

佳源国际(2768.HK)

买入(首次评级)

目标价: 4.03 港元

最新价: 3.18 港元

长三角土储丰富，未来前景看俏

- 佳源国际为国内一间物业开发商，主要在中国各大城市开发大型住宅及商业综合体。业务分成三大部分，包括物业开发、物业投资以及物业管理服务。物业开发分部主要销售住宅或商用物业，为公司核心收入来源。项目遍布长三角、大湾区、中西部省会城市以及一带一路沿线国家。
- 佳源国际积极拓展其土地储备，截至 2020 年 6 月底止，公司拥有土地储备面积合共 1,723.8 万平方米，约六成集中于长三角(江苏、安徽及上海市)，其余分布于大湾区及一带一路沿线和重点省会城市，货值逾 2,000 亿人民币。随着长三角常住人口增加以及软硬件配套完善，将有助提高旗下物业每平方米价及楼盘需求，利好中长线合约销售表现。
- 佳源国际旗下的「佳源服务」为综合物业管理服务供货商，目前分拆佳源服务独立于联交所主板上市正在推进中，预期有助佳源国际释放物业管理业务价值。同时，佳源服务通过独立上市，将扩阔融资渠道和筹集额外资金，用于扩充业务规模和收购之用。

基本数据

总股数(百万股)	4055.7
市值(亿港元)	13546.2
行业	房地产
52 周最高价(港元)	3.93
52 周最低价(港元)	2.57
发布日期	2020 年 11 月 5 日

分析员

何启俊 CFA, FRM
Bevis.ho@elstone.com.hk
+852 3725-4353

盈利预测及投资建议

- 预期公司 2020 和 2021 年归属于母公司股东净利润分别为 25.7 亿和 28.6 亿人民币，相当于每股盈利 0.63 元和 0.70 元人民币。本港上市同业 2020 及 2021 年度加权平均预测市盈率为 6.7 倍及 5.8 倍，佳源国际估值明显较同业折让，加上预测股本回报率比同业平均优胜。我们首次覆盖，并给予「买入」评级，目标价 4.03 港元，相当于 2021 年度预测市盈率 5.2 倍，潜在上升空间约 26.7%。

人民币	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	16070.2	18732.8	21183.5	25043.8
按年变动(%)	18.0%	16.6%	13.1%	18.2%
归母净利润(百万元)	2050.7	2573.7	2857.5	3281.5
按年变动(%)	-8.2%	25.5%	11.0%	14.8%
每股收益(元)	0.52	0.63	0.70	0.81
每股账面值(元)	3.0	3.4	4.1	5.1
市盈率(倍)	5.5	4.5	4.1	3.5
市账率(倍)	0.95	0.85	0.70	0.56

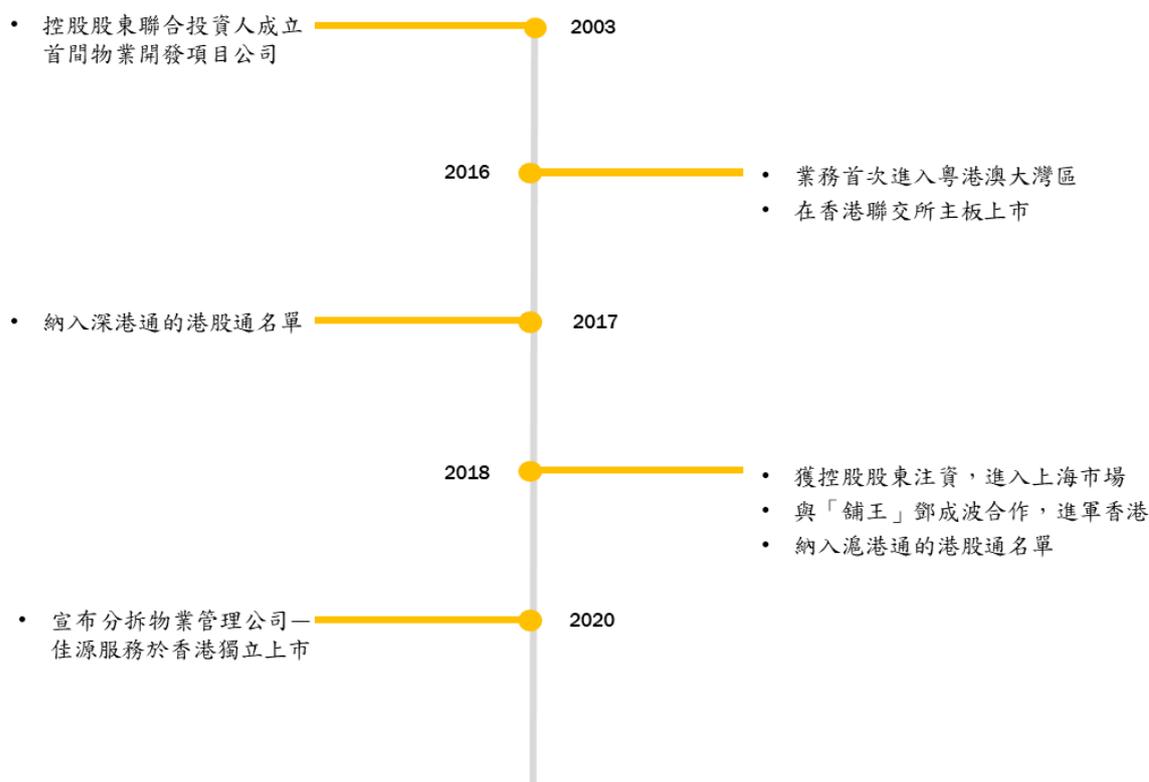
来源: 公司资料, 千里硕证券研究部

公司概况

简介

- 佳源国际为国内一间物业开发商，主要在中国各大城市开发大型住宅及商业综合体。公司的发展历史最早可追溯至2003年，现任控股股东兼主席沈天晴联合其配偶及一众独立投资人合共成立首间物业开发项目公司—扬州广源。成立以来，公司深耕于江苏及安徽省一带。
- 直至2016年，公司首次进入粤港澳大湾区，同年于香港联交所主板挂牌。2018年，公司获沈天晴注入资产，进军上海市场，又伙拍香港「铺王」邓成波(邓氏)开拓香港市场。时至今日，公司业务已经遍布长三角、大湾区、中西部省会城市以及一带一路沿线国家。于2020年10月份，公司宣布分拆旗下物业管理服务供货商—佳源服务独立上市。

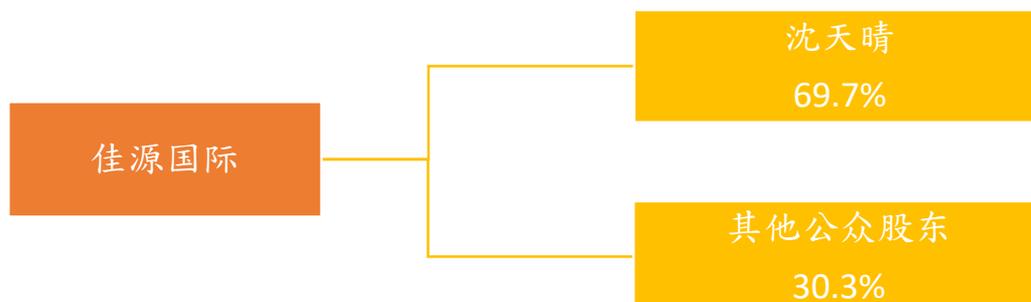
佳源国际发展流程图



来源: 公司资料, 千里硕证券研究部整理

股权架构

- 佳源国际大股东为创办人兼主席沈天晴，其持股比例为 69.7%。其他公众股东的持股量为 30.3%。

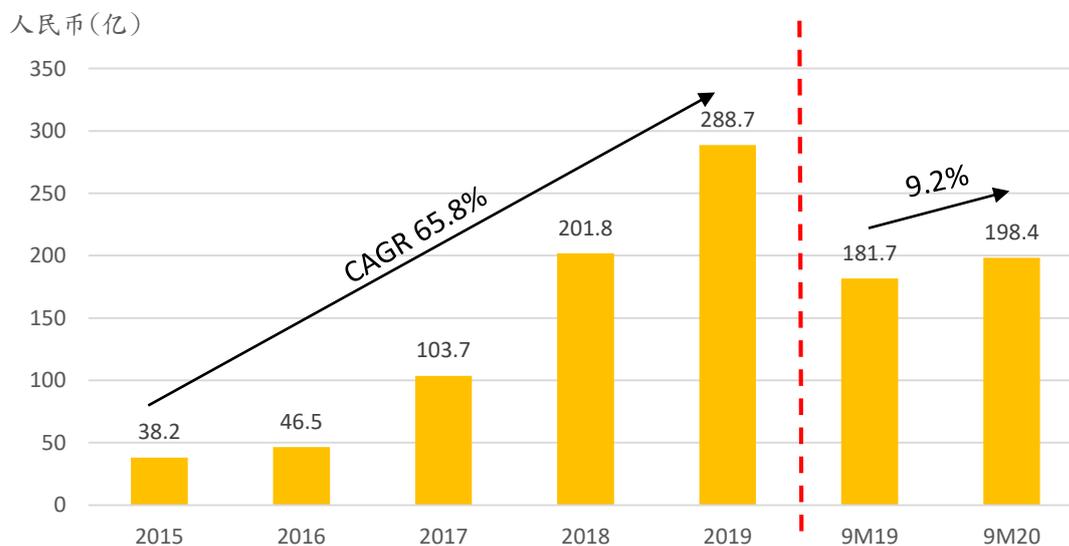


来源: 披露易, 经千里硕证券研究部整理

业务

- 佳源国际的业务分成三大部分，包括物业开发、物业投资以及物业管理服务。物业开发分部主要销售住宅或商用物业，为公司核心收入来源。承上文，公司发展初期集中在长三角一带，特别是江苏及安徽省，其后拓展至粤港澳大湾区、中西部省会城市，以至一带一路沿线国家。截至 2020 年 6 月底止，公司在中国物业组合有 81 个。
- 过去公司销售规模快速增长，2015 至 2019 年期间，合约销售金额的复合年增长率为 65.8%。根据最新公布的销售数据显示，2020 年首 9 个月合同销售金额为 198.4 亿人民币，同比上升 9.2%，完成全年销售目标 360.0 亿人民币的 55.1%。

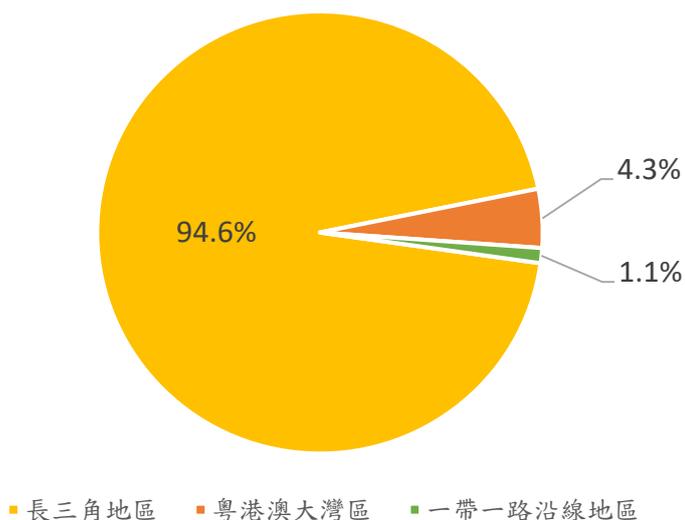
合约销售金额



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 按地区分布，公司合约销售金额绝大部分贡献自长三角地区，2020年上半年占约94.6%销售金额。大湾区及一带一路沿线和重点省会城市则分别占4.3%及1.1%。期内，热销楼盘包括扬州桂府、华府、合肥巴黎都市及亳州星港城等。

2020年上半年合约销售地区分布



来源: 公司资料，经千里硕证券研究部整理

2020年上半年部分热销楼盘



扬州桂府、华府



合肥巴黎城市

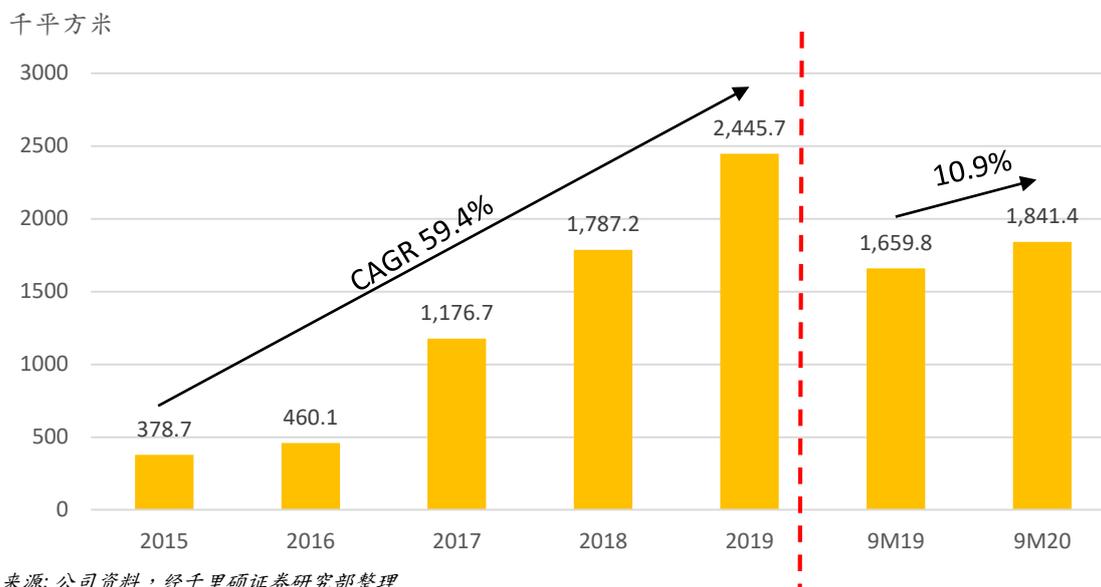


亳州星港城

来源: 公司资料

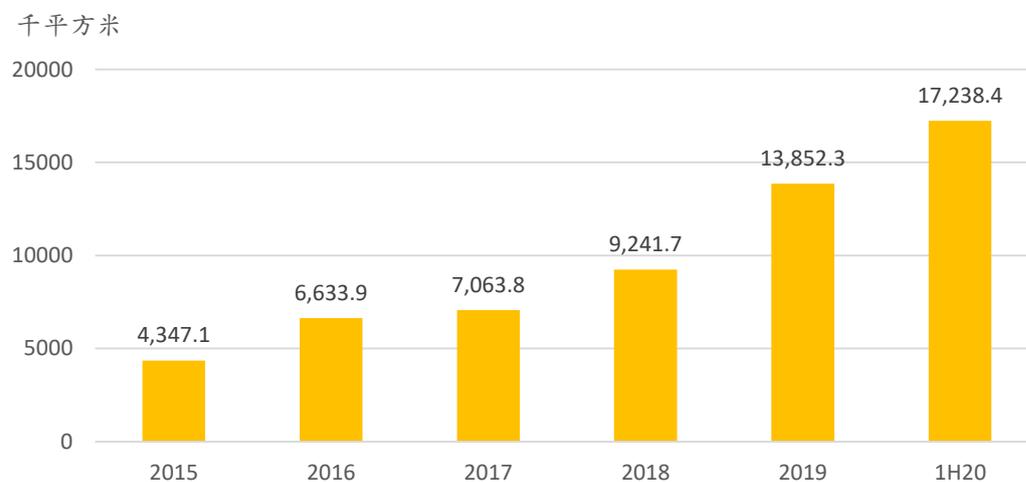
- 至于合约销售面积方面，2015至2019年期间的复合年增长率为59.4%。截至2020年首9个月，合约销售面积为1,841.4千平方米，较2019年同期上升10.9%。

合约销售面积

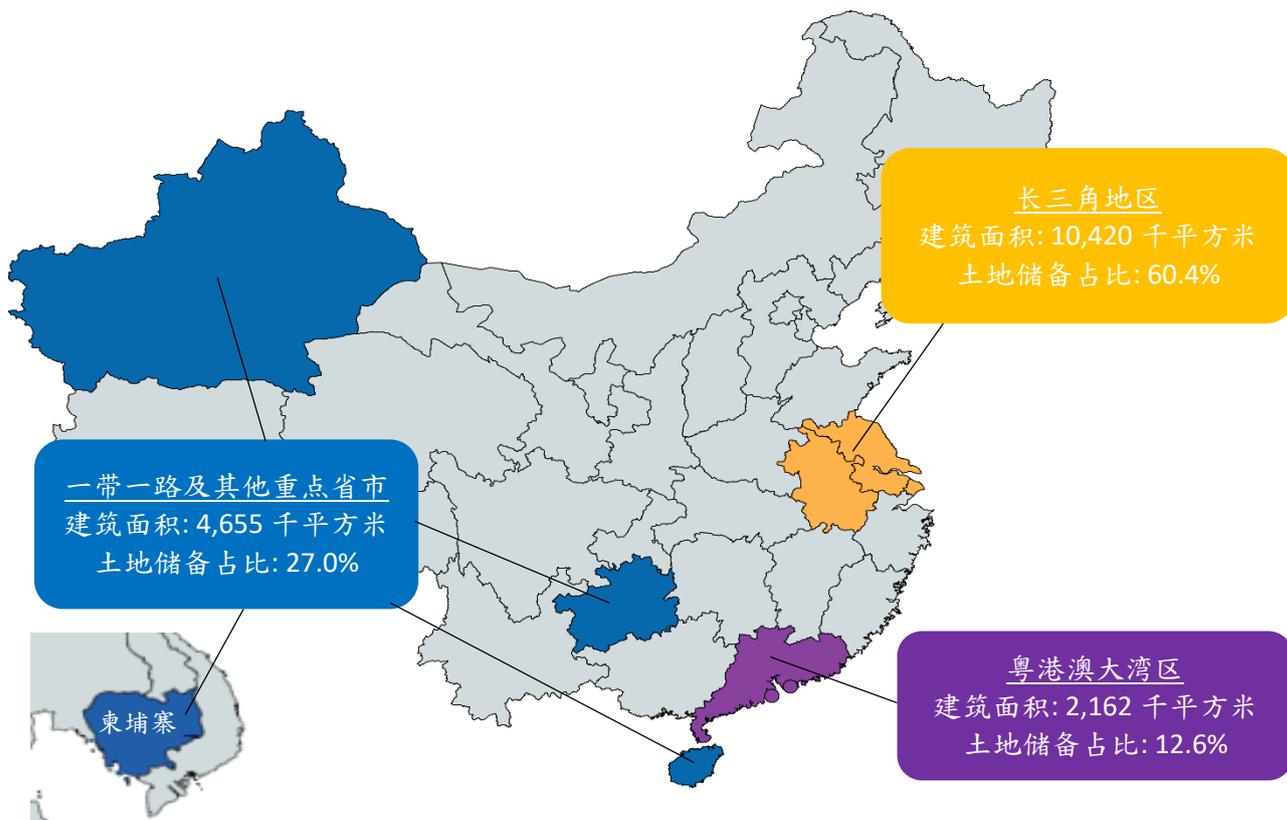


- 土地储备为房地产企业赖以生存的重要资产。过去佳源国际积极拓展其土地储备，截至2020年6月底止，公司拥有土地储备面积合共1,723.8万平方米，约六成集中于长三角(江苏、安徽及上海市)，其余分布于大湾区及一带一路沿线和重点省会城市，货值逾2,000亿人民币。
- 纵使今年上半年受到疫情影响，公司仍通过招拍挂及并购方式收购19个项目，新增土地储备面积为432.3万平方米，代价为68.7亿人民币。公司首次踏足惠州和凯里市场。

土地储备总建筑面积



2020年上半年土地储备分布图

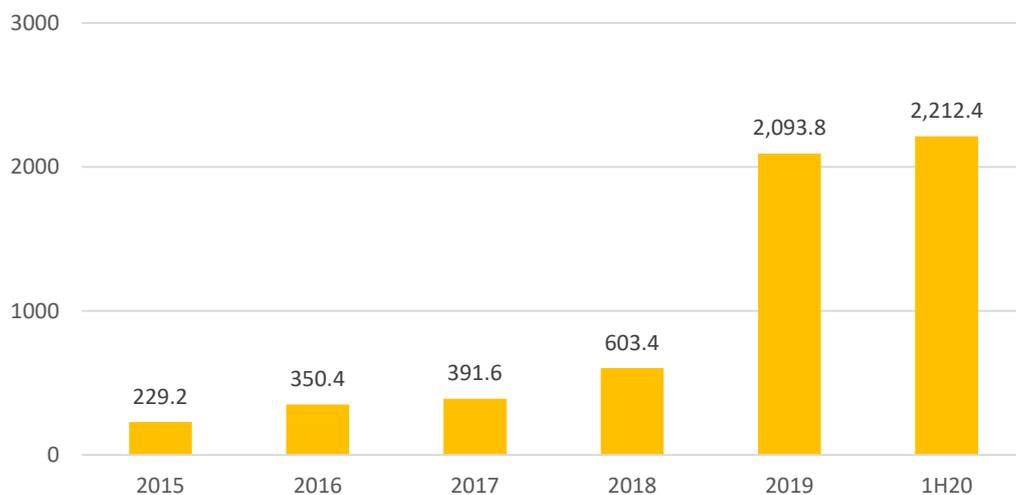


来源: <https://mapchart.net/>, 经千里硕证券研究部整理

- 佳源国际会保留部分自主开发的商用物业所有权，视作物业投资，以收取租金作为经常性收入。截至2020年6月底止，投资物业的建筑面积逾200万平方米，分布于长三角地区及柬埔寨。

投资物业总建筑面积

千平方米



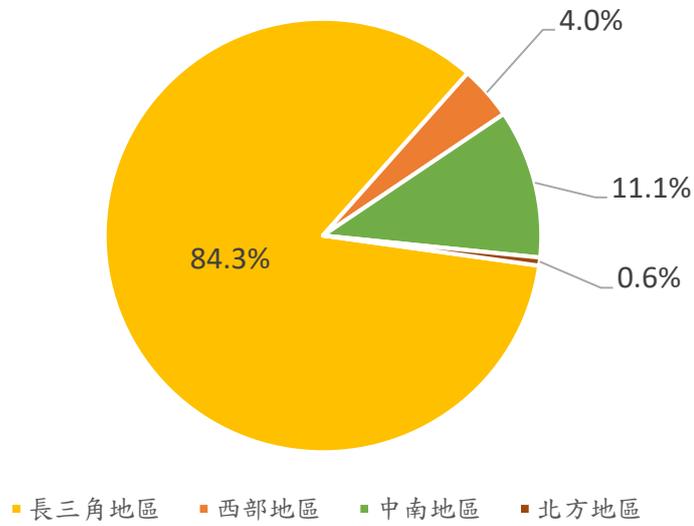
来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

部分物业投资项目上海梦想广场合肥佳源广场南京佳源梦想广场

来源: 公司资料, 千里硕证券研究部整理

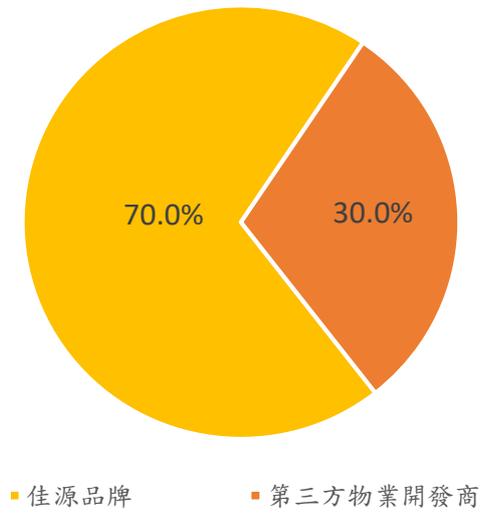
- 佳源国际旗下的「佳源服务」为综合物业管理服务供货商, 目前分拆佳源服务独立于联交所主板上市正在推进中, 预期有助佳源国际释放物业管理业务价值。同时, 佳源服务通过独立上市, 将扩阔融资渠道和筹集额外资金, 用于扩充业务规模和收购之用。
- 根据中国指数研究院报告, 佳源服务在 2020 年中国物业服务百强企业名列第 35 位。截至 2019 年底, 在管物业数目达到 141 个, 遍布于 14 省份中的 38 个城市, 合计在管建筑面积为 2,614 万平方米。当中约 85.0% 属于住宅物业, 其余为非住宅物业(商业物业、办公室、教育机构等)。以区域在管建议面积计, 与佳源国际一样, 公司业务集中于长三角地区, 占比达到 84.3%, 其他项目分布于西部、中南及北方地区。佳源服务对佳源国际有一定依赖性, 约七成项目来自佳源地产品牌。
- 财务表现方面, 佳源服务收入由 2017 年的 2.1 亿人民币, 增加至 2019 年的 4.5 亿人民币, 2017 至 19 年的复合年增长率为 47.2%; 年内利润由 2017 年的 1834.9 万人民币, 上升至 2019 年的 5021.4 万人民币, 2017 至 19 年的复合年增长率为 65.4%。

在管建筑面积地区分布



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

在管建筑面积来源



来源: 公司资料, 千里硕证券研究部整理

前景展望

长三角地区发展受国策驱动

- ▶ 长三角地区位于中国东部沿海地区，经济发展较快，属于国内重要经济圈之一。长三角最早起源于1982年末成立的上海经济区，其后将更多省市纳入，令长三角地区面积和规模日渐壮大。从广义的角度而言，长三角泛指浙江、江苏、安徽三省以及上海市，面积达到36万平方公里。
- ▶ 2019年12月，国务院发布《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，当中提到至2025年，长三角一体化取得实质进展，包括城市乡村等区域协调发展，并在科创产业、基础设施、生态环境及公共服务等领域基本实现一体化。就上述提到的范畴，规划纲要列明具体目标。

《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》目标

领域	具体目标
城乡区域协调发展格局基本形成	2025年，中心区城乡居民收入差距控制在2.2:1以内 中心区人均GDP与全局人均GDP差距缩小到1.2:1 常住人口城镇化率达到70%
科创产业融合发展体系基本建立	2025年，研发投入强度达到3%以上 科技进步贡献率达到65% 高技术产业产值占规模以上工业总产值比重达到18%
基础设施互联互通基本实现	2025年，铁路网密度达到507公里/万平方公里 高速公路密度达到5公里/百平方公里 5G网络覆盖率达到80%
生态环境共保联治能力显著提升	2025年，细颗粒物(PM2.5)平均浓度总体达标 地级及以上城市空气质量优良天数比率达到80%以上 跨界河流断面水质达标率达到80% 单位GDP能耗较2017年下降10%
公共服务便利共享水平明显提高	2025年，人均公共财政支出达到2.1万元 劳动年龄人口平均受教育年限达到11.5年 人均期望寿命达到79岁

来源: 国务院, 千里硕证券研究部整理

- ▶ 为配合长三角一体化的发展方针，国家发展改革联合交通运输部于2020年4月发表《长江三角洲区交通运输更高质量一体化发展规划》，要求加快推进长三角地区对外交通、城际交通、都市圈交通高效衔接和有机融合，提升港口群和机场群覆盖范围，提升一体化运输效率、服务质量和融合水平，建构现代化综合交通运输体系。

- 在国策大力支持下，预计长三角地区未来的发展会提速，而且在国务院提出的《规划纲要》中，不止着眼于硬件，亦兼顾科创、环保以及民生等领域，有助加强地区软实力及均衡发展。随着人口城镇化以及生活质素提高，预料会吸引更多人口迁入长三角地区居住，相信会提振住屋的刚性需求。

佳源有六成土储位于长三角地区

- 承上文，截至2020年6月底止，佳源国际拥有土地储备面积合共1,723.8万平方米，估算足够满足未来5年的发展。值得关注是，公司约六成集中于长三角(江苏、安徽及上海市)，随着长三角常住人口增加以及软硬件配套完善，将有助提高旗下物业每平方米价及楼盘需求，利好中长线合约销售表现。
- 一般而言，下半年为房地产发展商的销售旺季，各发展商纷纷加快推盘进度，佳源国际亦不例外。公司于下半年将有多个重点项目推售，包括乌鲁木齐丝路文化城、南京佳源广场及泰兴威尼斯城等，为下半年合约销售增长注入新动力，预料佳源国际可达成2020全年销售目标。

2020年下半年部分推售项目



乌鲁木齐丝路文化城



南京佳源广场



泰兴威尼斯城

来源: 公司资料

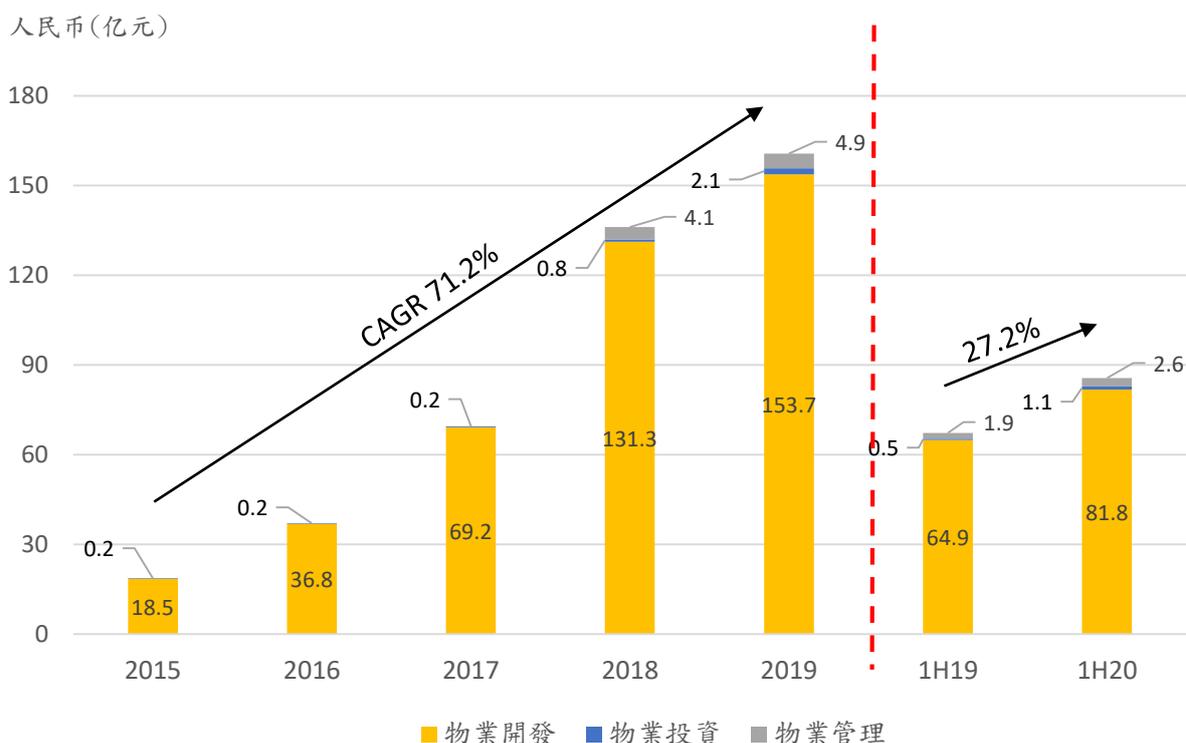
- 另一方面，公司位于泰州的大型项目投入营运，加上陆续在其他省份或柬埔寨的投资物业将会放租，将增加稳定的收入来源。截至2020年6月底止，已出租建筑面积为564.1千平方米，仅占物业投资总建议面积约25.5%，反映未来租金收入仍有很大的增长潜力。

财务分析

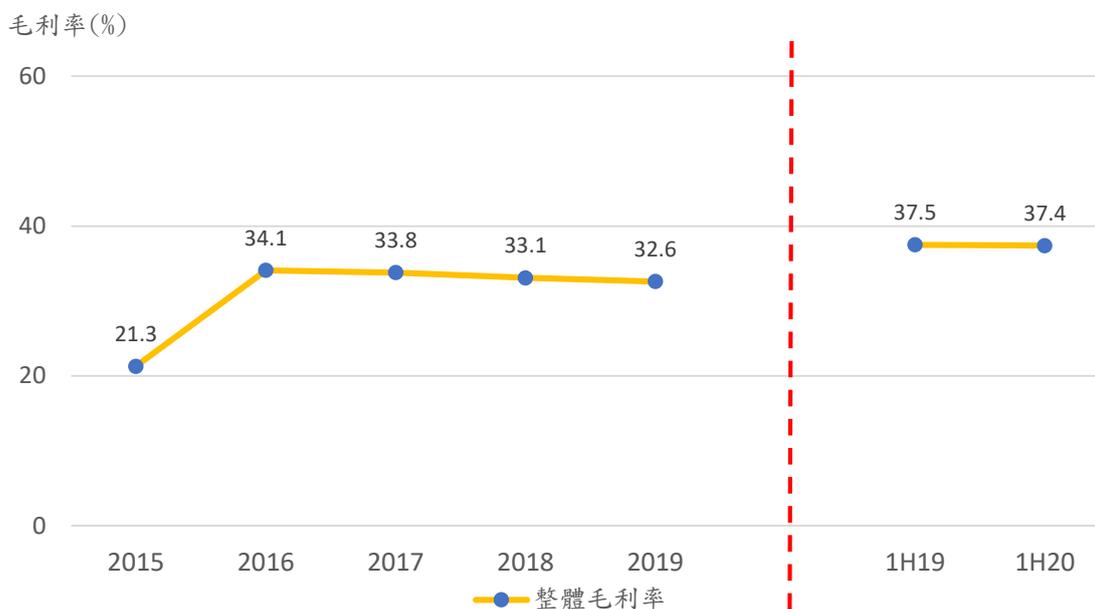
- 佳源国际收入由 2015 年的 18.7 亿人民币，上升至 2019 年的 160.7 亿人民币，2015 至 2019 年的复合年增长率为 71.2%。上半年即使在疫情影响下，公司销售表现依然相当亮丽，加上有大型投资物业投入运作，令租用收入增加，拉动 2020 年上半年收入同比上升 27.2% 至 85.6 亿人民币。
- 由于交付已竣工的长三角预售物业，物业开发分部收入同比上升 26.1% 至 81.8 亿人民币，占收入比重 95.6%。至于物业投资分部，因位于江苏泰州的大型项目威尼斯城营运，推动分部收入大幅飙升 122.0% 至 1.1 亿人民币。物业管理分部因在管面积增加，收入同比上升 39.5%。

公司收入增长及分部贡献

来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

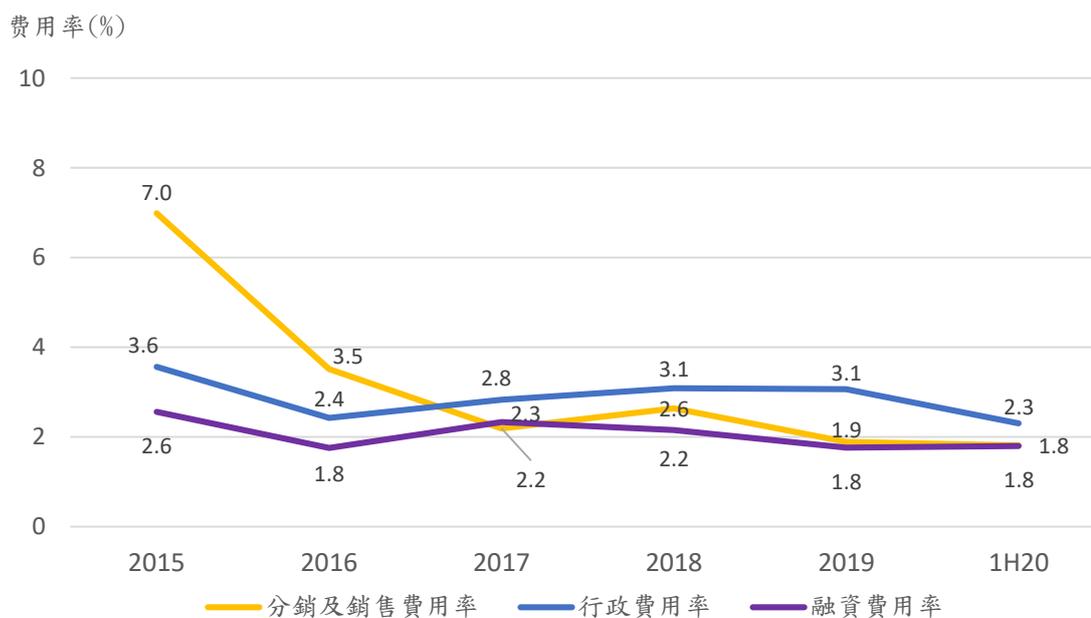


- 2016 至 2019 年，公司整体毛利率维持在 32% 至 34% 区间之内。截至 2020 年 6 月底止，毛利率为 37.4%，与 2019 年同期相若。

公司毛利率

来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

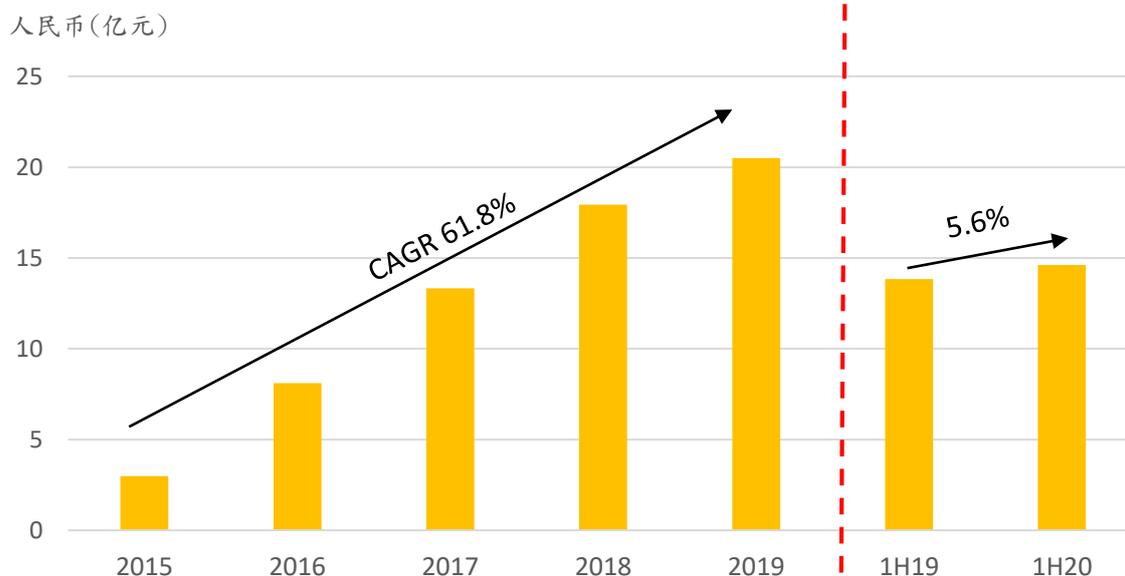
- 按往续纪录, 公司的销售及分销费用率呈向下趋势, 截至 2020 年上半年, 该费用率跌至上市以来的最低位 1.8%。行政费用率则略为波动, 2017 至 2019 年度, 大致在 3.0%附近徘徊。至于融资费用率维持在约 2.0%左右。

公司各项费用率

来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 2017至2019年期间，归属于公司拥有人应占溢利的复合年增长率为61.8%。2020年上半年，归属于公司拥有人应占溢利同比增长5.6%至14.6亿人民币。

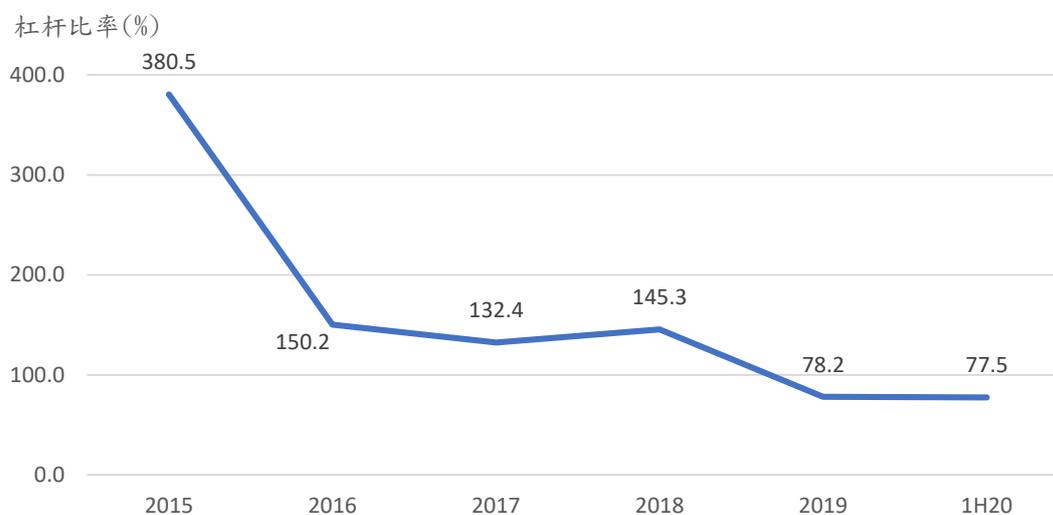
公司溢利增长



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 截至2020年6月底止, 公司手头现金为91.3亿人民币, 当中有12.4亿人民币限制性现金以及78.9亿人民币现金及现金等值物。短期负债及长期负债分别为30.5亿和93.1亿人民币, 连同优先票据72.1亿人民币, 净负债为104.4亿人民币。

公司杠杆比率

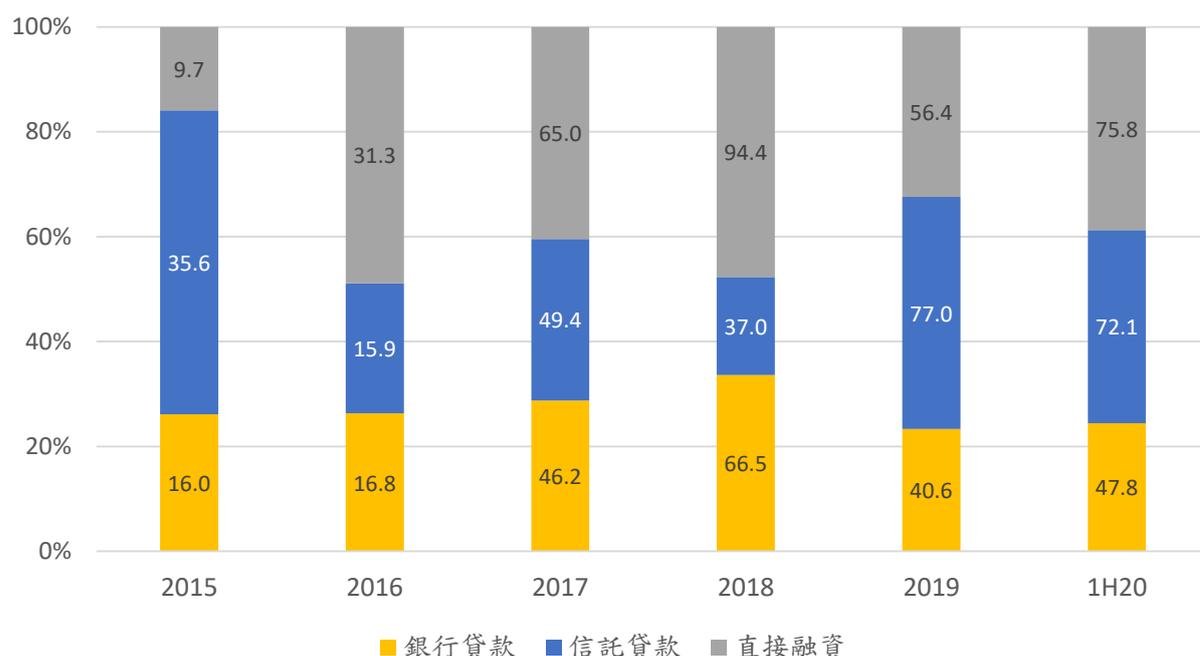


来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 近年公司的杠杆比率不断向下，由2015年的380.5%，大幅下降至2020年上半年的77.5%，反映公司的财务状况持续改善，亦优于行业平均水平。另一方面，债务结构正在优化，其中信托贷款比例有所减少，由2019年的44.3%，下降至36.9%，主要是优先票据的比重增加。

公司债务结构

人民币(亿元)



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

公司优先票据概览

发行日期	到期日	息率(%)	2020年6月底 账面值(亿人民币)
2018年	2020年10月	12.0	1.2
2019年	2022年5月	11.375	17.1
2019年	2022年3月	13.75	22.8
2019年	2023年2月	13.75	22.9
2020年	2021年6月	11.75	8.1

来源: 公司资料, 千里硕证券研究部整理

公司信用评级

评级机构	评级	展望
穆迪	B2	稳定
标准普尔	B	-

来源: 公司资料, 千里硕证券研究部整理

盈利预测及估值

- 考虑到佳源国际丰富的土地储备及推售新项目，足够支持未来几个财年的收入及销售增长。我们预期合约销售面积和合约销售额会持续向上，2019至2022年收入和归属于母公司股东净利润之复合年增长率分别为15.9%及17.0%。毛利率方面，我们预计2020至2022年会趋向稳定，大致在34%至35%之间。
- 预期公司2020和2021年归属于母公司股东净利润分别为25.7亿和28.6亿人民币，相当于每股盈利0.63元和0.70元人民币。本港上市同业2020及2021年度加权平均预测市盈率为6.7倍及5.8倍，佳源国际估值明显较同业折让，加上预测股本回报率比同业平均优胜。我们首次覆盖，并给予「买入」评级，目标价4.03港元，相当于2021年度预测市盈率5.2倍，潜在上升空间约26.7%。

同业估值比较

公司名	上市编号	市值(百万港元)	2020预测 市盈率(倍)	2021预测 市盈率(倍)	2020预测 市账率(倍)	2021预测 市账率(倍)	2020预测 股息率(厘)	2021预测 股息率(厘)	2020预测 股本回报率(%)	2021预测 股本回报率(%)
绿景中国地产	95.HK	13,452.7	17.3	14.7	0.80	0.76	2.4	3.0	8.2	8.6
保利置业集团	119.HK	8,604.6	3.0	2.4	0.25	0.23	6.8	8.1	-	-
越秀地产	123.HK	24,152.4	4.9	4.2	0.47	0.44	8.0	9.4	9.4	10.4
五矿地产	230.HK	3,012.2	4.5	3.3	0.31	0.29	7.8	10.0	7.0	9.0
中国海外发展	688.HK	218,444.4	5.0	4.4	0.63	0.57	5.8	6.6	13.2	13.5
合生创展集团	754.HK	47,684.0	9.3	12.1	-	-	3.2	2.5	-	-
世茂集团	813.HK	107,899.8	7.1	5.8	1.14	1.00	5.8	7.0	17.4	18.5
建业地产	832.HK	11,733.5	4.1	3.4	0.88	0.74	8.9	11.0	20.0	21.6
旭辉控股集团	884.HK	49,319.1	5.0	4.1	1.05	0.87	7.3	8.7	22.5	23.0
龙湖集团	960.HK	281,800.6	12.5	10.6	2.25	1.97	3.5	4.2	18.8	19.7
新城发展	1030.HK	40,427.1	4.0	3.4	1.01	0.82	7.6	8.9	30.1	27.8
当代置业	1107.HK	3,018.6	3.2	2.9	0.26	0.23	7.6	8.7	12.3	12.2
华润置地	1109.HK	250,652.5	8.7	7.5	1.12	1.02	4.1	4.7	13.4	14.2
时代中国控股	1233.HK	22,408.6	3.2	2.7	0.80	0.65	9.4	11.0	27.7	26.5
宝龙地产	1238.HK	23,528.8	5.5	4.3	0.58	0.53	8.3	10.3	12.3	14.3
禹洲集团	1628.HK	17,480.8	3.2	2.7	0.55	0.48	11.4	13.4	18.1	18.7
佳兆业集团	1638.HK	23,728.0	3.7	3.0	0.66	0.56	4.7	6.2	18.9	19.9
合景泰富集团	1813.HK	35,657.7	4.7	3.9	0.74	0.65	9.3	10.8	16.9	18.5
建发国际集团	1908.HK	16,215.1	5.9	4.6	1.12	0.99	8.7	11.3	24.6	25.3
融创中国	1918.HK	151,956.1	4.2	3.6	1.16	0.93	5.1	6.0	28.4	26.9
中骏集团控股	1966.HK	14,650.8	3.7	3.0	0.61	0.52	8.9	11.1	18.0	19.3
弘阳地产	1996.HK	9,766.5	5.4	4.3	0.55	0.50	5.0	6.4	10.8	11.9
碧桂园	2007.HK	240,626.7	4.7	4.1	1.12	0.93	6.5	7.5	25.2	24.2
德信中国	2019.HK	8,104.0	3.9	3.2	-	-	7.4	9.0	12.7	10.8
万科企业	2202.HK	383,566.6	6.2	5.6	1.22	1.06	5.2	5.9	20.1	19.6
中梁控股	2772.HK	18,947.7	3.5	2.8	1.28	0.96	11.5	14.1	34.2	31.3
富力地产	2777.HK	38,424.2	3.0	2.7	0.37	0.34	14.1	15.7	12.4	13.6
融信中国	3301.HK	9,806.5	2.9	2.1	0.45	0.39	10.1	12.4	13.1	16.0
中国恒大	3333.HK	218,808.2	6.6	5.7	1.12	0.99	7.0	8.2	19.3	20.0
龙光集团	3380.HK	70,875.5	4.8	4.0	1.45	1.17	8.1	9.8	31.6	30.6
雅居乐集团	3383.HK	44,106.0	4.6	4.2	0.69	0.63	9.5	10.1	15.4	15.1
中国奥园	3883.HK	22,217.7	3.0	2.4	0.97	0.76	12.3	15.6	34.3	34.9
绿城中国	3900.HK	34,166.7	10.1	9.2	0.93	0.88	2.5	2.8	8.4	9.1
大发地产	6111.HK	5,596.5	9.8	8.9	1.26	1.14	2.7	2.9	10.2	9.9
正荣地产	6158.HK	21,926.1	6.3	5.1	0.97	0.88	2.7	3.9	13.8	15.7
平均			5.6	4.9	0.87	0.75	7.1	8.5	18.1	18.5
加权平均			6.7	5.8	1.14	0.99	5.9	6.9	19.0	19.1

来源: 彭博, 经千里硕证券研究部整理

綜合收益表(截至12月底止)

人民幣(百萬元)	2019	2020E	2021E	2022E
收入	16070.2	18732.8	21183.5	25043.8
銷售成本	(10828.2)	(12218.2)	(13841.9)	(16410.3)
毛利	5242.0	6514.5	7341.7	8633.5
其他收入	308.5	309.6	239.3	217.7
其他收益及虧損	(141.4)	(160.0)	(155.0)	(150.0)
金融資產減值撥回 /(虧損)淨額	19.9	(23.8)	0.0	0.0
投資物業公允價值變動	437.2	(126.6)	225.5	225.5
金融資產公允價值變動	(80.4)	264.3	0.0	0.0
銷售及營銷開支	(303.4)	(305.0)	(306.0)	(307.0)
行政開支	(492.3)	(485.8)	(493.9)	(496.4)
其他開支	0.0	(1.8)	0.0	0.0
融資成本	(282.7)	(318.3)	(408.9)	(724.8)
應佔投資物業	82.1	135.6	0.0	0.0
所得稅前利潤	4789.5	5802.7	6442.6	7398.4
所得稅費用	(2329.1)	(2724.1)	(3024.5)	(3473.2)
非控股權益	(409.8)	(504.8)	(560.5)	(643.7)
歸屬於母公司淨利潤	2050.7	2573.7	2857.5	3281.5

資產負債表(截至12月底止)

人民幣(百萬元)	2019	2020E	2021E	2022E
庫存物業	34112.1	36284.3	36911.4	39474.0
貿易及其他應收款項	7177.3	7052.5	7440.1	9679.3
現金及現金等價物	6858.9	7537.7	5226.4	3148.6
其他	2855.6	2108.0	2297.2	2436.4
流動資產合計	51003.9	52982.5	51875.1	54738.3
投資物業	7841.9	7739.9	7965.4	8190.9
用作收購的按金	1167.7	1151.7	1151.7	1151.7
其他	2550.6	4464.2	4498.4	4503.4
非流動資產合計	11560.2	13355.8	13615.6	13846.0
貿易及其他應付款項	6395.5	6736.3	6909.6	7400.6
已收預售按金	19940.5	18412.8	16975.2	19727.6
借款	4667.9	3049.7	4760.4	3576.6
優先票據	314.1	5001.4	3991.6	2285.0
其他	4631.7	5994.0	6033.4	5467.8
流動負債合計	35949.7	39194.2	38670.1	38457.7
優先票據	4960.7	2285.0	2285.0	0.0
借款	7462.2	8913.7	5653.3	7076.6
其他	1525.8	1379.8	1335.4	1420.5
非流動負債合計	13948.7	12578.5	9273.7	8497.1
股本及儲備	9859.5	11052.1	13472.9	16911.9
非控股權益	1977.7	2685.0	3245.5	3889.1
權益總計	11837.2	13737.1	16718.3	20801.0

現金流量表(截至12月底止)

人民幣(百萬元)	2019	2020E	2021E	2022E
稅前利潤	4789.5	5802.7	6442.6	7398.4
折舊	12.8	10.4	17.4	23.4
其他	(316.9)	(209.3)	(54.2)	289.2
營運資金變動	4344.5	(2034.1)	(1863.9)	(1058.2)
已付息、稅	(828.5)	(800.0)	(2500.0)	(3500.0)
營運現金流淨額	8001.3	2769.7	2041.8	3152.7
採用權益法入賬 的投資注資	(447.1)	(1021.7)	0.0	0.0
銀行存款變動	35.9	(895.0)	110.0	110.0
其他	1628.3	(18.9)	199.8	184.7
投資現金流	1217.0	(1935.6)	309.8	294.7
支付利息	(1776.5)	(1919.1)	(1608.9)	(1224.8)
借款變動	(2670.7)	(166.8)	(1549.7)	239.6
優先票據變動	(1913.1)	2011.6	(1009.8)	(3991.6)
其他	(1538.9)	(81.1)	(494.5)	(548.4)
融資現金流	(7899.2)	(155.4)	(4662.9)	(5525.2)
期初現金	4599.4	6858.9	7537.7	5226.4
現金流變動	2147.7	678.7	(2311.3)	(2077.8)
匯率變動	111.8	0.0	0.0	0.0
期末現金	6858.9	7537.7	5226.4	3148.6

財務比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成長能力				
收入增長(%)	18.0%	16.6%	13.1%	18.2%
歸母淨利潤增長(%)	-8.2%	25.5%	11.0%	14.8%
盈利能力				
毛利率(%)	32.6%	34.8%	34.7%	34.5%
淨利潤率(%)	12.8%	13.7%	13.5%	13.1%
股本回報率(%)	20.8%	23.3%	21.2%	19.4%
資產回報率(%)	3.3%	3.9%	4.4%	4.8%
償付能力				
淨負債比率(%)	71.2%	76.4%	60.6%	40.2%
利息覆蓋率(倍)	2.38	2.92	3.98	6.30
流動比率	1.42	1.35	1.34	1.42
速動比率	0.45	0.41	0.37	0.38
每股指標				
每股盈利(元)	0.52	0.63	0.70	0.81
每股賬面值(元)	3.0	3.4	4.1	5.1
估值				
市盈率(倍)	5.3	4.3	3.9	3.4
市賬率(倍)	0.92	0.81	0.67	0.54
股息率(%)	2.3%	3.5%	4.4%	4.9%

免责声明

本报告由千里硕证券有限公司(“千里硕”)研究部刊发，内容基于其认为可靠的来源，但就其是否公平、准确、完整或正确，千里硕概不作出或发出任何明示或默示的保证或承诺。本报告中的所有意见如有更改，恕不另行通知。所提供的信息仅供参考和阅览，并非就本文提及的证券或投资进行买卖或交易的建议、要约或招揽。在市场惯例允许的情况下，千里硕及其员工和亲属或联系人，可不时就本报告中提及的公司的证券或相关产品或投资持有头寸，以及进行买卖。投资涉及风险。投资者应注意，投资的价值和证券的价格可以上升或下跌，过往表现不一定未来表现的指标。投资者应寻求独立专业意见，千里硕在任何情况下，就投资者使用此报告的信息而可能蒙受的利润损失，概不在任何方面承担责任。本报告的内容的版权属于千里硕所有。未经千里硕许可，任何人不得就任何目的复制、发佈或分发本报告的全部或部分內容。本报告所载观点，由证监会持牌分析师拟备，并准确反映分析师对有关证券的个人意见。除非另有披露，否则于本报告刊发日期，就本文谈及的公司或与该等公司属同一集团的成员公司的证券，本报告的分析师并无持有任何权益。

千里硕证券有限公司

地址: 香港中环干诺道中 168-200 信德中心西翼 16 楼 1601-1604 室

电话: (852)3725 4300

传真: (852)3725 4399

电邮: enquiry@elstone.com