

销售目标超额完成，丰厚旧改支撑发展 ——佳兆业集团 2020 年销售点评

事件：佳兆业集团 2020 年累计实现销售金额 1069.0 亿元，同比增长 21.3%，超额完成全年销售目标；累计销售面积 616.5 万平，同比增长 32.8%。

延续前期升势，全年销售金额快速增长。佳兆业集团 2020 年 12 月单月实现合约销售金额约 166.8 亿元，同比增长约 28.1%；合约销售面积约 95.1 万平，同比增长约 70.9%。2020 年全年累计实现合约销售金额约 1069.0 亿元，同比增长约 21.3%；累计合约销售面积约 616.5 万平，同比增长约 32.8%。公司多年来深耕粤港澳大湾区，截至 2020 年中期土储货值约 68.9% 位于大湾区内，其中深圳和广州占比分别为 28.6% 和 20.4%。优质且具备成本优势的土储使得公司能够充分把握区域市场发展机会，2020 年合约销售仍保持较快增长，同时超额完成 1000 亿元的权益销售额目标，体现出公司较高的成长性。

旧改资源储备丰富，融资新规下相对受益。受“三道红线”相关房企融资管理新政及房地产贷款集中度影响，房企过去依靠有息杠杆和土地红利撬动规模增长的阶段业已过去，未来竞争更多是资源层面的比拼。作为最早开始涉足城市更新的企业之一，公司旗下储备了丰厚的旧改资源。截至 2020 年中期，公司旧改项目储备达 167 个，占地面积超过 4200 万方，预计潜在货值超 2.6 万亿元。相对于庞大的潜在货值，旧改项目前期投入相对较少，对整体杠杆影响较招拍挂项目明显更低，货值释放时盈利能力可观。因此，在融资新规的环境下，丰富旧改资源储备的价值将进一步凸显。

积极进行债务管理，融资渠道保持顺畅。2020 年 12 月，公司完成逾 2 亿美元现金购买要约，有效减轻了短期债务压力。同月，公司在此前发行的基础上额外发行 1.5 亿美元优先票据，发行收益率为 5.5%，收益率创近年新低。积极的债务管理和顺畅的融资渠道有助于公司进一步降杠杆、控成本，也能在一定程度上支持公司的长期稳健发展。

销售保持快速增长，充裕土储支撑发展，维持“买入”评级。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 0.85 元、1.14 元和 1.42 元，同比增长 21.1%、34.8% 和 24.0%。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 35% 目标 NAV 折让，目标价 5.2 港元，对应 2020 年 5.5 倍 PE，较现价空间达 35%。（最新股价为 2021 年 1 月 5 日收盘价，计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整）

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。

佳兆业集团
(1638.HK)

买入

(维持)

微信公众号



蔡鸿飞
分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师

+852 3958 4600

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

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	53,061	73,579	96,830
(+/-)%	84.4%	18.1%	24.1%	10.5%	38.7%	31.6%
毛利润	8,934	11,129	13,830	15,390	21,375	28,388
核心净利润	1,412	4,190	4,303	5,210	7,021	8,708
(+/-)%	扭亏	196.7%	2.7%	21.1%	34.8%	24.0%
核心 PE	14.97	5.05	4.91	4.06	3.01	2.43
PB	0.99	0.97	0.81	0.70	0.58	0.48

表 1：佳兆业集团 NAV 约 7.95 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	92,853
投资物业总计	25,779
总资产估值	118,632
净负债	69,874
NAV 估值	48,758
每股 NAV（港元/股）	7.95
股价（港元，1 月 5 日）	3.83
NAV 折让	52%

数据来源：公司公告，中达证券研究

注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整

损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,705	48,022	53,061	73,579	96,830
营业成本	-27,576	-34,192	-37,671	-52,204	-68,442
毛利润	11,129	13,830	15,390	21,375	28,388
销售及行政开支	-3,864	-5,347	-5,359	-6,769	-8,424
EBIT	9,539	10,511	12,059	16,634	21,992
利息成本	-2,573	-1,615	-2,036	-1,974	-1,784
利息收入	403	580	1,013	1,022	968
联营公司利润	191	-105	262	629	1,237
其他收入	212	96	0	0	0
税前利润	7,772	9,468	11,298	16,310	22,414
所得税	-4,478	-5,304	-5,938	-8,285	-10,183
少数股东权益	-544	430	-150	-1,003	-3,523
净利润	2,750	4,594	5,210	7,021	8,708
核心净利润	4,190	4,303	5,210	7,021	8,708
股权数	6,067	6,079	6,133	6,133	6,133
核心 EPS	0.69	0.71	0.85	1.14	1.42
每股分红	0.10	0.12	0.14	0.19	0.23

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	35,930	35,309	38,263	42,577	47,586
长期股权投资	15,750	26,011	26,185	24,419	25,416
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	83,409	86,043	92,190
发展中物业	64,764	63,675	79,045	93,626	98,783
竣工待售物业	13,131	13,004	11,417	7,431	4,201
应收账款	61,126	77,135	75,592	74,080	69,636
现金及银行存款	22,524	26,825	33,335	39,390	43,702
其他流动资产	1,568	9,949	9,689	9,689	9,689
总资产	229,028	270,902	292,487	310,260	318,200
流动负债合计	96,410	123,768	135,766	143,236	137,147
长期借款	91,800	85,304	87,010	86,140	87,001
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	95,669
少数股东权益	14,699	29,990	32,688	36,921	41,461
归属母公司股东权益	21,640	25,716	30,215	36,375	43,923
总负债和权益合计	229,028	270,902	292,487	310,260	318,200

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,750	4,594	5,210	7,021	8,708
营运资本变动	16,234	-20	7,523	6,610	3,243
其他	-8,385	-6,637	-6,541	-5,334	-1,627
经营性现金流合计	10,599	-2,063	6,192	8,298	10,324
投资物业	-3,515	-860	-2,954	-4,314	-5,009
其他	-18,659	-23,786	-908	898	-2,045
投资性现金流合计	-22,175	-24,646	-3,862	-3,416	-7,054
自由现金流	-11,575	-26,710	2,330	4,882	3,271
每股自由现金流	-2	-4	0	1	1
权益融资	7	15	0	0	0
债权融资	6,372	19,671	2,344	-1,195	1,183
其他	8,677	18,369	1,836	2,369	-143
融资性现金流合计	15,056	38,055	4,180	1,173	1,041
现金变动合计	3,481	11,346	6,510	6,055	4,311
期初现金	11,998	15,479	26,825	33,335	39,390
期末现金	15,479	26,825	33,335	39,390	43,702

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	28.8%	28.8%	29.0%	29.1%	29.3%
经营利润率	24.6%	21.9%	22.7%	22.6%	22.7%
核心净利率	10.8%	9.0%	9.8%	9.5%	9.0%
营收增长率	18.1%	24.1%	10.5%	38.7%	31.6%
EBIT 增长率	81.1%	10.2%	14.7%	37.9%	32.2%
核心净利增长率	196.7%	2.7%	21.1%	34.8%	24.0%
EPS 增长率	167.0%	2.5%	20.0%	34.8%	24.0%
每股净资产	3.57	4.23	4.93	5.93	7.16
利息覆盖倍数	1.66	1.76	1.98	2.48	3.27
净负债资本率	65%	56%	50%	42%	37%
净负债率	236%	144%	121%	94%	77%
总资产周转率	0.17	0.19	0.19	0.24	0.31
资产权益比	10.58	10.53	9.68	8.53	7.24
ROA	1.9%	1.7%	1.9%	2.5%	3.0%
ROE	20.6%	18.2%	18.6%	21.1%	21.7%
ROCE	3.3%	3.1%	3.4%	4.3%	5.0%

分析师声明

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。

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。