2019 年 05 月 21 日
证券研究报告•公司动态跟踪报告
佳兆业集团（1638.HK）房地产

买入 （上调）
当前价：3.18 港元
目标价：4.20 港元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

信用评级持续改善，负债结构优化超预期

投资要点

- **持续获得国际信贷评级机构认可，公司融资成本更待进一步优化。**5 月 16 日前后，公司获得穆迪首次授予“B1”稳定的信贷评级，标准普尔给予公司“B”稳定的信贷评级，而惠誉也已首次给予公司“B”稳定的信贷评级。根据公司历年年报，2016-2018 年末公司净负债率分别为 308%、300%和 236%，随着业绩的不断释放和有息负债规模的优化持续改善，并由于公司评级在过去三年还未得到优化，公司 2016-2018 年末公司加权融资成本分别为 8.0%、8.3%及 8.4%，随着信用评级得以改善以及业绩的进一步释放，2019 年公司净负债率和融资成本更待进一步降低，而毛利率和净利率预计同比稳步提升。

- **销售增速依旧亮眼，可售货值充沛。**2019 年 1-4 月，公司累计实现销售金额 205.3 亿元，同比增长 68.9%，实现销售面积 106.3 万方，同比增长 38.4%，累计销售均价为 19324 元/平方米，同比增长 22.1%。2019 年 4 月单月销售金额和销售面积为 66.9 亿元和 29.5 万方，单月销售均价为 22653 元/平方米。2018 年公司实现权益合约销售金额 700.6 亿元，同比增长 56.7%，销售单价为 18,261 元每平米，同比增长 13.8%。2019 年可售货值为 1580 亿元，权益销售目标为 875 亿元，随着三季度公司推盘高峰的到来，全年销售目标达成可期。

- **2019 年积极扩充土储，持续加码强二线城市的布局。**2019 年 1-4 月公司加大了在重庆、东莞、南京、苏州、杭州等城市的布局，前四月累计拿地约 160 万方（包括两个旧改项目），权益代价约 64 亿元。2018 年权益拿地金额为 157.8 亿，计容建面 332 万方。截至 2018 年底，公司土地储备为 2400 万方，其中大湾区占比 54%，土地储备总货值 4640 亿元，其中 73%位于大湾区。

- **旧改及潜在土储优质充沛，为公司长期业绩的增长提供支撑。**截至 2018 年末，公司旧改项目共计 119 个，尚有约 3005 万平方米旧改项目尚未纳入土储（未实现供地，但已完成立项，历史旧改转化率高达 80%以上），对应可售货值约为 1.8 亿元，旧改项目主要位于深圳、广州、中山市、惠州。2019-2020 年，公司预计 10 个项目可实现供地，对应可售货值约 1000 亿元。

- **盈利与预测：**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.56 元、0.65 元、0.72 元。考虑公司土储货值充裕，盈利能力和杠杆比率持续改善，给予公司 2019 年 6.5 倍 PE 估值，对应目标价 4.20 港元，上调为“买入”评级。

- **风险提示：**销售增速或低于预期，负债结构优化或较为缓慢。

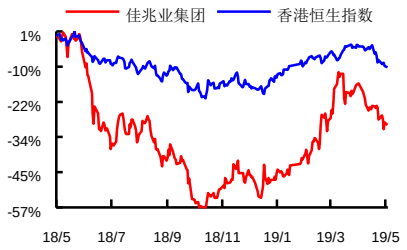
指标/年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元人民币)	32779	38705	49284	60278	70447
增长率	84%	18%	27%	22%	17%
归属母公司净利润(百万元人民币)	3285	2750	3403	3926	4345
增长率	-636%	-16%	24%	15%	11%
每股收益 EPS	0.54	0.45	0.56	0.65	0.72
净资产收益率	21%	14%	15%	16%	15%
PE	5.2	6.2	5.0	4.3	3.9

数据来源：公司资料，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如
执业证号：S1250517060001
电话：0755-23900571
邮箱：hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	1.88-4.43
3 个月平均成交量(百万)	19.74
流通股数(亿)	60.77
市值(亿)	193.26

相关研究

1. 佳兆业集团（1638.HK）：权益销售大幅增长，湾区旧改加速释放 (2019-04-07)

附表：财务报表

損益表

12月31年結(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	32,779	38,705	49,284	60,278	70,447
毛利	8,934	11,129	15,462	18,943	22,171
EBIT	6,510	11,922	14,691	17,154	19,506
財務收入(費用)	123	2,171	3,058	3,736	4,429
聯營公司	280	-1,980	-1,971	-2,411	-2,818
非經常性項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	6,666	7,772	9,661	11,006	12,259
稅項	3,623	4,478	5,408	6,099	6,828
非控股權益	-241	544	851	982	1,086
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0
淨利潤(归屬母公司)	3,285	2,750	3,403	3,926	4,345

資產負債表

12月31年結(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
現金及現金等價物	21,170	22,524	12,770	14,968	17,002
應收賬款	14,125	22,600	19,714	24,111	28,179
存貨	68,069	64,870	87,938	107,471	125,518
其他流動資產	56,466	53,119	72,421	84,622	95,309
物業、廠房及設備	32,026	35,930	35,930	35,930	35,930
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	21,532	29,985	30,344	30,331	30,230
總資產	213,388	229,028	259,117	297,432	332,168
應付賬款	32,486	32,517	40,587	49,602	57,931
短期借款	22,173	16,966	42,402	74,131	101,776
其他流動負債	35,215	46,927	49,265	52,722	56,928
長期借款	89,000	91,800	81,800	71,800	61,800
遞延稅項負債	4,412	4,479	4,471	4,463	4,455
其他非流動負債	104	0	0	0	0
總負債	183,390	192,689	218,524	252,717	282,890
股本	6,070	6,073	6,073	6,073	6,073
儲備	18,555	21,107	24,510	27,651	31,127
股東權益	19,088	21,640	25,043	28,184	31,660
非控股權益	10,910	14,699	15,550	16,531	17,618
總權益	29,998	36,339	40,593	44,715	49,278
淨現金 (負債)					

現金流量表

12月31年結(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前利潤	-348	3,044	4,253	4,908	5,432
稅項	-6,018	-7,633	-1,206	-511	182
營運資本變動	13,130	916	-29,055	-23,659	-20,266
經營現金流量	6,764	-3,673	-26,008	-19,261	-14,652
資本開支	-3,522	-4,968	-782	-880	-880
自由現金流量	10,286	1,295	-25,226	-18,381	-13,772
股息	0	0	0	-785	-869
其他非流動資產變動	535	18,122	-10,000	-10,000	-10,000
股本變動	164	-563	-0	0	0
其他	13,599	19,839	9,320	13,472	7,919
淨現金流量	8,506	1,250	772	2,198	2,035
期初淨現金 (負債)	2,325	10,819	11,998	12,770	14,968
期終淨現金 (負債)	10,819	11,998	12,770	14,968	17,002

財務比率

12月31年結	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
增長(%)					
收入	84	18	27	22	17
EBITDA	69	81	27	16	14
EBIT	68	83	23	17	14
淨利潤	(976)	8	29	15	11
每股盈利	(636)	(16)	24	15	11
利潤率(%)					
毛利	27	29	31	31	31
EBITDA	20	31	31	30	29
EBIT	20	31	30	28	28
淨利潤	9	9	9	8	8
其他比率					
ROE(%)	21	14	15	16	15
ROA(%)	2	1	2	2	2
淨負債率	300	237	275	293	297
利息覆蓋率(倍)	54	6	5	5	5
應收賬款周轉天數	109	171	155	131	134
應付賬款周轉天數	275	302	267	269	275
存貨周轉天數	971	868	813	851	869
有效稅率(%)	54	58	56	55	56

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn