

# 年报点评 | 宝龙地产：商住互为犄角，才能把握疫情的机遇

克而瑞研究中心 洪圣奇、李必昂、刘晓

**【疫情影响下仍维持高增长目标】** 宝龙地产年度销售目标增长 24.3%，达 750 亿人民币。数字虽已冠绝同行，但仍略显保守。2020 年计划可售货值 1331 亿人民币，达标去化率仅需 56.3%，相信公司已考虑疫情所影响的推盘节奏。我们以 2 月份销售同比跌幅作为公司销售下限，相信公司即使无法加推新货，以 2019 年末 283 万平可售面积，约 453 亿的货值来计算，亦足以支撑 1-5 月的销售计划。相信随着复工潮的提早来临，公司在全年销售数字上会有更大的惊喜。

**【模式持续性将受到考验】** 疫情之下产品竞争势必白热化。我们认为，真正的双轮驱动，应该是商场运营的成功，加上住宅产品线的精美打造。华润置地及龙湖集团皆是领域里的标杆，近年倍受关注的新城则在商业运营和住宅销售的激励做了一定的平衡，使得运营人员士气高昂，两条产品线皆有不错的口碑。目前市场上一些本土商场，面临的不单是散售所带来的管理问题，还有那些商业属性的公寓所带来的政策风险和住户质量问题，这都将影响疫情下的销售。

宝龙地产 2014 年后开业的商场以自持为主，合同销售中的商业销售部份仍有地铺，公寓及合营项目的销售。统一化的商场管理有助公司优化运营，向真正的“住宅+商业”双轮驱动进发。当前疫情之下，商家面临很大生存压力，也影响了他们对后期的信心，有些弱小的零售商可能会出现倒闭，这对商业运营商而言，会阶段性影响到出租率和收缴率。然而这也提供公司一个更好的并购洽谈时机，甚至提供了一个让之前散售的老商家配合宝龙地产去改善营商环境的机会。无论如何，公司此次疫情的表现，将影响品牌发展的持续性。相信公司管理层有足够的格局和智慧去解决问题。

**【业绩对冲疫情，估值有望稳定】** 从近半年的券商覆盖情况来看，宝龙地产逐渐受到外资券商关注，尚乘国际及瑞银分别在去年 10 月及今年 2 月开始覆盖公司。券商普遍预期公司收入复合年增长率为 25-30% 左右，市值 12 月以内可从 200 亿上升至 300 亿左右的水平，对应每股价格为 6.70-7.18，目前股价对应券商预测的 20 年市盈率约为 5-7 倍。值得注意的是，由于此次

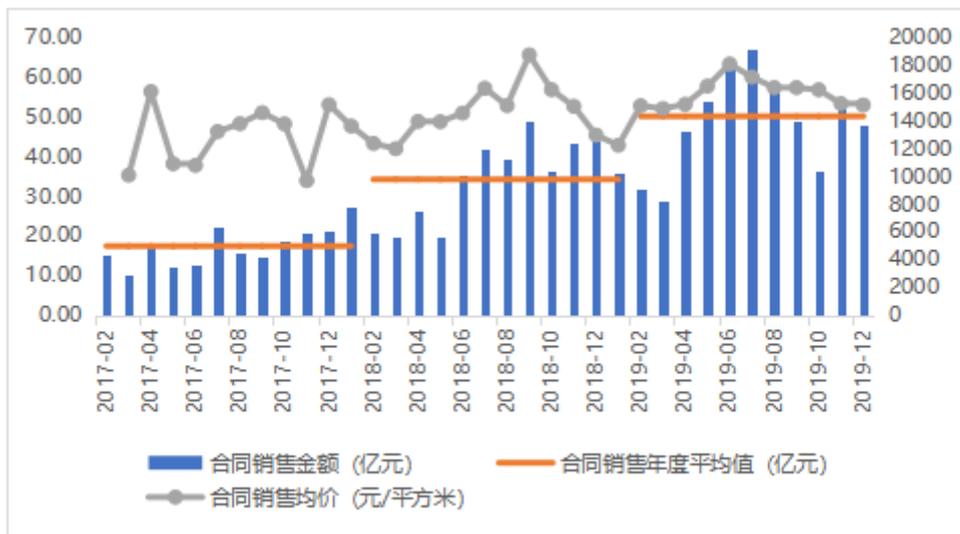
业绩好于预期，相信能抵消大部份券商在疫情对于公司增长放缓的担忧，估值大概率维持在目前水平，甚至有个别券商会调高预期。

## 1 销售

### 疫情影响下仍维持高增长目标

2019年宝龙地产维持高速增长，累计合同销售金额为人民币603.5亿元，同比增长47.1%。相比起年中调高的全年销售目标550亿人民币，超额完成9.73%。2019年合约销售均价为16,018元/平方米，较2018年合约销售均价13,439元/平方米上升10.9%。销售金额排名则提升至第57位，较去年同期上升7位。

图：宝龙地产2017-2019年合约销售额及销售均价



数据来源：企业业绩公告、CRIC

值得注意的是，宝龙地产在年度增长目标制定上虽已冠绝同行，但仍略显保守，金额达750亿人民币，增长24.3%。2020年计划可售货值1331亿人民币，达到销售目标全年去化率需56.3%，低于2019年约70%的去化率。受疫情影响，一季度可售资源最少，可售资源将在第二三季度集中推出。共计113个可售项目分布于36个城市，长三角项目占80.5%。

由于疫情下销售进度将受到影响，我们根据今年2月的同比跌幅，全年的销售目标以及2019年的月度销售进度进行压力测试，从而计算出2月跌幅延续至3月，3-4月，3-5月所以对剩余月份带来的销售压力。根据推算结果，疫情结束延续至3月，4月，5月对剩余月份所带来额外销售压力为6.7%，12.5%以及19.5%。在极端情况下，公司需在单月销售达100亿才能完成目标。另一方面，假设公司完全无法加推新货，以2019年末283万平可售面积，均价16,018人民币/平米的推算方法，公司总可售货值达453亿，足以支撑1-5月最多261

亿的销售计划。从以上两点可见，公司完成全年目标的难度不大，下限风险有限。

## 商业地产稳健拓展，自持面积逐步增大

宝龙地产目前拥有 45 个购物中心(包含 3 家轻资产)19 座酒店(8 家国际品牌，11 家自营)，2019 年已实现商业收入为 3564 亿元，同比上升 21.8%。公司总可租赁面积达 319.9 万平方米，其中 50.8%位于长三角，22.2%位于环渤海，17.8%位于中西部，11.8%位于海西。

真正的双轮驱动，应该是商场运营的成功，加上住宅产品线的精美打造。华润置地及龙湖集团皆是领域里的标杆，近年倍受关注的新城则在商业运营和住宅销售的激励做了一定的平衡，使得运营人员士气高昂，两条产品线皆有不错的口碑。目前市场上一些本土商场，面临的不单是散售所带来的管理问题，还有那些商业属性的公寓所带来的政策风险和住户质量问题。宝龙地产 2014 年后开业的商场以自持为主，合同销售中的商业销售部份仍有地铺，公寓及合营项目的销售。统一化的商场管理有助公司优化运营，向真正的“住宅+商业”双轮驱动进发。未来公司如何改善存量商场的口碑，解决的方式，解决的时机，以及相应的现金流支持，都将影响品牌发展的持续性。相信公司管理层有足够的格局和智慧去解决问题。

2020 年及 2021 年公司预期开业的商场分别为 11 家及 16 家，新增总商场面积分别为 72.1 万及 93.7 万平方米。目前商业地产带来的经常性租金收入达到 35.6 亿人民币，足以覆盖利息支出。

## 2 拿地

### 坚持重仓长三角，发挥商住综合体优势

截至 2019 年 12 月 31 日，公司土地储备总建筑面积为 2973.0 万平方米，对应可售货值约 3773 亿，土地成本为 3016/平方米，占 2019 年销售均价 18.8%。公司深度受惠于长三角一体化战略，约 73.2%的土储位于长三角，总面积达 2176 万平方米。其中上海市，浙江省及江苏省土储分别为 112.4 万方，1421.3 万方及 643.5 万方。

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% 显著压缩到 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。

### 商住一体模式建立高毛利的护城河

2019 年公司总获取 41 块，地上计容总面积为 732 万平方米，可销售占比 79.0%，对应可售货值 1185 亿元。成本方面，拿地成交总额为 403.6 亿元，其中权益支出为 215 亿元，新增土地成本为 5517 元/平方米，加权平均溢价率仅为 7.8%。从区域分布来看，新获取土地中的 85.0% 位于长三角地区。从产品类型来看，89.5% 的新增土地面积以商业+住宅的综合体开发模式获取。公司重仓长三角及建设综合体为主的拿地策略，使其产品上有销售增长的高确定性，下有拿地成本的低溢价保障。另一方面，公司首次开拓大湾区市场，首站落户珠海高新区及金湾区项目，楼面价分别为 6998 元/平方米及 7224 元/平方米，皆为底价成交，预计可售部份毛利率分别可达 35% 及 50% 以上。商住一体的开发以及集中长三角综合建设的策略保证了宝龙地产的高毛利率护城河。公司在大湾区布局仍属试水阶段，相信在珠海两个项目在 2020 年 3 季度预售以后，才能确定具体的产品策略及未来大湾区的拿地策略。

## 3 财务

### 成本管控得宜，盈利增长质量领先

宝龙地产是次总确认收入实现 260.4 亿，同比上升 33%；归母核心净利润则实现 26.8 亿元，同比上升 45%，超越早前盈喜公告所指引的 40%+ 增长。是次归母核心净利润的超预期，主要归功于公司持续坚挺的毛利率及低溢价拿地，毛利率虽然从 2018 年的 38.5% 回落至目前的 36.4%，但在行业中仍处于领先地位。公司归母净利率录得轻微增长至 10.3% (2018 年为 9.4%)，主要得益于间接经营成本占比的下降。展望未来随着更多商场租金收入的贡献，可以为公司带来更厚实的毛利率，从而进一步推高归母净利润率。

### 负债水平平稳，债务风险可控

2019 年底净负债比率 (含永续债) 为 85.1%，较年中下降 12.4 个百分点，是近年首次出现净负债率的下降，主要得益相对保守的拿地金额，旗下物业分拆以及配股所得的金额。虽属巧合，但在疫情之下降杠杆算是可贺的举。公司平均借贷利率为 6.47%，较去年底轻微下降 0.01 个百分点，近 4 年均处于相近的水平。随着公司步入业绩收成期，规模上升后的销售回款应足以支撑公司未来的增长。

短期债券方面，公司一年内到期债券共为 153 亿元，占总债务 27.7%，属于可控水平。相信属于境内融资环境放松，公司在资金上仍有不少的操作空间。

## 4 资本市场

从近半年的券商覆盖情况来看，宝龙地产逐渐受到外资券商关注，尚乘国际及瑞银分别在去年 10 月及今年 2 月开始覆盖公司。券商普遍预期公司收入复合年增长率为 25-30%左右，市值 12 月以内可从 200 亿上升至 300 亿左右的水平，对应每股价格为 6.70-7.18，目前股价对应券商预测的 20 年市盈率约为 5-7 倍。值得注意的是，由于此次业绩好于预期，相信能抵消大部份券商在疫情对于公司增长放缓的担忧，估值大概率维持在目前水平，甚至有个别券商会调高预期。