



经营业绩稳步增长，优质资源支撑成长

——佳兆业集团 2019 年报点评

营业收入稳步增长，SG&A 上升及应占合联营企业业绩下滑影响利润增速。公司 2019 年实现营收 480.2 亿元，同比增长 24.1%；毛利率与去年持平，为 28.8%；归母净利润 45.9 亿元，同比大增 67.1%；归母核心净利润 43.0 亿元，同比增长 2.7%。核心净利增速低于营收增速主要系 SG&A 提升约 1.15 pct 至 11.13%、应占合联营公司业绩下降 2.96 亿元至亏损 1.05 亿元，以及视作出售附属公司的收益净额下滑 4.52 亿元至 24.61 亿元；上述影响部分被少数股东损益减少约 9.74 亿元至亏损 4.30 亿元而抵消。综上，公司 2019 年核心净利率小幅下滑约 1.8 pct 至 9.0%。整体而言，公司 2019 年业绩实现了平稳增长；随着旧改等优质土储价值不断释放，公司经营业绩也有望持续稳健成长。

拿地优势不断强化，充裕土储支撑发展。公司 2019 年继续保持多元拿地的优势，全年拿地权益建面 412 万方，其中旧改及收并购占比分别为 16%、43%；新增土储中约 53% 分布于大湾区，一线城市占比约 41%；新增土储成本约 6609 元/平，占当年销售均价约 35%（2018：26%），拿地成本控制得当。截至 2019 年末，公司总土储建面约 2680 万方（+11.7%），其中一二线城市占比近 80%；按货值计，公司总土储中大湾区占比约 65.5%，其中深圳和广州货值占比分别为 32.9% 和 12.2%。除纳入土储的建面约 670 万方旧改项目外，公司期末未纳入土储旧改项目占地面积达 3987 万方（+33%），其中深圳和广州占比分别达 27% 和 36%。充裕且成本合理的土储能够有效支撑公司未来增长与盈利能力。

积极管理财务资金，现金大增杠杆续降。得益于良好的销售状况及积极的财务资金管理，公司 2019 年末现金及存款总额达 369.8 亿元，同比大增 61.3%。在快速发展的同时，公司有息负债总额保持稳定，期末现金短债比约 1.1 倍（-0.2x），保持在 1 倍以上水平，净负债率大幅下降约 92 pct 至 144%，杠杆水平持续快速下降。公司也把握融资窗口，回购 1-2 年期票据合共 7.36 亿美元，并于 2020 年初发行 2 笔 5 年期（及以上）美元票据，有效延长债务久期。截至期末，公司土储权益比约 76%，较高的权益比例为公司运营提供了灵活空间。随着优质资源价值不断释放，公司未来财务状况有望持续改善。

财务状况持续改善，充裕土储支撑增长，维持“买入”评级。考虑到疫情对工程进度影响以及可能的费用率上升，我们小幅下调公司 2020 年核心净利预测约 7%，预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 0.95 元、1.24 元和 1.54 元，同比增长 34.4%、30.2% 和 24.4%。考虑到公司聚焦大湾区核心城市的优质布局和充裕且成本合理的土地储备，维持 NAV 折让 35%，上调目标价 10.3% 至 4.71 港元，对应 2020 年 4.5 倍 PE，较现价空间达 64%。（最新股价为 3 月 31 日收盘价）

佳兆业集团
(1638.HK)

买入

(维持)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

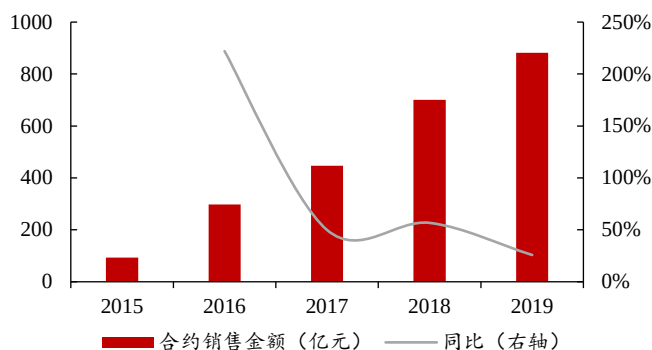
SFC CE Ref: BPK 909

财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	32,779	38,705	48,022	61,977	80,705	100,613
(+/-)%	84.4%	18.1%	24.1%	29.1%	30.2%	24.7%
毛利润	8,934	11,129	13,830	18,450	24,648	31,260
核心净利润	1,412	4,190	4,303	5,782	7,530	9,367
(+/-)%	扭亏	196.7%	2.7%	34.4%	30.2%	24.4%
核心 PE	11.16	3.76	3.66	2.72	2.09	1.68
PB	0.74	0.72	0.61	0.51	0.42	0.35



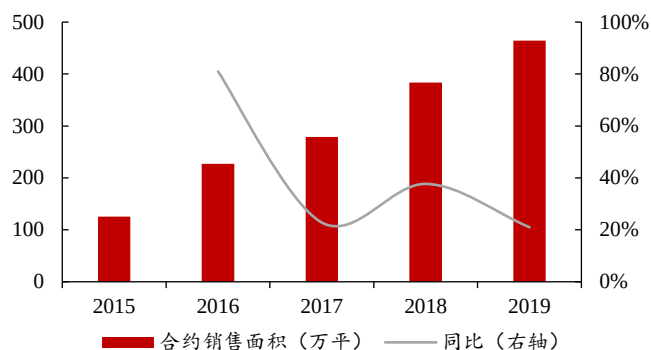
营业收入稳步增长，SG&A 上升及应占合联营企业业绩下滑影响利润增速。公司 2019 年实现营收 480.2 亿元，同比增长 24.1%；毛利率与去年持平，为 28.8%；归母净利润 45.9 亿元，同比大增 67.1%；归母核心净利润 43.0 亿元，同比增长 2.7%。核心净利增速低于营收增速主要系 SG&A 提升约 1.15 pct 至 11.13%、应占合联营公司业绩下降 2.96 亿元至亏损 1.05 亿元，以及视作出售附属公司的收益净额下滑 4.52 亿元至 24.61 亿元；上述影响部分被少数股东损益减少约 9.74 亿元至亏损 4.30 亿元而抵消。综上，公司 2019 年核心净利率小幅下滑约 1.8 pct 至 9.0%。整体而言，公司 2019 年业绩实现了平稳增长；随着旧改等优质土储价值不断释放，公司经营业绩也有望持续稳健成长。

图 1：公司 2019 年权益销售金额同比增长 25.8%



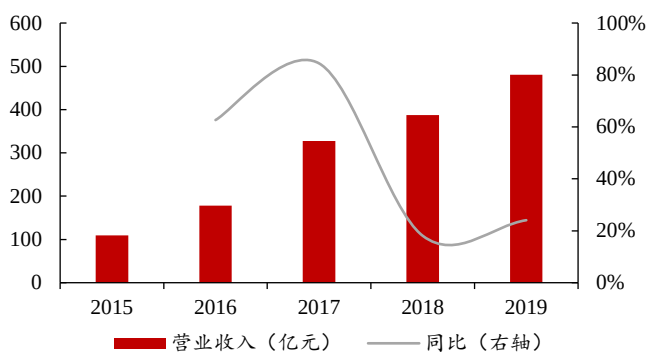
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 2：公司 2019 年权益销售面积同比增长 21.0%



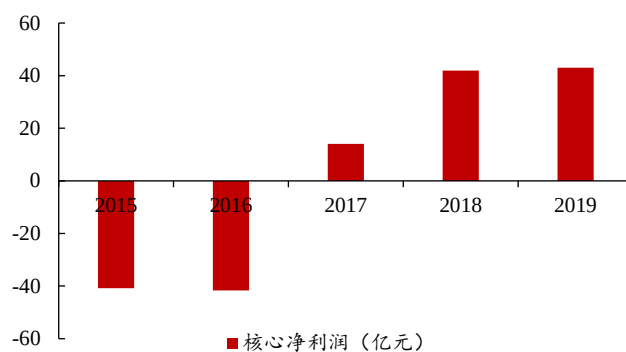
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 3：公司 2019 年营业收入稳步增长



数据来源：公司公告, 中达证券研究

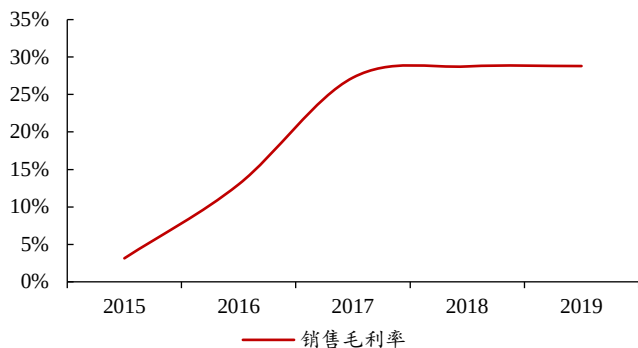
图 4：公司 2019 年归母核心净利润小幅增长



数据来源：公司公告, 中达证券研究

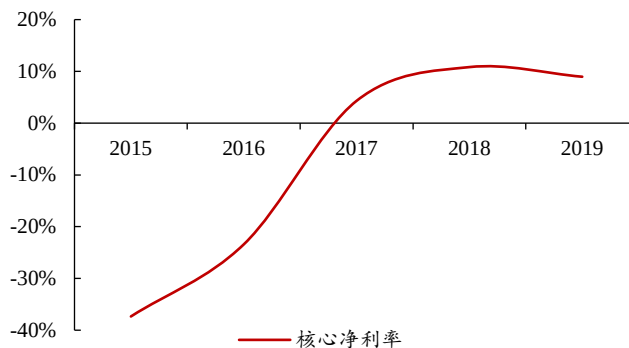


图 5：公司销售毛利率水平保持稳定



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 6：公司 2019 年核心净利率小幅下滑

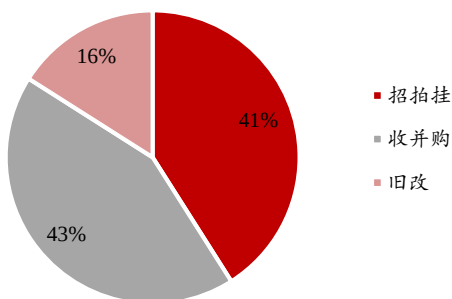


数据来源：公司公告, 中达证券研究

拿地优势不断强化，充裕土储支撑发展。公司 2019 年继续保持多元拿地的优势，全年拿地权益建面 412 万方，其中旧改及收并购占比分别为 16%、43%；新增土储中约 53%分布于大湾区，一线城市占比约 41%；新增土储成本约 6609 元/平，占当年销售均价约 35%（2018：26%），拿地成本控制得当。截至 2019 年末，公司总土储建面约 2680 万方（+11.7%），其中一二线城市占比近 80%；按货值计，公司总土储中大湾区占比约 65.5%，其中深圳和广州货值占比分别为 32.9%和 12.2%。除纳入土储的建面约 670 万方旧改项目外，公司期末未纳入土储旧改项目占地面积达 3987 万方（+33%），其中深圳和广州占比分别达 27%和 36%。
充裕且成本合理的土储能够有效支撑公司未来增长与盈利能力。

图 7：公司拿地渠道较为多元

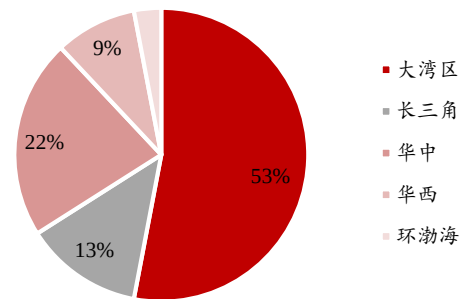
按权益面积划分之新增土储（2019）



数据来源：公司公告, 中达证券研究

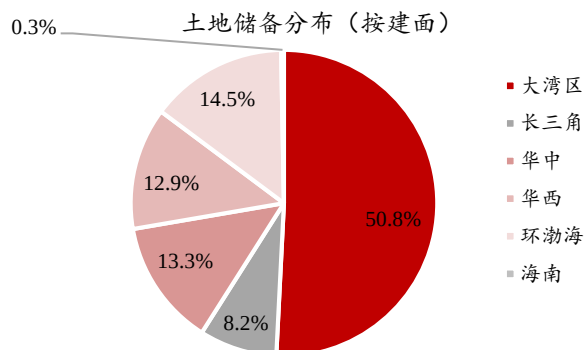
图 8：公司 2019 年新增土储仍集中于大湾区

按收购权益面积划分之新增土储（2019）



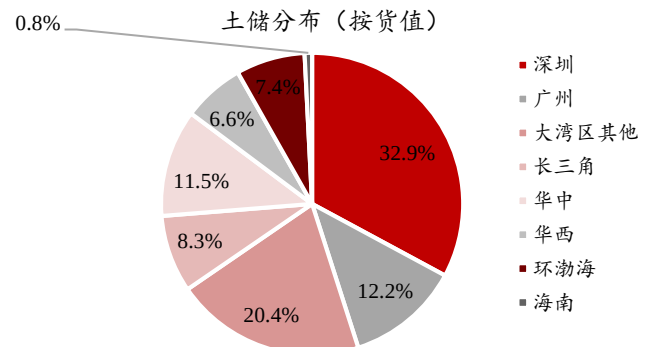
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 9：公司总土储按建面近 51% 分布于大湾区



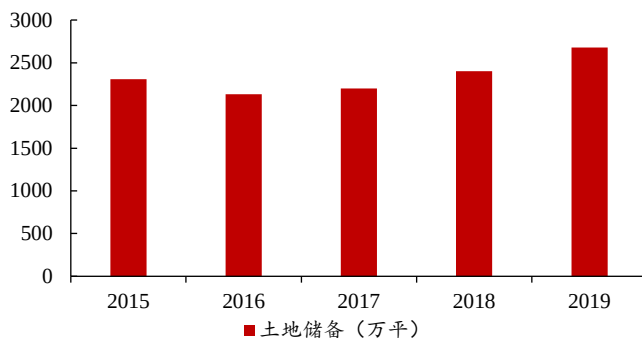
数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：2019 年末数据

图 10：公司总土储货值中广深等核心城市占比较高



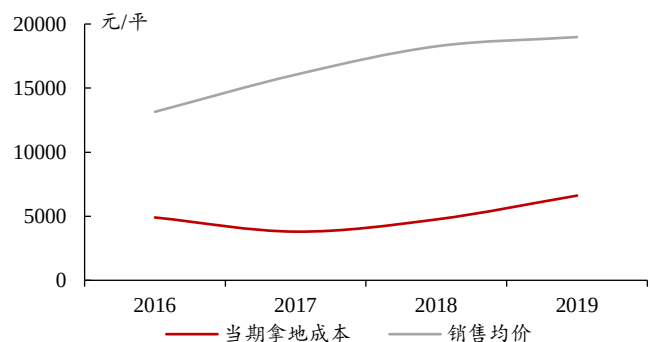
数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：2019 年末数据

图 11：依托多元拿地渠道，公司土储规模稳步增长



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 12：公司总体拿地成本控制得当

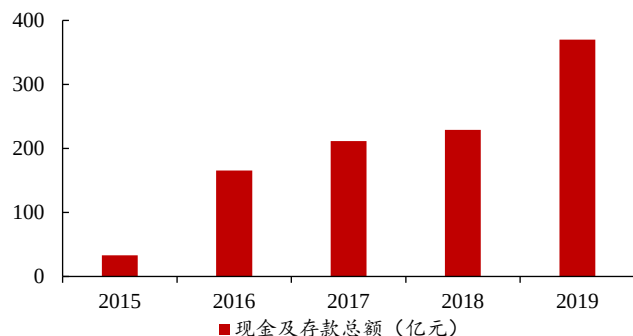


数据来源：公司公告, 中达证券研究

积极管理财务资金，现金大增杠杆续降。得益于良好的销售状况及积极的财务资金管理，公司 2019 年末现金及存款总额达 369.8 亿元，同比大增 61.3%。在快速发展的同时，公司有息负债总额保持稳定，期末现金短债比约 1.1 倍（-0.2x），保持在 1 倍以上水平，净负债率大幅下降约 92 pct 至 144%，杠杆水平持续快速下降。公司也把握融资窗口，回购 1-2 年期票据合共 7.36 亿美元，并于 2020 年初发行 2 笔 5 年期（及以上）美元票据，有效延长债务久期。截至期末，公司土储权益比约 76%，较高的权益比例为公司运营提供了灵活空间。随着优质资源价值不断释放，公司未来财务状况有望持续改善。

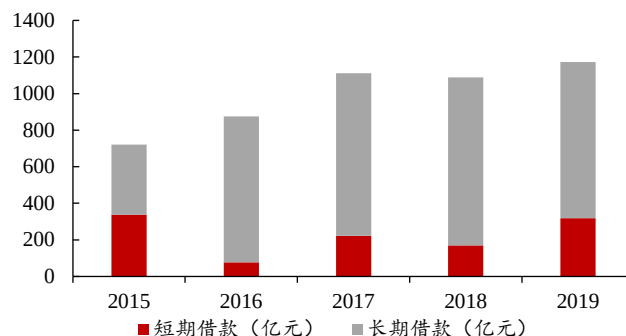


图 13: 公司货币资金总额快速增长



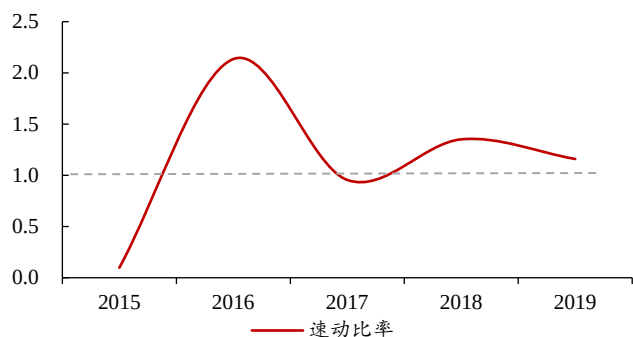
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 14: 公司有息负债总额保持稳定



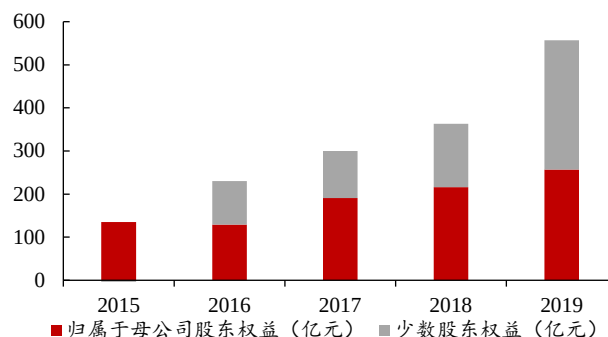
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 15: 公司货币资金对短债覆盖较为充足



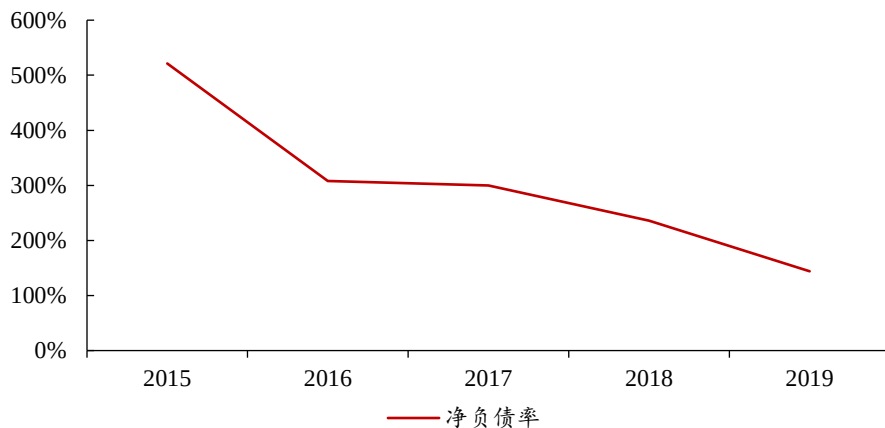
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 16: 公司净资产总额快速增长



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 17: 公司净负债率同比大幅下降, 杠杆水平持续改善



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

财务状况持续改善，充裕土储支撑增长，维持“买入”评级。考虑到疫情对工程进度影响以及可能的费用率上升，我们小幅下调公司 2020 年核心净利预测约 7%，预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 0.95 元、1.24 元和 1.54 元，同比增长 34.4%、30.2%和 24.4%。考虑到公司聚焦大湾区核心城市的优质布局和充裕且成本合理的土地储备，维持 NAV 折让 35%，上调目标价 10.3%至 4.71 港元，对应 2020 年 4.5 倍 PE，较现价空间达 64%。（最新股价为 3 月 31 日收盘价）

表 1：佳兆业集团 NAV 约 7.25 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	80,934
投资物业总计	32,175
总资产估值	113,108
净负债	68,922
NAV 估值	44,187
每股 NAV（港元/股）	7.25
股价（港元，3 月 31 日）	2.87
NAV 折让	60%

数据来源：公司公告，中达证券研究

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。



损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,705	48,022	61,977	80,705	100,613
营业成本	-27,576	-34,192	-43,527	-56,057	-69,353
毛利润	11,129	13,830	18,450	24,648	31,260
销售及行政开支	-3,864	-5,347	-6,198	-7,586	-8,451
EBIT	9,810	10,511	14,281	19,090	24,837
利息成本	-2,573	-1,615	-2,036	-1,974	-1,775
利息收入	403	580	1,125	1,082	1,087
联营公司利润	191	-105	273	303	847
其他收入	-59	96	0	0	0
税前利润	7,772	9,468	13,643	18,501	24,996
所得税	-4,478	-5,304	-7,421	-9,954	-12,015
少数股东权益	-544	430	-440	-1,017	-3,614
净利润	2,750	4,594	5,782	7,530	9,367
核心净利润	4,190	4,303	5,782	7,530	9,367
股权数	6,067	6,079	6,079	6,079	6,079
核心 EPS	0.69	0.71	0.95	1.24	1.54
每股分红	0.10	0.12	0.16	0.20	0.25

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	35,930	35,309	38,813	44,108	50,405
长期股权投资	15,750	26,011	25,058	22,735	23,765
其他非流动资产	14,235	18,995	18,961	19,047	19,188
非流动资产合计	65,915	80,315	82,832	85,890	93,358
发展中物业	64,764	63,675	66,682	70,909	72,128
竣工待售物业	13,131	13,004	11,419	7,455	4,306
应收账款	61,126	77,135	75,592	74,080	67,413
现金	22,524	26,825	29,842	38,767	41,054
其他流动资产	1,568	9,949	9,689	9,689	9,689
总资产	229,028	270,902	276,057	286,791	287,947
流动负债合计	96,410	123,768	120,335	120,736	110,054
长期借款	91,800	85,304	87,010	86,140	86,140
其他非流动负债	0	1,237	1,237	1,237	1,237
递延所得税	4,479	4,887	5,571	6,351	7,431
非流动负债合计	96,279	91,427	93,818	93,728	94,807
少数股东权益	14,699	29,990	31,118	34,966	37,603
归属母公司股东权益	21,640	25,716	30,787	37,361	45,483
总负债和权益合计	229,028	270,902	276,057	286,791	287,947

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,750	4,594	5,782	7,530	9,367
营运资本变动	16,234	15,897	4,452	9,873	5,016
其他	-8,385	-10,180	-6,985	-6,067	-2,279
经营性现金流合计	10,599	10,312	3,249	11,335	12,104
投资物业	-3,515	621	-3,504	-5,295	-6,297
其他	-18,659	-15,755	952	2,204	-1,298
投资性现金流合计	-22,175	-15,134	-2,552	-3,091	-7,595
自由现金流	-11,575	-4,823	697	8,244	4,508
每股自由现金流	-2	-1	0	1	1
权益融资	7	-7,079	0	0	0
债权融资	6,372	8,430	2,344	-1,195	0
其他	8,677	14,818	-24	1,876	-2,222
融资性现金流合计	15,056	16,168	2,320	680	-2,222
现金变动合计	3,481	11,346	3,017	8,925	2,287
期初现金	11,998	15,479	26,825	29,842	38,767
期末现金	15,479	26,825	29,842	38,767	41,054

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	28.8%	28.8%	29.8%	30.5%	31.1%
经营利润率	25.3%	21.9%	23.0%	23.7%	24.7%
核心净利率	10.8%	9.0%	9.3%	9.3%	9.3%
营收增长率	18.1%	24.1%	29.1%	30.2%	24.7%
EBIT 增长率	85.4%	7.1%	35.9%	33.7%	30.1%
核心净利增长率	196.7%	2.7%	34.4%	30.2%	24.4%
EPS 增长率	167.0%	2.5%	34.4%	30.2%	24.4%
每股净资产	3.57	4.23	5.06	6.15	7.48
利息覆盖倍数	1.69	1.76	2.20	2.73	3.60
净负债资本率	65%	56%	52%	43%	39%
净负债率 (扣除限制现金)	236%	144%	128%	96%	81%
总资产周转率	0.17	0.19	0.23	0.29	0.35
资产权益比	10.58	10.53	8.97	7.68	6.33
ROA	1.9%	1.7%	2.3%	2.9%	3.6%
ROE	20.6%	18.2%	20.5%	22.1%	22.6%
ROCE	3.3%	3.1%	3.8%	4.7%	5.4%



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。投资者在做出投资决策时，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。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做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。