

买入

业绩稳步提升 核心盈利增长超预期

佳兆业集团 (1638.HK)

2020-08-28 星期五

投资要点

目标价: **5.40 港元**
 现价: 3.83 港元
 预计升幅: 41.0%

➤ 一二线高占比助力推货去化, 千亿目标更进一步:

公司 2020 年上半年签约金额人民币 360.3 亿元, 同比上升 4%, 签约面积 211.9 万方, 较 19 年同期增长 8%, 均价为 17004 元/平米, 同比小幅下降 4%。上半年已完成全年千亿目标的 36%, 按照下半年约 1200 亿可售货值计算, 下半年实现 53.3% 的去化率即可完成千亿目标; 下半年的推货值按城市能级来分, 一线城市占 41%, 二线城市占比为 52%, 三线城市占比为 7%, 一二线的高占比对下半年的去化情况提供了有力保障; 此外, 公司 7 月份单月合同销售额 97.4 亿元, 同比增速达 78.3%, 随着下半年推货力度的提升, 销售增长态势有望延续, 我们预计公司年底大概率超额完成目标。

重要数据

日期	2020-08-27
收盘价 (港元)	3.83
总股本 (百万股)	6,115
总市值 (百万港元)	23,420
净资产 (百万元)	62,252
总资产 (百万元)	292,431
52 周高低 (港元)	4.19/2.07
每股净资产 (元)	10.18

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 业绩稳步提升, 核心盈利增长超预期:

公司 2020 年上半年确认收入人民币 223 亿元, 同比增长 11%; 毛利润达 75 亿元, 同比提升 12%, 毛利率为 33.8%, 较去年同期上升 0.4 个百分点; 归母核心净利润表现出色, 同比增长 25.7% 至 35 亿元, 超市场预期。截至 20 年上半年末, 公司土储货值近 5800 亿, 权益比为 72%, 其中 78% 位于一线及二线重点城市, 52% 位于大湾区, 总货值 41% 为旧改转化的优质土储; 旧改方面, 公司上半年新增 20 个旧改项目储备, 新转化 270 亿元货值, 截至报告期末, 公司旧改储备货值达 2.6 万亿元。总的来看, 公司销售收入实现了稳步增长, 盈利能力有所提升, 土储量足质优, 结合不断释放的优质旧改储备, 公司未来 3-5 年业绩增长态势有望延续。

主要股东

郭英成家族 (39.44%)
 富德生命人寿 (25.33%)

相关报告

首发报告-20190822
 更新报告-20200219
 更新报告-20200717

➤ 上调目标价至 5.40 港元, 维持“买入”评级:

公司 2020 年上半年业绩增长稳健, 净负债率连续下降, 偿债能力持续增强, 核心利润表现超预期。结合充足优质的土地储备, 公司未来 3-5 年发展有所保障, 业绩增长态势有望延续。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 0.87、1.16 和 1.37 元, 上调公司目标价至 5.40 港元, 维持“买入”评级:

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	38,707	48,022	60,604	77,701	92,920
同比增长(%)	18.1%	24.1%	26.2%	28.2%	19.6%
毛利率	28.8%	28.8%	28.8%	28.5%	28.0%
核心净利润	4,190	4,303	5,323	7,069	8,362
同比增长(%)	196.7%	2.7%	23.7%	32.8%	18.3%
核心净利润率	10.8%	9.0%	8.8%	9.1%	9.0%
核心每股盈利	0.69	0.71	0.87	1.16	1.37
COREPE@3.83HKD	4.92	4.81	3.90	2.94	2.48

数据来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

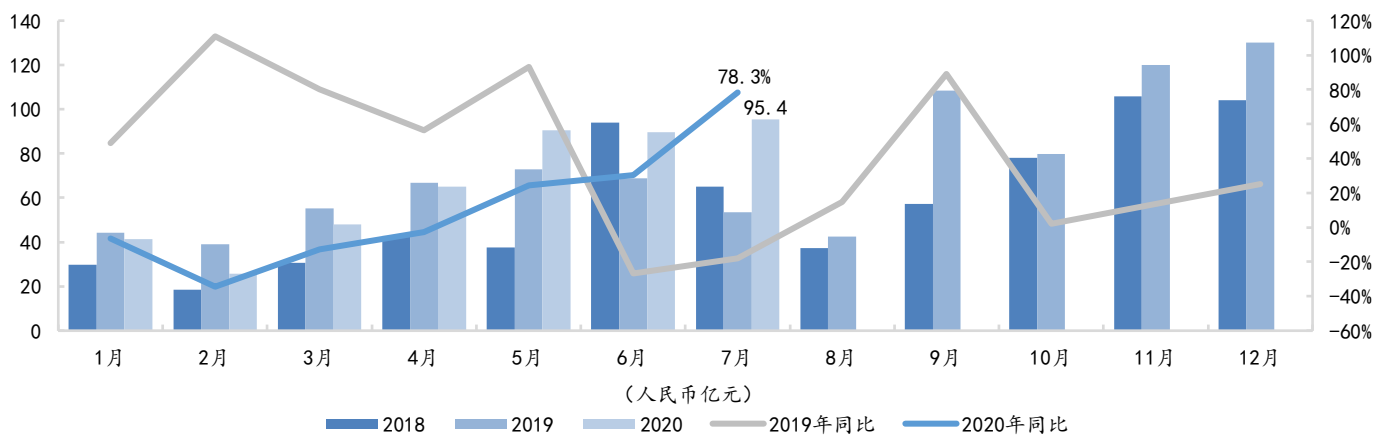
姓名: 杨森
 SFC: BJO644
 电话: 0755-21519190
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

报告正文

一二线高占比助力推货去化，千亿目标更进一步：

公司 2020 年上半年签约金额人民币 360.3 亿元，同比上升 4%，签约面积 211.9 万方，较 19 年同期增长 8%，均价为 17004 元/平米，同比小幅下降 4%。上半年已完成全年千亿目标的 36%，按照下半年约 1200 亿可售货值计算，下半年实现 53.3% 的去化率即可完成千亿目标；下半年的推货值按城市能级来分，一线城市占 41%，二线城市占比为 52%，三线城市占比为 7%，一二线的高占比对下半年的去化情况提供了有力保障；此外，公司 7 月份单月合同销售额 97.4 亿元，同比增速达 78.3%，随着下半年推货力度的提升，销售增长态势有望延续，我们预计公司年底大概率超额完成目标。

图 1：公司 2018-2020 年 7 月单月合同销售金额



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

业绩稳步提升，核心利润增长超预期：

公司 2020 年上半年确认收入人民币 223 亿元，同比增长 11%；毛利润达 75 亿元，同比提升 12%，毛利率为 33.8%，较去年同期上升 0.4 个百分点；归母核心净利润表现出色，同比增长 25.7% 至 35 亿元，超市场预期。截至 20 年上半年末，公司土储货值近 5800 亿，权益比为 72%，其中 78% 位于一线及二线重点城市，52% 位于大湾区，总货值 41% 为旧改转化的优质土储；旧改方面，公司上半年新增 20 个旧改项目储备，新转化 270 亿元货值，截至报告期末，公司旧改储备货值达 2.6 万亿元。总的来看，公司销售收入实现了稳步增长，盈利能力有所提升，土储量足质优，结合不断释放的优质旧改储备，公司未来 3-5 年业绩增长态势有望延续。

净负债率连续下降，现金短债比提升，偿债能力持续增强：

公司净负债率从 2016 年的 300%持续下降至 2019 年底的 144%，2020 年上半年更进一步下降至 130%，较去年底下降近 14 个百分点；现金短债比从 2019 年底的 1.1 倍提升至 2020 年 6 月末的 1.2 倍。随着公司业绩的稳步提升，我们预计未来年度公司负债状况将逐年改善，偿债能力持续增强。

上调目标价至 5.40 港元，维持“买入”评级：

公司 2020 年上半年业绩增长稳健，净负债率连续下降，现金短债比提升，偿债能力持续增强，核心利润表现超预期。结合充足优质的土地储备，公司未来 3-5 年发展有所保障，业绩增长态势有望延续。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 0.87、1.16 和 1.37 元，上调公司目标价至 5.40 港元，维持“买入”评级：

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	38,707	48,022	60,604	77,701	92,920
同比增长(%)	18.1%	24.1%	26.2%	28.2%	19.6%
毛利率	28.8%	28.8%	28.8%	28.5%	28.0%
核心净利润	4,190	4,303	5,323	7,069	8,362
同比增长(%)	196.7%	2.7%	23.7%	32.8%	18.3%
核心净利润率	10.8%	9.0%	8.8%	9.1%	9.0%
核心每股盈利	0.69	0.71	0.87	1.16	1.37
CORE PE@3.83HKD	4.92	4.81	3.90	2.94	2.48

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表						财务分析				
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>										
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	实际	实际	预测	预测	预测	实际	实际	预测	预测	预测
营业额	38,707	48,022	60,604	77,701	92,920	增长率(%)				
-房地产业务	36,081	43,849	58,319	72,898	87,478	收入	18.1	24.1	26.2	28.2
-其他	2,626	4,173	2,286	4,803	5,442	经营利润	54.9	5.6	22.7	29.3
销售成本	-27,576	-34,192	-43,151	-55,556	-66,902	盈利分析(%)				
毛利	11,131	13,830	17,454	22,145	26,018	毛利	28.8	28.8	28.8	28.5
其他收入	-639	-678	-678	-678	-678	经营利润	25.7	21.9	21.3	21.4
行政费用	-2,601	-3,351	-3,803	-4,374	-5,030	净利润	7.1	9.6	9.0	9.2
其他费用	-1,050	-1,818	-2,087	-2,427	-2,818	其他(%)				
经营利润	6,841	7,984	10,886	14,666	17,492	有效税率	127.0	54.3	57.6	51.6
利息支出	-2,170	-219	-1,173	-1,234	-1,290	流动比率	169.1	154.0	154.1	155.5
联营公司收入	191	-105	0	0	0	派息比率	39.8	19.8	19.8	19.8
税前利润	4,862	7,660	9,713	13,432	16,202	ROE	12.7	17.9	18.1	20.0
税项	-4,477	-5,304	-6,040	-7,958	-9,387	ROA	1.2	1.7	1.9	2.2
税后利润	3,294	4,178	5,672	7,474	8,815	估值				
少数股东权益	544	-416	231	304	358	P/Sales (x)	53.3	43.1	34.3	26.7
归母净利润	2,750	4,594	5,442	7,170	8,457	PE (x)	7.5	4.5	3.8	2.9
核心归母净利润	4,190	4,303	5,323	7,069	8,362	P/Cash flow (x)	131.1	70.4	64.3	58.5
每股收益(元)	0.45	0.75	0.89	1.17	1.38	息率(%)	39.8	19.8	19.8	19.8
每股派息(元)	0.18	0.15	0.18	0.23	0.27					

资产负债表						现金流量表				
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	实际	实际	预测	预测	预测	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	15,732	29,362	32,298	35,528	39,080	经营利润	7,775	10,284	11,713	15,432
应收帐款	22,600	33,462	36,808	40,488	44,537	折旧	109	200	323	310
存货	13,131	13,004	14,304	15,735	17,308	经营资产变动	557	-1,606	8,865	8,465
其他流动资产	4,909	9,396	10,335	11,369	12,506	税项	-3,622	-4,477	-5,304	-6,040
无形资产	1,105	1,238	1,362	1,498	1,648	预收款变动	0	0	0	0
其他固定资产	46,780	50,825	55,908	61,499	67,649	经营现金流	-4,197	-6,475	4,065	6,022
联营公司	15,750	26,011	28,612	31,473	34,621	资本支出	-4,681	-2,586	-872	-941
投资物业	35,930	35,309	35,487	35,666	35,844	联营公司投资	-3,647	-10,261	-2,601	-2,861
资产总额	228,925	270,902	293,859	319,094	346,835	其他	0	0	0	0
短期负债	16,966	31,892	33,487	35,161	36,919	投资现金流	-8,328	-12,846	-3,473	-3,802
应付帐款	32,517	41,748	47,461	52,458	58,629	新增股份	610	17	28	0
可转换债券	0	0	0	0	0	债务变动	-2,407	8,430	8,419	8,123
长期借款	91,800	85,304	92,128	98,577	104,491	派息	-1,094	-911	-1,080	-1,422
递延税项	12,252	15,627	17,190	18,908	20,799	其他	0	0	0	0
其他负债	39,154	39,389	43,328	47,660	52,426	融资现金流	-2,891	7,535	7,367	6,701
负债总额	192,589	215,196	233,592	252,764	273,365	现金变动	-15,416	-11,786	7,960	8,921
股东权益	21,640	25,716	30,078	35,826	42,605	汇对改变	0	0	0	0
少数股东权益	14,700	29,990	30,221	30,525	30,883	期初现金	8,332	-7,085	-18,871	-10,911
总权益	36,340	55,707	60,299	66,351	73,488	期末现金	-7,085	-18,871	-10,911	-1,990
净负债率	237%	147%	144%	137%	128%	调整	8,647	10,490	21,386	33,537
每股净资产(元)	5.99	9.15	9.86	10.85	12.02	现金及现金等价物	15,732	29,362	32,298	35,528

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313