



禀赋与优势独特，经营迎全面改善

——佳兆业集团首次覆盖报告

公司是以城市更新业务为特色的大湾区龙头房企。我们认为，公司城市更新业务与多元产业布局迎合了地方核心诉求，此类“政企共赢”的商业模式能够低价获取核心城市优质土储资源，是当前为数不多提升核心城市市占率的手段之一。随着业务重回正轨，公司优质资源释放与行业地位提升将形成良性循环，流动性状况也有望持续改善，而市值与资产价值之间的差距有望逐步缩减。

城市更新业务优势独特，保障整体盈利空间。公司在旧改领域起步较早，具备一定先发优势；2008年至2018年（除2009年），公司每年平均转换总建面约94万平的旧改项目进入土地储备。人才与组织方面，公司2011年组建了国内第一家专业城市更新公司，现有精通投资测算、规划设计、政策研究和商务谈判等专业技能的员工超过600人，平均从业经验达5年以上。截至2019年中期，公司尚未纳入土储的旧改项目占地面积约3217.6万平，全部位于粤港澳大湾区内。其中，按占地面积计约31.9%位于深圳，约29.6%位于广州，约26.4%位于中山，约10.7%位于惠州，剩余的1.4%位于珠海、东莞和佛山。

土储聚焦核心城市，高周转项目平衡利润与周转。截至2019年中期，公司土储约76%位于一线及重点二线城市；按建面，约54.6%的土储分布于粤港澳大湾区（对应货值占比约68.9%，深圳和广州分别为32.4%和14.7%），约8.4%位于长三角（货值占比约8.6%），约15.7%位于环渤海（货值8.1%）。同时，公司较早确立了以快速开发抢占刚需市场和参与城市更新提升利润的“双轨并行”发展战略，在保持盈利能力的同时扩大规模并平衡整体现金流。随着经营重回正轨，公司也加强了核心城市土储的获取，能够支撑未来稳健增长。

销售业绩快速增长，流动性持续改善。公司2018年合约销售金额达700.6亿元（+56.7%），2019H达346.9亿元（+37.0%）。良好的销售带动公司营收与利润高速增长。2015-2018年，公司营收三年复合增速达52.4%，2019年上半年营收增速达33.8%；公司2018年核心净利达47.29亿元，同比增长约303.9%，2019年上半年核心净利达27.53亿元，同比增长约55.0%。截至2019年中期，公司一年内到期短期债务占比约19.4%，速动比率约为1.34倍，净负债率约为191%，较2018年末下降约45个百分点；现金及存款较去年末上升30.8%至299.8亿元，总债务水平稳定，财务状况更为稳健。公司今年以来也顺利发行多笔中长期债券、ABS等，债务结构不断优化，流动性状况得到明显改善。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价4.27港元。预测公司2019-2021年核心EPS分别为人民币0.88元、1.18元和1.43元，同比增长12.3%、34.2%和21.6%。考虑到公司商业模式及禀赋优势，业绩有望持续稳健增长，给予NAV折让35%，对应2019年4.4倍PE，目标价为4.27港元，较现价空间达31%。

买入

(首次)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cws.com.hk

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

联系人

+852 3958 4600

caihongfei@cws.com.hk

财务摘要 (百万人民币)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,927	17,772	32,779	38,705	52,158	68,161	81,437
(+/-)%	-44.3%	62.6%	84.4%	18.1%	34.8%	30.7%	19.5%
毛利润	343	2,312	8,934	11,129	17,049	22,384	26,825
核心净利润	-4,081	-4,163	1,171	4,729	5,311	7,129	8,673
(+/-)%	-	-	扭亏	303.9%	12.3%	34.2%	21.6%
核心 PE	-	-	13.72	3.78	3.36	2.50	2.06
PB	1.12	1.17	0.84	0.83	0.68	0.55	0.44

目录

1.核心观点	5
2.大湾区旧改龙头，股权结构稳定多元	7
2.1 粤港澳旧改龙头，多元产业布局逐步成型	7
2.2 股权结构稳定，战略稳定性强	8
3.商业模式优势：不仅仅是旧改	9
4.城市更新：模式与优势独特，保障整体盈利空间	11
4.1 先发优势：积累丰富经验并成功卡位	11
4.2 能力优势：及早搭建专业团队，资源与信息丰富	12
4.3 禀赋优势：项目储备丰厚，利润空间充足	13
4.4 深外项目不断落地，业务模式成功复制	15
5.土地储备：聚焦核心城市，高周转项目平衡利润与周转	16
5.1 深耕核心城市，全国化布局稳步推进	16
5.2 拿地渠道丰富多元，土地成本控制得当	17
5.3 招拍挂项目有效平衡利润与周转	18
6.销售业绩快速增长，财务状况持续优化	19
6.1 拿地优势持续显现，销售维持快速增长	19
6.2 业绩释放步入快轨，盈利能力持续提升	20
6.3 财务指标不断优化，流动性情况持续改善	22
7.产业布局不断完善，协同主业拓展空间	24
8.估值与投资建议	26

图表目录

图 1：本文核心逻辑图，公司城市更新与产业布局符合主流趋势，开发主业与新业务增长潜力充足	5
图 2：物业开发仍是公司最主要收入来源	8
图 3：公司物业投资及物业服务收入占比小幅上升	8
图 4：郭氏家族为公司第一大股东，股权结构较为稳定	8

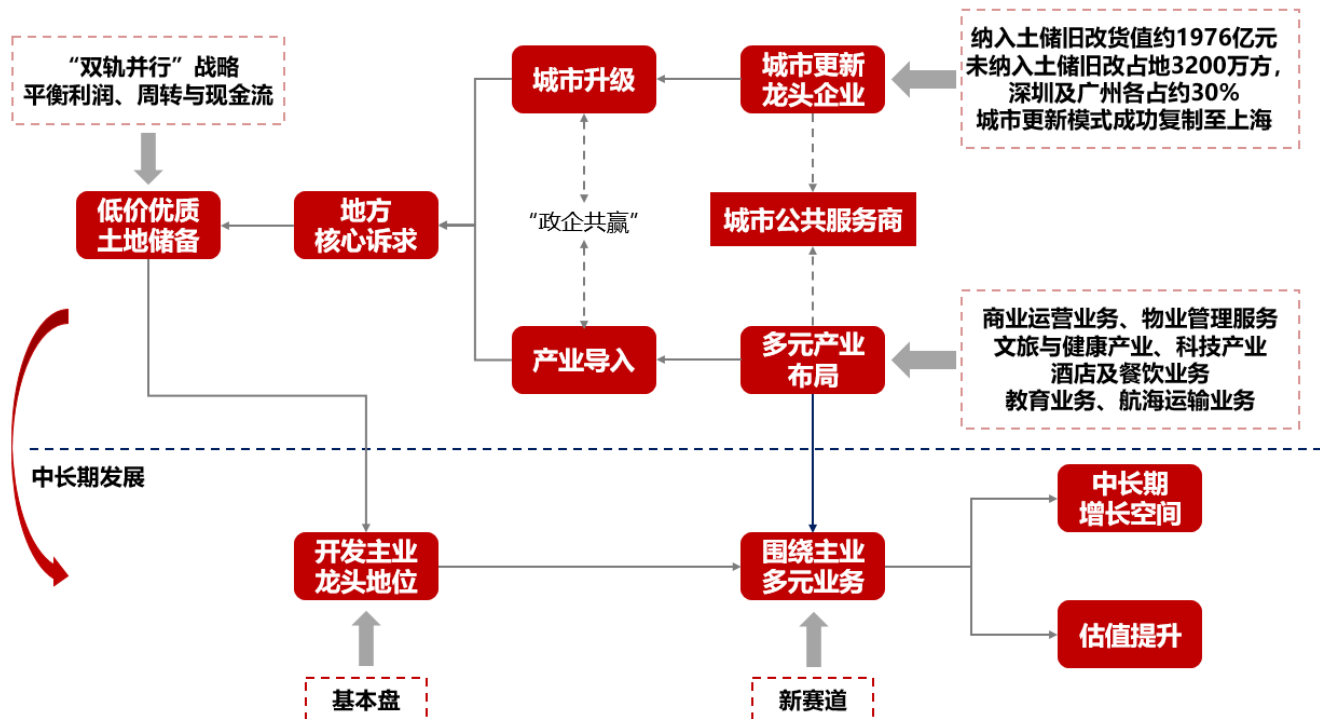


图 5: 深圳桂芳园旧改为公司起步项目	11
图 6: 深圳可园曾获国际花园社区建筑规划类金奖	11
图 7: 公司储备旧改项目主要分布在深圳、广州等大湾区核心城市	13
图 8: 深圳市近年来公开出让住宅用地较为稀缺	14
图 9: 相较公开招拍挂, 公司旧改土储利润空间丰厚	14
图 10: 公司在深圳拥有大量优质项目, 潜在价值可观	15
图 11: 公司土地储备集中于核心一二线城市	16
图 12: 公司大湾区以外土储建面占比接近 5 成	16
图 13: 公司大湾区土储货值占比近 7 成	17
图 14: 公司深圳、广州土储货值占比较高	17
图 15: 公司拿地方式较为丰富多元	17
图 16: 受益于多元化拿地策略, 公司土储稳步增加	17
图 17: 公司 2019 上半年拿地集中于大湾区、长三角	18
图 18: 借助旧改与收并购等, 公司拿地成本控制得当	18
图 19: 公司近年来盈利能力持续显著提升	18
图 20: 公司通过短平快项目平衡整体经营现金流	18
图 21: 公司聚焦住宅开发主业, 土储以住宅用地为主	19
图 22: 公司销售金额维持了较快增长势头	19
图 23: 公司销售面积增速较去年同期大幅提升	20
图 24: 聚焦核心城市, 公司销售均价维持高位	20
图 25: 公司营收保持快速增长势头	20
图 26: 公司核心净利近年来高速增长	20
图 27: 依托拿地成本优势, 公司毛利率持续提升	21
图 28: 管控能力提升, 公司三费率整体趋势性下行	21
图 29: 公司销售净利率已有明显改善	21
图 30: 公司核心净利率近年来快速提升	21
图 31: 公司经营现金流 2018 年大幅回正	22
图 32: 公司现金及存款总额稳步上升	22
图 33: 公司控制借款总额, 优化长短期债务占比	22
图 34: 公司速动比率维持在 1.3 倍以上水平	22
图 35: 公司权益总额近年来快速增加	23

图 36: 公司净负债率快速下降, 杠杆水平有效控制.....	23
图 37: 公司物业管理服务收入近年来高速增长.....	25
图 38: 公司物业投资收入快速增长	25
图 39: 公司戏院、百货等业务营收近年来大幅提升.....	25
图 40: 公司酒店及饮食服务收入快速增长后小幅下滑.....	25
表 1: 公司各业务板块情况, 开发为主、多元发展的产业格局逐步成熟.....	7
表 2: 越来越多龙头房企加大一二级联动及新产业布局力度.....	10
表 3: 公司在城市更新领域起步较早, 近年来均有转化为土储的成功案例.....	12
表 4: 公司大体量旧改储备集中于深圳、广州等大湾区核心城市, 禀赋优势明显.....	14
表 5: 公司土储内旧改项目具明显成本优势, 能够为公司贡献充足利润.....	15
表 6: 公司目前拥有六大上市平台, 形成了较丰富的产业布局.....	24
表 7: 佳兆业 NAV 约 6.57 港元/股	26

1.核心观点

图 1：本文核心逻辑图，公司城市更新与产业布局符合主流趋势，开发主业与新业务增长潜力充足



数据来源：公司网站，公司公告，中达证券研究

公司是以城市更新业务为特色的大湾区龙头房企。我们认为，公司城市更新业务与多元产业布局迎合了地方核心诉求，此类“政企共赢”的商业模式能够低价获取核心城市优质土储资源，是当前为数不多提升核心城市市占率的手段之一。随着业务重回正轨，公司优质资源释放与行业地位提升将形成良性循环，流动性状况也有望持续改善，而市值与资产价值之间的差距有望逐步缩减。

城市更新业务优势独特，保障整体盈利空间。公司 1999 年以深圳龙岗桂芳园旧改项目进入房地产行业，具备一定先发优势；2008 年至 2018 年（除 2009 年），公司每年转换总建面约 94 万平的旧改项目进入土地储备。人才与组织方面，公司 2011 年组建了国内第一家专业城市更新公司，现有精通投资测算、规划设计、政策研究和商务谈判等专业技能的员工超过 600 人，平均从业经验达 5 年以上。截至 2019 年中期，公司尚未纳入土储的旧改项目占地面积约 3217.6 万平，全部位于粤港澳大湾区内。其中，按占地面积计约 31.9%位于深圳，约 29.6%位于广州，约 26.4%位于中山，约 10.7%位于惠州，剩余的 1.4%位于珠海、东莞和佛山。城市更新业务上的优势能够保障公司整体的盈利能力。



土儲聚焦核心城市，高周转项目平衡利润与周转。截至 2019 年中期，公司土地储备中约 76%位于一线及重点二线城市；按建面计，约 54.6%的土地储备分布于粤港澳大湾区（对应货值占比约 68.9%，深圳和广州分别为 32.4%和 14.7%），约 8.4%位于长三角（对应货值占比约 8.6%），约 15.7%位于环渤海（对应货值 8.1%）。同时，公司较早确立了以快速开发抢占刚需市场和参与城市更新提升利润的“双轨并行”发展战略，在保持盈利能力的同时扩大规模并平衡整体现金流。

销售业绩快速增长，流动性状况持续优化。公司 2018 年合约销售金额达 700.59 亿元，同比增长 56.7%，2019 年上半年达 346.90 亿元，同比增长 37.0%。良好的销售情况带动公司营收与利润高速增长。2015 年至 2018 年，公司营收三年复合增速达 52.4%，2019 年上半年营收增速达 33.8%。净利润方面，公司核心净利于 2017 年扭亏，2018 年核心净利达 47.29 亿元，同比增长约 303.9%，2019 年上半年核心净利达 27.53 亿元，同比增长约 55.0%。截至 2019 年中期，公司一年内到期短期债务占比约 19.4%，速动比率约为 1.34 倍，**净负债率约为 191%，较 2018 年末下降约 45 个百分点**；货币资金较 2018 年末上升 36.0%至 210.4 亿元，总债务水平稳定，财务状况更为稳健。**公司今年以来也顺利发行多笔中长期债券、ABS 等，债务结构不断优化，流动性状况得到明显改善。**

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 4.27 港元。预测公司 2019-2021 年核心 EPS 分别为人民币 0.88 元、1.18 元和 1.43 元，同比增长 12.3%、34.2%和 21.6%。考虑到公司商业模式及禀赋优势，业绩有望持续稳健增长，给予 NAV 折让 35%，对应 2019 年 4.4 倍 PE，目标价为 4.27 港元，较现价空间达 31%。（最新股价为 2019 年 11 月 26 日收盘价）

2.大湾区旧改龙头，股权结构稳定多元

2.1 粤港澳旧改龙头，多元产业布局逐步成型

佳兆业集团成立于1999年，为大型综合性投资集团，2009年12月在香港联交所成功上市。经过20年发展，公司目前在全球拥有佳兆业集团控股、佳兆业美好集团、佳兆业健康、佳云科技、南太地产、振兴生化等6大上市平台，2019年6月末总资产达2590亿元人民币，为2019中国房企综合实力TOP 27。

以城市公共服务商为战略定位，开发主业+多元业务格局逐步成熟。公司1999年以深圳桂芳园旧改进入房地产业，2009年起加快了全国化扩张步伐，完成了珠三角、长三角、华中、成渝、环渤海五大主要经济区域的全国化战略布局。2012年，公司开始逐步增加多元化业务布局，目前已经战略定位升级为“城市公共服务商”。随着围绕地产主业的多元业务的发展，公司“地产+城市更新+产业”的业务格局逐步成熟，为今后发展拓展了充足空间。

地产业务深耕核心城市，大湾区城市更新业务优势明显。公司坚持以一、二线城市为主，三、四线城市为辅的全国战略布局，截至2019年中期的近2600万方土储中约76%位于一线及重点二线城市，55%位于粤港澳大湾区，布局城市基本面良好。城市更新是公司的核心优势业务。至2019年中期，公司有近730万方建面旧改项目已纳入土储，占总土储的约28%；未纳入土储旧改项目占地面积约3200万平，几乎全部位于粤港澳大湾区内，城市更新业务优势明显。

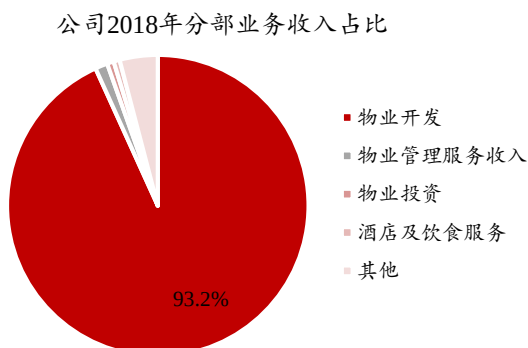
多元业务快速成长，多产业格局逐渐形成。随着规模的扩大，佳兆业在坚持以刚需产品为主导的地产开发主业的同时，逐步加大了旅游、商业、酒店、财富管理、健康医疗、文化体育、科技产业、职业足球俱乐部等领域的发展力度。公司旗下的物业管理服务公司佳兆业美好（2168.HK）也于2018年12月成功在香港联交所上市。随着新兴产业逐步发展成熟，公司的业务布局和收入来源将更为丰富多元。

表1：公司各业务板块情况，开发为主、多元发展的产业格局逐步成熟

业务板块	业务情况
综合开发	聚焦一二线核心城市主流刚需，坚持以利润为导向、资金快速周转为项目运营策略
城市更新	大湾区旧改龙头，至2019年中期储备旧改项目占地面积约3200万平，广州、深圳各占约30%
商业及酒店运营	以佳兆业广场与中高端酒店为主，业务体量逐步扩大
物业管理	至2019年中期，已进驻全国37个城市，总管理项目218个，总物业管理面积3630万平
其他业务	包括文旅休闲、水路客运、健康产业和科技产业等

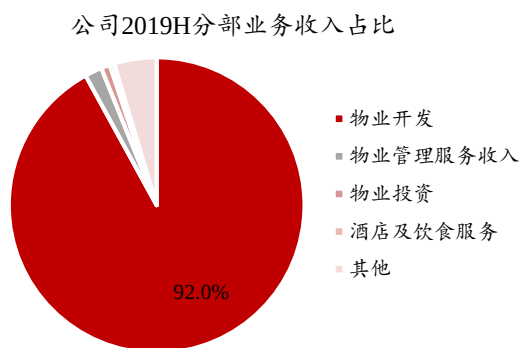
数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

图 2：物业开发仍是公司最主要收入来源



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司物业投资及物业服务收入占比小幅上升

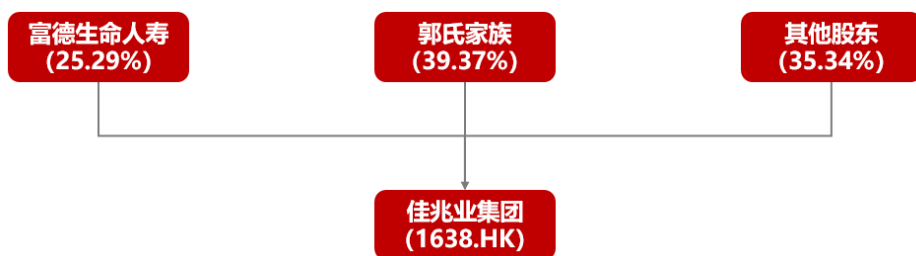


数据来源：公司公告，中达证券研究

2.2 股权结构稳定，战略稳定性强

大股东控制权稳定，股权结构较为多元。佳兆业集团由郭英成兄弟于 1999 年创办；截至 2019 年中期，郭氏家族通过旗下全资子公司持有公司约 39.37% 的股份，为公司第一大股东，控制权稳定。富德生命人寿为佳兆业第二大股东，截至 2019 年中期持股比例约为 25.29%（其中约 14.60% 由富德资源投资控股集团有限公司持有）；其余股东持股比例约为 35.34%。公司目前股权结构多元，治理结构较为合理，战略具备稳定性和一致性。

图 4：郭氏家族为公司第一大股东，股权结构较为稳定



数据来源：公司公告，中达证券研究

3.商业模式优势：不仅仅是旧改

公司战略定位为城市公共服务商，拥抱全面的城市升级与产业导入以驱动业绩增长。佳兆业的商业模式优势不仅仅是依托旧改禀赋，而是利用自身在城市更新和产业布局方面的优势，配合地方完成城市的升级与人口和产业的导入，在城市发展过程中分享收益。城市更新与产业拿地已成为房企拓展优质土地储备资源的重要手段，公司逾 20 年的城市更新经验与六大上市平台的产业布局是此模式的重要支撑。就目前的行业格局而言，公司的商业模式更受地方欢迎，因而具备一定发展优势。

与地方共成长是房企获取低价土地和发展空间的重要途径。过去，地方政府对于房地产企业的主要需求在于出让土地获取财政收入以及项目开发带动地方经济增长，地价-房价螺旋推动城镇化和房地产行业高速向前发展。但经历了逾 20 年的高速增长后，此模式的有效性不断受到挑战。在内部经济增长模式转型、产业结构调整和外部贸易摩擦加剧的背景下，房地产行业的特殊性已悄然变化（“不将房地产作为短期刺激经济手段”），顶层对于科技制造的重视度不断提高，地方的诉求已转变为全面的城市升级与产业导入，拥有城市更新改造和多产业布局、能够为地方经济增长做出更大贡献的房企方能以更低价格获取土地资源。在这样的顶层思路下，房企利用自身优势做大经济蛋糕并从中分享收益符合各方的需求。在房价涨幅受限、地价维高的当下，传统的拿地开发模式盈利性受到明显的影响，而通过与地方共成长来获取相对低价土地成为房企重要的竞争优势。

龙头房企普遍加大一二级联动与新产业布局力度。举例而言，万科早在 2012 年即提出了“城市配套服务商”的转型目标，目前已在商业地产、物流地产、产业园等领域获得一定成效。恒大确立了以民生地产为基础、文化旅游、健康养生为两翼、以新能源汽车为龙头的产业格局，通过其多产业布局增加与地方的议价能力、有效拓展拿地渠道。融创中国新产业布局以文化旅游为核心，目前已在广州、青岛、无锡、重庆、成都等多地落地推进，并与开发业务形成了良好的协同。同时，上述龙头房企也加大了在城市更新领域的布局。与城市共成长模式正在被越来越多的房企所认可。

表 2：越来越多龙头房企加大一二级联动及新产业布局力度

公司	一二级联动	新产业布局
万科	截至 2019 年中期，公司拥有旧改项目权益建面约 341.4 万平	商业地产、物流地产、长租公寓、产业园、股权投资等
中国恒大	截至 2019 年中期，未纳入土地储备的旧改等项目总规划建面 7012 万平（其中深圳的 48 个项目，规划建面达 3124 万平）	新能源汽车、文化旅游、健康养生
碧桂园	在深圳、广州等粤港澳大湾区布局了较多旧改项目	机器人、农业
融创中国	截至 2019 年 3 月 28 日，公司旧改等协议状态土地储备共计约 7327 万平	文化旅游
华润置地	成功打造具示范效应的“深圳华润城”城市更新项目，目前积极跟进城市更新项目 46 个	商业、康养、长租公寓、文化体育、产业基金等
中国金茂	城市运营龙头，目前已打造长沙梅溪湖、青岛中欧国际城、南京青龙山新城等标杆项目	零售商业、酒店运营
旭辉集团	太原、武汉、石家庄一二级联动项目已落地，未来贵阳、昆明、大湾区等将会相继落地	长租公寓、商业、教育、基金等
华夏幸福	产业新城模式的先行企业，产业导入与新城打造方面经验丰富	-

数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

佳兆业在城市更新与产业转型方面起步早、禀赋足，发展优势明显。城市更新方面，公司进入房地产行业时即是以旧楼改造起家，2011 年组建了国内第一家专业城市更新公司，专业能力与实践经验突出，具备一定的本土化优势；截至 2019 年中期，公司未纳入土地储备的旧改项目占地面积约 3200 万平，几乎全部位于粤港澳大湾区内，禀赋优势明显。产业转型方面，佳兆业 2012 年起即开始战略布局，目前旗下拥有六大境内外上市平台，在产业资源整合与综合体打造方面具备一定优势，并能够与开发业务进行协同。借助特色的商业模式，佳兆业能够有效突破核心城市土地储备瓶颈，至 2019 年中期土地储备中一线及重点二线占比达 76%。

4.城市更新：模式与优势独特，保障整体盈利空间

4.1 先发优势：积累丰富经验并成功卡位

公司为业内最早布局城市更新业务的房企之一，具备明显先发优势。佳兆业1999年以深圳龙岗桂芳园旧改项目进入房地产行业，其后持续深耕深圳及其他大湾区城市更新业务。深圳的客观地理条件与历史城市规划使得这里成为全国城市更新的桥头，佳兆业也在此过程中积累了丰富的改造经验与成功案例，户型设计、小区规划、营销策划等能力也得到明显提升，使得城市更新成为公司的一大标签。2008年至2018年（除2009年），公司每年转换总建筑面积约94万平的旧改项目进土地储备。大量成功的过往旧改案例也使得佳兆业在与项目原业主谈判时获得相对更多的议价能力。

图 5：深圳桂芳园旧改为公司起步项目



数据来源：公司网站，中达证券研究

图 6：深圳可园曾获国际花园社区建筑规划类金奖



数据来源：公司网站，中达证券研究

表 3：公司在城市更新领域起步较早，近年来均有转化为土储的成功案例

转化时间	项目	位置	类型	已转化总建面（万平）
2014 年	深圳盐田佳兆业城市广场	深圳盐田	住宅	69.4
2015 年	东莞水岸林语	东莞凤岗	住宅	35.8
	东莞水岸峰景	东莞凤岗	住宅	
2016 年	深圳平湖佳兆业广场	深圳龙岗	住宅	75.4
	深圳佳兆业未来城	深圳龙岗	住宅	
2017 年	深圳云创谷	深圳光明	工业	53.8
	深圳云创城	深圳宝安	工业	
2018 年	广州小坪村项目	广州白云	住宅	59.5
	深圳东门道项目	深圳罗湖	商住	
	珠海水岸华都花园（3 期）	珠海香洲	住宅	
2019 年上半年	上海徐行镇项目	上海嘉定	住宅	22.3
	深圳福田口岸项目	深圳福田	住宅	

数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

较早的起步也能带来卡位优势。城市更新项目推进需获得原业主的同意，而当操盘方确定后通常不会变更，因而城市更新项目具有天然的排他性。借助其前瞻性的布局，截至 2019 年中期公司拥有储备旧改项目 128 个（其中深圳和广州分别为 88 个和 12 个），对应旧改项目占地面积约 3217.6 万平（其中深圳和广州占比分别为 31.9%和 29.6%）；公司也因此提前锁定了大量核心区位的城市更新项目，形成了卡位优势。

4.2 能力优势：及早搭建专业团队，资源与信息丰富

公司于业内最早成立专业城市更新公司，以专业化运营促业务发展。2011 年，为适应业务规模快速扩大的趋势，公司集中优势资源组建了国内第一家专业城市更新公司——佳兆业置业发展（深圳）有限公司。2013 年，随着战略布局在全国的深入及业务的持续发展，佳兆业置业集团成立，标志着公司城市更新业务实现集团化运营。2015 年，在城市更新内涵日渐丰富、行业日趋规范、项目加速推进的背景下，佳兆业置业集团更名为佳兆业城市更新集团。通过专业的集团化运营，公司城市更新业务架构更加清晰，一线授权更为充分，使得公司在城市更新业务运作上更为先进。

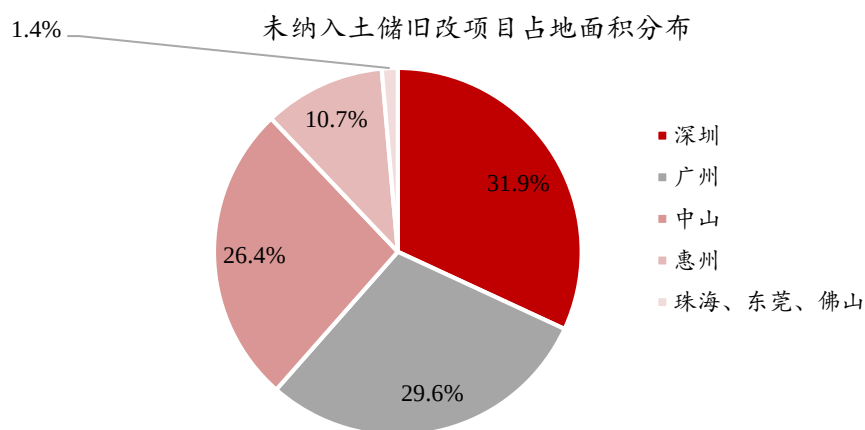
重视人才队伍建设，产学研相结合支撑领先优势。城市更新业务具有天生的复杂性与政策敏感性，人才与研究对于此业务开展的重要性不言而喻。公司重视城市更新专业人才的培养与行业政策的研究，现有精通投资测算、规划设计、政策研究和商务谈判等专业技能的员工超过 600 人，平均从业经验达 5 年以上。

公司也成立了经济研究院，通过对行业、政策、经济等的研究分析强化公司在理念上的领先优势。通过本土化运营和专业研究，公司获得了明显的资源和信息优势，而这些对于城市更新案场实操十分重要。另外，公司也积极举办各类行业研讨会与论坛，在强化自身影响力和话语权的同时，也能汇聚更多信息与资源。

4.3 禀赋优势：项目储备丰厚，利润空间充足

逾 3200 万方占地面积大湾区旧改储备为公司最大禀赋优势，助力公司有效突破核心城市土储瓶颈。佳兆业集团早在 1999 年商品房市场改革之初即涉足旧改领域，在发展过程中始终坚持深耕以深圳、广州等为代表的粤港澳大湾区，通过其先发优势和专业能力积累了大量的城市更新储备资源。截至 2019 年中期，佳兆业尚未纳入土储的旧改项目占地面积约 3217.6 万平方米，全部位于粤港澳大湾区内。其中，按占地面积计约 31.9% 位于深圳，约 29.6% 位于广州，约 26.4% 位于中山，约 10.7% 位于惠州，剩余的 1.4% 位于珠海、东莞和佛山。公司旧改项目分布城市均为大湾区内核心城市，考虑到旧改项目较高的容积率，公司逾 3200 万方占地面积的旧改项目储备为难以复制的禀赋优势，公司也能借此突破核心城市土地储备瓶颈。

图 7：公司储备旧改项目主要分布在深圳、广州等大湾区核心城市



数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

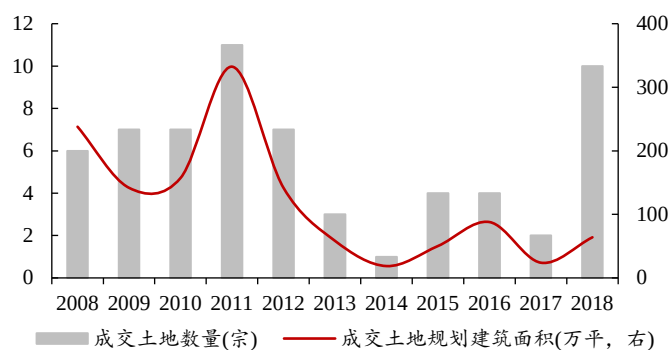
表 4：公司大体量旧改储备集中于深圳、广州等大湾区核心城市，禀赋优势明显

城市	旧改储备项目占地面积分布	尚未纳入土储旧改项目个数	占地面积(万平)
深圳	31.9%	88	1025.6
广州	29.6%	12	951
中山	26.4%	18	850
惠州	10.7%	4	343
珠海、东莞、佛山	1.4%	6	48
合计	100%	128	3217.6

数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

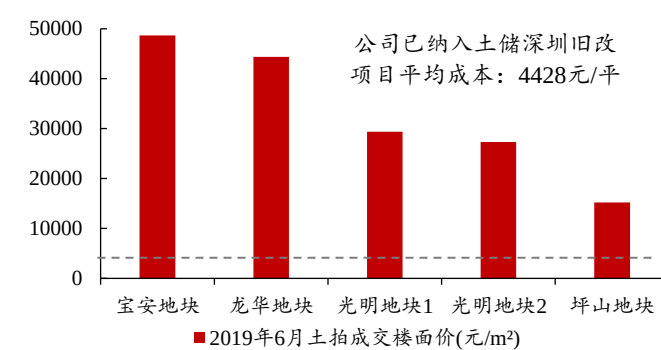
深圳等核心城市供地稀缺，公司旧改储备将为集团带来充足利润。由于城市地理空间及规划等问题的限制，深圳等公司深耕的核心城市近年来土地供应稀缺，招拍挂项目成交溢价率较高，房企拍地的利润空间受到较大影响。以深圳 2019 年 6 月土拍为例，此次土拍为近 20 年来最大一次宅地集中供应，但土地宗数也仅为 5 宗；经过激烈竞争，最终 5 幅宅地均以最高限价成交，宝安西乡地块楼面价达 48702 元/平，最低的坪山地块楼面价也达 15226 元/平，考虑配建、公建面积后实际成交楼面价与溢价率更高；而根据中指院发布的百城住宅价格指数，深圳 2019 年住宅均价稳定在 54000 元/平左右的水平。公司截至 2019 年中期已纳入土储的旧改项目建面约 242.7 万平，土储平均成本仅约 4428 元/平；即使考虑回迁部分，公司旧改项目的盈利空间也较为充足。旧改项目在成本端的优势可见一斑。

图 8：深圳市近年来公开出让住宅用地较为稀缺



数据来源：深圳规土委，中达证券研究

图 9：相较公开招拍挂，公司旧改土储利润空间丰厚



数据来源：公司公告，深圳规土委，中达证券研究
注：楼面价为项目规划建筑面积口径，未考虑回迁房建安

图 10：公司在深圳拥有大量优质项目，潜在价值可观



数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

表 5：公司土储内旧改项目具明显成本优势，能够为公司贡献充足利润

城市	纳入土储旧改项目 账面值（亿元）	土储内旧改项目货 值（亿元）	土储内旧改项目建面 （万平）	土储平均成本 （元/平）
深圳	107.5	1213.7	242.7	4,428
广州	42.4	253.8	50.8	8,342
东莞	25.0	133.2	83.2	2,998
珠海	1.4	39.5	14.6	945
惠州	13.3	250.0	312.5	426
大湾区小计	189.5	1890.2	703.9	2,692
上海	27.9	85.4	21.4	3,067
合计	217.4	1975.6	725.2	2,998

数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究；注：土储平均成本未考虑回迁房建安，口径为总规划建面

4.4 深外项目不断落地，业务模式成功复制

广州与上海旧改项目成功转化，城市更新模式可复制性不断验证。公司过往的旧改项目转化集中在深圳等城市。2019 年上半年，公司成功转化上海嘉定徐行镇项目，该项目为上海迄今最大的城中村旧改项目和第一例民企参与的旧改项目，同时也是公司在上海落地的首个城中村旧改项目；上海徐行镇项目可售建面约 21 万方，可售货值约 84 亿元。公司也在 2019 年上半年成功转化广州白云小坪村旧改项目，该项目为公司落户广州的首例城中村旧改项目，预计可售货值约 300 亿元。旧改项目的成功输出使得公司城市更新模式可复制性得以验证，也为旧改增加储备打下良好基础。

5.土地储备：聚焦核心城市，高周转项目

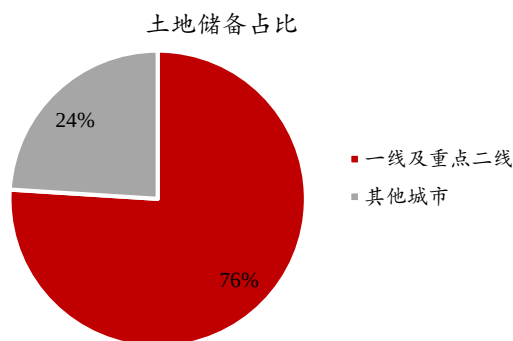
平衡利润与周转

5.1 深耕核心城市，全国化布局稳步推进

布局聚焦重点城市，土地储备能级较高。在拿地方向上，公司以需求为导向，多年来坚持以一、二线城市为主，三、四线城市为辅的全国战略布局，土地储备中核心城市占比较高。截至2019年中期，公司土地储备中约76%位于一线及重点二线城市；按建面计，约54.6%的土地储备分布于粤港澳大湾区（对应货值占比约68.9%），约8.4%位于长三角（对应货值占比约8.6%），约15.7%位于环渤海（对应货值占比8.1%）。从城市布局来看，截至2019年中期公司深圳、广州土地储备货值占比分别约为32.4%和14.7%，整体土地储备的质量较优，能够支撑公司未来的销售业绩稳步增长。

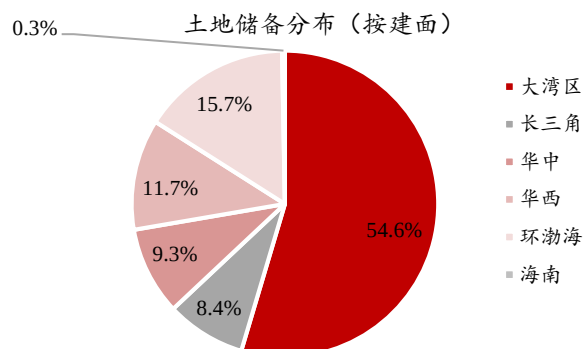
精选外拓城市，全国化布局稳步推进。公司战略布局前瞻性较强，在外拓城市上精选人口流入与产业发展较好的一二线城市及都市圈城市，通过深耕已进入的高价值城市稳步推进全国化。2009年上市后，公司加快了全国规模化扩张的发展步伐；其间虽短暂下沉，但基于对楼市发展的判断公司在2011年底便回归一二线。目前，公司已完成了珠三角、长三角、华中、成渝、环渤海五大主要经济区域的全国化战略布局，截至2019年中期公司土储按建面约45.4%位于粤港澳大湾区以外的城市，对应货值占比约31.1%；大湾区土储中深圳和广州两大一线城市占比最高，两城土储货值占总货值比例分别约为32.4%和14.7%。凭借前瞻性的战略布局，公司在重仓广深等核心一线城市的同时有效实现了土储布局多元化，使得公司发展空间更加充裕。

图 11：公司土地储备集中于核心一二线城市



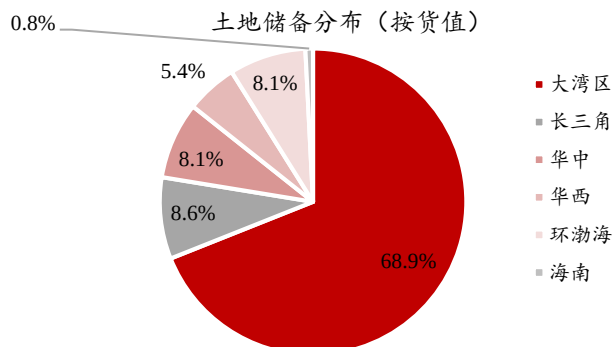
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至2019年中期

图 12：公司大湾区以外土储建面占比接近5成



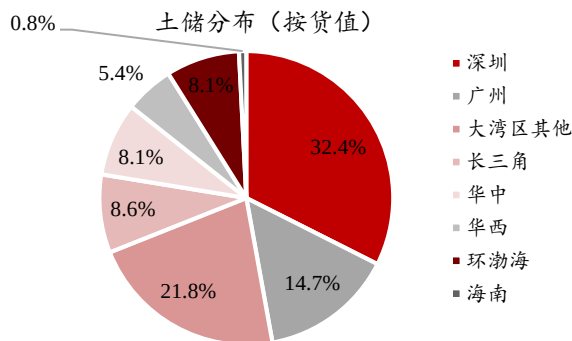
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至2019年中期

图 13：公司大湾区土储货值占比近 7 成



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2019 年中期

图 14：公司深圳、广州土储货值占比较高

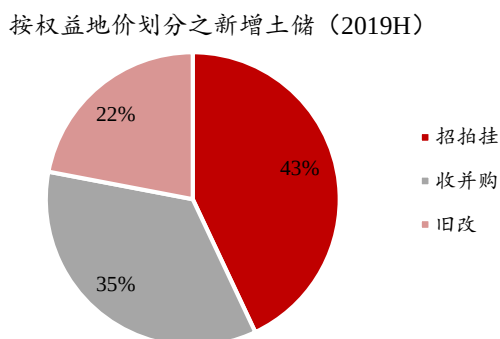


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2019 年中期

5.2 拿地渠道丰富多元，土地成本控制得当

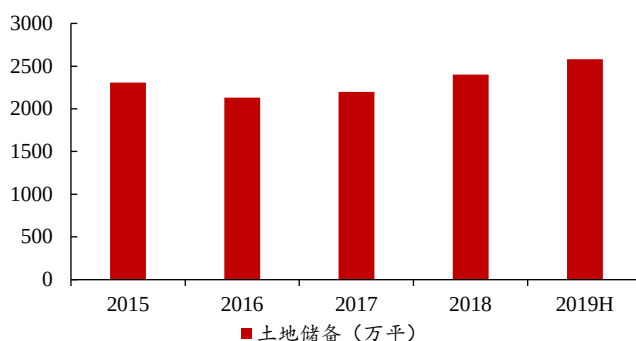
拿地渠道丰富多元，土地储备稳步增加。公司多年来坚持通过合作开发、收并购及招拍挂及城市更新等方式多元化增加土地储备，近年来土地储备稳定增加。2019 年上半年，公司新增土地储备按权益地价划分约 43%为招拍挂获得，约 35%为收并购获得，余下约 22%为通过旧改获得，拿地渠道丰富多元。截至 2019 年 6 月末，公司土地储备建面约 2580 万平方米，延续了近年来稳步增长的势头，能够满足公司未来 5 年开发所需。

图 15：公司拿地方式较为丰富多元



数据来源：公司网站，公司公告，中达证券研究

图 16：受益于多元化拿地策略，公司土储稳步增加



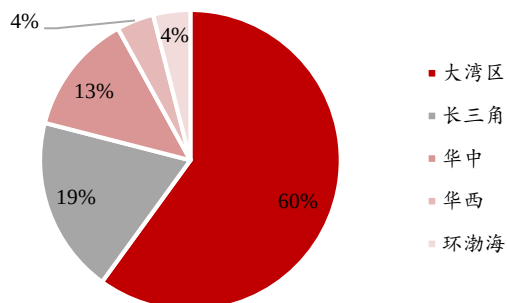
数据来源：公司网站，公司公告，中达证券研究

借助城市更新、收并购等多元渠道，公司拿地成本控制得当。多元化的拿地渠道尤其是旧改渠道使得佳兆业在获取核心城市土地的同时能够有效控制拿地成本，以此保障整体的盈利能力。2016 年-2019 年上半年，公司销售当期均价分别达 13150 元/平、16048 元/平、18261 元/平和 17686 元/平，而同期拿地均价分

别约为 4903 元/平、3797 元/平、4750 元/平、和 6600 元/平，地售比良好，能够有效保障公司未来的利润空间。

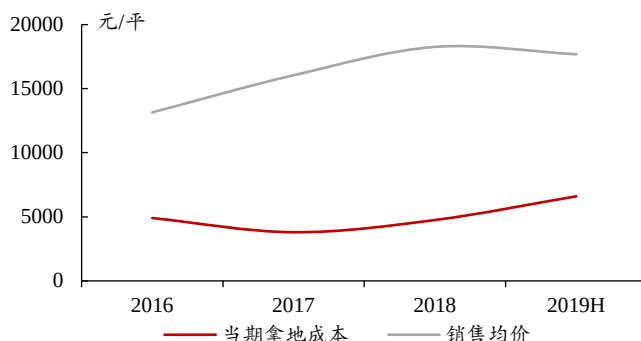
图 17：公司 2019 上半年拿地集中于大湾区、长三角

按收购权益面积划分之新增土储（2019H）



数据来源：公司网站，公司公告，中达证券研究

图 18：借助旧改与收并购等，公司拿地成本控制得当

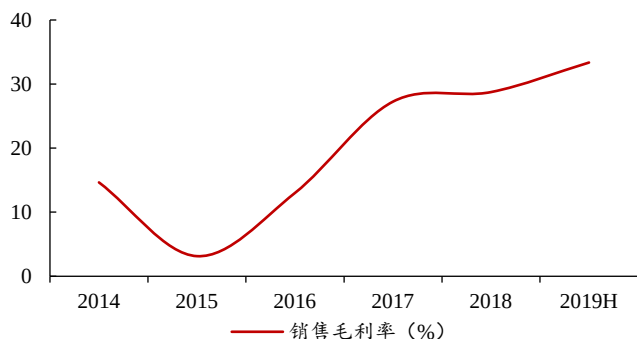


数据来源：公司网站，公司公告，中达证券研究

5.3 招拍挂项目有效平衡利润与周转

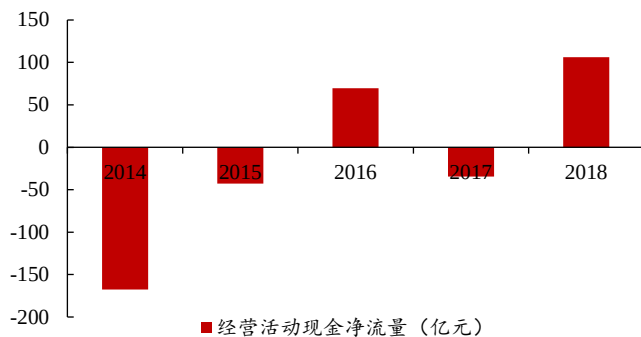
通过招拍挂等短平快项目，公司有效平衡利润与周转。对房企而言，盈利能力与周转速度似乎有着天然的矛盾，如何平衡规模与利润之间的关系成为房企经营的关键，尤其对于拥有较多高利润旧改项目的房企。佳兆业自 2012 年起即确立了以快速开发抢占刚需市场和参与城市更新提升利润的“双轨并行”发展战略，在保持公司盈利能力的同时扩大规模并平衡整体现金流。借助城市更新等高利润项目，公司近年来盈利能力显著提升，2019 年上半年毛利率达 33.4%，同比提升约 1.8 个百分点。在盈利能力持续提高的同时，公司规模与现金流表现同样出色；2018 年，公司合约销售达 700.59 亿元，同比增长约 56.7%，经营活动现金流大幅回正至 105.99 亿元；2019 年上半年合约销售额达 346.90 亿元，同比增长 37.0%。这种“双轨并行”的发展战略使得公司能够较好平衡利润与周转。

图 19：公司近年来盈利能力持续显著提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 20：公司通过短平快项目平衡整体经营现金流



数据来源：公司公告，中达证券研究

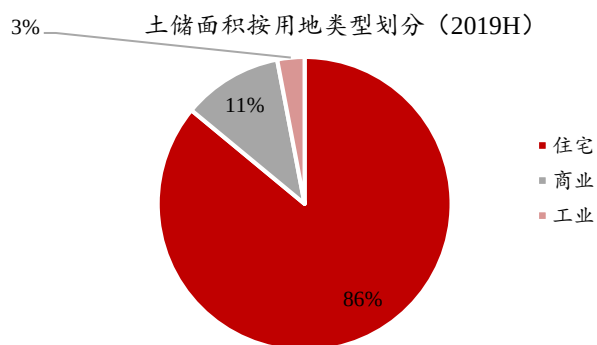
6.销售业绩快速增长，财务状况持续优化

6.1 拿地优势持续显现，销售维持快速增长

聚焦住宅开发主业，产品定位主流需求。公司多年来坚持深耕住宅开发主业，通过快速开发和参与城市更新平衡周转与利润。至 2019 年中期，公司土地储备面积按用地类型分约 86% 为住宅用地，约 11% 为商业用地，其余约 3% 为工业用地，工业用地主要为公司在城市更新时项目附带。产品方面，公司坚持以刚需产品为主，并根据项目实际情况辅以中高端产品，通过面向市场主流需求加快周转与去化。上述运营策略使得公司在获取相对丰厚利润的同时保持现金流的快速周转。

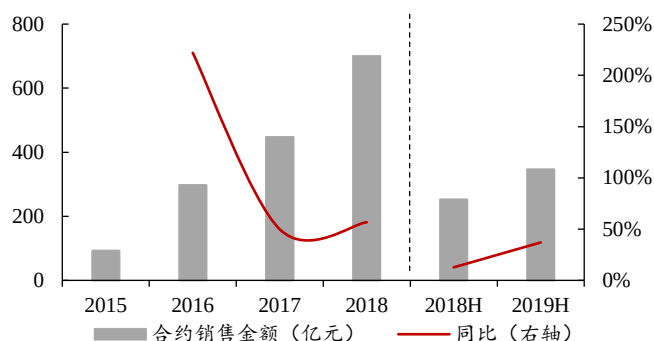
模式优势转化为销售升势，合约销售维持快速增长。公司在商业模式以及运营策略方面的优势近年来不断转化为销售端的增长之势，回到正轨后公司合约销售保持了快速增长。公司 2018 年合约销售金额达 700.59 亿元，同比增长 56.7%，销售面积 383.66 万平，同比增长 37.7%；2019 年上半年，公司合约销售额达 346.90 亿元，同比增长 37.0%，销售面积 196.15 万平，同比增长 38.5%。在全国化布局持续推进的背景下，公司销售均价维持了较高水平，2019 年上半年销售均价约为 17686 元/平（2018 年上半年：约 17880 元/平）。

图 21：公司聚焦住宅开发主业，土储以住宅用地为主



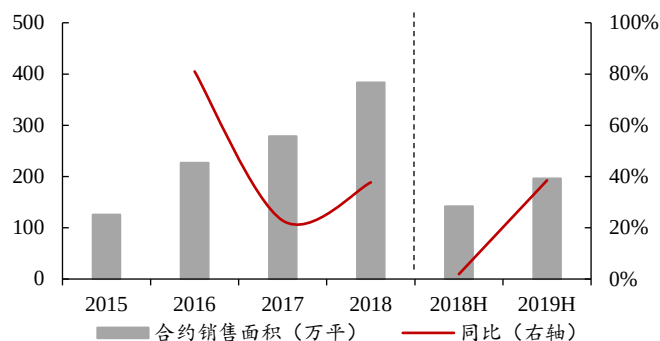
数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

图 22：公司销售金额维持了较快增长势头



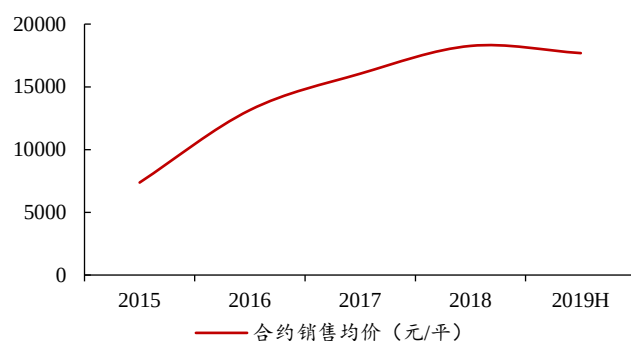
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 23：公司销售面积增速较去年同期大幅提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 24：聚焦核心城市，公司销售均价维持高位

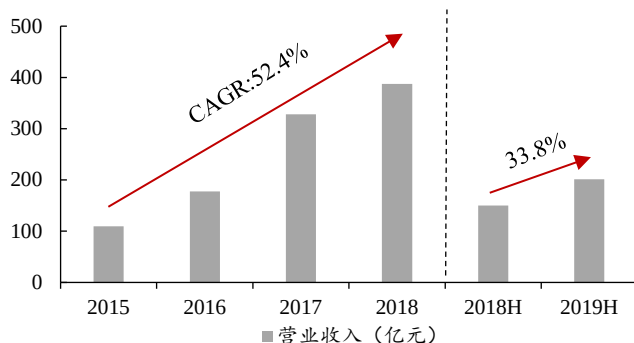


数据来源：公司公告，中达证券研究

6.2 业绩释放步入快轨，盈利能力持续提升

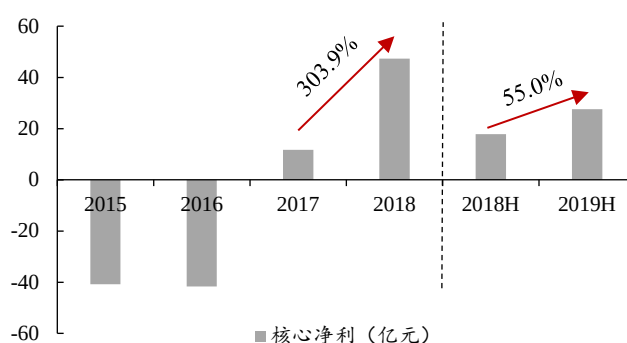
强劲销售逐步进入结算期，业绩释放步入快轨。公司业务重回正轨后，合约销售持续快速增长，带动公司营收与利润高速增长。2015年至2018年，公司营收三年复合增速达 52.4%，2019 年上半年营收增速达 33.8%，保持了良好的增长势头。净利润方面，公司核心净利于 2017 年扭亏，2018 年核心净利达 47.29 亿元，同比增长约 303.9%，2019 年上半年核心净利达 27.53 亿元，同比增长约 55.0%。随着前期良好的合约销售逐步进入结算期，公司业绩未来或将保持快速增长。

图 25：公司营收保持快速增长势头



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 26：公司核心净利近年来高速增长

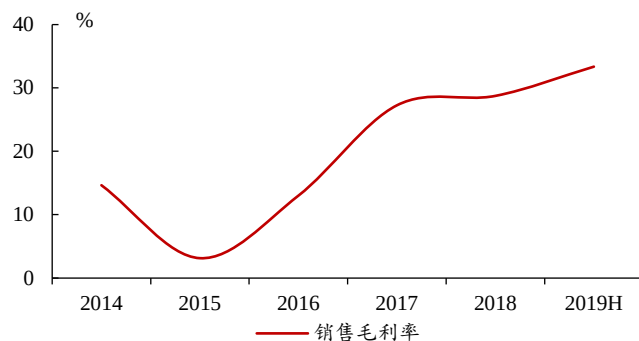


数据来源：公司公告，中达证券研究



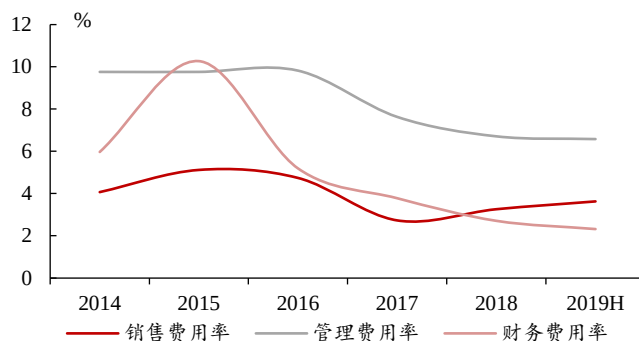
拿地成本优势显现，盈利能力持续提升。多元化的拿地渠道尤其是旧改拿地使得佳兆业在核心城市拿地成本控制方面较为出色，近年来盈利能力持续提升。2018年，公司毛利率达28.8%，较2017年提升了约1.5个百分点；2019年上半年毛利率达到33.4%，较2018年上半年提升约1.9个百分点。在毛利率提升的同时，公司也加强了在费用端的管控，近年来三费率呈趋势性下降走势。受益于毛利率的提升和费用端的控制，公司净利润率近年来明显提升，2018年公司核心净利润率（核心净利/营业收入）达12.2%，较2017年的3.6%大幅提升；2019年上半年核心净利润率达13.7%，较去年同期继续提升。土地成本端的优势将有力支撑公司未来的盈利能力。

图 27：依托拿地成本优势，公司毛利率持续提升



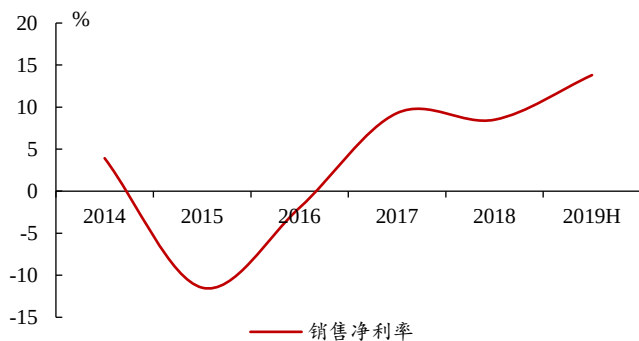
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 28：管控能力提升，公司三费率整体趋势性下行



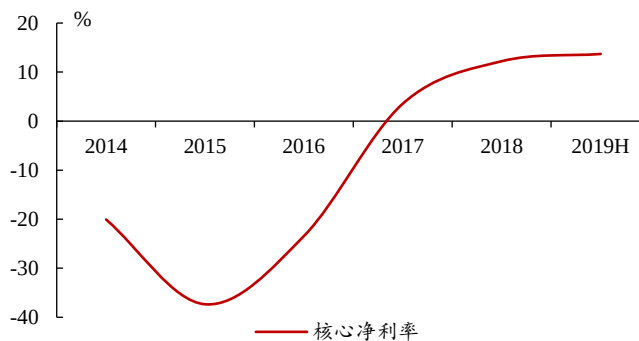
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 29：公司销售净利率已有明显改善



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 30：公司核心净利率近年来快速提升

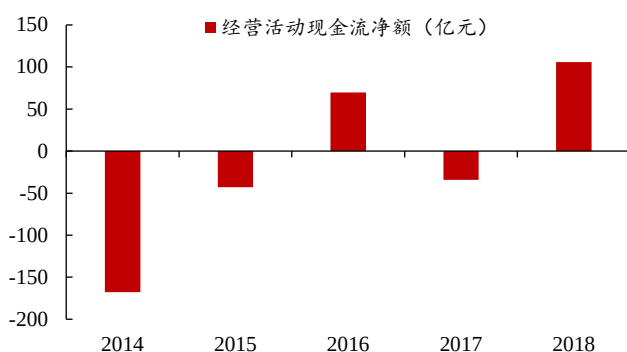


数据来源：公司公告，中达证券研究

6.3 财务指标不断优化，流动性情况持续改善

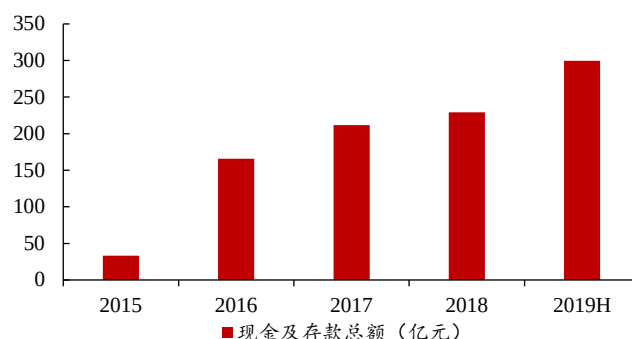
经营周转提速，现金及存款总额稳步上升。公司近年来加强了日常经营管控，周转速度有效提升。在合约销售持续快速增长的同时，公司现金流明显好转，经营性现金流净额在2018年大幅回正，达105.99亿元。公司的现金及存款总额（包含受限制现金）也出现稳步上升，2019年中期现金及存款总额达299.79亿元，较2018年末增长约30.78%。现金流方面的优化使得公司在运营端更显稳健和从容。

图 31：公司经营现金流 2018 年大幅回正



数据来源：公司公告，中达证券研究

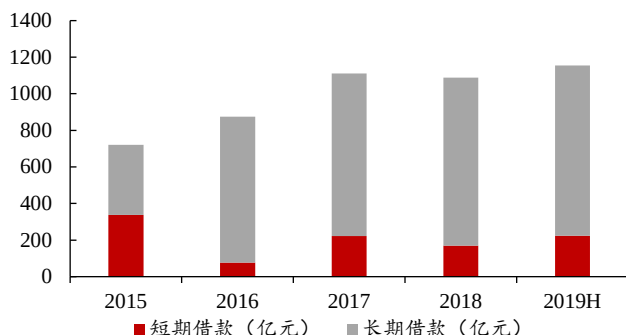
图 32：公司现金及存款总额稳步上升



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：含所有存款及现金

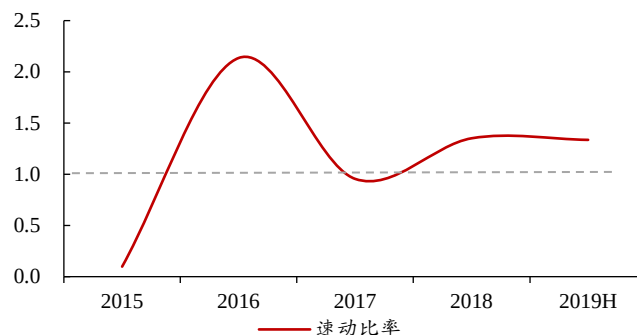
积极进行债务管理，债务结构持续优化。随着经营逐步提速，公司开始积极对债务进行管理，通过加强销售回款、强化资金及预算管理、优化成本及开支管理、境内外多渠道融资等方式来优化债务结构，同时降低融资成本。公司近年来总债务水平较为稳定，债务结构中中长期债务占比相对较大，截至2019年中期公司一年内到期短期债务占比约为19.4%。积极的现金与债务管理使得公司流动性显著改善，至2019年中期，公司速动比率约为1.34倍，流动性压力较小。

图 33：公司控制借款总额，优化长短期债务占比



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 34：公司速动比率维持在 1.3 倍以上水平



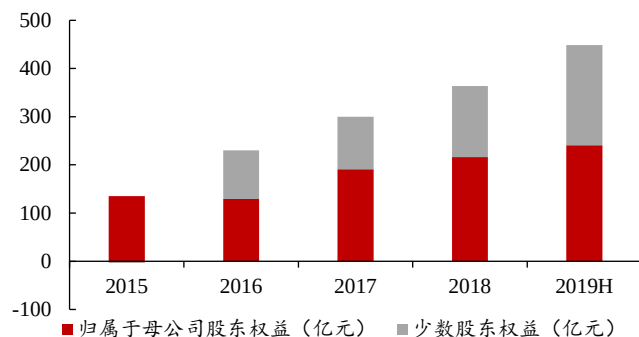
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：含所有存款及现金



权益总额快速增加，杠杆水平有效控制。凭借高质量的土地储备和良好的销售结转，公司近年来股东权益总额快速增加。截至 2019 年中期，公司权益总额约为 448.79 亿元，较 2018 年末增长约 23.5%，权益得到有效增厚。受益于积极的现金及债务管理和权益增加，公司近年来净负债率显著降低，2019 年中期约为 191%，较 2018 年末下降约 45 个百分点，延续了 2016 年以后的下降趋势，杠杆水平得到有效控制。随着公司核心城市优质土地储备价值继续释放，公司未来净负债率或继续下降。

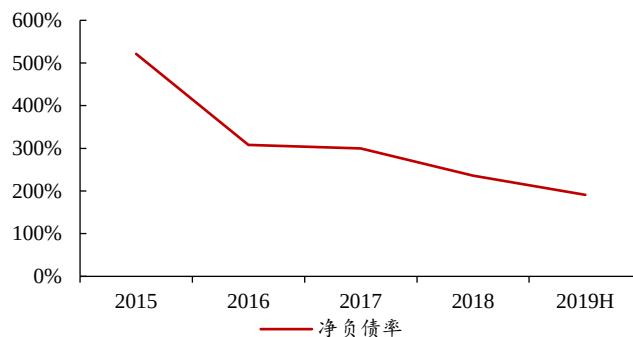
优质土储保障权益融资渠道，杠杆水平稳定可控。尽管公司当前债务水平及净负债率相对较高，但此现象与公司旧改业务模式有一定关系。旧改业务有前期投入小、后期回报大的特点，但其运作周期较招拍挂项目相对较长，且会计上按成本法入账，账面值与货值差距较大（旧改项目利润率普遍较高）。公司土地储备的稀缺性（大湾区占地面积约 3200 万方旧改储备）和高权益占比（至 2019 年中期约为 87%）使得公司权益融资渠道较为顺畅，需要时可通过在项目层面引入品牌房企作为合作方的方式获取权益资金。例如，阳光城于 2019 年 5 月与签署在粤港澳大湾区战略合作框架协议，双方共同成立项目公司拟积极推进在粤港澳大湾区及周边区域房地产开发领域范围内的合作。我们认为资产端的优质性与独特性使得公司杠杆水平稳定可控。

图 35：公司权益总额近年来快速增加



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 36：公司净负债率快速下降，杠杆水平有效控制



数据来源：公司公告，中达证券研究

融资渠道多元顺畅，流动性状况持续改善。公司经营重回正轨后，融资渠道逐步恢复，去年底以来成功通过可换股债券、优先票据、ABS 等渠道获取发展所需资金，体现出投资者对公司价值与财务状况的认可。公司也通过发行中长期票据替换短期内到期票据的方式延长债务久期，积极管理公司债务。随着优质资源释放提速，公司未来流动性有望得到进一步改善，而融资成本也有望得到进一步改善。

7. 产业布局不断完善，协同主业拓展空间

公司在多产业布局方面起步较早，目前旗下已拥有六大上市平台。2012 年后，佳兆业在坚持以刚需产品为主导的地产开发的同时，逐步加大了旅游、商业、酒店、财富管理、健康医疗、文化体育、科技产业、职业足球俱乐部等领域的发展力度。佳兆业旗下目前拥有佳兆业集团控股（1638.HK）、佳兆业美好集团（2168.HK）、佳兆业健康（0876.HK）、佳云科技（300242.SZ）、南太地产（NYSE.NTP）、振兴生化（000403.SZ）等 6 大上市平台，所布局领域多与城市发展、产业升级和居民民生相关，符合公司整体业务战略。

表 6：公司目前拥有六大上市平台，形成了较丰富的产业布局

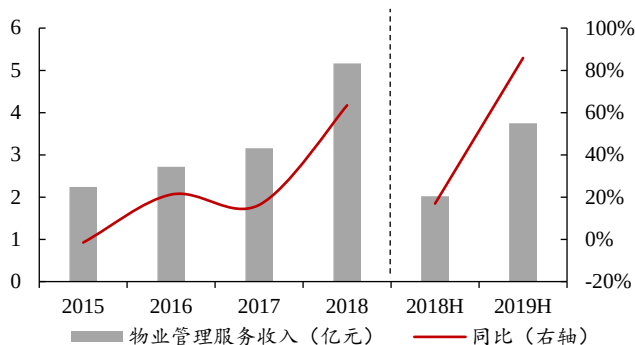
上市平台	股票代码	主要业务领域
佳兆业集团	1638.HK	住宅开发、商业及酒店运营、城市更新等
佳兆业美好	2168.HK	物业管理服务、交付前及顾问服务、社区增值服务、智能解决方案服务等
佳兆业健康	0876.HK	义齿制作、多元化精准医疗相关产品生产
佳云科技	300242.SZ	互联网营销、整合营销业务
南太地产	NYSE.NTP	产业地产
振兴生化	000403.SZ	生产和销售血液制品

数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

多元产业围绕城市发展与产业升级，能够与地产主业形成良好协同。公司所布局的物业管理、商业运营、旅游、文体、健康医疗等多元产业均与地方产业经济发展息息相关，同时也是民生相关领域。如前所述，上述多元产业能够有效支撑地方的产业升级和发展，为地方所欢迎，因此也能与公司的地产开发主业形成协同，如获取产业配套用地、推进城市更新业务等，实现整体业务的正向循环。

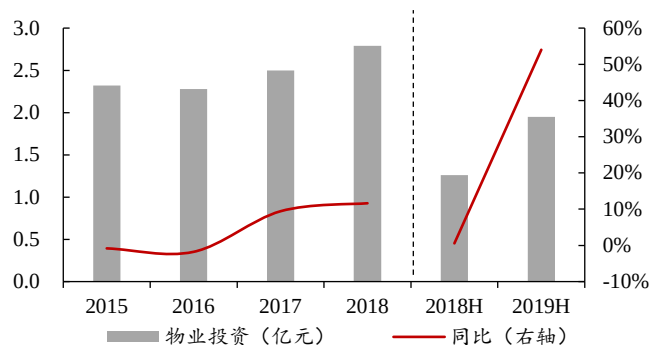
非开发业务稳步发展，营业收入快速增长。在住宅开发业务快速发展的同时，公司物业管理、物业投资等非开发业务的收入体量也快速增长，成为开发主业的有益补充。2018 年，公司物业管理服务收入达 5.16 亿元，同比增长约 63.4%；2019 年上半年物业管理服务收入达 3.75 亿元，同比增长 85.8%。商业运营方面，公司物业投资业务收入 2018 年达到 2.79 亿元，同比增长 11.6%；2019 年上半年达 1.95 亿元，同比增长 54.0%。非开发业务收入体量的增长使得公司收入来源更趋多元化。目前，公司多元产业集中投入期已过，随着各业务板块自我造血能力的提升，多元产业或成为公司未来新增长点。

图 37：公司物业管理服务收入近年来高速增长



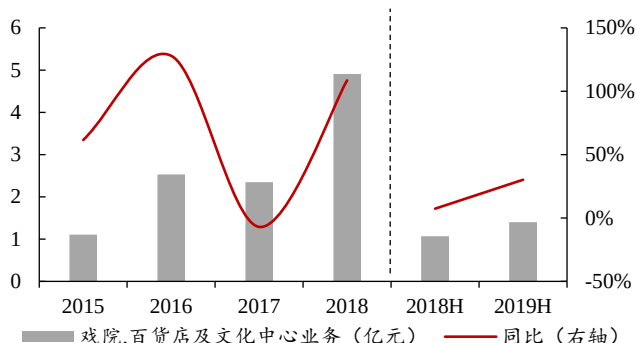
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 38：公司物业投资收入快速增长



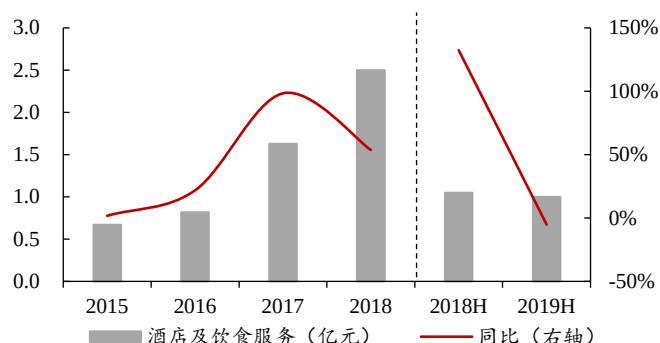
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 39：公司戏院、百货等业务营收近年来大幅提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 40：公司酒店及饮食服务收入快速增长后小幅下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

多元产业价值不仅在于营收，更重要的是打开未来增长空间及出售带来的增值。

就营收占比而言，多元产业的体量与开发主业相比仍然较小，但其战略意义在于为中长期增长打开空间以及未来潜在出售带来的一次性收益与估值提升。与短平快的开发业务相比，多元产业所需的专业人才和运营能力均需要较长时间去培育、积累，而对于房企长期持续发展而言，寻找新的优质赛道或是必然选择。另一方面，随着新业务逐步培育成熟，未来潜在出售给公司带来的一次性收益以及估值提升亦能为股东带来更丰厚回报。

8. 估值与投资建议

首次覆盖给予“买入”评级，目标价4.27港元。预测公司2019-2021年核心EPS分别为人民币0.88元、1.18元和1.43元，同比增长12.3%、34.2%和21.6%。考虑到公司商业模式及禀赋优势，业绩有望持续稳健增长，给予NAV折让35%，对应2019年4.4倍PE，目标价为4.27港元，较现价空间达31%。（最新股价为2019年11月26日收盘价）

表 7：佳兆业 NAV 约 6.57 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2019
开发物业总计	82,410
投资物业总计	38,610
总资产估值	121,020
净负债	81,169
NAV 估值	39,852
每股 NAV（港元/股）	6.57
股价（港元，11 月 25 日）	3.27
NAV 折让	50%

数据来源：公司公告，中达证券研究



损益表

人民币百万	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,772	32,779	38,705	52,158	68,161	81,437
营业成本	-15,460	-23,845	-27,576	-35,109	-45,776	-54,611
毛利润	2,312	8,934	11,129	17,049	22,384	26,825
销售及行政开支	-2,588	-3,397	-3,864	-4,590	-5,998	-6,678
EBIT	-836	5,292	9,810	15,004	18,931	22,693
利息成本	-2,160	-1,238	-2,573	-2,398	-2,607	-2,487
利息收入	39	1,486	403	743	1,017	1,003
联营公司利润	-32	32	191	127	289	363
其他收入	4,140	1,095	-59	0	0	0
税前利润	1,867	6,666	7,772	13,477	17,630	21,571
所得税	-2,214	-3,623	-4,478	-7,536	-9,892	-11,746
少数股东权益	-265	241	-544	-630	-608	-1,153
净利润	-612	3,285	2,750	5,311	7,129	8,673
核心净利润	-4,163	1,171	4,729	5,311	7,129	8,673
股权数	5,135	5,460	6,067	6,067	6,067	6,067
核心EPS	-0.81	0.21	0.78	0.88	1.18	1.43
每股分红	0.00	0.11	0.10	0.12	0.16	0.19

资产负债表

人民币百万	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
投资物业	30,691	32,026	35,930	39,209	47,966	59,015
其他固定资产	3,912	21,532	29,985	30,963	29,669	28,063
其他资产	0	0	0	0	0	0
非流动资产合计	34,603	53,558	65,915	70,172	77,635	87,078
发展中物业	60,560	68,066	64,764	60,321	62,710	67,392
竣工待售物业	16,246	18,171	13,131	30,474	28,715	27,144
应收账款	37,100	51,473	61,126	62,349	61,102	55,603
现金	16,516	19,938	22,271	26,793	46,051	65,313
其他流动资产	797	2,182	1,821	8,508	8,508	8,508
总资产	165,822	213,388	229,028	258,616	284,720	311,036
流动负债合计	58,798	89,874	96,410	107,824	114,334	120,287
长期负债	79,775	89,000	91,800	100,980	111,078	122,186
其他	0	104	0	0	0	0
递延所得税	4,203	4,412	4,479	5,016	5,718	6,690
长期负债	83,978	93,516	96,279	105,996	116,797	128,876
少数股东权益	10,100	10,910	14,699	18,477	20,851	21,414
股东权益	12,946	19,088	21,640	26,319	32,739	40,458
总负债和权益合计	165,822	213,388	229,028	258,616	284,720	311,036

现金流量表

人民币百万	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	-612	3,285	2,750	5,311	7,129	8,673
营运资本变动	13,128	917	16,234	3,124	13,081	14,166
其他	-5,553	-7,633	-8,385	-5,806	-6,076	-5,218
经营性现金流合计	6,963	-3,431	10,599	2,629	14,134	17,621
投资物业	-3,335	-3,169	-3,515	-3,279	-8,757	-11,049
其他	-8,612	-16,329	-18,659	-1,429	861	1,073
投资性现金流合计	-11,947	-19,498	-22,175	-4,708	-7,896	-9,976
自由现金流	-4,984	-22,930	-11,575	-2,079	6,238	7,645
每股自由现金流	-1	-4	-2	-0	1	1
权益融资	0	45	7	0	0	0
债权融资	12,638	27,511	6,372	10,877	11,964	13,161
其他	841	-3,447	8,677	2,516	1,056	-1,543
融资性现金流合计	13,479	24,109	15,056	13,392	13,020	11,618
现金变动合计	8,495	1,179	3,481	11,314	19,258	19,262
期初现金	2,325	10,819	11,998	15,479	26,793	46,051
期末现金	10,819	11,998	15,479	26,793	46,051	65,313

财务分析 (%)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利润率	13.0%	27.3%	28.8%	32.7%	32.8%	32.9%
经营利润率	-4.7%	16.1%	25.3%	28.8%	27.8%	27.9%
核心净利率	-23.4%	3.6%	12.2%	10.2%	10.5%	10.6%
营收增长率	62.6%	84.4%	18.1%	34.8%	30.7%	19.5%
EBIT增长率	-44.2%	-732.6%	85.4%	52.9%	26.2%	19.9%
核心净利增长率	2.0%	-128.1%	303.9%	12.3%	34.2%	21.6%
EPS增长率	2.0%	-126.5%	263.4%	12.3%	34.2%	21.6%
每股净资产	2.52	3.50	3.57	4.34	5.40	6.67
利息覆盖倍数	0.63	1.51	1.69	2.28	2.57	2.95
净负债资本率	66%	74%	65%	57%	46%	38%
净负债率 (扣除限制现金)	308%	304%	238%	192%	147%	117%
总资产周转率	12%	17%	17%	21%	25%	27%
资产权益比	1281%	1118%	1058%	983%	870%	769%
ROA	-2.5%	0.7%	2.2%	2.3%	2.8%	3.1%
ROE	-31.4%	7.3%	23.2%	22.1%	24.1%	23.7%
ROCE	-5.1%	1.0%	3.7%	3.7%	4.4%	4.8%



分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；

增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；

持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；

卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；

中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在作出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。在签订任何投资合同之前，个人应在必要时作出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。



在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

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。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。