

强烈推荐 (上调)

基本面依然稳健，轻资产外拓加速

宝龙商业 09909.HK

目标股价：27.59 港元

当前股价：22.70 港元

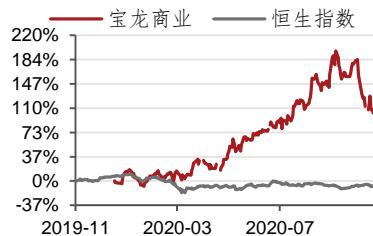
基础数据

总市值 (百万港元)	14,108.1
企业价值 (百万港元)	11,201.2
账面价值 (百万港元)	1,763.5
发行股份 (百万股)	621.5
公众持股比例 (%)	27.59
近 3 月平均日交易量 (百万港元)	46.25
主要股东持股比例 (%)	
宝龙地产	65.16
汇鸿管理有限公司	7.24

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	-26.38	4.69	145.1
绝对表现	-20.21	8.35	141.79
近 12 月最高价(港元)	20-09-18	29.85	
近 12 月最低价(港元)	20-02-03	9.05	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据，克而瑞证券

相关报告

- 《宝龙商业 09909.HK：住宅商管齐发力，中期业绩超预期》2020-09-06
- 《20200427-克而瑞证券宝龙商业 (9909.HK)：商业地产运营的开拓者》2020-04-27

分析师 李蒙，CFA
执业证号：APQ664
852-25105555
meng.li@cricsec.com

联系人 丁希璞
执业证号：AQD388
cassie.ding@cricsec.com

- 重申目标价 27.59 港元/股，给予强烈推荐评级。**我们于近期调研宝龙商业多个商场情况并与管理层进行沟通。公司中报后股价随着整个物管板块波动而明显回调，但我们认为其基本面没有发生变化。我们继续看好公司的发展，重申 27.59 港元/股的目标价，相当于 50.7x 2020 年 PE 和 36.8x 2021 年 PE。鉴于当前公司股价已经明显低于我们的目标价格，故上调评级至强烈推荐。
- 疫情影响基本已在可控范围，预计公司将重新实现高增长。**根据调研，公司各商场 7-8 月份的营业额基本已经恢复到去年同期九成水平，10 月份营业额同比已有一定正增长。一二线城市恢复情况好于三四线城市；培育期商场的恢复情况优于成熟期商场。同时公司下半年开业计划也如期进行，已于今年 10 月份开业杭州青山湖宝龙广场，另外会有 10 个宝龙广场及 2 个宝龙天地于 11-12 月份开业。
- 收购浙江星汇，轻资产外拓加速。**公司于 2020 年 7 月收购浙江星汇商业管理控股有限公司 60% 股权，未来将会把宝龙商业在浙江省内外拓的社区商业和商业街项目交给浙江星汇管理。公司下半年已披露两个轻资产输出项目均在江苏省内，外拓速度明显加快。根据公司披露的业绩对赌，浙江星汇今年至少实现 600 万净利润，且五年内复合增速不低于 28%。收购浙江星汇是对公司现有业务的有效补充，同时将大大加快公司轻资产拓展的速度，管理层也表示未来还会将同类型并购思路延用到其他省份。
- 公司各品牌线定位清晰，差异化明显。**相较其他商业地产运营商，宝龙商业产品线非常齐全。从定位高端商业的“宝龙一城”到中高端“宝龙城”，再到社区商业的“宝龙广场”和商业街“宝龙天地”，公司在各产品线的招商、运营上的着重点也有所不同。公司拥有 140 家战略合作伙伴，和新开业的商场深度绑定，同时由总部和项目部招商团队联动配合，确保每个项目都能满铺开业。尽管产品线齐全，我们认为公司在高端品牌中的招商能力有待提升。
- 风险提示：**疫情反复；商管领域竞争激烈导致公司外拓不达预期。

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	973.0	1,200.4	1,620.5	2,053.4	2,638.5
折旧摊销息税前利润	242.8	334.6	383.2	566.0	729.1
息税前利润	148.4	225.5	279.4	441.1	616.9
净利润	78.6	133.3	178.6	304.5	419.5
每股收益 (港元)	0.15	0.26	0.33	0.54	0.75
每股经营性现金流 (港元)	0.60	0.68	0.98	1.18	1.49
每股股息 (港元)	NA	NA	0.19	0.22	0.30
每股市资产净值 (港元)	0.18	0.44	2.90	3.79	4.58
市盈率 (x)	156.2	88.9	69.5	41.7	30.3
市现率 (x)	37.9	33.3	23.3	19.2	15.3
股息收益率 (%)	NA	NA	0.8	1.0	1.3
市净率 (x)	127.4	51.5	7.8	6.0	5.0
EV/Sales (x)	10.4	8.4	6.2	4.9	3.8
EV/EBITDA (x)	41.5	30.1	26.3	17.8	13.8
EV/EBIT (x)	67.9	44.7	36.1	22.9	16.3

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院 注：表中的每股指标均采用公司当前最新股数计算

公司财务数据

利润表

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

营业收入	973.0	1,200.4	1,620.5	2,053.4	2,638.5
营业成本	(719.6)	(874.5)	(1,192.1)	(1,455.5)	(1,833.1)
毛利润	253.4	325.9	428.4	597.9	805.4
销售及管理费用	(105.0)	(100.4)	(149.0)	(156.8)	(188.5)
息税折旧摊销前利润	242.8	334.6	383.2	566.0	729.1
折旧与摊销	94.4	109.1	103.8	124.9	112.2
息税前利润	148.4	225.5	279.4	441.1	616.9
净利润费用	(34.0)	(42.6)	(32.1)	7.8	18.7
应占联营公司损益	0.0	0.0	0.0	2.7	9.2
非经常性收入/支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	114.4	182.9	247.3	421.6	580.7
所得税	(35.8)	(49.5)	(68.7)	(117.1)	(161.2)
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	1.2	3.1
归属净利润	78.6	133.3	178.6	304.5	419.5
股利	0.0	0.0	103.3	121.3	166.6
留存收益	78.6	133.3	75.3	183.2	252.9

核心业务数据

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

商业板块收入占比(%)	81.4	81.6	82.4	78.5	75.5
商业板块毛利占比(%)	90.4	90.3	91.4	83.9	81.3
在管面积(百万平方米)	15.7	16.6	18.5	24.3	31.4
商业在管面积占比(%)	38.0	38.4	37.8	34.0	33.0
综合出租率(%)	NA	83.5	89.4	89.0	90.0
毛利率(%)	26.0	27.1	26.4	27.7	28.1
息税折旧摊销前利润率(%)	25.0	27.9	23.6	26.1	25.2
经营性利润率(%)	15.3	18.8	17.2	20.0	21.0
净利率(%)	8.1	11.1	11.0	14.8	15.8
ROE (%)	81.6	58.0	11.3	14.3	16.3
ROCE (%)	13.4	46.6	(54.6)	(35.5)	(43.6)
ROA (%)	2.1	6.8	6.8	8.7	9.8
流动比率(x)	94.5	89.4	48.7	45.6	45.5
利息备付率(x EBITDA)	7.1	7.9	11.9	(72.4)	(39.1)
负债股权比率(%)	2.7	2.3	0.0	0.0	0.0
净负债/(现金)	273.9	(405.9)	(2,616.1)	(3,126.0)	(3,730.9)
净负债/股权(%)	284.2	(176.5)	(164.8)	(147.6)	(145.6)

资产负债表

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

现金及等价物	114.4	1,039.9	2,616.1	3,126.0	3,730.9
应收账款	92.2	82.5	113.9	142.2	180.9
其他流动资产	734.3	336.1	93.8	105.8	121.6
流动资产	941.0	1,458.5	2,823.8	3,373.9	4,033.4
固定资产	183.2	173.5	6.9	10.7	20.1
投资性房地产	232.8	155.6	207.2	418.6	462.0
其他长期资产	391.0	390.0	53.1	92.2	182.2
资产总计	1,748.0	2,177.6	3,091.1	3,895.4	4,697.6
短期借款	256.3	526.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	596.3	648.1	763.1	952.9	1,212.4
其他流动负债	349.0	423.0	550.3	634.8	732.4
流动负债	1,201.6	1,597.0	1,313.4	1,587.7	1,944.8
长期借款	132.0	108.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	318.0	242.7	190.5	190.5	190.5
负债总计	1,651.6	1,947.7	1,503.9	1,778.2	2,135.3
股本	N.A.	N.A.	1,236.9	1,236.9	1,236.9
储备	96.4	229.9	350.3	880.3	1,325.4
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益总计	96.4	229.9	1,587.2	2,117.2	2,562.3
负债及股东权益	1,748.0	2,177.6	3,091.1	3,895.4	4,697.6

现金流量表

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

息税折旧摊销前利润	242.8	334.6	383.2	566.0	729.1
营运资本变动	117.6	54.2	223.7	234.0	302.7
其他	(36.7)	(32.6)	(73.4)	(137.8)	(200.5)
经营活动现金流	323.7	356.2	533.5	662.2	831.2
资本支出	(2.8)	(2.6)	(6.4)	(10.0)	(15.0)
投资变动	(24.1)	(52.9)	(29.4)	(39.1)	(90.0)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(26.8)	(55.4)	(35.9)	(49.1)	(105.0)
股权融资	0.0	0.0	1,231.7	0.0	0.0
债权融资	(508.7)	245.7	(634.0)	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	112.4	379.0	480.8	(103.3)	(121.3)
筹资活动现金流	(396.3)	624.7	1,078.6	(103.3)	(121.3)
现金净增加额	(99.4)	925.5	1,576.2	509.8	604.9

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞在过去的十二个月内有为上述被研究公司提供联席账簿管理人服务，并收取了相关服务报酬。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证：

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见；分析师的薪酬不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系；分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向CEO直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报；分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券；分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司；分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall)，以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价的表现：

强烈推荐：公司股价涨幅 (复权后) 超 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅 (复权后) 介于 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度 (复权后) 介于±5%之间

回避：公司股价跌幅 (复权后) 超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见，估计，预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。

预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人士或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。