

# 买入

## 土地储备稳步扩张 大湾区旧改转化提速

**佳兆业集团 (1638.HK)**

2020-07-17 星期五

### 投资要点

目标价: **4.82 港元**  
 现价: 3.30 港元  
 预计升幅: 46.1%

#### ➤ 业绩稳中向好，合同销售量跌价升：

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%；6 月单月签约金额 89.7 亿元，同比上升 30.4%，签约面积 47.45 万方，较去年同期小幅下降 9%，单月均价大幅回升至 18904 元/平米，同比上升 43%，环比 5 月显著回升 26%，6 月整体销售表现为量跌价升。公司全年可推货值约 1800 亿元，在疫情背景下，上半年已完成全年目标 36%，下半年仅需达成 45% 去化率即可完成千亿目标，距千亿大关更进一步。

### 重要数据

日期	2020-07-16
收盘价 (港元)	3.30
总股本 (百万股)	6,112
总市值 (百万港元)	20,087
净资产 (百万元)	55,707
总资产 (百万元)	270,902
52 周高低 (港元)	4.04/2.07
每股净资产 (元)	9.15

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### ➤ 土储扩张有条不紊，城市更新转化提速：

截至 2019 年末，公司共拥有土储约 2700 万方，同比上升 13%，对应货值近 5275 亿元，足以支持公司 3-5 年发展。2020 年上半年新增土储面积约 190 万方，首次竞得香港住宅地块，大湾区布局更进一步。2019 年末公司未入账旧改储备货值近 2.5 万亿元，较年中增长近 25%；全年转化货值约 347 亿元，同比上升 4%；今年以来大湾区城市更新政策不断利好，旧改转化速度未来有望提升，鉴于旧改项目的高毛利率的属性，我们对公司未来盈利水平有良好的预期。

### 主要股东

郭英成家族 (39.44%)  
 富德生命人寿 (25.33%)

#### ➤ 维持“买入”评级，上调目标价至 4.82 港元

公司深耕大湾区，土储充足且集中分布在大湾区核心城市，销售去化较有保障；近年来政策利好推动旧改转化提速，优质土储得到持续补充，将对公司未来业绩增长形成良好支撑；此外，公司净负债率持续改善，偿债压力有所减少；境内外评级提升，未来融资成本有望进一步降低。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 4.82 港元，维持“买入”评级：

### 相关报告

首发报告-20190822  
 更新报告-20200219

### 研究部

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

百万元人民币	2018A	2019E	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%
核心归母净利润	4,190	4,303	5,323	7,069	8,362
同比增长(%)	196.7%	2.7%	23.7%	32.8%	18.3%
核心归母净利润率	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@3.3HKD	4.32	4.21	3.42	2.58	2.18

数据来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

业绩稳中向好，合同销售量跌价升：

### 2019 年财务表现：

- 公司确认收入为人民币 480.2 亿元，年增速同比提升 6 个百分点至 24%；
- 毛利润上升 24% 至人民币 138.3 亿元，毛利率录得 28.8%，同比继续保持稳定；
- 年度净利润为人民币 41.6 亿元，较去年同期增长 26%，净利率小幅上升 0.2 个百分点至 8.7%；
- 2019 年在手现金为人民币 370 亿元，比去年同期大幅上升 62%；
- 净负债率为 144%，较去年同期 236% 大幅下降 92 个百分点。

### 2020 年合同销售：

合同销售方面，2019 年销售金额为人民币 881.2 亿元，同比上升 26%，销售面积为 464.2 万平方米，较去年同期 383.7 万平方米上升 21%，销售均价为人民币 18983 元/平米，同比略升 4%。

2020 年 2、3 月行业整体销售受疫情影响销售有所下滑，4 月以来有所回暖。截至 6 月底，公司已实现销售金额人民币 360.3 亿元，比去年同期增长 4%，销售面积 211.9 万平方米，同比增长 8%。

图 1：2018-2020 年 6 月合同销售金额

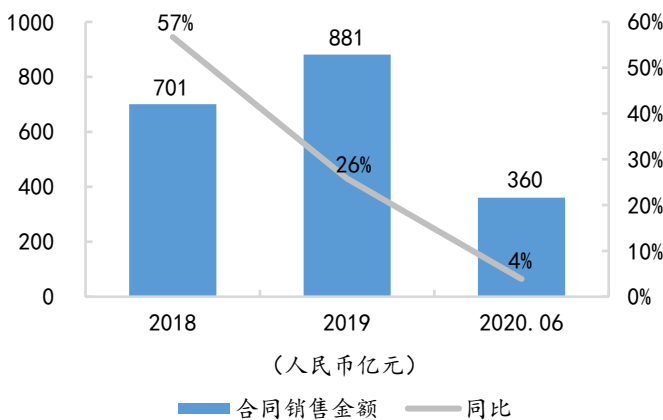
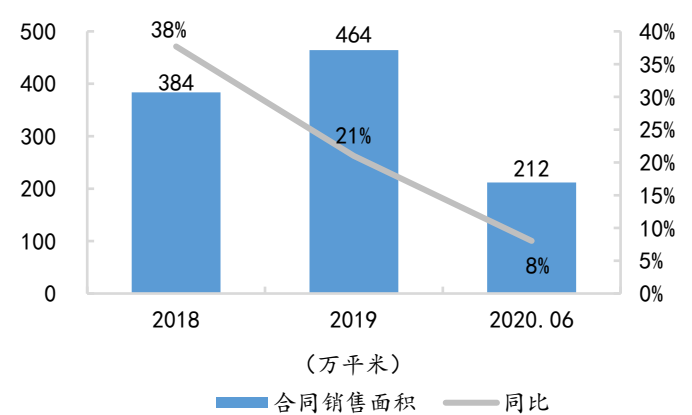


图 2：2018-2020 年 6 月合同销售面积

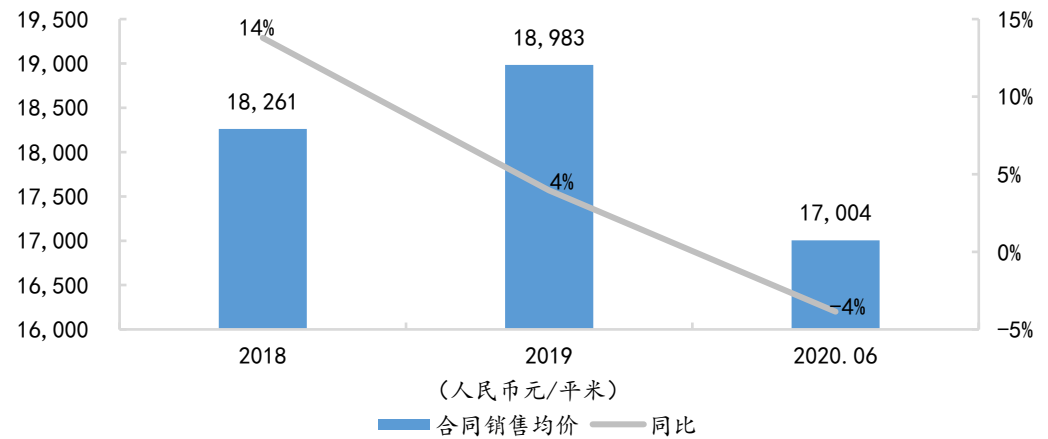


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

2020年前6个月销售均价为人民币17004元/平米，较2019年同期小幅下降4%。比2019年全年均价下降10.4%。

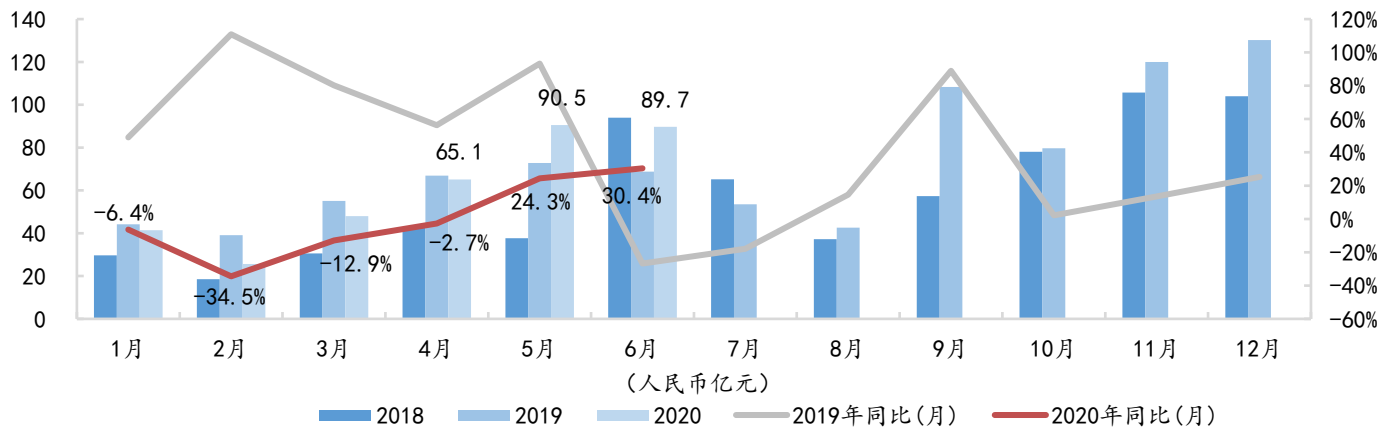
图3：2018年-2020年6月合同销售均价



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

单月销售金额方面，2月以来恢复态势明显，5月以来同比增速回复正增长，6月单月销售金额人民币89.7亿元，同比上升30.4%。

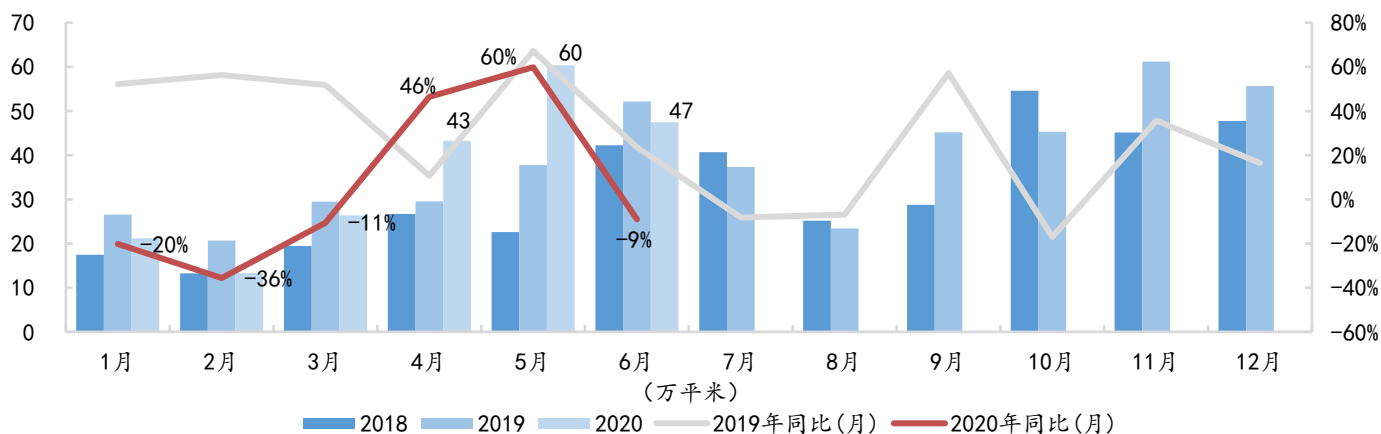
图4：2018-2020年6月单月合同销售金额



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

单月销售面积整体表现较为稳健，4、5月同比均呈现较高增长，6月销售面积为47.45万平，较去年6月降低9%。

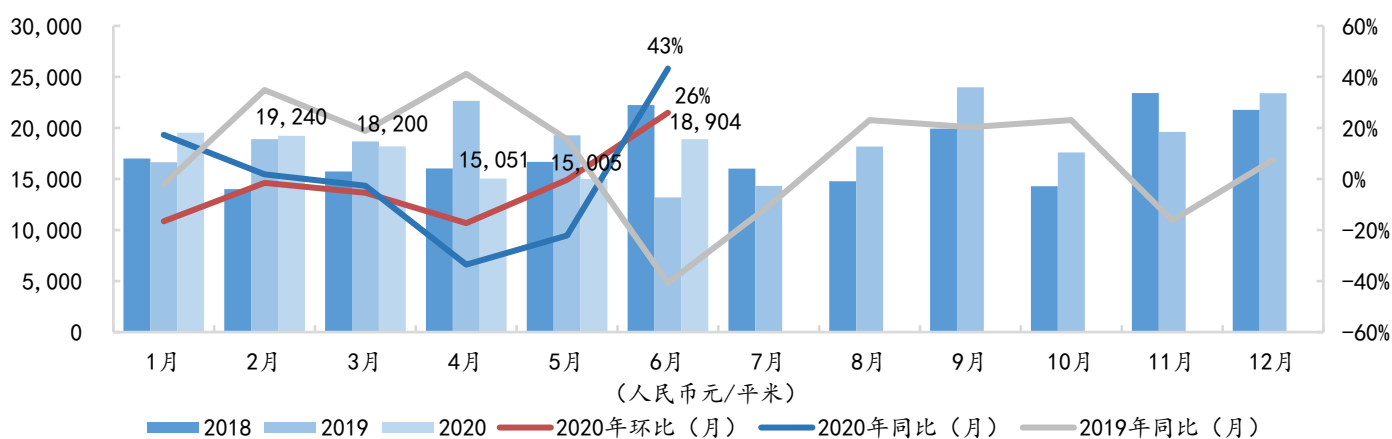
图 5：2018-2020 年 6 月单月合同销售面积



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

受推盘节奏及疫情影响，公司上半年单月销售均价同环比均有所波动，6月均价显著回升，录得人民币18904元/平米，同比上升43%，环比增长26%，已恢复至年初水平。

图 6：2018-2020 年 6 月单月合同销售均价



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**土储扩张有条不紊，城市更新转化提速：**

截至 2019 年底，公司已拥有约 2700 万平米优质土地储备，较去年同期增长 13%，整体扩张速度有条不紊。

公司长期深耕大湾区，主要储备货值集中在环深城市群，其中深圳占比 32.9%，广州占比 12.2%，惠州、东莞、珠海、中山、佛山等合计占总土储 20.3%，其余储备分布在长三角、华中、华西、环渤海及海南等地区。

公司约 80%土储资源分布在热门一、二线城市，且近 8 成土储均为住宅用地，去化速度有所保障，未来收入稳健增长可期。

图 7：2017-2019 年土地储备面积

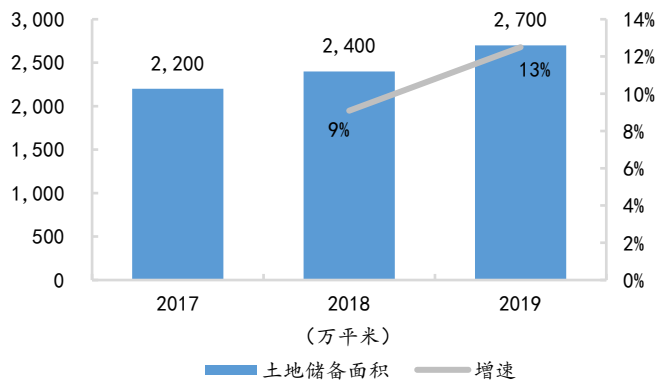
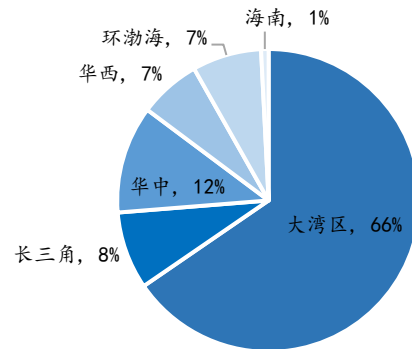


图 8：2019 年土地储备货值分布 (按区域)



资料来源：公司业绩演示、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司业绩演示、国元证券经纪（香港）整理

公司 2020 年土储扩张稳步进行，上半年累计拿地 12 宗，面积约 190 万平方米，新增储备以商住地为主，集中分布在大湾区一带，长三角、华中及河北等地均有所布局；此外，公司 1 月以 35 亿港元独资竞得一幅香港新界屯门青山湾地块，作为公司首次以招拍挂形式在香港获取的项目，对公司发展具有里程碑式的意义，粤港澳大湾区整体战略布局更进一步。

表 1：2020 年上半年新增土地储备

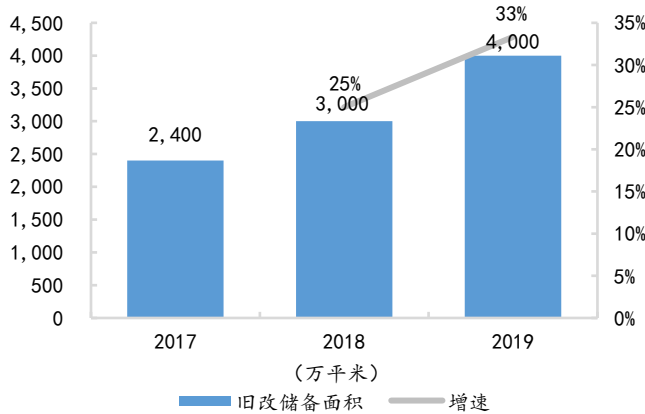
时间	计容建筑面积 (平方米)	用途	地块区域
2020 年 6 月	79071	住宅	河北省廊坊市燕郊
2020 年 6 月	82700	商+住	广东省东莞市中塘镇豆鼓洲
2020 年 6 月	151280	商+住	广东省东莞市虎门镇龙眼小区
2020 年 6 月	175160	住宅	重庆市沙坪坝区西永片区
2020 年 6 月	343700	商+住	广东省惠州市惠城区马安中心区
2020 年 5 月	340000	住宅	广东省广州市增城经济开发区
2020 年 5 月	180000	商+住	广东省佛山市金融高新区
2020 年 3 月	293000	商+住	广东省东莞市厚街镇及麻涌镇

2020年3月	91000	商+住	四川省成都市天府新区麓山板块
2020年1月	54160	住宅	香港新界屯门第48区青山公路青山湾段
2020年1月	110000	商+住	浙江省杭州市富阳区
汇总	1900071		12宗

资料来源：公司业绩演示、国元证券经纪（香港）整理

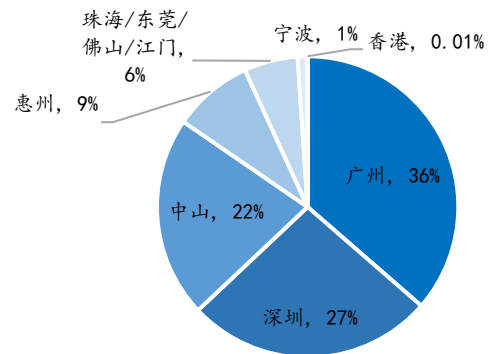
公司作为大湾区城市更新头部企业，旧改储备量逐年稳步提升。截至2019年末，公司旧改储备面积达4000万平方米，同比上涨33%，其中约99%集中分布在大湾区热点城市，总旧改储备货值达2.5万亿元，可持续为公司补充高毛利的优质土储，为公司的长远发展奠定了坚实的基础。

图9：2017-2019年末入账旧改储备面积



资料来源：公司业绩演示、国元证券经纪（香港）整理

图10：2019年末入账旧改储备面积分布（按地区）

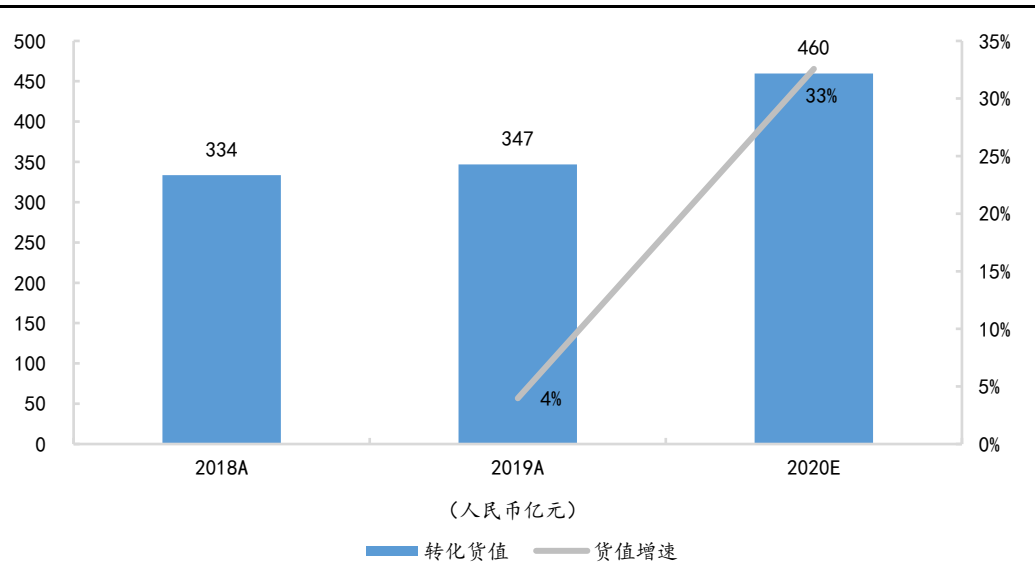


资料来源：公司业绩演示、国元证券经纪（香港）整理

公司旧改转化货值预期呈上升态势，转化速度有望提速。2019年转化面积约71.5万平方米，同比增长25.4%，转化可售货值近人民币347亿元，较去年同期增长4%。公司2020年预计全年可转化面积87.2万平方米，对应货值459.7亿元，相应的同比增长率为22%和32.6%；此外，按照公司预期，1-2年内预计可完成593.2亿元货值的转化量，3-5年内预计可转化货值将达人民币4680.5亿元，在公司预期达成的情况下，未来将有大量优质的土储补充，城市更新项目的高毛利水平也会对公司经营业绩产生积极的影响。

政策方面，自2019年《粤港澳大湾区发展规划纲要》落地后，深圳、广州、东莞等大湾区九城旧改开始加速，以深圳为例，6月28日《深圳经济特区城市更新条例(草案)》首次提请人大常委会审议，将明确搬迁补偿标准，有望破解拆迁难题。整体而言旧改政策不断更新，未来转化速度有望得到提升。

图 11：2018-2020 年旧改储备转化情况



资料来源：公司业绩演示、国元证券经纪（香港）整理

表 2：大湾区部分旧改政策

2020.05.06	广州市南沙区人民政府	《广州市南沙区旧村庄更新改造项目补偿安置标准指引（试行）》穗南府〔2020〕2号	对补偿标准进一步完善，在弃产、回迁安置等方面有着较大的突破
2020.04.30	深圳市规划和自然资源局	《深圳市拆除重建类城市更新单元规划审批规定》	进一步规范深圳城市更新工作管理，提高规划管理依法行政水平，促进全市城市更新工作高效高质量推进
2020.03.15	深圳市规划和自然资源局	《深圳市拆除重建类城市更新单元计划管理规定》	对开展更新单元计划的申报工作进行细化和明确，增加了“计划调整”、“计划调出”两项规定，首次提出对更新单元计划实施有效期管理制度
2019.09.04	广东省人民政府	《广东省人民政府关于深化改革加快推动“三旧”改造促进高质量发展的指导意见》	对多数人同意少数人不同意的旧改项目处理，政府有权作出裁决。签约户达到 2/3 以上，可向政府申请强制搬迁。

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

2020 年公司全年可售货值约人民币 1800 亿元，推货主要集中在大湾区和长三角地区，其余分布在华中、华西、环渤海以及海南等地。全年近 90% 可售货值集中在核心一、二线，整体去化速度有所保障；公司 2020 年销售目标为 1000 亿元，上半年已完成目标近 36%，距千亿大关更进一步；下半年保持在 45% 以上的去化率即可达成销售目标，全年实现目标概率较高。

图 12：2020 年可售货值分布（按地区）

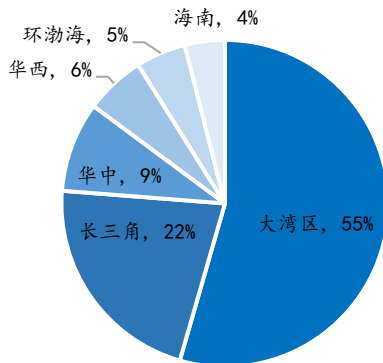
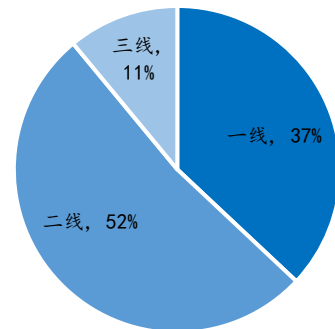


图 13：2020 年可售货值分布（按城市等级）



资料来源：公司业绩演示、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司业绩演示、国元证券经纪（香港）整理

**上调目标价至 4.82 港元，维持“买入”评级：**

公司深耕大湾区，土储充足且集中分布在大湾区核心城市，销售去化较有保障；近年来政策利好推动旧改转化提速，优质土储得到持续补充，将对公司未来业绩增长形成良好支撑；此外，公司净负债率持续改善，偿债压力有所减少；境内外评级提升，未来融资成本有望进一步降低。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 4.82 港元，维持“买入”评级：

百万元人民币	2018A	2019E	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%
核心归母净利润	4,190	4,303	5,323	7,069	8,362
同比增长(%)	196.7%	2.7%	23.7%	32.8%	18.3%
核心归母净利润率	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@3.3HKD	4.32	4.21	3.42	2.58	2.18

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理



**财务报表摘要**

<b>损益表</b>						<b>财务分析</b>					
<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	预测	预测	预测	预测		实际	预测	预测	预测	预测
<b>营业额</b>	38,707	48,022	60,604	77,701	92,920	<b>增长率(%)</b>					
-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	19.6
-其他	2,626	4,173	2,286	4,803	5,442	经营利润	54.9	5.6	22.7	29.3	17.0
销售成本	-27,576	-34,192	-43,151	-55,556	-66,902	<b>盈利分析(%)</b>					
<b>毛利</b>	11,131	13,830	17,454	22,145	26,018	毛利	28.8	28.8	28.8	28.5	28.0
其他收入	-639	-678	-678	-678	-678	经营利润	25.7	21.9	21.3	21.4	21.0
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	9.1
其他费用	-1,050	-1,818	-2,087	-2,427	-2,818	<b>其他(%)</b>					
<b>经营利润</b>	6,841	7,984	10,886	14,666	17,492	有效税率	127.0	54.3	57.6	51.6	51.6
利息支出	-2,170	-219	-1,173	-1,234	-1,290	流动比率	169.1	154.0	154.3	155.8	156.6
联营公司收入	191	-105	0	0	0	派息比率	39.8	19.8	19.8	19.8	19.8
<b>税前利润</b>	4,862	7,660	9,713	13,432	16,202	ROE	12.7	17.9	18.1	20.0	19.8
税项	-4,477	-5,304	-6,040	-7,958	-9,387	ROA	1.2	1.7	1.9	2.2	2.4
<b>税后利润</b>	3,294	4,178	5,672	7,474	8,815	<b>估值</b>					
少数股东权益	544	-416	231	304	358	P/Sales (x)	46.7	37.8	30.0	23.4	19.6
<b>归母净利润</b>	2,750	4,594	5,442	7,170	8,457	PE (x)	6.6	3.9	3.3	2.5	2.2
<b>核心归母净利润</b>	4,190	4,303	5,323	7,069	8,362	P/Cash flow (x)	115.0	61.8	56.4	51.3	46.6
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	19.8
每股派息(元)	0.18	0.15	0.18	0.23	0.27						

<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<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	预测	预测	预测	预测		实际	预测	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	18,202
应收帐款	22,600	33,462	36,808	40,488	44,537	折旧	109	200	323	310	371
存货	13,131	13,004	14,304	15,735	17,308	经营资产变动	557	-1,606	8,665	8,435	9,951
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	-7,958
无形资产	1,105	1,238	1,362	1,498	1,648	预收款变动	0	0	0	0	0
其他固定资产	46,780	50,825	55,908	61,499	67,649	<b>经营现金流</b>	-4,197	-6,475	3,865	5,992	7,866
联营公司	15,750	26,011	28,612	31,473	34,621	资本支出	-4,681	-2,586	-872	-941	-1,017
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	-3,147
<b>资产总额</b>	228,925	270,902	293,859	319,094	346,835	其他	0	0	0	0	0
短期负债	16,966	31,892	33,487	35,161	36,919	<b>投资现金流</b>	-8,328	-12,846	-3,473	-3,802	-4,164
应付帐款	32,517	41,748	47,261	52,228	58,364	新增股份	610	17	25	0	0
可转换债券	0	0	0	0	0	债务变动	-2,407	8,430	8,419	8,123	7,673
长期借款	91,800	85,304	92,128	98,577	104,491	派息	-1,094	-911	-1,080	-1,422	-1,678
递延税项	12,252	15,627	17,190	18,908	20,799	其他	0	0	0	0	0
其他负债	39,154	39,389	43,328	47,660	52,426	<b>融资现金流</b>	-2,891	7,535	7,365	6,701	5,995
<b>负债总额</b>	192,589	215,196	233,392	252,534	273,100	<b>现金变动</b>	-15,416	-11,786	7,757	8,891	9,697
股东权益	21,640	25,716	30,078	35,826	42,605	汇对改变	0	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	-11,114	-2,223
<b>总权益</b>	36,340	55,707	60,299	66,351	73,488	期末现金	-7,085	-18,871	-11,114	-2,223	7,474
<b>净负债率</b>	237%	147%	144%	137%	128%	调整	8,647	10,490	21,184	33,305	46,554
<b>每股净资产(元)</b>	5.99	9.15	9.87	10.86	12.02	现金及现金等价物	15,732	29,362	32,298	35,528	39,080

# 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