红线指标快速达标，充裕资源助力成长

——佳兆业集团 2021 中报点评

佳兆业集团
(1638.HK)
买入
(维持)

整体业绩快速增长，盈利能力保持稳定。公司 2021 年上半年实现营收 300.7 亿元，同比增长 34.8%；毛利率 30.9%，去年同期为 33.8%；总口径核心利润 39.3 亿元，同比增长 28.9%；归母净利润 30.0 亿元，同比增长 8.5%。受益于在拿地模式方面的优势，公司 2021 年上半年毛利率水平维持在较高水平，较同侪具备一定优势。费用率方面，公司 2021 年上半年 SG&A 费用率同比下降 1.7 个百分点至 7.3%，降本控费效果显现。不过，由于少数股东损益占比提升（21H1 为 0.76 亿元，20H1 为亏损 4.10 亿元）等原因，公司归母净利润增速慢于总口径利润增速。整体而言，公司 2021 年上半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，旧改项目持续兑现。公司 2021 年上半年继续保持多元拿地的优势，期内拿地权益建面 246 万方，其中按建面城市更新及收并购占比分别为 33%、22%，约 63%分布于大湾区。公司上半年新增土储总对价约 345 亿元，对应货值约 1031 亿元，按权益对价计一线城市占比达 50%，拿地成本控制合理。截至 2021 年上半年末，公司土储总货值达 7346.6 亿元，较 2020 年末增长 9.6%，其中一线城市占比达 54%。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 5370 万方，对应可售面积预计达 1.1 亿平，其中深圳和广州潜在可售面积占比约为 70%。**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。**

红线指标快速达标，财务管理保持积极。得益于良好的销售状况及积极的财务资金管理，公司 2021 年上半年末现金及存款总额达 487.36 亿元，较 2020 年末增长约 3.4%。在快速发展的同时，公司有息负债总额保持稳定，期末监管口径现金短债比约 1.53 倍（2020 年末：1.56 倍），净负债率较 2020 年末继续下降 2.4 pct 至 93.7%，杠杆水平持续下降。截至 2021 年上半年末，公司剔除预收账款后的资产负债率约为 69.9%，“三道红线”指标全部转绿。**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。考虑到市场情况变化，我们下调公司 21-23 年盈利预测 2.2%/2.1%/1.3%，预测公司 2021-2023 年核心 EPS 分别为人民币 1.06 元、1.29 元和 1.56 元，同比增长 22.4%、21.4%和 21.3%。公司目前布局优质，土储成本维持合理。考虑到行业整体的估值压力，给予 55%目标 NAV 折让，调整目标价 13%至 4.7 港元，对应 2021 年 4.6 倍 PE，较现价空间达 105%。（最新股价为 8 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）

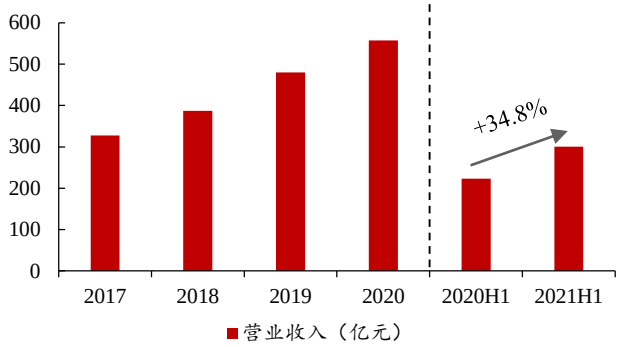
微信公众号

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

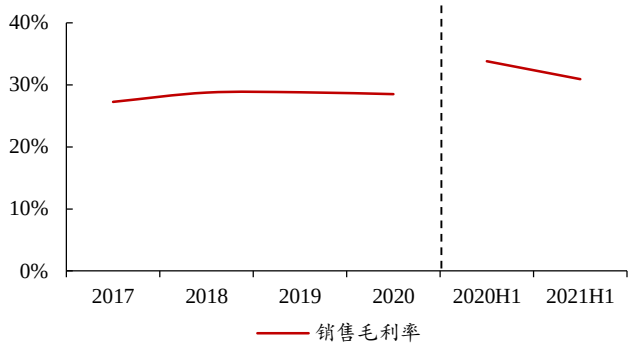
财务摘要 (百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	38,705	48,022	55,770	65,002	85,741	102,677
(+/-)%	*18.1%*	*24.1%*	*16.1%*	*16.6%*	*31.9%*	*19.8%*
毛利润	11,129	13,830	15,907	18,956	24,990	29,436
核心净利润	4,190	4,303	5,289	6,477	7,868	9,543
(+/-)%	*62.9%*	*2.7%*	*22.9%*	*22.5%*	*21.5%*	*21.3%*
核心 PE	3.48	3.39	2.76	2.25	1.85	1.53
PB	0.58	0.49	0.39	0.33	0.28	0.24

图 1：公司 2021 年上半年营业收入快速增长



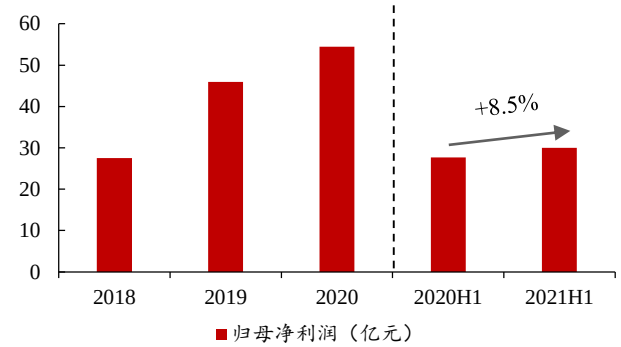
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司毛利率水平维持高位



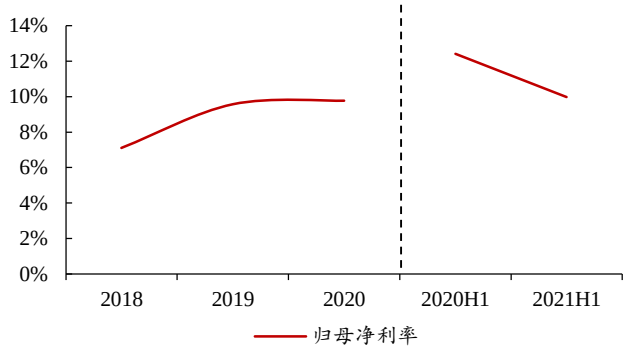
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司归母净利润稳步增长



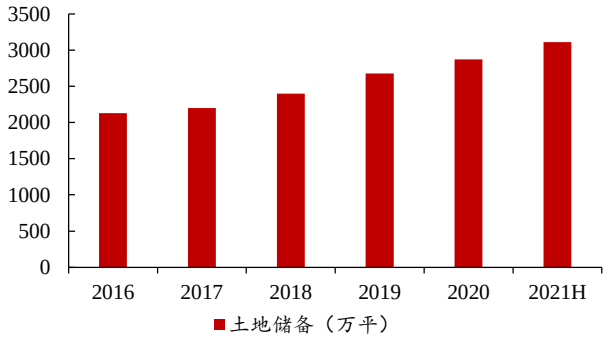
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2021 年上半年归母净利率小幅下降



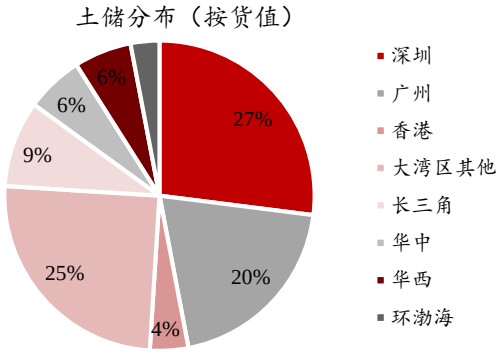
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司总土储建面稳步增长



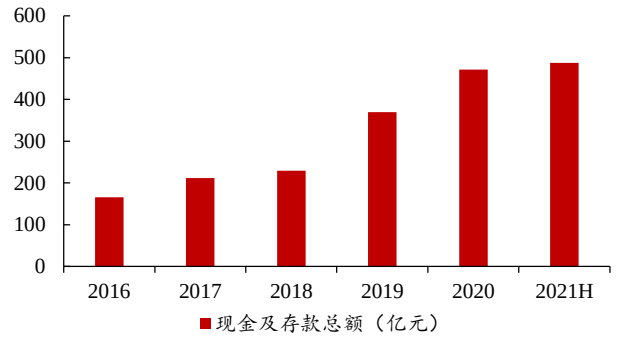
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司总土储货值中广深等核心城市占比较高



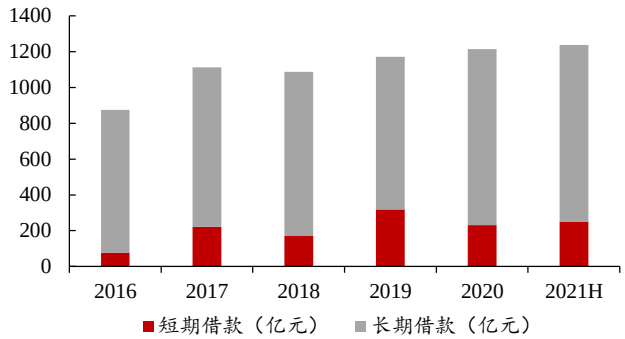
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2021H1

图 7：公司货币资金实现稳定增长



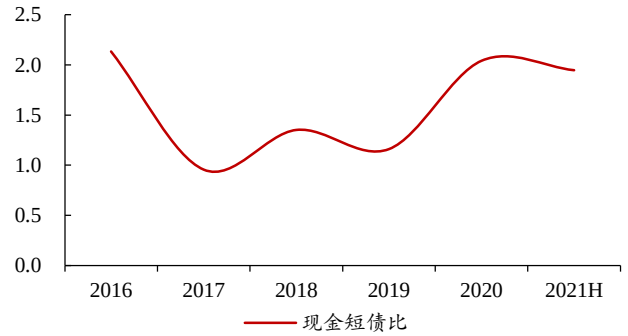
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：公司有息负债总额保持稳定



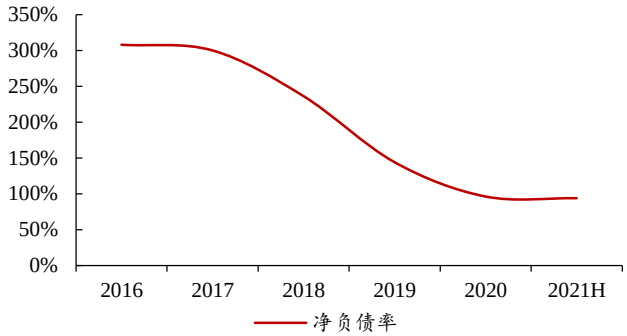
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司货币资金对短期债务覆盖充分



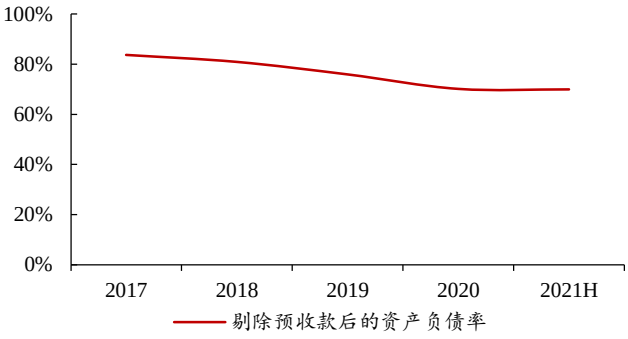
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：报表口径

图 10：公司净负债率持续下降



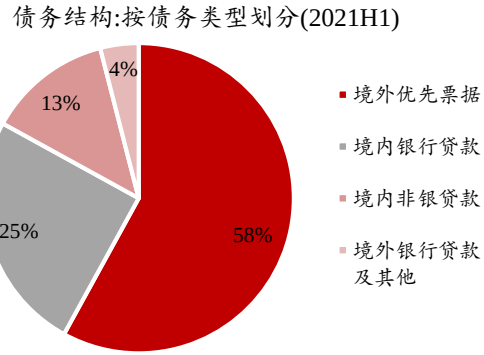
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：公司扣预负债率持续下行



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 12：公司有息负债结构保持稳定



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	113,973
投资物业总计	22,137
总资产估值	136,111
净负债	62,352
NAV 估值	73,758
每股 NAV（港元/股）	10.51
股价（港元，8 月 25 日）	2.31
NAV 折让	78%

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	65,002	85,741	102,677
营业成本	-34,192	-39,863	-46,046	-60,751	-73,241
毛利润	13,830	15,907	18,956	24,990	29,436
销售及行政开支	-5,347	-5,748	-5,980	-7,459	-9,138
EBIT	9,695	12,085	14,901	19,456	22,224
利息成本	-799	-2,285	-2,186	-2,096	-2,052
利息收入	580	467	892	1,064	837
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	14,146	19,803	22,443
所得税	-5,304	-5,224	-6,941	-8,997	-10,308
少数股东权益	430	169	-727	-2,938	-2,593
净利润	4,594	5,447	6,477	7,868	9,543
核心净利润	4,303	5,289	6,477	7,868	9,543
股权数	6,079	6,113	6,113	6,113	6,113
核心 EPS	0.71	0.87	1.06	1.29	1.56
每股分红	0.12	0.13	0.16	0.19	0.23

现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	4,594	5,447	6,477	7,868	9,543
营运资本变动	-20	7,963	1,706	629	1,203
其他	-6,637	-8,880	-6,679	-3,989	-3,775
经营性现金流合计	-2,063	4,530	1,504	4,507	6,972
投资物业	-860	-1,329	-3,183	-3,652	-4,929
其他	-23,786	-24,561	-602	-1,769	1,650
投资性现金流合计	-24,646	-25,890	-3,785	-5,421	-3,279
自由现金流	-26,710	-21,360	-2,281	-913	3,692
每股自由现金流	-4	-3	-0	-0	1
权益融资	15	93	0	0	0
债权融资	19,671	15,698	0	3,644	6,256
其他	18,369	14,823	2,153	14	-8,222
融资性现金流合计	38,055	30,614	2,153	3,658	-1,966
现金变动合计	11,346	9,254	-128	2,745	1,726
期初现金	15,479	26,825	36,079	35,951	38,695
期末现金	26,825	36,079	35,951	38,695	40,422

资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
投资物业	35,309	34,524	37,708	41,360	46,289
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	84,871	89,556	91,995
发展中物业	63,675	71,368	84,427	88,234	91,168
竣工待售物业	13,004	13,037	9,057	5,830	8,276
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	35,951	38,695	40,422
其他流动资产	9,949	15,946	15,529	15,529	15,529
总资产	270,902	309,899	319,678	336,673	350,171
流动负债合计	123,768	127,781	127,570	130,071	133,588
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	50,053	53,968	49,510
归属母公司股东权益	25,716	32,334	38,024	44,928	53,300
总负债和权益合计	270,902	309,899	319,678	336,673	350,171

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
毛利润率	28.8%	28.5%	29.2%	29.1%	28.7%
经营利润率	20.2%	21.7%	22.9%	22.7%	21.6%
核心净利率	9.0%	9.5%	10.0%	9.2%	9.3%
营收增长率	24.1%	16.1%	16.6%	31.9%	19.8%
EBIT 增长率	1.6%	24.7%	23.3%	30.6%	14.2%
核心净利增长率	2.7%	22.9%	22.5%	21.5%	21.3%
EPS 增长率	2.5%	22.2%	22.5%	21.5%	21.3%
每股净资产	4.23	5.29	6.22	7.35	8.72
利息覆盖倍数	1.82	5.29	2.16	2.66	2.97
净负债资本率	55.6%	41.5%	39.4%	37.1%	37.5%
净负债率	144.0%	94.5%	84.6%	76.2%	77.7%
总资产周转率	0.19	0.19	0.21	0.26	0.30
资产权益比	10.53	9.58	8.41	7.49	6.57
ROA	1.7%	1.9%	2.2%	2.5%	3.0%
ROE	18.2%	18.2%	18.4%	19.0%	19.4%
ROCE	3.1%	3.2%	3.5%	3.9%	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和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。