 券商名称    | 日期      | 目标价  |
|---------|---------|------|
| 花旗 Citi | 2020年8月 | 8.00 |
| 中达证券    | 2020年8月 | 7.10 |
| 富瑞证券    | 2020年6月 | 6.79 |

数据来源：公司通讯，CRIC 整理

表：2018-2020年上半年企业财务指标

| 指标分类   | 指标体系                 | 2018   | 2019  | 1H19   | 1H20  | 同比变动     |
|--------|----------------------|--------|-------|--------|-------|----------|
| 规模性指标  | 全口径合同销售（亿元）          | 410    | 604   | 292    | 315   | 7.8%     |
|        | 确认收入（亿元）             | 196    | 260   | 122    | 172   | 41.0%    |
|        | 全口径总土地储备（万平方米/建筑面积）  | 2121   | 2973  | 2437   | 2859  | 17.3%    |
|        | 全口径新增土地储备（万平方米/建筑面积） | 574    | 732   | 311    | 238   | -23.5%   |
| 营利性指标  | 毛利率                  | 38.5%  | 36.4% | 38.8%  | 37.1% | -1.7pts  |
|        | 净利率                  | 18.6%  | 23.1% | 20.0%  | 20.4% | -0.4pts  |
|        | 归母净利率                | 9.4%   | 10.3% | 10.2%  | 10.5% | -0.3pts  |
|        | 核心净利率                | 13.2%  | 16.9% | 15.1%  | 16.8% | 1.7pts   |
|        | 每股基本盈利（分）            | 70.97  | 100.4 | 45.1   | 53.6  | 18.8%    |
|        | 期内股息（分）              | 30.00  | 40.00 | 9.00   | 12.00 | 33.3%    |
|        | 营销及管理费用率             | 5.5%   | 4.8%  | 4.4%   | 4.4%  | 0pts     |
| 抗风险指标  | 现金（亿元）               | 158    | 236   | 185    | 264   | 42.7%    |
|        | 现金短债比                | 1.07   | 1.55  | 1.47   | 1.16  | -0.31    |
|        | 长短期债务比               | 2.34   | 2.61  | 2.95   | 1.61  | -1.34    |
|        | 净负债率                 | 101.6% | 81.2% | 91.4%  | 79.9% | -11.5pts |
|        | 净负债率（永续债为负债）         | 111.6% | 85.1% | 101.6% | 83.5% | -18.1pts |
|        | 平均借贷利率               | 6.48%  | 6.47% | 6.20%  | 6.45% | 0.25pts  |
| 运营效率指标 | ROA                  | 2.8%   | 3.7%  |        |       |          |
|        | ROE                  | 11.1%  | 15.4% |        |       |          |
|        | 资产杠杆率                | 3.50   | 4.18  |        |       |          |

备注：股东净利润（核心）= 股东净利润-（资产重估增值+出售资产收益+兑汇损失+其它重大调整）\*0.75

营销及管理费用率：2019年按操盘销售金额计算

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理