

投资评级 优于大市 维持

不惧疫情，营业收入和毛利率稳增长

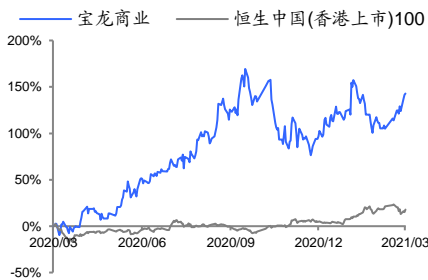
股票数据

03月04日收盘价(港元)	24.70
52周股价波动(港元)	10.00-29.85
总股本(百万股)	644
总市值(百万港元)	15907

相关研究

2020.9.28 - 宝龙商业首次覆盖：领先商业运营商，展帆乘风破浪

市场表现



恒生 100 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	5.56	-1.20	10.02
相对涨幅 (%)	9.35	-6.90	2.07

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:杨凡

Tel:(021)23219812

Email:yf11127@htsec.com

证书:S0850518070003

投资要点:

- 2020年管理服务收入保持稳增长。**宝龙商业2020年收入19.21亿元，同比增长18.6%。分项收入来看，公司租金收入1.81亿元，同比下滑11.6%，其主要原因是部分租约正常到期及受疫情影响给予商户减租扶持；商业运营服务（不包含租金）13.81亿元，同比增长22.3%；住宅管理服务3.58亿元，同比增长25.6%。分线城市来看，长三角地区贡献收入12.58亿元，占总收入比重65.5%，珠三角地区贡献收入662.5万元，占比0.3%，其他区域收入6.57亿元，占比34.2%。
- 毛利率同比明显提升，归母净利润同比增长70+%。**公司2020年毛利为5.95亿元，同比增长38.8%，综合毛利率为30.9%，同比2019年增长4.5个百分点。分项收入来看，公司商业运营服务毛利5.12亿元，同比增长31%，毛利率32.8%，同比增长3.5个百分点；住宅管理服务毛利8263万元，同比增长124%，毛利率23.1%，同比增加10.2个百分点。2020年公司净利润为3.07亿元，同比增长72%，归母净利润3.05亿元，同比增长70.8%。
- 商业和住宅合约面积储备充足。**截止2020年底，公司共有68个已开业零售商业物业，开业面积8.6百万平，已签约零售商业物业105个，总合约面积约11.3百万平。此外，公司已与16个零售商业物业的业主方达成初步合作意向，总建筑面积约为1.3百万平。住宅方面，公司住宅物业管理服务已交付项目共计61个，总已交付建筑面积14.4百万平，已签约项目101个，总签约建筑面积23.2百万平。
- 商业运营管理聚焦长三角。**公司2020年在长三角已开业商业管理建筑面积约为503万平，占总开业商业管理建筑面积59%，合约建筑面积727万平，占合约建筑面积64%。2020年7月公司收购独立第三方浙江星汇商业管理有限公司60%股权（投资价40.6百万元），截止3月2日浙江星汇共管理15个零售商业物业项目、总建筑面积0.86百万平，浙江星汇资产布局浙江，贴合公司聚焦长三角策略。此外，公司公告了2021-2022年新增商场开业计划，预计2021年开业22个项目，2022年及以后公司预计新增15个购物中心。
- 投资建议：“优于大市”。**我们预测公司2021年EPS为0.69元人民币每股，给予公司2021年40-45倍PE估值，对应合理市值区间为202-227亿港元，对应合理价值区间为每股31.36-35.28港元，给予“优于大市”评级。（本文非特别说明，均以人民币计价，1港币等于0.88元人民币）
- 风险提示：**公司商业资产开业计划有变动。

主要财务数据及预测

以人民币计价	2019	2020	2021E	2022E	2022E
营业总收入(百万元)	1620	1921	2580	3451	4605
(+/-) YoY (%)	34.99%	18.56%	34.29%	33.77%	33.44%
净利润(百万元)	179	305	444	622	872
(+/-) YoY (%)	33.95%	70.80%	45.63%	39.96%	40.25%
全面摊薄 EPS (元)	0.28	0.47	0.69	0.97	1.35
毛利率 (%)	26.44%	30.95%	31.16%	32.26%	33.38%
净资产收益率 (%)	4.69%	6.18%	7.50%	8.72%	10.23%

资料来源：公司年报(2019)、公司2020年业绩来源于业绩公告，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

事件: 公司公告 2020 年度业绩

点评:

1. 公司 2020 年度业绩

2020 年疫情影响下, 公司管理服务收入保持稳增长。宝龙商业 2020 年收入 19.21 亿元, 同比增长 18.6%。分项收入来看, 公司租金收入 1.81 亿元, 同比下滑 11.6%, 其主要原因是部分租约正常到期及受疫情影响给予商户减租扶持; 商业运营服务 (不包含租金) 13.81 亿元, 同比增长 22.3%; 住宅管理服务 3.58 亿元, 同比增长 25.6%。分线城市来看, 长三角地区贡献收入 12.58 亿元, 占总收入比重 65.5%, 珠三角地区贡献收入 662.5 万元, 占比 0.3%, 其他区域收入 6.57 亿元, 占比 34.2%。从公司 2020 年分区域收入来看, 长三角地区仍然是公司收入的主要贡献区域。此外, 珠三角地区首次贡献收入, 显示出公司在珠三角的布局正逐步进入收获期。

毛利率同比明显提升, 住宅服务贡献显著。公司 2020 年毛利为 5.95 亿元, 同比增长 38.8%, 综合毛利率为 30.9%, 同比 2019 年增长 4.5 个百分点。分项收入来看, 公司商业运营服务毛利 5.12 亿元, 同比增长 31%, 毛利率 32.8%, 同比增长 3.5 个百分点; 住宅管理服务毛利 8263 万元, 同比增长 124%, 毛利率 23.1%, 同比增加 10.2 个百分点。从公司分项业务毛利情况来看, 商业运营服务和住宅服务管理毛利率双重提升带来公司整体综合毛利的增长。商业运营服务毛利率增长主要由于公司业务增长和成本控制良好。住宅服务管理毛利率提升主要因为交付的住宅物业面积增长、住户合约数目增加和收入结构优化 (增值服务增加) 所致。

归母净利同比增长 70+%, 全年分红 0.28 港元。2020 年公司净利润为 3.07 亿元, 同比增长 72%, 归母净利润 3.05 亿元, 同比增长 70.8%。根据公司董事会建议, 公司 2020 年底分红预计为每股 0.18 港元, 加上中期分红每股 0.1 港元, 公司全年分红约为每股 0.28 港元。2021 年 3 月 2 日公司收盘价为 26.75 港元, 股息率约为 1%。

账面现金和经营活动现金流显著增长。截止 2020 年底公司账面现金为 34.49 亿元, 同比增长 32%; 经营活动现金流 7.95 亿元, 同比增长 49%。公司 IPO 及超额配售所得款项净额共计 15.89 亿港元, 截止 2020 年底已经在战略收购及投资其他商业运营服务供应商、升级资讯技术系统、翻新独立第三方开发或拥有的零售商业物业、一般业务用途及运营资金方面花去 77.8 百万港元, 剩余尚未使用现金为 15.11 亿, 未来拓展资金充足。

图1 宝龙商业 2020 年收入分类占比

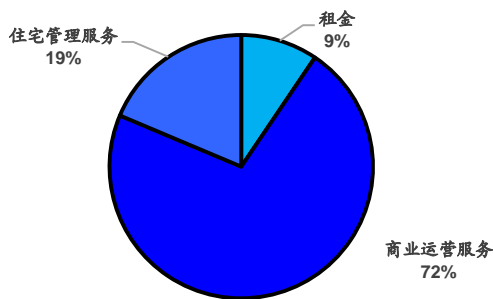
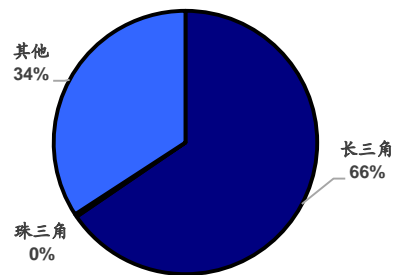


图2 宝龙商业 2020 年收入分区域占比



资料来源: 公司 2020 年年业绩公告, 海通证券研究所

资料来源: 公司 2020 年年业绩公告, 海通证券研究所

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2019	2020	Ppt	海通分析
毛利率	26.44%	30.95%	4.51	商业和住宅运营服务毛利率均有所提升
归母净利率	11.02%	15.88%	4.86	
资产负债率	48.65%	52.09%	3.43	
三项费用占收入比	11.80%	9.44%	-2.36	主要因财务费用明显减少
(百万元)	2019	2020	YOY%	海通分析
总资产	3091	4520	46.24%	
净资产	1587	2166	36.46%	
货币现金	2616	3449	31.84%	
合同负债	263	309	17.47%	

资料来源: 公司 2020 年年业绩公告, 海通证券研究所

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	2019	2020	YOY%	海通分析
一、营业总收入	1620	1921	18.56%	
二、营业总成本				
减: 营业成本	1192	1327	11.29%	
减: 销售费用	42	36	-13.20%	疫情减少了公司部分促销宣传活动
减: 管理费用	117	134	14.65%	公司规模增加带来管理人员人数和平均工资增加
减: 财务费用	32	11	-66.83%	
加: 其他收入	117	134	14.65%	
加: 权益法入账合营企业亏损	-17	-33	89%	
减: 金融资产减值	-7	-23	216%	业务规模增加以及对部分租户经营不利影响, 增加经营租赁和贸易营收管及其他应收款作减值拨备。
三、营业利润	247	420	69.82%	
减: 所得税	69	113	63.92%	
四、净利润	179	307	72.09%	
减: 少数股东损益	0	2	-	
归母净利润	179	305	70.80%	
五、每股收益				
基本每股收益 (元)	0.4401	0.4912	11.61%	年内公司新发行股份导致每股收益增速低于净利润

资料来源: 公司 2020 年业绩公告、海通证券研究所

2. 公司 2020 年经营情况

商业截止 2020 年底开业和合约面积: 截止 2020 年底, 公司共有 68 个已开业零售商业物业, 开业面积 8.6 百万平, 已签约零售商业物业 105 个, 总合约面积约为 11.3 百万平。此外, 公司已与 16 个零售商业物业的业主方达成初步合作意向, 总建筑面积约为 1.3 百万平。

住宅截止 2020 年底管理和合约面积: 截止 2020 年底, 公司住宅物业管理服务已交付项目共有 61 个, 总已交付建筑面积 14.4 百万平, 已签约项目 101 个, 总签约建筑面积 23.2 百万平。

商业运营管理聚焦长三角, 年内新增商业物业 9 个。公司 2020 年在长三角已开业商业管理建筑面积约为 503 万平, 占总开业商业管理建筑面积 59%, 合约建筑面积 727 万平, 占合约建筑面积 64%。2020 年公司新开业 9 个零售商业物业, 其中 6 个资产为宝龙地产开发, 其余为第三方物业, 9 个项目中有 7 个位于长三角, 其余两个位于福建 (漳州和泉州)。2020 年新增商场面积 60.14 万平。

2020 年 7 月公司收购独立第三方浙江星汇商业管理有限公司 60% 股权 (投资价 40.6 百万元), 截止 3 月 2 日浙江星汇共管理 15 个零售商业物业项目、总建筑面积 0.86 百万平, 其中已开业零售商业物业项目 8 个, 筹备开业零售商业物业项目 7 个。浙江星汇向公司承诺每年扣非归母净利润不低于 2020 年 6 百万元、2021 年 7.7 百万元、2022 年 9.8 百万元、2023 年 12.6 百万元、2024 年 16.1 百万元。浙江星汇资产布局于浙江省, 符合公司深耕长三角、做大做强长三角区域的总体战略布局。

从公司年度公告的 2021 年筹备项目可以看出, 公司 2021 年计划开业 13 个宝龙广场项目中 11 个位于长三角, 且大部分为宝龙地产开发; 3 个宝龙天地项目, 均位于长三角; 6 个宝龙星汇项目, 均为第三方开发的项目且均位于长三角。2021 年公司预计开业项目 (包括轻重资产) 共计 22 个, 总建筑面积为宝龙广场 120.7 万方+宝龙天地 9.31 万方+宝龙星汇 23.74 万方。2022 年及以后公司预计新增 15 个购物中心, 总建筑面积约为 123.74 万方。从公司商业项目排布上来看, 我们认为公司后续管理面积增长和收入均会保持稳定增长。

零售商业物业出租率同比微升。公司运营中零售商业品牌分为五个: 宝龙一城、宝龙城、宝龙广场、宝龙天地、宝龙星汇。2020 年公司平均出租率为 89.9%, 较 2019 年 89.4% 提升 0.5 个百分点。

3. 盈利预测和投资建议

我们根据公司 2021-2022 年公布的商业中心开业计划，我们对公司盈利预测进行了更新。详细盈利预测表如下。我们假设宝龙地产 2021-2023 年会陆续结转 2018-2021 年销售的住宅项目，为公司提供稳定的住宅管理面积。与此同时，公司每年都能够从宝龙地产获得商业购物中心，加上公司持续外拓轻资产项目，我们认为公司商业运营服务收入每年以 35% 以上的增速增长。

我们认为公司 2020 年业绩表现靓丽，疫情影响下仍能实现商业和住宅物业管理稳增长，与此同时毛利率提升显著，伴随后续新增购物中心陆续开业以及宝龙地产开发的住宅物业持续结转，公司未来收入仍会保持较高增速增长。我们预测公司 2021 年 EPS 为 0.69 元人民币每股，给予公司 2021 年 40-45 倍 PE 估值，对应合理市值区间为 202-227 亿港元，对应合理价值区间为每股 31.36-35.28 港元，给予“优于大市”评级。**风险提示：**公司商业资产开业计划有变动。

表 3 公司分项业务预测

	2020	2021E	2022E	2023E
商业运营服务				
收入 (百万元)	1563	2106	2849	3859
同比增长/减少 (YoY%)	17%	35%	35%	35%
住宅物业管理服务				
收入 (百万元)	358	474	602	746
同比增长/减少 (YoY%)	26%	32%	27%	24%
总计				
总收入 (百万元)	1921	2580	3451	4605
同比增长/减少 (YoY%)	19%	34%	34%	33%
毛利率 (%)	31%	31%	32%	33%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 公司盈利预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
一、营业总收入 (百万元)	1921	2580	3451	4605
二、营业成本 (百万元)	1327	1776	2338	3068
三、营业利润 (百万元)	425	569	807	1143
加：营业外收支 (百万元)	-2	34	38	42
四、除税前利润 (百万元)	420	609	852	1195
减：所得税 (百万元)	113	164	230	323
五、净利润 (百万元)	305	444	622	872
减：少数股东损益 (百万元)	0	0	0	0
六、归属母公司所有者净利润 (百万元)	305	444	622	872
股本 (百万股)	644	644	644	644
每股收益 (元/股)	0.47	0.69	0.97	1.35

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 5 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿港元)	EPS (人民币元)			PE (倍)			PEG (2021)
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2021PE/(2019-21 年净利润复合增速)
住宅物业									
6049.HK	保利物业	276	1.28	1.77	2.44	34	25	18	0.65
2869.HK	绿城服务	257	0.21	0.26	0.35	33	27	20	0.93
6098.HK	碧桂园服务	1712	0.85	1.24	1.73	60	41	30	0.96
3319.HK	雅生活服务	389	1.29	1.7	2.13	20	15	12	0.53
1755.HK	新城悦服务	165	0.52	0.79	1.16	34	22	15	0.45
2669.HK	中海物业	171	0.2	0.26	0.32	23	18	14	0.66
均值						34	25	18	0.55
住宅+商业物业									
01209.HK	华润万象生活	1027	0.32	0.62	0.82	124	64	48	1.06
03913.HK	合景悠活	168	0.16	0.3	0.48	46	24	15	0.33
06989.HK	卓越商企服务	120	0.42	0.59	0.77	20	15	11	0.41
均值						63	34	25	0.60

注：收盘价为 2021 年 3 月 4 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。1 港元=0.88 人民币
 2020 年有较多新物业公司上市。可比公司新增有商业物业管理的物业公司。
 资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业收入	1921	2580	3451	4605
每股收益	0.47	0.69	0.97	1.35	营业总开支	1327	1776	2338	3068
每股净资产	3.36	4.05	5.02	6.37	毛利率%	31%	31%	32%	33%
每股经营现金流	-	1.10	1.55	1.69	其他收入	2	2	2	2
价值评估 (倍)					销售费用	36	52	69	92
P/E	45.9	31.5	22.5	16.1	管理费用	134	181	235	299
P/B	6.5	5.4	4.3	3.4	其他营业费用	0	5	5	5
P/S	7.3	5.4	4.1	3.0	营业利润	425	569	807	1143
盈利能力指标 (%)					利息收支	-11	19	23	27
毛利率	31%	31%	32%	33%	其他非经营性损益	8	15	15	15
净利润率	16%	17%	18%	19%	除税前利润	420	609	852	1195
净资产收益率	6%	8%	9%	10%	减: 所得税	113	164	230	323
盈利增长 (%)					净利润	305	444	622	872
营业收入增长率	19%	34%	34%	33%	少数股东权益	0	0	0	0
净利润增长率	71%	46%	40%	40%	归属普通股股东净利润	305	444	622	872
偿债能力指标									
资产负债率	52%	51%	50%	47%	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
流动比率	2.20	2.15	2.10	2.17	货币资金	3449	4078	4949	5858
速动比率	2.20	2.15	2.10	2.17	应收款项	269	369	493	658
现金比率	2.04	1.97	1.91	1.95	存货	0	0.00	0.00	0.00
经营效率指标					其它流动资产	1	0	0	0
应收帐款周转天数	7.00	7.00	7.00	7.00	流动资产合计	3719	4446	5442	6516
					固定资产	10	10	10	10
					商誉及无形资产	26	26	26	28
					其他非流动资产	763	763	763	763
					非流动资产合计	801	901	1051	1253
					资产总计	4520	5348	6494	7769
					短期借款	0	0	0	0
					应付账款	120	137	180	236
					应交税金	121	129	173	230
					其他流动负债	1447	1806	2243	2533
					流动负债合计	1689	2072	2596	2999
					长期借款	0	0	0	0
					其它长期负债	666	666	666	666
					非流动负债合计	666	666	666	666
					负债总计	2355	2738	3262	3665
					普通股股东权益	2153	2597	3219	4091
					少数股东权益	13	13	13	13
					负债和所有者权益合计	4520	5348	6494	7769

注: 2020 年净现金流量为 2019 和 2020 年资产负债表账面现金相减得到。公司 2020 年业绩公告未披露 2020 年现金流量表。

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 04 日

资料来源: 公司 2020 年业绩公告, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
杨凡 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国恒大,中国国贸,华侨城 A,新湖中宝,浦东金桥,黑牡丹,中粮地产,海航基础,我爱我家,国创高新,光大嘉宝,格力地产,金科股份,福星股份,光明地产,天健集团,中华企业,粤泰股份,莱茵体育,旭辉控股集团,万业企业,蓝光发展,合景泰富,招商蛇口,北京城建,融创中国,华发股份,中国海外发展,彩生活,金融街

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。