

财务状况持续优化，模式优势支撑成长

——佳兆业集团 2020 年报点评

 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

营业利润稳步增长，盈利能力保持稳定。公司 2020 年实现营收 557.7 亿元，同比增长 16.1%；毛利率较上年基本稳定，为 28.5%；归母净利润 54.5 亿元，同比增长 18.6%。受益于在拿地模式方面的优势，公司 2020 年毛利率水平维持了稳定，较同侪具备一定优势。费用率方面，公司 2020 年 SG&A 费用率下降 0.8 个百分点至 10.3%，降本控费效果显现。另外，公司 2020 年所得税开支占税前利润比例为 49.7%，2019 年则为 56.0%。综上，公司 2020 年归母净利率小幅上升约 0.2 pct 至 9.8%。整体而言，公司 2020 年业绩实现了稳步增长；**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成长。**

拿地优势不断强化，充裕土储支撑成长。公司 2020 年继续保持多元拿地的优势，全年拿地权益建面 565 万方，按权益代价计旧改及收并购占比分别为 29%、18%，一线占比约为 49%；新增土储按面积约 63% 分布于大湾区。由于新增包括香港项目在内的多宗核心城市项目，公司 2020 年拿地均价上升至 8336 元/平，但占销售均价比例仍在 50% 以下，拿地成本控制合理。截至 2020 年末，公司总土储建面约 2875 万方 (+7.3%)，按货值计大湾区占比约 69%，其中深圳和广州货值占比分别为 26% 和 18%。除纳入土储的旧改项目外，公司期末未纳入土储旧改项目占地面积超 5000 万方，对应可售面积预计达 1.08 亿平，其中深圳和广州潜在可售货值占比约为 86%。**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。**

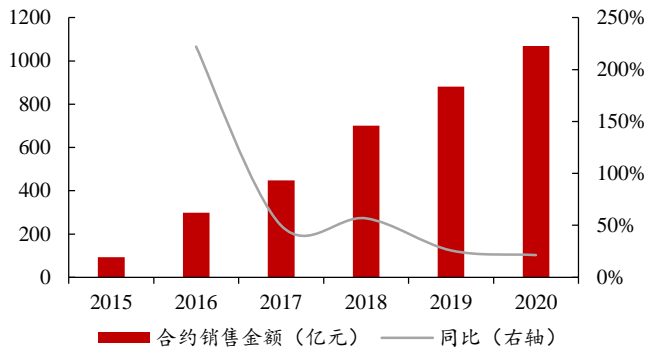
积极管理财务资金，现金大增杠杆续降。得益于良好的销售状况及积极的财务资金管理，公司 2020 年末现金及存款总额达 471.13 亿元，同比增长 27.4%。在快速发展的同时，公司有息负债总额保持稳定，期末现金短债比约 1.56 倍（2019 年：0.84 倍），净负债率大幅下降约 46 pct 至 98%，杠杆水平持续快速下降。截至 2020 年末，公司剔除预收账款后的资产负债率约为 70.3%，仅略高于“三道红线”要求，其余两项指标已成功达标。**随着优质资源价值不断释放，公司未来财务状况有望持续改善。**

财务状况持续改善，充裕土储支撑增长，维持“买入”评级。考虑到整体行业政策变化与公司权益比例调整，我们小幅下调公司 2021/2022 年核心净利预测 5.7% 和 7.8%，预测公司 2021-2023 年核心 EPS 分别为人民币 1.08 元、1.31 元和 1.58 元，同比增长 25.2%、21.3% 和 20.2%。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，给予 50% 目标 NAV 折让，上调目标价 16.2% 至 5.5 港元，对应 2021 年 5.2 倍 PE，较现价空间达 50%。（最新股价为 3 月 25 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）

财务摘要(百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	38,705	48,022	55,770	70,479	86,091	102,391
(+/-)%	18.1%	24.1%	16.1%	26.4%	22.2%	18.9%
毛利润	11,129	13,830	15,907	20,186	24,931	29,880
核心净利润	4,190	4,303	5,289	6,621	8,031	9,657
(+/-)%	196.7%	2.7%	22.9%	25.2%	21.3%	20.2%
核心 PE	5.47	5.32	4.33	3.46	2.85	2.37
PB	0.92	0.77	0.62	0.52	0.44	0.37

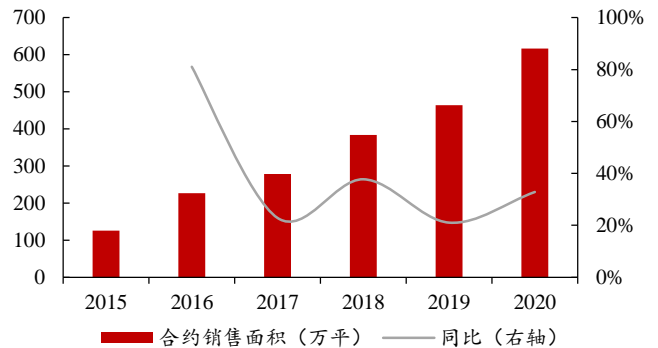


图 1：公司 2020 年权益销售金额同比增长 21.3%



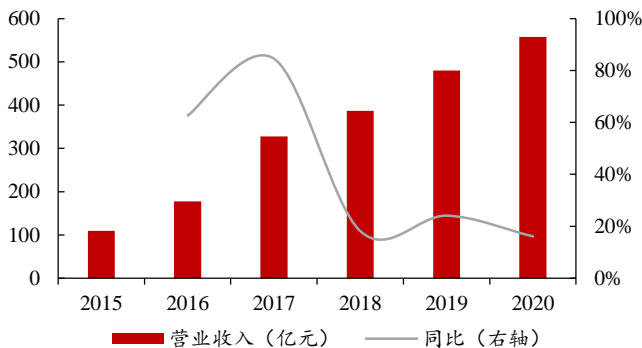
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 2：公司 2020 年权益销售面积同比增长 32.8%



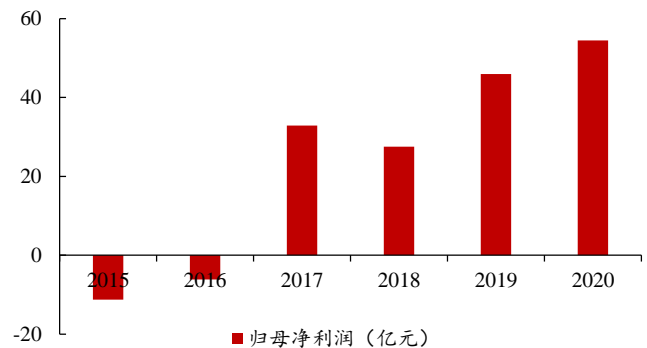
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 3：公司 2020 年营业收入稳步增长



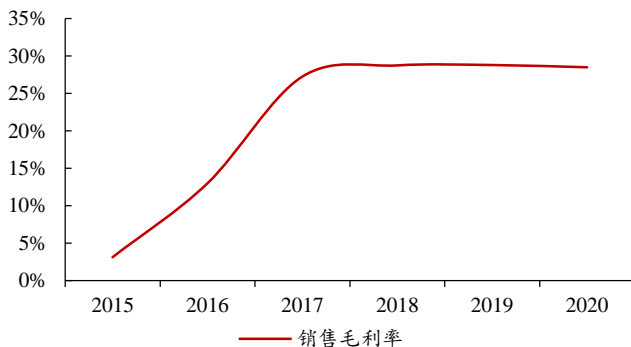
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 4：公司 2020 年归母净利润平稳增长



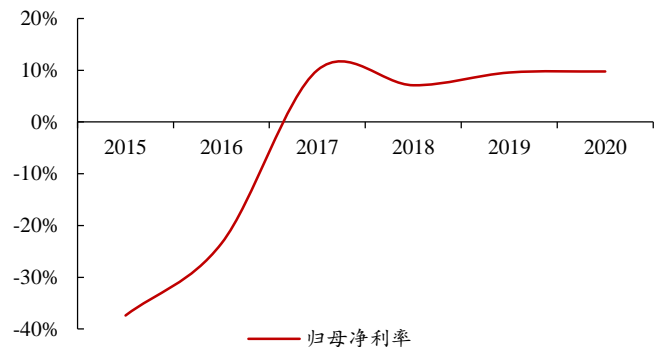
数据来源：公司公告, 中达证券研究

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

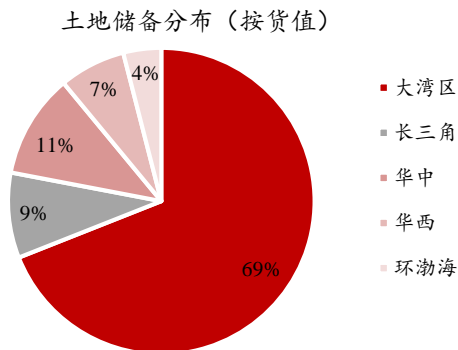
图 6：公司 2020 年归母净利率小幅提升



数据来源：公司公告, 中达证券研究

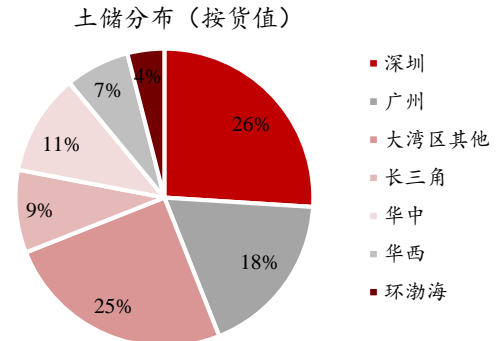


图 7：公司总土储按货值近 69%分布于大湾区



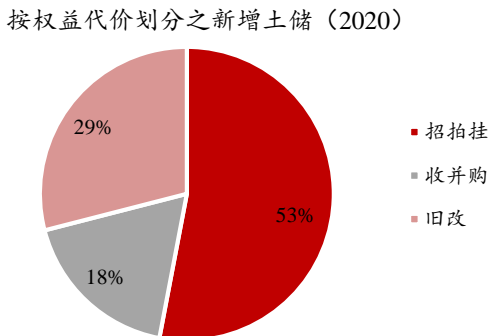
数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：2020 年末数据

图 8：公司总土储货值中广深等核心城市占比较高



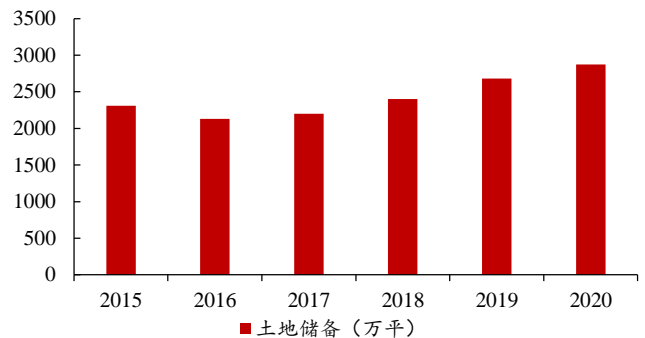
数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：2020 年末数据

图 9：公司拿地渠道较为丰富多元



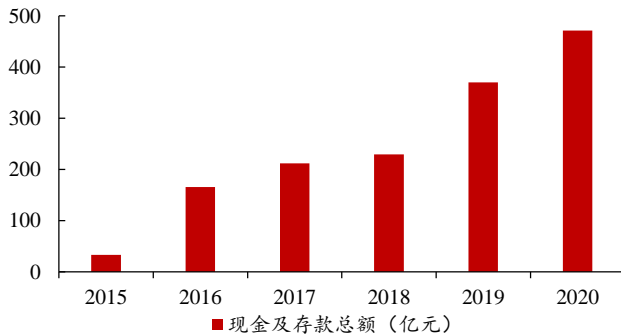
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 10：依托多元拿地渠道，公司土储规模稳步增长



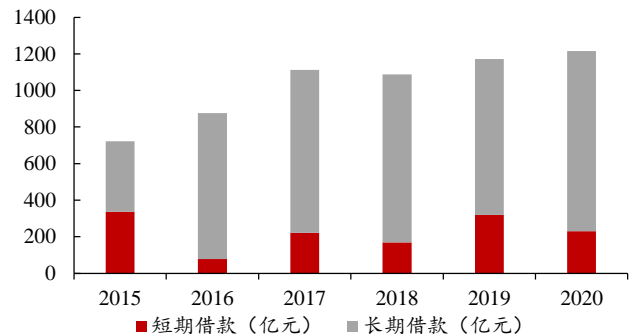
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 11：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

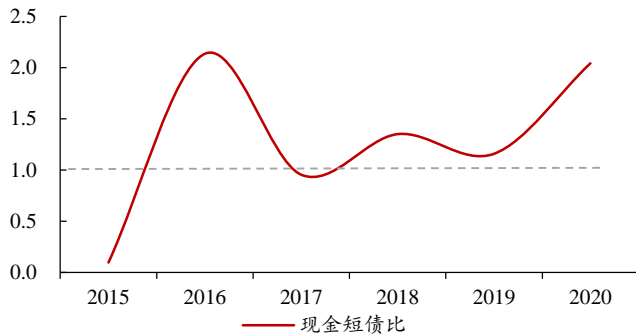
图 12：公司有息负债总额保持稳定



数据来源：公司公告, 中达证券研究

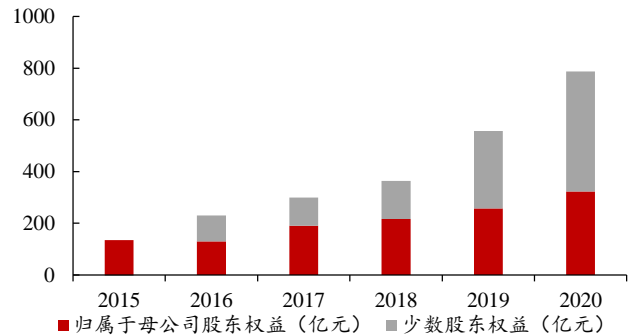


图 13: 公司货币资金对短债覆盖较为充足



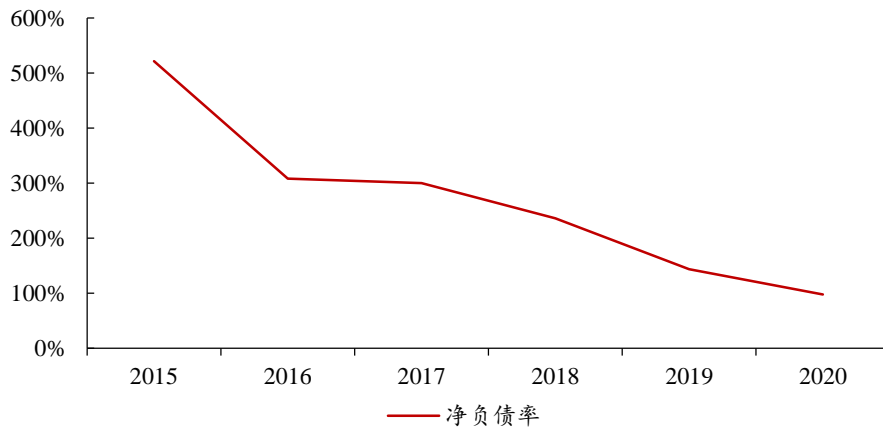
数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 报表口径

图 14: 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 15: 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

表 1: 佳兆业集团 NAV 约 10.92 港元/股

NAV 估值 (百万港元)	2021
开发物业总计	111,267
投资物业总计	26,577
总资产估值	137,844
净负债	61,263
NAV 估值	76,581
每股 NAV (港元/股)	10.92
股价 (港元, 3月25日)	3.63
NAV 折让	67%

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	48,022	55,770	70,479	86,091	102,391
营业成本	-34,192	-39,863	-50,293	-61,160	-72,512
毛利润	13,830	15,907	20,186	24,931	29,880
销售及行政开支	-5,347	-5,748	-6,484	-7,490	-9,113
EBIT	10,511	12,085	15,627	19,367	22,692
利息成本	-1,615	-2,285	-2,016	-1,923	-2,001
利息收入	580	467	899	1,075	826
联营公司利润	-105	-7	539	1,379	1,435
其他收入	96	242	0	0	0
税前利润	9,468	10,502	15,049	19,898	22,952
所得税	-5,304	-5,224	-7,603	-8,873	-10,641
少数股东权益	430	169	-824	-2,994	-2,655
净利润	4,594	5,447	6,621	8,031	9,657
核心净利润	4,303	5,289	6,621	8,031	9,657
股权数	6,079	6,113	6,113	6,113	6,113
核心 EPS	0.71	0.87	1.08	1.31	1.58
每股分红	0.12	0.13	0.16	0.20	0.24

资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
投资物业	35,309	34,524	38,320	42,734	48,764
长期股权投资	26,011	32,204	32,006	32,801	30,080
其他非流动资产	18,995	15,064	15,157	15,396	15,626
非流动资产合计	80,315	81,792	85,483	90,931	94,470
发展中物业	63,675	71,368	80,442	83,359	86,065
竣工待售物业	13,004	13,037	9,057	5,850	8,644
应收账款	77,135	91,677	89,844	98,828	102,781
现金及银行存款	26,825	36,079	37,040	38,493	39,142
其他流动资产	9,949	15,946	15,529	15,529	15,529
总资产	270,902	309,899	317,396	332,990	346,632
流动负债合计	123,768	127,781	124,752	125,180	128,594
长期借款	85,304	98,402	98,402	101,354	106,421
其他非流动负债	1,237	473	473	473	473
递延所得税	4,887	4,523	5,157	5,879	6,878
非流动负债合计	91,427	103,398	104,031	107,705	113,772
少数股东权益	29,990	46,386	50,445	54,891	50,590
归属母公司股东权益	25,716	32,334	38,168	45,213	53,675
总负债和权益合计	270,902	309,899	317,396	332,990	346,632

现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	4,594	5,447	6,621	8,031	9,657
营运资本变动	-20	-4,805	2,192	-1,265	775
其他	-6,637	-296	-6,583	-3,953	-4,256
经营性现金流合计	-2,063	346	2,230	2,813	6,176
投资物业	-860	785	-3,796	-4,414	-6,030
其他	-23,786	-8,326	79	-1,058	2,398
投资性现金流合计	-24,646	-7,542	-3,717	-5,471	-3,632
自由现金流	-26,710	-7,196	-1,487	-2,658	2,544
每股自由现金流	-4	-1	-0	-0	0
权益融资	15	-1,633	0	0	0
债权融资	19,671	4,275	0	3,644	6,256
其他	18,369	13,808	2,448	467	-8,151
融资性现金流合计	38,055	16,450	2,448	4,111	-1,895
现金变动合计	11,346	9,254	961	1,453	649
期初现金	15,479	26,825	36,079	37,040	38,493
期末现金	26,825	36,079	37,040	38,493	39,142

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
毛利率	28.8%	28.5%	28.6%	29.0%	29.2%
经营利润率	21.9%	21.7%	22.2%	22.5%	22.2%
核心净利率	9.0%	9.5%	9.4%	9.3%	9.4%
营收增长率	24.1%	16.1%	26.4%	22.2%	18.9%
EBIT 增长率	10.2%	15.0%	29.3%	23.9%	17.2%
核心净利增长率	2.7%	22.9%	25.2%	21.3%	20.2%
EPS 增长率	2.5%	22.2%	25.2%	21.3%	20.2%
每股净资产	4.23	5.29	6.24	7.40	8.78
利息覆盖倍数	1.76	5.29	2.35	2.81	3.07
净负债资本率	55.6%	41.5%	38.7%	37.0%	37.8%
净负债率	144.0%	94.5%	82.8%	75.5%	77.9%
总资产周转率	0.19	0.19	0.22	0.26	0.30
资产权益比	10.53	9.58	8.32	7.36	6.46
ROA	1.7%	1.9%	2.3%	2.6%	3.0%
ROE	18.2%	18.2%	18.8%	19.3%	19.5%
ROCE	3.1%	3.2%	3.5%	4.0%	4.5%



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。