

年报点评 5 | 德信中国：合作应更注重核心能力建设

克而瑞研究中心 沈晓玲、汪维文

【销售：超额完成业绩目标，操盘权益比例低于行业平均】2019 年全年德信实现全口径合约销售金额 450.8 亿元，同比增长 13.8%，超额完成 438 亿元销售目标。操盘比例 63.8%，权益比例 41.1%，距离 TOP100 的平均操盘比例 86.8%和权益比例 73.0%差距较大。

【土储：土储城市能级提升，拿地权益仍然过低】2019 年德信中国新增土储总价 295.13 亿元，新增土储建面 474.46 万方，拿地销售比 0.65，明显高于百强房企 0.34 的平均水平。积极拓储同时着力升级城市能级，一二线城市拿地金额同比上升近 15 个百分点至 74.4%。但企业新增土储总价权益比例仅为 37.8%，如此低权益拿地会使得企业的销售权益仍旧保持低位。

【盈利：毛利率下降，非并表合联营提升利润】实现营收 95.13 亿元，同比增长 15.8%，毛利率下降 5.8 个百分点至 32.2%，毛利润下降 2.1%至 30.59 亿元。合联营利润大幅增长 103%至 11.75 亿元，占税前利润的 39.4%，带来净利润规模和净利率双升。但大量非并表非操盘的合作对企业操盘、营销等能力提升无益，行业竞争持续加剧的环境下企业内功得不到修炼。

【偿债：持续优化财务，各项指标均处安全区间】财务情况明显改善，现金短债比相较提升至 1.73，现金覆盖短债无虞。通过债务置换优惠负债结构，长短债比升至 1.68。年内企业积极投资，净负债率仅微升 1.1 个百分点至 68.7%，处于安全区间。

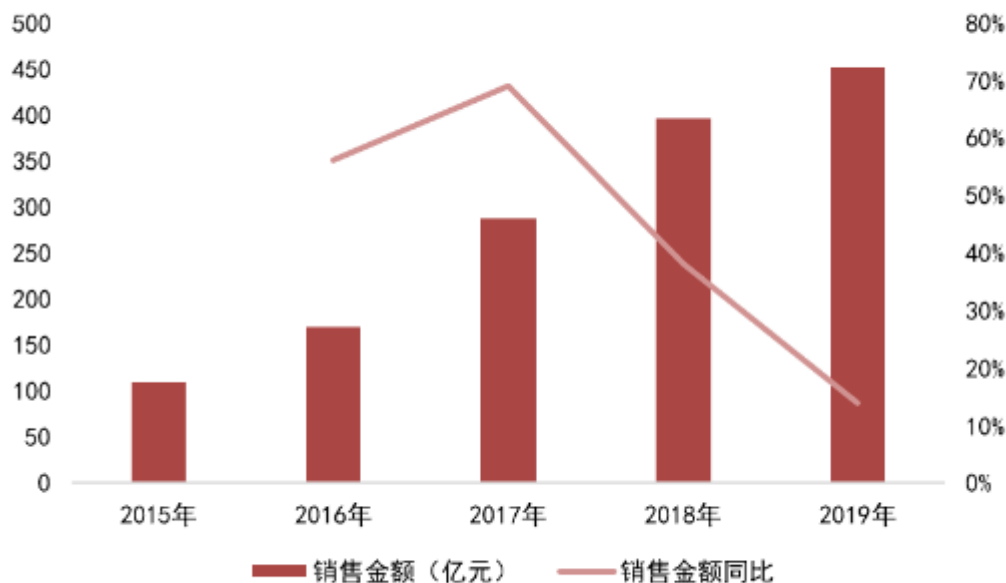
1 销售

超额完成业绩目标，操盘权益比例低于行业平均

业绩增速 13.8%，超额完成销售目标。2019 年全年德信实现全口径合约销售金额 450.8 亿元，同比增长 13.8%，超额完成 438 亿元销售目标；合约销售面积 246.2 万平方米，同比增长 5.2%。合约销售均价再度上升 8.2%至 18310 元/平方米，企业销售均价的提升一方面得益于企业调整布局升级城市能级，2019 年企业销售中一二线城市占比上升 12.5 个百分点达到 45.9%，另一方面得益于其产品系的升级，目前德信已经形成了海派系、泊林系、大院系、臻悦系以及新迭代出的高端产品云庄系五大产品系，其中今年仅 1 个杭州九溪云庄即让企业整体均价提升 300 元/平米。

操盘权益比例均远低于 TOP100 平均，业绩增长质量有待提升。虽然德信取得了业绩的稳步增长，但是其增长质量仍待提升，操盘比例和权益比例均低于行业平均水平。根据 CRIC 排行榜数据，2019 年 TOP100 房企平均操盘比例为 86.8%，德信的操盘比例仅为 63.8%，而企业的权益比例数据与 TOP100 的平均水平差距更大，2019 年德信的权益比例仅有 41.1%，相较于百强房企的 73.0%落后了 31.9 个百分点。

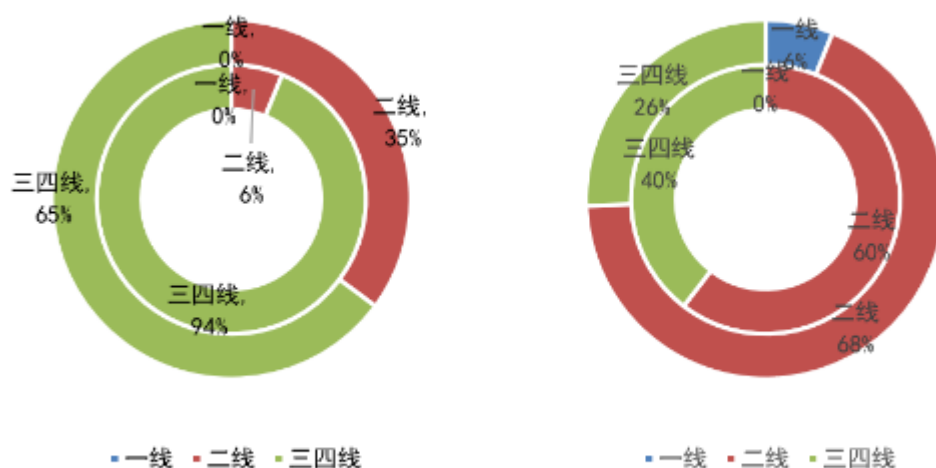
图：德信中国 2015-2019 年合约销售情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

2 土储积极拓储，提升城市能级优化区域布局 投资积极，拿地销售比 0.65，新进大湾区、成渝城市群，全国化持续推进。2019 年德信中国新增土储总价 295.13 亿元，新增土储建面 474.46 万方，拿地销售比 0.65，明显高出百强房企 0.34 的平均水平。步入 20 年德信仍未停止拓储步伐，1-2 月新增土储总价 39.5 亿元，接近 1-2 月销售额的 2 倍。2019 年新增土储成本 6220 元/平方米，与企业 19 年销售均价 18310 元/平方米相比仍有充足利润价差。布局上，企业坚持深耕浙江省，布局长三角和全国主要枢纽核心城市的布局策略，2019 年新进了成都、广州两大核心城市，在据守长三角的同时积极拓展大湾区及成渝两大城市群，进一步完善了自己的区域布局。着力升级企业土储能级，一二线城市拿地金额占比 74.4%。根据企业公布的 2018 年及 2019 年企业确认的销售收入金额数据，德信中国确认收入项目主要以三四线城市为主，而与企业 2018 年及 2019 年新增土储金额分布数据对比来看，企业明显加大了在高级城市的布局。除了在一线的广州和上海分别斩获土地之外，二线城市拿地金额占比已接近 7 成，成为企业重点布局区域；三四线投资占比逐步下降，且着重投资在温州、无锡以及佛山这类有着优异经济基础支撑，市场风险较小的城市。拿地金额权益比例不足 4 成，未来销售权益仍将保持低位。虽然企业整体拿地力度较大，新增土储城市能级也有明显上升，但是拿地权益比例仍然过低。根据企业披露数据，2018 年企业新增土储总价的权益比例仅为 31.3%，2019 年虽然情况有所好转，但是仍不足 4 成为 37.8%，2019 年企业销售权益比例已经只有 41.1%，仍保持如此低权益的拿地，未来销售权益比例仍将保持低位。

图：德信中国 2018、2019 年确认收入分布 图：德信中国 2018、2019 年新增土储金额分布

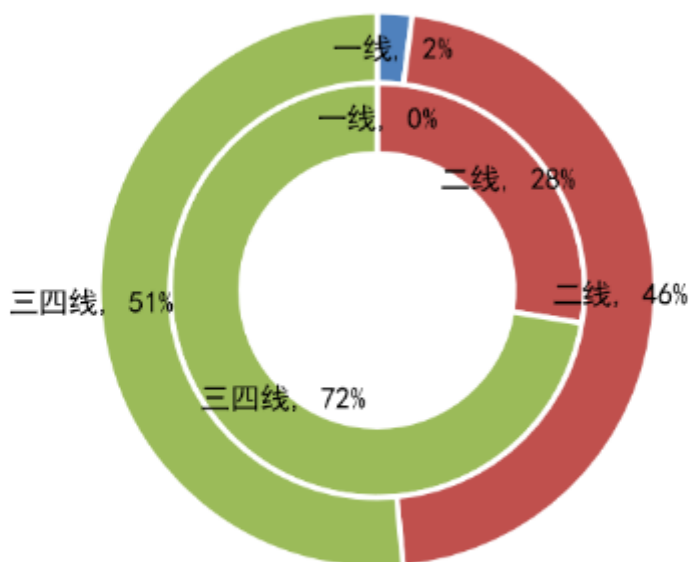


备注：外圈为企业 2019 年数据，内圈为 2018 年数据

数据来源：企业业绩发布、CRIC

土储资源充足，土地储备城市能级持续提升。截至 2019 年底企业共拥有土地储备 1341.9 万方，同比翻番，按照企业目前的开发节奏，足以满足企业 3-4 年发展需要。随着企业对一二线城市投资力度的持续加大，总土储城市能级相较 2018 年末也有明显提升，其中一线城市土储建面占比为 2.0%，布局包括广州、上海两城；二线城市占比相较 2018 年末提升 18 个百分点达 46.5%，其中杭州占比达 30.0%是企业第一大重仓城市；三四线城市占比降至 51.5%，以温州、湖州等长三角城市为主。

图：德信中国 2018 年末及 2019 年末土储能级占比情况



备注：外圈为 2019 年底数据，内圈为 2018 年底土储数据。

数据来源：企业业绩发布、CRIC

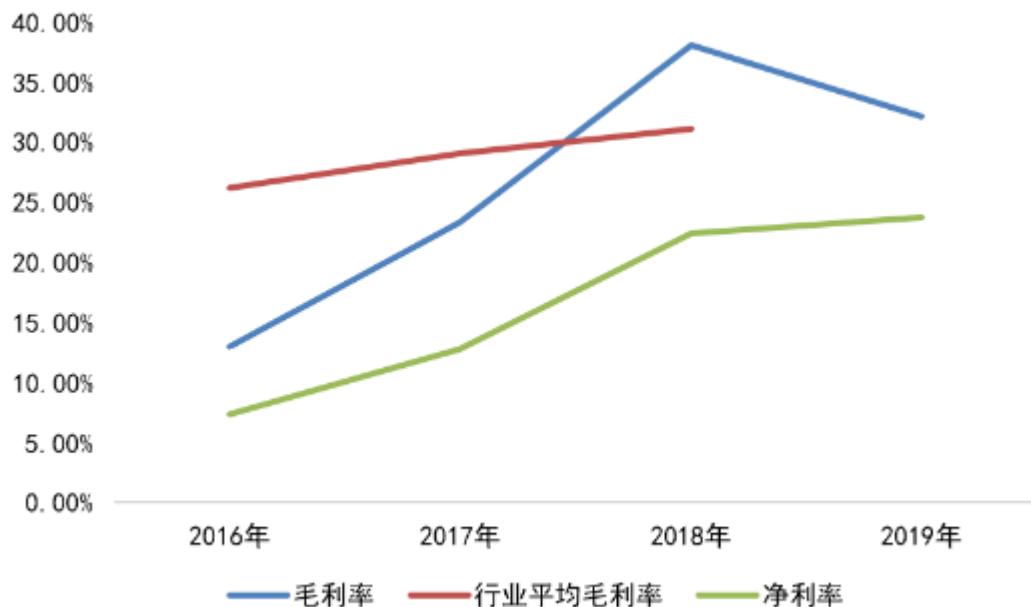
3 盈利毛利率下降，非并表合联营提升利润

物业销售规模扩张推动集团营收增长，租金收入同比翻倍但规模太小影响不大。2019 年德信实现总营收 95.13 亿元，同比增长 15.8%，营收增长主要源于当期物业销售确认收入的增长，集团物业开发收入 94.64 亿元，同比增长 15.6%。另外值得关注的是上半年企业商业物业租金收入同比增长 102.5%至 0.55 亿元，但由于整体规模较小，因此对企业营收增长贡献并不明显。

受项目结转周期影响，年度毛利规模、毛利率双降。2019 年德信中国实现毛利润 30.59 亿元，同比下降 2.1%，整体毛利率下降 5.8 个百分点至 32.2%。企业本期毛利率大幅度下降主要受到宁波及衢州确认收入的项目售价较低的影响。整体来看，近年来企业毛利率水平呈现上升趋势，虽然本年度录得下降，但是仍然保持在 30%以上。随着拿地成本的控制以及新迭代的产品系入市，未来毛利率仍有回升空间。

大量合作项目不并入收入而直接结转合联营利润，使得净利润、净利率双升。根据企业业绩数据，2019 年德信中国实现净利润 22.57 亿元，同比上升 22.6%，净利率 23.7%，同比上升 1.3 个百分点。毛利下降净利反升是由于企业合联营确认收益的大幅增长，德信中国 2019 年确认合联营利润同比增长 103.0%达到了 11.75 亿元，占税前利润的 39.4%。这种合联营的项目由于不确认营收而直接确认利润，因此对企业的净利润率起到了美化作用。但是长远来看，这种大量合作的模式对企业操盘、营销等能力提升无益，行业竞争持续加剧的环境之下企业内功得不到修炼。

图：德信中国 2016-2019 毛利率、净利率、行业平均毛利率



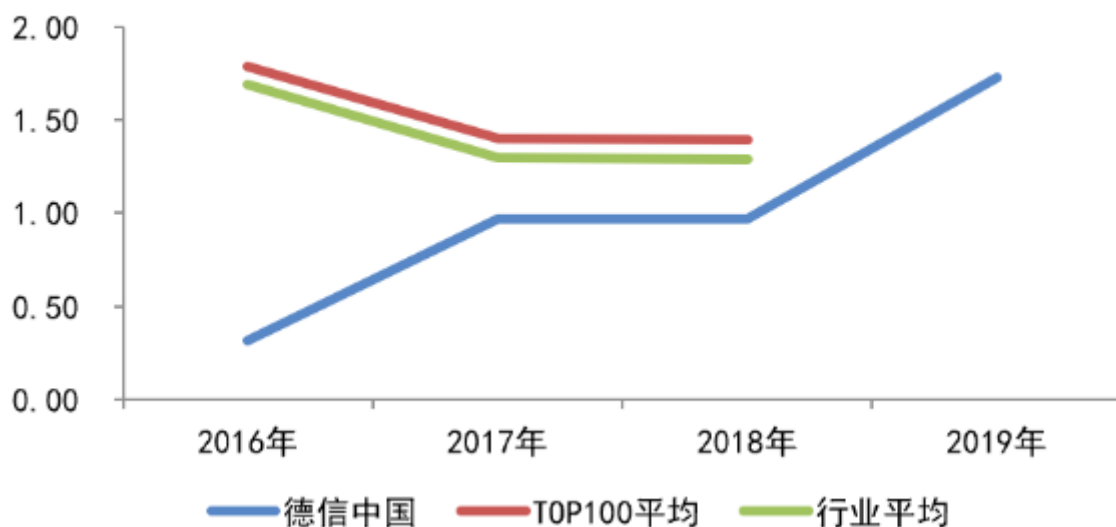
数据来源：企业业绩公告、CRIC

4 偿债

持续优化财务，各项指标均处稳健区间

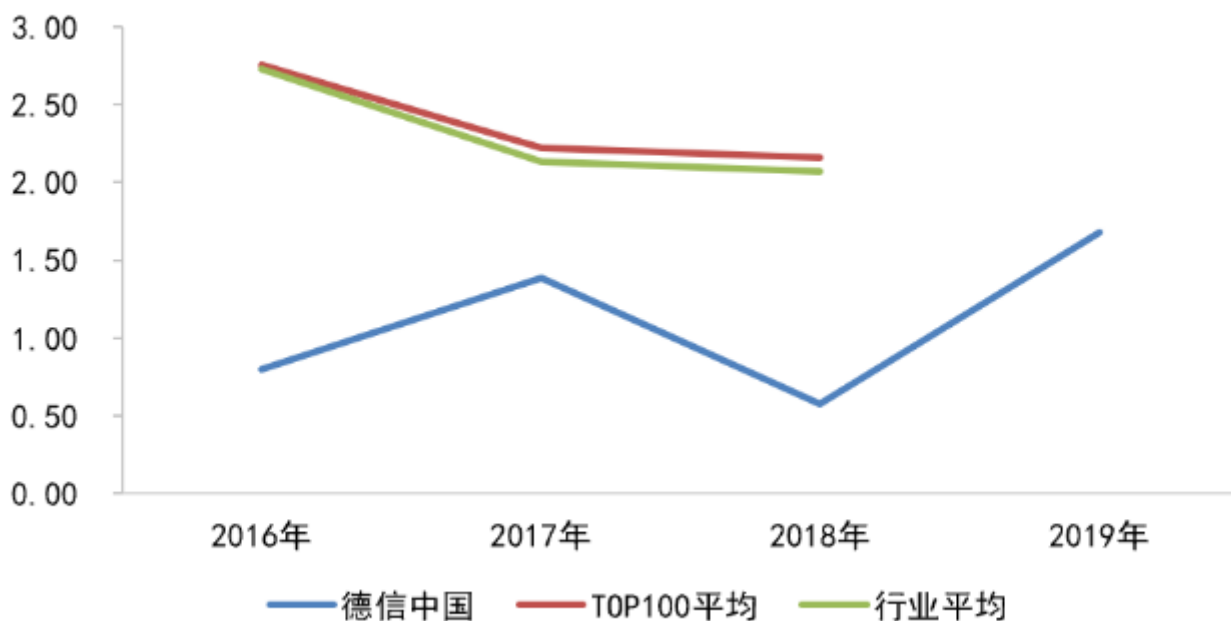
债务情况明显改善，现金短债比 1.73，长短债比 1.68。截止至 2019 年底，德信中国共持有现金 95.70 亿元，相较期初上升 27.8%，在短债规模基本维持不变的情况下，企业现金短债比大幅提升达至 1.73，现金覆盖短债无虞。长短债方面，企业通过债务置换，累计偿还借款 72.18 亿元同时新增借款 122.87 亿元，将企业长短债比优化至 1.68，债务结构得到明显改善。

图：德信中国及行业平均 2016-2019 年现金短债比



净负债率微升至 68.7%，财务状况稳健。近几年企业降负债效果明显，尤其是上市之后，企业净负债率水平得到进一步优化。虽然 2019 年企业积极拓储扩张投资规模，但仍然维持了稳健的债务水平，根据企业公告数据，截止至 2019 年底，企业的净负债率为 68.7%，相比 2018 年末微升 1.1 个百分点。

图：德信中国及行业平均 2016-2019 年长短债比

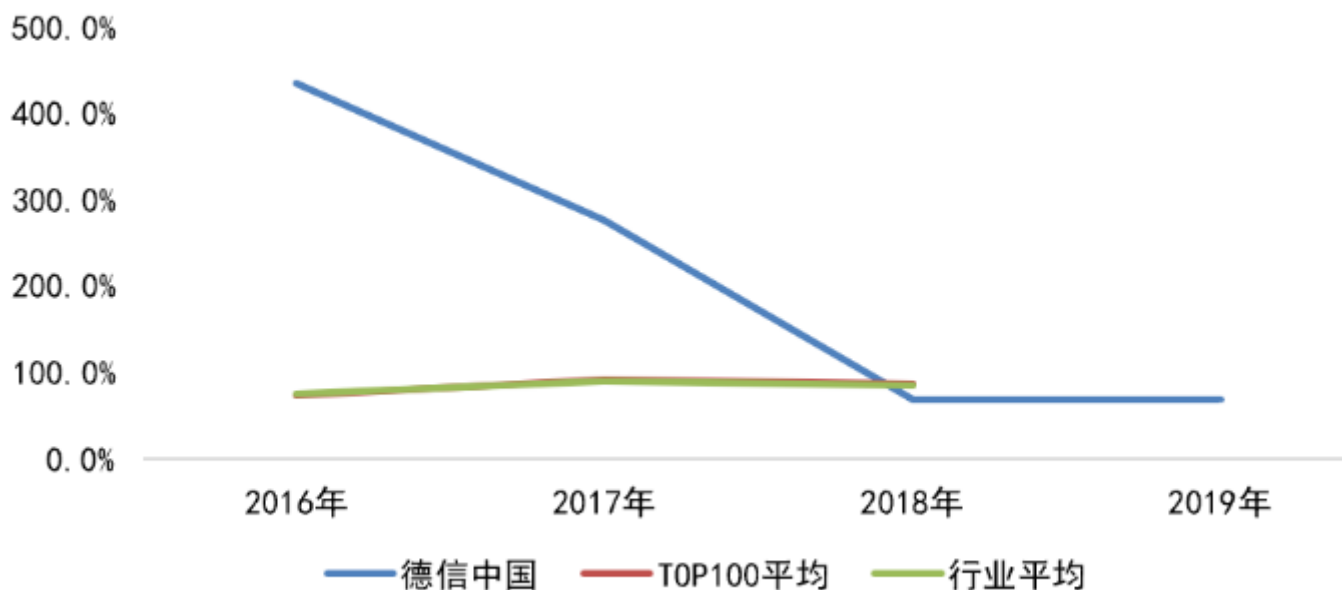


数据来源：企业业绩公告、CRIC

5 资本市场

券商首次覆盖，展望正面

图：德信中国及行业平均 2016-2019 年净负债率



数据来源：企业业绩公告、CRIC

从券商覆盖情况来看,一方面由于上市时间比较晚,另一方面由于市值较小,德信中国受到券商关注度较低。但是资本市场对德信还是给予了认可,于2019年5月和8月,德信先后被纳入MSCI中国小型股指数以及恒生综合指数系列。9月9日深圳证券交易所公告成分股定期调整时,德信地产又成功纳入港股通。从今年2月中达证券对德信中国的首次覆盖情况来看,机构也给予了德信非常正面的评价,预期未来两年企业将实现27%左右的营收年复合增长率,同时还预计企业核心净利率将会进一步提高,给出的4.61港元的目标价格相较于目前的股价也有50%的增长空间。

总体上来看,企业经营状况稳定,但权益过低问题需要注意。整体来看,企业全年业绩目标稳步完成,且城市能级和产品系均得到提升。凭借积极拓储,企业亦新进广州、成都等城市群核心城市,拓展粤港澳和成渝区域。更值得一提的是,随着企业的上市成功,企业财务结构持续改善,现金短债比、长短债务比均实现优化。但企业的业绩增长依靠了大量的合作力量,操盘和权益比例均低于平均水平,得不到内功修炼的德信从长远来看仍面临竞争的挑战。

表:德信中国券商估值

券商名称	日期	形式	目标价
中达证券	2020年2月	首次覆盖	4.61

数据来源:公司通讯,CRIC整理

表：2016–2019 年企业财务指标

分类	指标体系	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	同比/百分点变动
规模指标	合同销售金额	169.80	286.96	396.00	450.77	13.83%
	营业收入	69.80	65.54	82.12	95.13	15.84%
	物业销售收入	67.22	65.31	81.71	94.46	15.60%
	总土地储备建面	/	/	683.38	1341.93	96.37%
	新增土地投资建面	/	/	234.43	474.46	102.39%
营利性指标	毛利润	9.08	15.33	31.23	30.59	-2.05%
	净利润	5.13	8.39	18.41	22.57	22.57%
	核心净利润	1.96	6.07	16.27	19.89	22.27%
	归母净利润	3.31	7.38	14.53	15.57	7.09%
	毛利率	13.01%	23.39%	38.03%	32.16%	-5.87pts
	净利率	7.36%	12.81%	22.42%	23.72%	1.30pts
	核心净利率	2.81%	9.27%	19.81%	20.91%	1.10pts
	归母净利率	4.74%	11.25%	17.70%	16.36%	-1.34pts
	每股基本收益（元）	0.18	0.37	0.71	0.60	-15.49%
抗风险指标	现金	14.23	41.15	74.88	95.70	27.80%
	现金短债比	0.31	0.97	0.97	1.73	0.76
	长短期债务比	0.80	1.38	0.57	1.68	1.15
	净负债率	435.23%	275.69%	67.59%	68.70%	1.11pts
	平均借贷利率	10.70%	10.00%	9.78%	10.54%	0.77pts
运营及资本效率	资产收益率 (ROA)	2.42%	2.37%	3.71%	3.35%	-0.36pts
	净资产收益率 (ROE)	33.35%	38.44%	26.80%	21.02%	-5.78pts
	股东权益回报率	34.40%	56.75%	72.89%	41.58%	-31.31pts
	销管费用率	1.60%	1.75%	2.04%	4.10%	2.06pts
	资产杠杆率	13.76	16.22	7.22	6.27	-0.95

注：核心净利润计算时扣除投资物业公允价值收益、汇兑损益等各项非经常性损益

股东权益回报率=归母净利润/按报告期平均的归属于母公司股东权益；

销管费用率=销售及管理费用/报告期内操盘销售金额；资产杠杆率=总资产/所有者权益合计

企业平均借债利息率按照企业利息费用与债务规模估算，并非企业公布数据

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理