

2020年03月30日

房地产 | 地产开发

强烈推荐（首次）

立足长三角，依托集团，稳步前行

目标股价：3.80 港元

当前股价：3.12 港元

佳源国际控股 02768.HK

#### 基础数据

总市值（百万港元）	12,306.1
企业价值（百万港元）	25,231.7
账面价值（百万港元）	13,451.3
发行股份（百万股）	3,944.3
公众持股比例（%）	30.74
近3月平均日交易量（百万港元）	6.42
主要股东持股比例（%）	
明源集团投资有限公司	69.26

#### 股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	11.42	19.09	-3.05
绝对表现	1.3	2.3	-22.4
近12月最高价(港元)	19-04-01	4.25	
近12月最低价(港元)	20-02-03	2.68	

#### 近一年股价走势图



数据来源：贝格数据，克而瑞证券

#### 相关报告

1、《佳源国际控股 02768.HK 首次覆盖：短债转长债，销售稳定增长，偿债压力改善》2019-11-25

分析师 李蒙，CFA

执业证号：APQ664

852-25105555

meng.li@cricsec.com

分析师 徐婵娟，CFA

执业证号：BOI213

852-25105555

sarah.xu@cricsec.com

联系人 丁希璞

852-25105555

dingxipu@cric.com

- 给予强烈买入评级，目标价格 3.80 港元/股。我们对佳源国际控股有限公司（简称“佳源国际”或“公司”）首次覆盖，目标价格 3.80 港元，相当于 6.4x 2019 年 PE、5.3x 2020 年 PE 与 4.2x 2021 年 PE。
- 聚焦长三角的领先地产公司。2019 年佳源国际合约销售金额为 288.7 亿元，同比增速 43.1%。合约销售面积为 244.6 万方，同比增长 36.9%，合约销售面积中有 78.2%来自于长三角地区。其关联公司——浙江佳源集团房地产有限公司（简称“佳源集团”），在克而瑞公布的 2019 年 1-12 月中国房地产企业销售榜 Top200 中，以 558.5 亿元的权益销售额排名第 46 位。佳源集团 2019 年的全口径销售额达到 753.1 亿元，这相当于上市主体佳源国际 2019 年合约销售金额的 2.6 倍。
- 依托佳源集团，拓展业务。截至 2019 年公司的土地储备总面积为 1,385.2 万平方米，其中从大股东处获得的新增土储面积共计 397.0 万平方米，占公司总土储的 28.7%；公司土储权益比例为 78.35%。从大股东及关联公司佳源集团获得土储是公司近几年增长的主要方式。2019 年公司拿地均价 1,608 元/平方米，地价房价比为 13.6%，较 2018 年的 27.2%下降 13.6 个百分点。
- 债务评级提升，总体规模得到有效控制。2019 年下半年国际评级机构穆迪两次提升了佳源国际的公司家族评级，由 Caa1 提升至 B2。2019 年公司有息负债共计 174.0 亿元，同比下降 26.5%。2019 年公司资产负债率 80.8%，同比下降 1.8 个百分点；剔除已收预售按金的资产负债率为 47.7%，同比下降 5.4 个百分点。
- 风险提示：佳源集团产生信用、或者运营风险。

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	7,606.5	13,616.0	16,070.2	19,927.0	25,905.1
折旧摊销销售税前利润	2,549.3	4,796.2	5,081.7	6,079.5	7,714.5
息税前利润	2,543.1	4,786.6	5,072.2	6,068.9	7,702.7
净利润	1,332.5	2,234.8	2,050.7	2,498.1	3,148.5
每股收益（港元）	0.39	0.67	0.59	0.72	0.91
每股经营性现金流（港元）	0.41	1.21	1.80	-0.71	0.19
每股股息（港元）	0.12	0.14	0.11	0.14	0.17
每股资产净值（港元）	2.04	3.18	3.41	4.16	5.13
市盈率（x）	8.0	4.6	5.3	4.3	3.4
市现率（x）	7.7	2.6	1.7	-4.4	16.7
股息收益率（%）	3.9	4.5	3.6	4.4	5.5
市净率（x）	1.5	1.0	0.9	0.7	0.6
EV/Sales（x）	2.9	1.6	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA（x）	8.6	4.4	4.4	3.7	2.9
EV/EBIT（x）	8.6	4.4	4.4	3.7	2.9

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司核心数据

利润表 会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	7,606.5	13,616.0	16,070.2	19,927.0	25,905.1
营业成本	(5,031.8)	(9,112.1)	(10,828.2)	(13,550.4)	(17,615.5)
毛利润	2,574.8	4,503.9	5,242.0	6,376.6	8,289.6
销售及管理费用	(381.9)	(779.0)	(795.7)	(957.1)	(1,244.2)
税息折旧及摊销前利润	2,549.3	4,796.2	5,081.7	6,079.5	7,714.5
折旧与摊销	(6.2)	(9.6)	(9.5)	(10.5)	(11.8)
息税前利润	2,543.1	4,786.6	5,072.2	6,068.9	7,702.7
净财务费用	(177.3)	(293.4)	(282.7)	(396.7)	(515.7)
应占联营公司损益	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
其他收入/支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	2,366.4	4,493.2	4,789.5	5,672.2	7,187.0
所得税	(1,022.3)	(2,141.0)	(2,329.1)	(2,666.0)	(3,377.9)
少数股东权益	11.6	117.4	409.8	508.2	660.6
归母净利润	1,332.5	2,234.8	2,050.7	2,498.1	3,148.5
股利	(419.5)	(465.0)	(389.0)	(474.6)	(598.2)
留存收益	913.0	1,769.8	1,661.7	2,023.5	2,550.3

核心数据 会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
合约销售面积 (万平方米)	117.7	178.7	244.6	300.0	368.0
合约销售金额 (亿元)	103.7	201.8	288.7	360.0	460.0
土储面积 (万平方米)	706.4	924.2	1,385.2	1,600.0	2,000.0
销售价格 (元/平米)	8,813	11,292	11,803	12,000	12,500
投资物业租金收入 (亿元)	0.8	0.8	2.1	2.5	3.2
物管管理收入 (亿元)	-	3.2	4.9	5.8	7.3
毛利率(%)	33.8	33.1	32.6	32.0	32.0
税息折旧及摊销前利润率 (%)	33.5	35.2	31.6	30.5	29.8
息税前利润率 (%)	33.4	35.2	31.6	30.5	29.7
归母净利率 (%)	17.5	16.4	12.8	12.5	12.2
净资产收益率 (%)	19.2	24.6	20.8	20.7	21.2
已动用资本回报率 (%)	10.9	11.2	10.3	12.5	13.5
资产收益率 (%)	3.7	3.7	3.3	2.9	3.0
流动比率 (x)	1.6	1.3	1.4	1.4	1.3
利息覆盖倍数 (x EBITDA)	14.4	16.3	18.0	15.3	15.0
长期负债/股权比率 (%)	128.8	99.9	104.9	128.3	100.0
净负债/ (现金)	10,258.6	17,414.0	11,374.5	14,753.0	14,907.3
净负债/ 股权 (%)	146.7	165.3	96.1	102.1	83.8

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

\*注: 2018 年与 2019 年的现金流量表为克而瑞证券推测值

资产负债表 会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	5,802.3	4,599.4	6,030.4	11,718.7	14,107.9
应收账款	2,305.4	10,131.1	7,177.3	8,899.9	11,569.9
存货	19,736.6	32,080.9	34,112.1	47,810.4	62,153.5
其他流动资产	2,613.5	3,324.5	2,855.6	4,426.2	6,041.7
流动资产小计	30,457.8	50,135.9	50,175.4	72,855.1	93,872.9
固定资产	87.0	133.8	132.9	147.4	165.5
其他长期资产	5,875.6	10,398.1	11,427.3	11,927.3	12,227.3
资产总计	36,420.4	60,667.7	61,735.6	84,929.7	106,265.8
短期负债	7,054.3	11,490.4	4,982.0	7,925.4	11,217.9
应付账款	2,099.9	6,163.0	6,395.5	7,930.4	10,309.5
其他流动负债	10,143.3	21,068.0	25,072.7	35,047.9	48,126.8
流动负债小计	19,297.6	38,721.4	36,450.2	50,903.7	69,654.3
长期负债	9,006.5	10,523.0	12,422.9	18,546.2	17,797.2
其他长期负债	1,123.7	886.6	1,025.3	1,025.3	1,025.3
负债总计	29,427.8	50,131.0	49,898.4	70,475.3	88,476.8
股本	20.6	21.1	21.1	21.1	21.1
留存收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
储备	6,928.0	9,045.4	9,838.4	12,018.4	14,795.8
少数股东权益	44.1	1,470.2	1,977.7	2,415.0	2,972.1
股东权益总计	6,992.7	10,536.7	11,837.2	14,454.5	17,788.9
负债和股东权益	36,420.4	60,667.7	61,735.6	84,929.7	106,265.8

现金流量表* 会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
税息折旧及摊销前利润	2,366.4	4,493.2	4,789.5	5,672.2	7,187.0
运营资金变动	(315.8)	861.0	5,628.7	(5,481.3)	(3,170.6)
其他	(657.9)	(1,351.0)	(4,155.2)	(2,655.4)	(3,366.1)
经营活动现金流	1,392.6	4,003.3	6,263.0	2,464.5	650.4
资本支出	(6.1)	(10.4)	(20.0)	(25.0)	(30.0)
投资变动	(5,470.4)	(5,909.7)	(134.0)	(200.0)	0.0
其他	(160.0)	(485.5)	(167.1)	(300.0)	(300.0)
投资活动现金流	(5,636.4)	(6,405.5)	(321.1)	(525.0)	(330.0)
股权融资	2,200.7	0.0	0.0	0.0	0.0
债务融资	8,490.3	1,161.1	(4,608.5)	9,066.7	2,543.5
股息及其他筹资支出	(1,718.0)	(4,753.1)	283.0	(389.0)	(474.6)
筹资活动现金流	8,973.0	(3,592.1)	(4,325.5)	8,677.8	2,068.9
现金净增加额	4,729.2	(5,994.3)	1,616.5	5,688.2	2,389.2

## 估值

基于我们的预测，采用 NAV 估值法，佳源国际控股的估值为每股 3.80 港元，公司整体估值 150.1 亿港元，这相当于 6.4x 2019 年 PE、5.3x 2020 年 PE 与 4.2x 2021 年 PE。

## NAV 估值法

我们采用 NAV 估值法对公司进行估值，主要假设有：

- (1) 销售价格涨幅参考各项目所在城市/地区近 3 年涨幅及市场前景预期；
- (2) 根据公司的权益及债务成本、及各自所占比例情况，计算出公司适用 8.5% 的折现率；
- (3) 项目所得税率采用 25%；
- (4) 我们对单个项目进行现金流口径的 NAV 计算，并根据权益比例计算整体 NAV；
- (5) 我们保守地采用 55% 的 NAV 折价，计算公司整体估值。

根据我们的预测与计算，可以得到公司整体 NAV 为 8.45 港元/股，给与公司 55% 的 NAV 折价，得到公司每股估值 3.80 港元，即公司整体估值 150.1 亿港元。

**表 1：NAV 估值**

**佳源国际控股 NAV 估值**

物业项目估值（百万元）	
待出售物业项目估值（百万元）	32,878
投资物业项目估值（百万元）	7,842
<b>合计估值</b>	<b>40,720</b>
公司净负债（百万元）	11,375
<b>NAV（百万元）</b>	<b>29,345</b>
股数（百万股）	3,944
每股 NAV（人民币元/股）	7.44
<b>每股 NAV（港元/股）</b>	<b>8.45</b>
<b>NAV 折价</b>	<b>-55%</b>
<b>每股估值（港元/股）</b>	<b>3.80</b>
公司整体估值（百万港元）	15,006
当前股价（港元/股）	3.12
<b>当前 NAV 折价</b>	<b>-63%</b>

数据来源：克而瑞证券研究院

## 业务

佳源国际控股有限公司于 2016 年 3 月 8 日在香港上市，股票代码 2768.HK。公司 2019 年合约销售金额 288.7 亿，同比增速 43.1%。2019 年合约销售面积 244.6 万方，同比增长 36.9%。合约销售面积中 78.2% 来自于长三角地区。截至 2019 年公司的土地储备总面积为 1,385.2 万平方米，其中通过收购安徽资产，而从其大股东处获得的土储面积共计 397.0 万平方米，占公司总土储的 28.7%；公司土储权益比例为 78.35%。从大股东及关联公司佳源集团获得土储是公司近几年增长的主要方式。佳源集团在克而瑞公布的 2019 年 1-12 月中国房地产企业销售榜 Top200 中，以 558.5 亿元的权益销售额排名第 46 位。佳源集团 2019 年的全口径销售额达到 753.1 亿元，这相当于上市主体佳源国际控股 2019 年合约销售金额的 2.6 倍。公司于 2018 年 9 月收购创源控股有限公司，该公司之前由佳源集团控制人沈天晴先生全资持有。创源控股的物业管理服务立足于浙江，延伸至上海、江苏、安徽、海南、重庆、北京等 20 个省市。2019 年实现收入 4.86 亿元，同比增长 52.64%。截至 2019 年底，物业管理面积达 3,704 万平方米，管理项目超过 190 个，涵盖住宅、商住综合体、写字楼、企事业单位等多种业态。管理层有意考虑物业板块分拆上市计划。

## 1. 业务总览

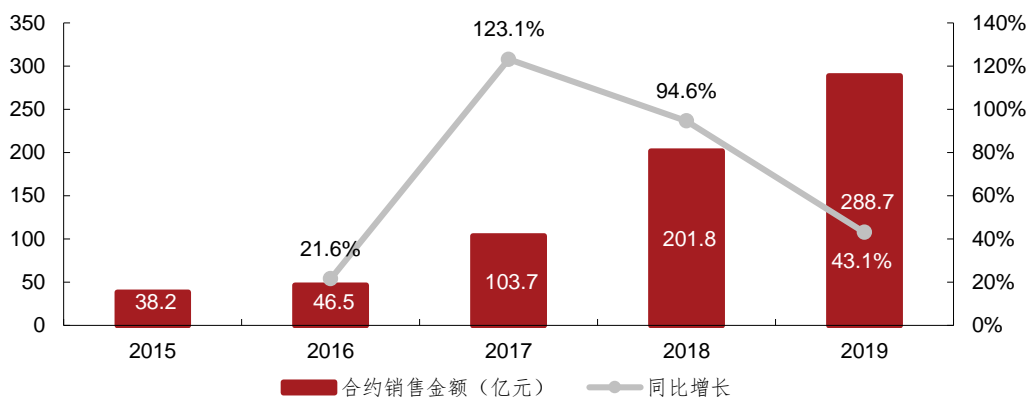
佳源国际控股有限公司于 2016 年 3 月 8 日在香港上市，股票代码 2768.HK。公司立足江苏省，深耕长三角（包括上海、江苏和安徽省等），战略布局粤港澳大湾区及一带一路沿线城市，是一家开发大型住宅及商业综合体项目的香港上市物业开发商。公司的主要业务包括开发及销售住宅及商用物业、就开发安置房以及开发或翻新其他类型物业设施或基建向政府机构提供开发服务、出租公司拥有或开发的商用物业及提供物业管理服务。截至 2019 年底，公司的土地储备达 1,385.2 万平方米；在中国各大城市及海外重点城市持有投资物业总建筑面积 209.4 万平方米。

佳源国际控股为沈天晴先生实际控制的佳源集团旗下的上市企业，拥有全集团的优质资产作为背书，并持续享受集团资产的注入，增厚公司的土储和资产。佳源集团在克而瑞公布的 2019 年 1-12 月中国房地产企业销售榜 Top200 中，以 558.5 亿元的权益销售额，排名第 46 位。佳源集团 2019 年的全口径销售额达到 753.1 亿元。

2019 年 4 月，佳源国际控股公告，以发行股份方式收购沈天晴先生持有的徽源投资控股有限公司。该交易于 2019 年 8 月完成，最终交易对价为 41.55 亿元。徽源投资控股有限公司持有安徽省内 397.0 万平方米的土地储备。

佳源国际控股 2019 年合约销售金额 288.7 亿，同比增速 43.1%，较 2018 年全年增速有所下降。2019 年合约销售面积 244.6 万方，同比增长 36.9%。

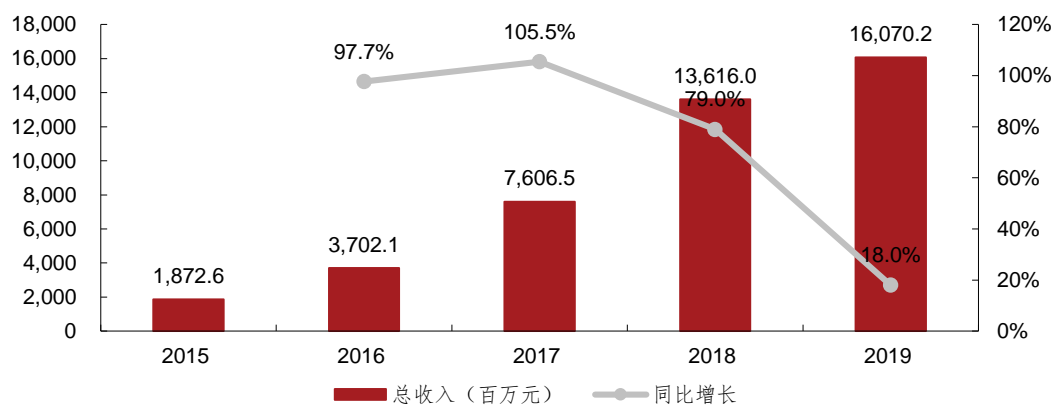
图 1：公司 2015-2019 年合约销售金额



数据来源：公司公告

佳源国际 2019 年实现收入 160.7 亿元，较 2018 年同比增长 18.0%。公司 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年的收入分别为 18.7 亿元、37.0 亿元、76.1 亿元、136.2 亿元，同比增幅分别为 97.7%、105.5%、79.0%。需要注意的是，由于公司 2018 年与 2019 年进行收并购，导致 2017 年、2018 年财务数据经过重列，造成总收入的同比增幅数字有所失真。如果我们对公司未经重列的历年收入数据，则 2018 年、2019 年的收入同比增幅都在 50% 左右，显示公司通过业务拓展与收并购两种方式，双管齐下，提升公司规模。

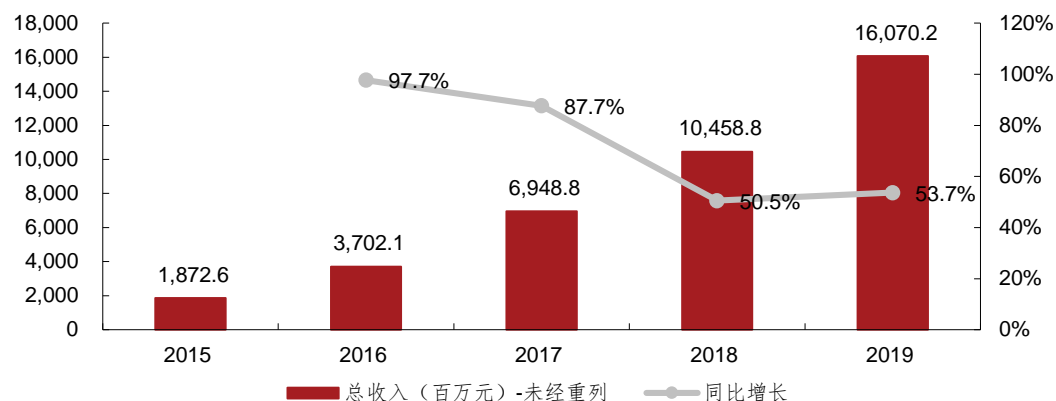
图 2：公司 2015-2019 年收入（经重列）



数据来源：公司公告



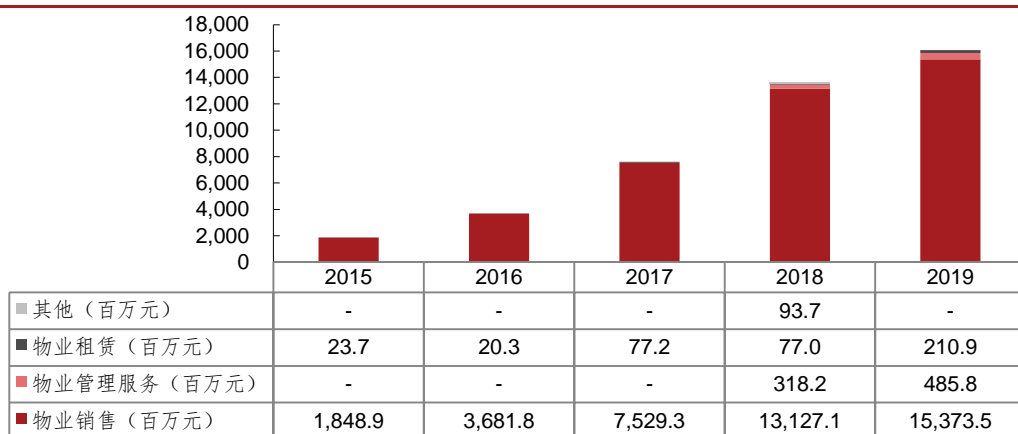
图 3：公司 2015-2019 年收入（未经重列）



数据来源：公司公告

公司收入主要来源于物业销售，即地产开发板块，其占总收入的比重保持在 95% 以上。公司其他收入来源有物业管理服务收入，这部分占比在 2-3% 左右；物业租金，即投资物业的收入，这部分占比在 0.5%-1.0% 左右。

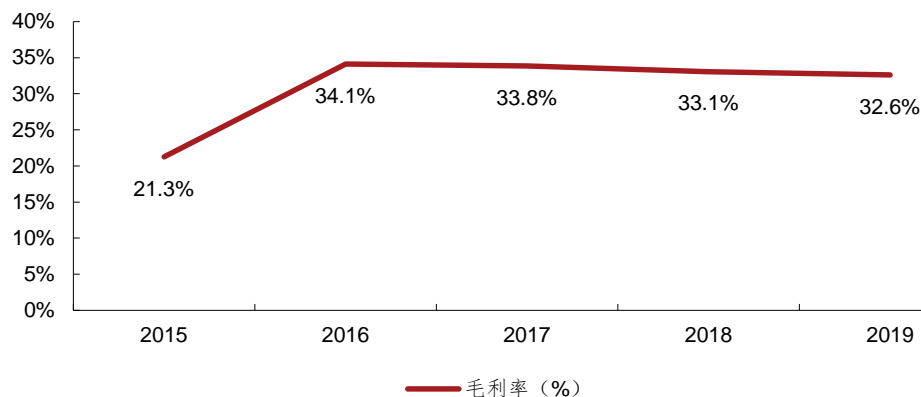
图 4：公司 2015-2019 年收入拆分



数据来源：公司公告

公司自 2016 年起毛利率较为稳定，保持在 30% 以上水平。

图 5：公司 2015-2019 年毛利率



数据来源：公司公告

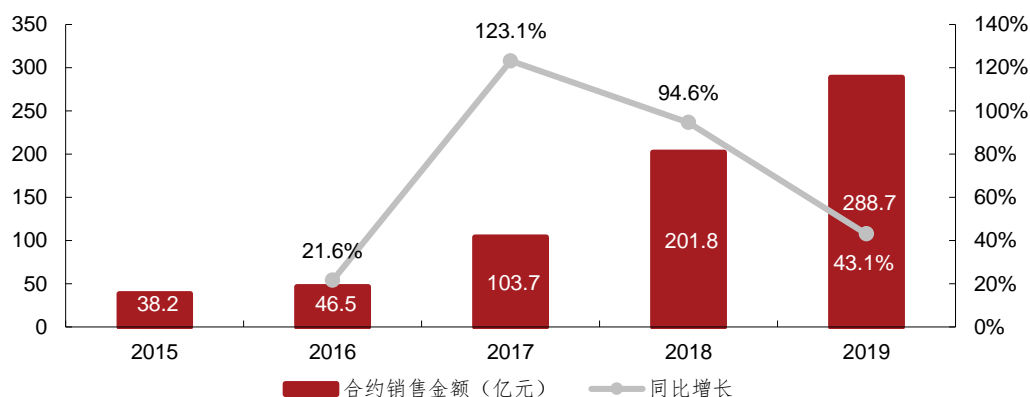
## 2. 物业开发

### 2.1. 物业销售业务总览

公司 2019 年合约销售金额 288.7 亿，同比增速 43.1%，较 2018 年全年增速有所下降。2019 年合约销售面积 244.6 万方，同比增长 36.9%。

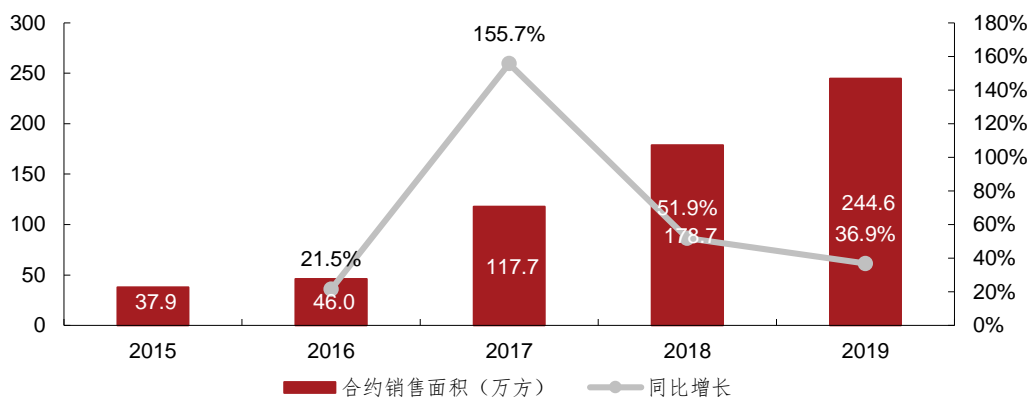
公司合约销售单价在 2015-2019 年分别为 10,095 元/平方米、10,102 元/平方米、8,813 元/平方米、11,293 元/平方米、与 11,804 元/平方米。2016-2019 年同比变动分别为 0.1%、-12.8%、28.1%、与 4.5%。公司在 2017 年收购扬州雨润房地产开发有限公司，大幅提升当年的合约销售金额与面积，亦造成了销售单价的波动。

图 6：公司 2015-2019 年合约销售金额



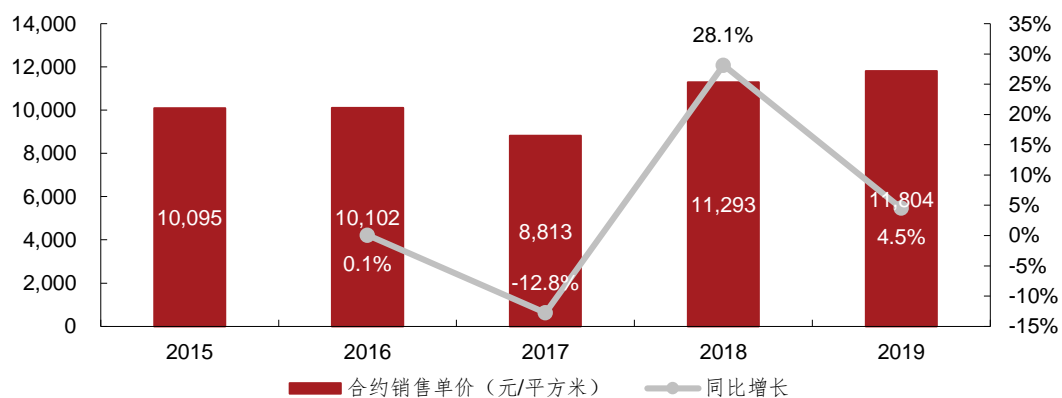
数据来源：公司公告

图 7：公司 2015-2019 年合约销售面积



数据来源：公司公告

图 8：公司 2015-2019 年合约销售单价

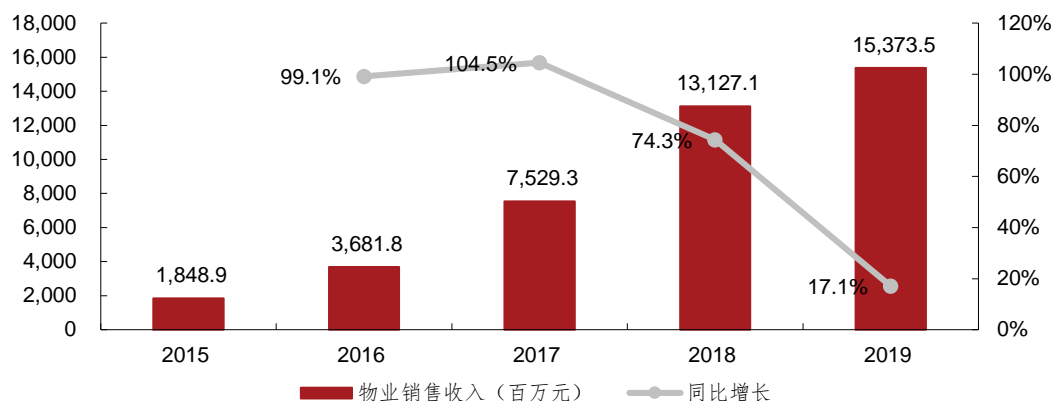


数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

公司 2019 年实现物业销售收入 153.7 亿元,较 2018 年同比增长 17.1%。公司 2016 年、2017 年、2018 年的物业销售收入分别为 36.8 亿元、75.3 亿元与 131.3 亿元,同比增幅分别为 99.1%、104.5%、与 74.3%。



图 9：公司 2015-2019 年物业销售收入



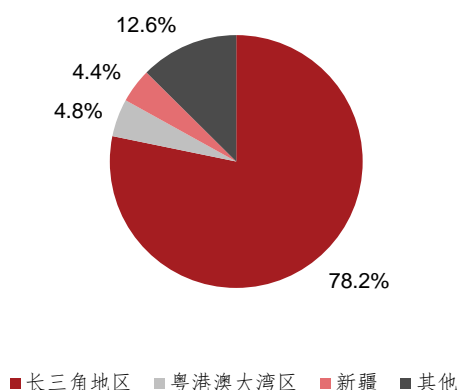
数据来源：克而瑞证券研究院

## 2.2. 物业销售地区分布

公司销售的物业主要集中在长三角地区。公司 2019 年度实现合约销售金额 288.7 亿元，其中长三角地区占比 78.2%，其余依次为粤港澳大湾区 4.8%、新疆地区 4.4%、及其他地区 12.6%。公司 2019 年度实现合约销售面积 244.6 万方，其中长三角地区占比 78.6%，其余依次为粤港澳大湾区 0.4%、新疆地区 5.3%、及其他地区 15.7%。

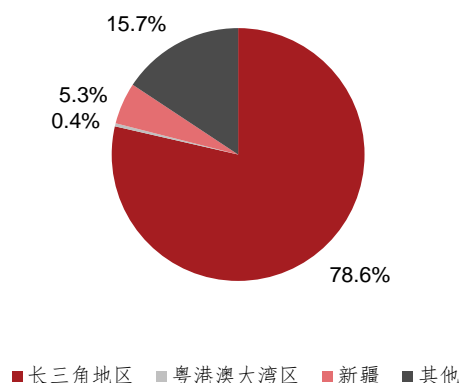
从合约销售清单中亦可以看出，公司主要项目都集中在长三角地区，特别是江苏省。南京佳源五星广场是公司 2019 年合约销售金额最大的项目，达到了 38.2 亿元，占公司合约销售总金额的 13.2%；合约销售面积达 14.9 万方。

图 10：公司 2019 年合约销售金额地区分布



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 11：公司 2019 年合约销售面积地区分布



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 2: 公司 2018-2019 年合约销售明细表

编号	项目	地区	2019			2018		
			合约销售金额 (百万人民币)	合约销售面积 (平方米)	合约销售平均售 价 (元/平方米)	合约销售金额 (百万人民币)	合约销售面积 (平方米)	合约销售平均售 价 (元/平方米)
1	南京佳源五星广场	长三角地区	3,822	149,057	25,641	-	-	-
2	扬州世纪天城荣御府	长三角地区	1,935	157,760	12,267	3,055	301,319	10,140
3	泰州威尼斯城	长三角地区	1,496	154,977	9,651	2,420	267,548	9,045
4	安徽佳源巴黎都市	长三角地区	1,350	71,563	18,867	-	-	-
5	香港项目	粤港澳大湾区	1,393	9,614	144,869	295	3,619	81,487
6	南通佳源都市	长三角地区	1,267	155,228	8,160	1,110	142,115	7,811
7	乌鲁木齐佳源都市	新疆地区	1,267	130,370	9,715	-	-	-
8	宿迁巴黎都市	长三角地区	1,524	172,652	8,827	183	26,334	6,949
9	扬州佳源雨润华府	长三角地区	1,225	93,488	13,103	1,319	109,235	12,079
10	安徽佳源星港城	长三角地区	1,071	162,012	6,612	-	-	-
11	扬州佳源雨润桂府	长三角地区	1,068	73,396	14,546	3,141	217,441	14,445
12	扬州西峰玖墅	长三角地区	931	52,668	17,681	2,471	167,286	14,770
13	安徽佳源和县中央城	长三角地区	854	111,280	7,676	-	-	-
14	安徽名邦学府	长三角地区	734	101,555	7,230	-	-	-
15	安徽蒙城碧桂园	长三角地区	624	87,664	7,118	-	-	-
16	常州睿源佳源悦府	长三角地区	614	32,562	18,846	-	-	-
17	常州德信君宸府	长三角地区	600	17,305	34,701	-	-	-
18	南京紫金华府	长三角地区	573	13,856	41,368	352	8,967	39,230
19	扬州佳源玖珑湾	长三角地区	561	34,417	16,292	-	-	-
20	安徽蚌埠东方都市	长三角地区	560	66,678	8,403	-	-	-
21	安徽凤台佳源都市	长三角地区	548	81,017	6,768	-	-	-
22	安徽六安佳源华府	长三角地区	545	100,025	5,449	-	-	-
23	上海项目	长三角地区	680	32,788	20,735	1,107	60,601	18,258
24	其他项目	其他地区	3,626	383,734	9,450	4,727	482,744	9,793
合计			28,868	2,445,666	11,804	20,180	1,787,209	11,291

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

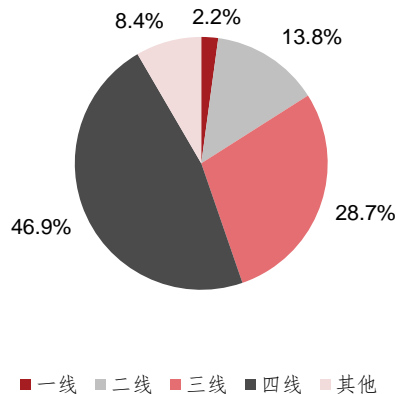
### 2.3. 土储情况与拿地情况

截至 2019 年, 公司的土地储备总面积为 1,385.2 万平方米, 其中包含收购的安徽资产的 397.0 万平方米与新获取的合肥项目 26.4 万平方米, 共计占公司总土储的 30.5%。按照权益总建筑面积加权平均计算, 公司土储权益比例为 78.35%。

公司土储共计 63 个项目, 分布在 19 个境内外城市, 涵盖长三角区域 (包括上海市、江苏省和安徽省)、粤港澳大湾区 (包括广东省、香港和澳门)、一带一路沿线地区 (包括新疆及柬埔寨金边) 及其他重点城市。

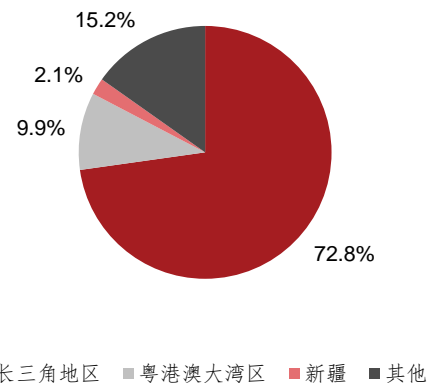
从城市能级来看, 公司土储主要集中在四线城市, 占比 46.9%, 其次为三线城市, 占比 28.7%。从城市群分布来看, 公司土储主要集中在长三角区域, 占比 72.8%; 其次为粤港澳大湾区, 占比 15.2%。

图 12: 2019 年公司土地储备-按城市能级划分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 13: 2019 年公司土地储备-按地区划分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 3: 公司 2019 年土储明细表

编号	项目名称	位置	状态	预计竣工日期	项目类型	占地面积 (平方米)	总建筑面积 (平方米)	权益比例
1	佳源世纪天城	江苏省扬州市	在建	2022 年第一季度	混合	214,260	420,315	100%
2	世纪天城荣御府	江苏省扬州市	在建	2021 年第一季度	混合	167,826	478,272	100%
3	佳源西峰玖墅	江苏省扬州市	在建	2020 年第二季度	住宅	143,822	129,791	70%
4	佳源世纪豪园	江苏省扬州市	竣工	—	住宅	391,088	1,803	100%
5	佳源世纪花园	江苏省扬州市	竣工	—	住宅	234,671	8,653	100%
6	公园一号	江苏省扬州市	竣工	—	住宅	75,591	721	100%
7	佳源世纪景园	江苏省扬州市	竣工	—	住宅	60,972	915	100%
8	佳源雨润桂府	江苏省扬州市	在建	2020 年第三季度	住宅	119,973	137,009	100%
9	佳源雨润华府	江苏省扬州市	在建	2020 年第四季度	住宅	91,722	156,243	100%
10	佳源玖珑湾	江苏省扬州市	在建	2020 年第二季度	混合	49,676	155,027	100%
11	紫金华府	江苏省南京市	竣工	—	住宅	339,008	86,343	100%
12	佳源五星广场	江苏省南京市	在建	2022 年第三季度	住宅	58,609	678,977	51%
13	优优华府	江苏省泰州市	在建	2022 年第四季度	住宅	56,910	141,645	100%
14	威尼斯城	江苏省泰州市	在建	2022 年第三季度	住宅	660,576	682,313	100%
15	泰兴佳源中心广场	江苏省泰州市	竣工	—	混合	81,887	56,697	100%
16	佳源名府	江苏省泰州市	竣工	—	混合	42,054	16,839	100%
17	新天地	江苏省泰州市	竣工	—	混合	190,802	91,951	100%
18	羌溪花苑	江苏省泰州市	竣工	—	住宅	69,486	5,846	100%
19	古溪佳源中心广场	江苏省泰州市	竣工	—	混合	83,048	144,489	100%
20	东方不夜城	江苏省泰州市	竣工	—	住宅	77,021	34,419	100%
21	东方巴黎城	江苏省泰州市	竣工	—	住宅	231,702	30,470	100%
22	鹤仙岛一号	江苏省泰州市	竣工	—	住宅	68,330	13,127	100%
23	佳源中心广场	江苏省泰州市	在建	2022 年第四季度	混合	15,702	15,702	100%
24	佳源都市	江苏省苏州市	在建	2020 年第四季度	住宅	52,988	128,360	100%
25	名人国际花园	江苏省宿迁市	竣工	—	住宅	53,970	389	90%
26	公园一号	江苏省宿迁市	竣工	—	住宅	126,183	26,610	90%
27	巴黎都市	江苏省宿迁市	在建	2021 年第三季度	住宅	220,520	479,397	90%
28	罗马都市	江苏省宿迁市	在建	2020 年第四季度	住宅	302,505	700,419	100%

29	外滩一号	江苏省宿迁市	在建	2021 年第二季	住宅	83,991	172,186	100%
30	佳源中心广场	江苏省常州市	竣工	—	混合	58,601	54,469	100%
31	君宸府	江苏省常州市	在建	2020 年第四季	住宅	26,768	77,075	51%
32	悦府	江苏省常州市	在建	2020 年第三季	住宅	17,996	47,692	100%
33	佳源都市	江苏省南通市	在建	2021 年第二季	住宅	198,434	370,949	100%
34	佳源巴黎都市	江苏省镇江市	在建	2020 年第四季	住宅	119,607	123,638	100%
35	奉城名都	上海市	竣工	—	混合	8,442	14,232	90%
36	汇景华庭	上海市	竣工	—	混合	5,162	7,844	90%
37	佳源梦想广场	上海市	在建	2020 年第四季	混合	31,528	86,481	90%
38	盐城佳源广场	江苏省盐城市	在建	2022 年第四季	混合	130,827	480,701	65%
39	蚌埠东方都市	安徽省蚌埠市	在建	2021 年第二季	混合	210,248	345,400	82%
40	凤台佳源都市	安徽省淮南市	在建	2020 年第四季	混合	75,920	188,600	100%
41	和县中央城	安徽省马鞍山市	在建	2023 年第一季	混合	322,462	481,482	79%
42	六安佳源华府	安徽省六安市	在建	2022 年第三季	混合	136,533	391,658	70%
43	庐江东方都市	安徽省合肥市	在建	2020 年第四季	混合	180,704	155,225	42%
44	涡阳佳源星港城	安徽省亳州市	在建	2021 年第四季	混合	189,200	487,907	91%
45	利辛佳源都市	安徽省亳州市	在建	2020 年第三季	混合	66,800	98,857	60%
46	合肥巴黎都市	安徽省合肥市	在建	2020 年第三季	混合	416,995	860,582	100%
47	蒙城碧桂园	安徽省亳州市	在建	2020 年第四季	混合	120,100	173,800	30%
48	名邦学府	安徽省亳州市	在建	2020 年第四季	混合	184,221	131,266	51%
49	民和民居	安徽省亳州市	在建	2022 年第四季	混合	77,463	223,697	67%
50	城南学府	安徽省合肥市	在建	2021 年第四季	混合	104,014	263,748	60%
51	柏林春天	安徽省六安市	竣工	—	混合	48,500	17,269	55%
52	东方华庭	安徽省合肥市	竣工	—	混合	120,408	3,425	99%
53	汇贤一号	广东省香港	在建	2020 年第一季	混合	1,793	25,409	70%
54	成功中心	广东省香港	在建	2020 年第二季	混合	1,394	22,205	70%
55	菁隼	广东省香港	竣工	—	住宅	2,202	2,110	70%
56	悦峯	广东省澳门	拟建	2022 年第四季	住宅	5,597	60,969	100%
57	深圳鼎曦	广东省深圳市	拟建	2022 年第二季	混合	4,940	41,140	70%
58	深圳松龄	广东省深圳市	拟建	2022 年第二季	混合	4,281	38,100	70%
59	佳源帝都温泉山庄	广东省恩平市	在建	2021 年第一季	住宅	593,637	1,180,000	78%
60	恒丰佳源	贵州省贵阳市	拟建	2023 年第一季	住宅	120,000	856,375	43%
61	俄罗斯文化综合体	海南省东方市	在建	2020 年第四季	混合	223,304	85,910	36%
62	柬埔寨金边	柬埔寨金边市	拟建	2023 年第一季	住宅	1,164,054	1,164,054	50%
63	佳源都市	新疆乌鲁木齐市	拟建	2023 年第一季	住宅	74,000	295,087	63%
总计						9,411,028	13,852,284	78.35%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司 2019 年新增土储面积 610.4 万平方米，其中包括新增南京、扬州及盐城的土储共计 131.5 万平方米；收购的安徽资产土储 397.0 万平方米，新获取的合肥项目 26.4 万平方米；柬埔寨金边新地块 55.6 万平方米。土地款共计 98.2 亿元，平均成本 1,608 元/平方米，按照总建筑面积加权计算的公司权益占比 68.3%。公司收购的安徽资产包带来的土储面积占公司 2019 年全部新增土储面积的 65.1%。从新增土储来看，公司拿地主要集中在长三角区域，以及海外柬埔寨区域。

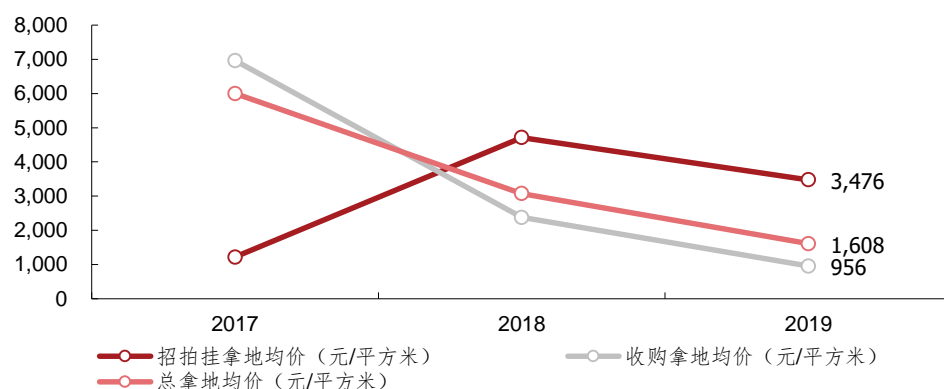
表 4：公司 2019 年新增土储明细表

所在区域	城市	项目名称	收购日期	购入方式	总建筑面积 (平方米)	总土地款 (百万元)	平均成本 (元/平方米)	公司权益占比	权益 总建筑面积 (平方米)
江苏省	南京	佳源广场	2019 年 1 月	招拍挂竞投	678,977	3,200	4,713	51.00%	346,278
	扬州	玫瑰湾	2019 年 1 月	招拍挂竞投	155,027	347	2,238	100.00%	155,027
	盐城	佳源广场	2019 年 11 月	招拍挂竞投	480,701	1,011	1,923	65.00%	312,456
安徽省	合肥	佳源巴黎都市			799,997			100.00%	799,997
	蚌埠	佳源东方都市			269,775			82.48%	222,510
	六安	佳源华府			392,474			70.00%	274,732
	合肥	佳源东方都市			345,953			42.00%	145,300
	凤台	佳源都市			172,410			100.00%	172,410
	利辛	佳源都市	2019 年 8 月	向沈先生购入	226,170	4,155	1,046	60.00%	135,702
	马鞍山	佳源中央城			521,310			78.50%	409,228
	涡阳	都市星港城			448,530			91.00%	408,162
	涡阳	名邦学府			349,950			51.00%	178,475
	亳州	蒙城碧桂园			296,502			30.00%	88,951
	舒城	柏林春天			146,953			55.00%	80,824
	合肥	城南印象	2019 年 5 月	招拍挂竞购	263,748	929	3,519	60.00%	158,249
柬埔寨	金边	金边项目	2019 年 9 月	收并购	555,914	174	314	50.00%	277,957
总计					6,104,391	9,816	1,608	68.25%	4,166,258

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司通过收并购、招拍挂等多样性的土地获取方式降低拿地均价。2019 年，公司的总拿地均价降至 1,608 元/平方米，较 2017 年、2018 年连续下降。主要是由于公司通过收购安徽资产包，获得了平均价格为 1,046 元/平方米的 397.0 万平方米的土储。此外，公司 2019 年通过招拍挂方式拿地均价为 3,476 元/平方米，也低于 2018 年的 4,715 元/平方米。

图 14：2017-2019 年公司拿地均价



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

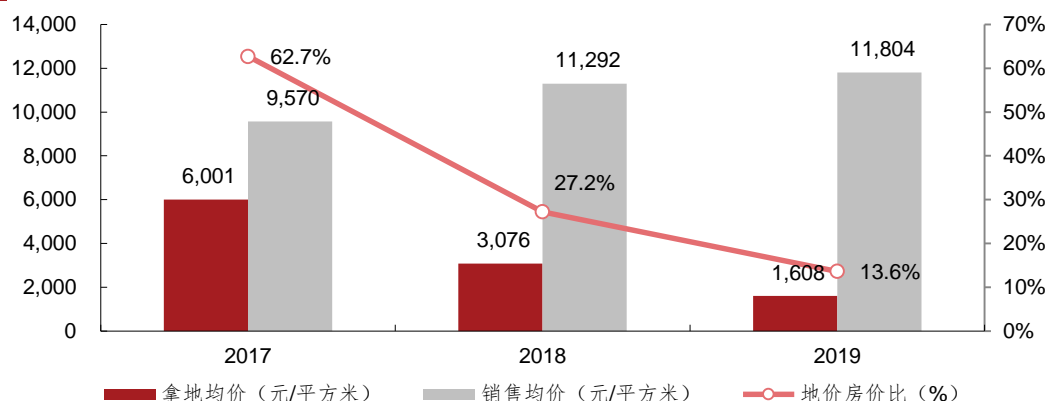
备注：拿地均价=拿地金额/新增土地的总建筑面积；2018 年及 2019 年公司的拿地金额包含以配发股份作为公司股权收购方式的对价金额，涉及的金额分别为沪源控股有限公司全部股权的对价 6.9 亿港元（约合 6.2 亿元人民币）以及徽源投资控股有限公司全部股权的对价 48.4 亿港元（约合 41.6 亿元人民币）。

2019 年，公司拿地均价 1,608 元/平方米，销售均价 11,804 元/平方米，计算出地价房价比为 13.6%，较 2018 年的 27.2% 下降 13.6 个百分点。公司逐年上升的销售均价与逐年下降的拿地均价，使公司的地价房价比呈现逐年下降趋势，对公司近



期内的盈利能力有一定的积极作用。

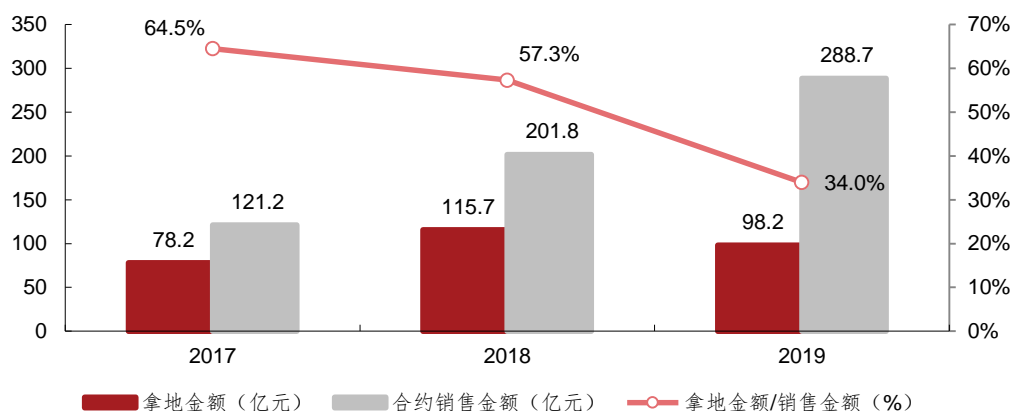
图 15: 2017-2019 年公司拿地均价、销售均价与地价房价比



数据来源：公司公告 业绩会资料 克而瑞证券研究院

2019 年公司的拿地金额为 98.2 亿（总口径金额，含 41.6 亿元配发股份的对价金额），占合约销售金额的 33.4%，相比 2018 年下降了 23.9 个百分点，来自大股东的支持使公司 2019 年拿地支出有所下降。

图 16: 2017-2019 年公司拿地金额、合约销售金额



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 2.4. 未来的拿地策略

公司管理层表示，公司未来将继续围绕长三角、粤港澳大湾区、重点省会等经济发达、人口净流入量大的城市等区域，通过招拍挂、收并购等多种途径相结合的方式继续深耕。大股东也会视市场情况、公司策略来逐步推进资产注入计划，持续支持上市公司的发展。



### 3. 物业投资

公司的物业投资主要包括出租商用物业（主要包括购物商场、零售店、办公室物业及停车场）。2019 年公司物业投资共计收入 2.1 亿元，同比增长 186.2%。增长的主要原因是由于投资物业竣工面积增加，进而出租面积增加。

公司的投资物业主要分布长三角，2019 年底总建筑面积达 209.4 万平方米，较 2018 年底增长 247.0%。已出租面积达 60.0 万平方米，实际出租率 27.2%，扣除未竣工项目后，出租率达到 82.0%。已竣工项目中，单位租金收入达 27.73 元/平方米/月。

表 5：公司投资物业概况与租金收入

	项目名称	城市	状态	持作投资的 总建筑面积 (平方米)	已出租建筑 面积 (平方 米)	2019 年租金 收入 (百万 元)	2018 年租金收入 (百万元, 未重 列)
1	公园一号	扬州	竣工	721	721	0.30	0.30
2	佳源世纪花园	扬州	竣工	8,653	8,653	1.20	0.90
3	佳源世纪景园	扬州	竣工	915	915	-	-
4	世纪天城荣御府	扬州	在建	4,537	4,537	-	-
5	佳源世纪天城	扬州	竣工	127,002	99,991	16.40	-
6	佳源雨润桂府	扬州	竣工	1,588	1,588	-	-
7	佳源玖珑湾	扬州	在建	24,928	-	-	-
8	佳源中心广场	泰州	竣工	47,567	47,567	2.40	1.80
9	威尼斯城	泰州	竣工	101,232	62,221	77.90	-
10	新天地	泰州	竣工	24,354	24,354	3.40	3.40
11	羌溪花苑	泰州	竣工	2,550	2,550	0.50	0.50
12	佳源名府	泰州	竣工	14,275	14,275	0.50	2.40
13	东方不夜城	泰州	竣工	34,419	34,419	8.80	5.80
14	鹊仙岛一号	泰州	竣工	10,428	10,192	2.40	3.00
15	古溪佳源中心广场	泰州	竣工	37,296	29,842	-	-
16	罗马都市	宿迁	竣工	43,886	37,534	1.30	3.20
17	佳源中心广场	常州	竣工	49,777	49,777	1.70	2.20
18	紫金华府	南京	竣工	55,124	30,575	12.60	-
19	佳源五星广场	南京	在建	20,000	-	-	-
20	梦想广场	上海	在建	21,260	21,260	38.70	36.80
21	奉城名都	上海	竣工	13,621	13,621	10.00	10.70
22	汇景华庭	上海	竣工	7,844	7,844	13.40	2.70
23	合肥巴黎都市	安徽	在建	216,729	67,240	13.60	-
24	和县中央城	安徽	在建	29,886	-	-	-
25	涡阳佳源星港城	安徽	在建	31,130	-	-	-
26	柬埔寨金边	柬埔寨	拟建	1,164,054	-	-	-
27	其他		竣工	-	-	5.80	-
	<b>总计</b>			<b>2,093,776</b>	<b>569,676</b>	<b>210.90</b>	<b>73.70</b>

数据来源：公司公告

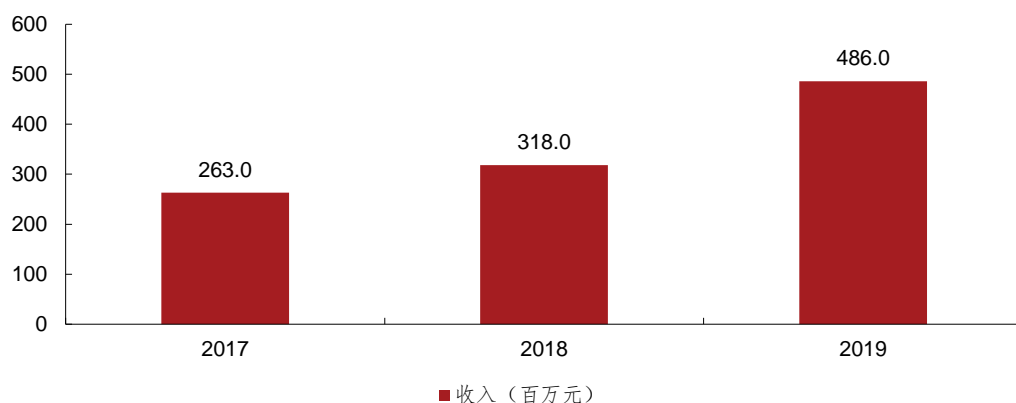
## 4. 物业管理

公司于 2018 年 9 月以发行股票方式（交易对价 6.9 亿港元）收购创源控股有限公司（简称“创源控股”），该公司之前由佳源集团控制人沈天晴先生全资持有，2019 年 1 月注入上市公司。

公司物业管理服务立足于浙江，延伸至上海、江苏、安徽、海南、重庆、北京等 20 个省市。2017 年至 2019 年，经重列的物业管理服务总收入分别为 2.63 亿元、3.18 亿元、与 4.86 亿元，CAGR 达到 36.1%，2019 年较 2018 年同比增长 52.64%。截至 2019 年底，物业管理面积达 3,704 万平方米，管理项目超过 190 个，涵盖住宅、商住综合体、写字楼、企事业单位等多种业态。

公开信息表示，公司管理层有意考虑物业板块分拆上市计划。

图 17：公司 2017-2019 年物业管理服务板块收入



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

注：2017 年与 2018 年为经重列后数据

## 5. 股东结构及重大公司事件

### 5.1. 股东结构

明源集团投资有限公司为佳源国际的最大股东，其持股比例为 69.26%，该公司由公司董事会主席沈天晴先生全资持有，沈天晴先生为公司实际控制人。

表 6：佳源国际控股股东结构，截至 2019 年 8 月

	股份数/千股	持股比例	股东类型
明源集团投资有限公司	2,731,811	69.26%	管理层持有
公众股东	1,212,411	30.74%	公众股东
合计	3,944,252	100.00%	

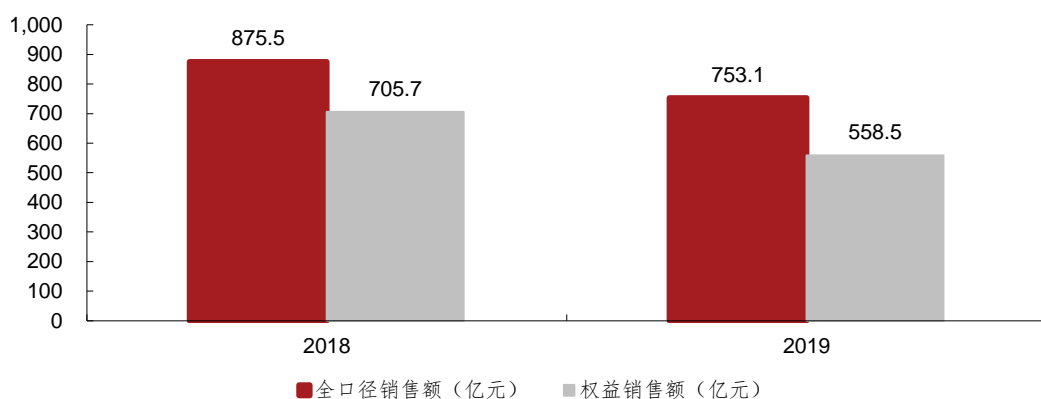
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

### 5.2. 佳源集团

沈天晴先生于 1995 年在浙江嘉兴创办佳源创盛控股集团有限公司，其业务涵盖房地产开发、电器零售、文化旅游、医疗养老、市政园林等，沈先生于 2016 年将集团中以江苏省为主的房地产开发项目进行资产重组，成立佳源国际并于港股上市。

佳源集团在克而瑞公布的 2019 年 1-12 月中国房地产企业销售榜 Top200 中，以 558.5 亿元的权益销售额，排名第 46 位。佳源集团 2019 年的全口径销售额达到 753.1 亿元，这相当于上市主体佳源国际控股 2019 年合约销售金额的 2.6 倍。

图 18：佳源集团 2018-2019 年全口径销售额及权益销售额



数据来源：克而瑞，克而瑞证券研究院

### 5.3. 重大事件

2018 年以来收购的三家公司均为公司实际控制人沈天晴全资持有，即沈先生将其资产不断注入公司。可以看出，目前资产注入是公司增长的主要动力之一。

表 7：佳源国际上市以来收并购

公告日期	并购标的	对价 (百万元)	股权 比例	估值 (百万元)	主营业务	支付对价 方式	备注
2019/4/26	徽源控股	4,155.2	100%	4,155.2	物业开发	发行股份	由沈先生全资持有
2018/9/19	创源控股	563.2	100%	563.2	物业管理	发行股份	由沈先生全资持有
2018/6/5	沪源控股	609.1	90%	676.8	物业开发	股份+现金	由沈先生全资持有
2017/12/29	深圳市松龄实业	320.0	51%	627.5	物业开发	现金	
2017/11/17	扬州雨润房地产开发	2,450.0	100%	2450.0	物业开发	现金	
2017/7/2	扬州嘉联	890.0	100%	890.0	物业开发	现金	
2016/10/17	恒力房地产南通有限公司	416.7	100%	416.7	物业开发	现金	

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 6. 未来战略

公司未来将继续深耕江苏并拓展全国业务。公司将继续通过兼并收购与招拍挂双管齐下，拓展业务规模，此外还将积极参与城市更新项目。

公司将坚持快速增长与高质量发展并重的原则，通过“快速开发，快速销售，快速回款”策略，实现规模效应。

公司将拓展融资渠道，管理层表示公司还将适时引入策略股东，优化资本结构。

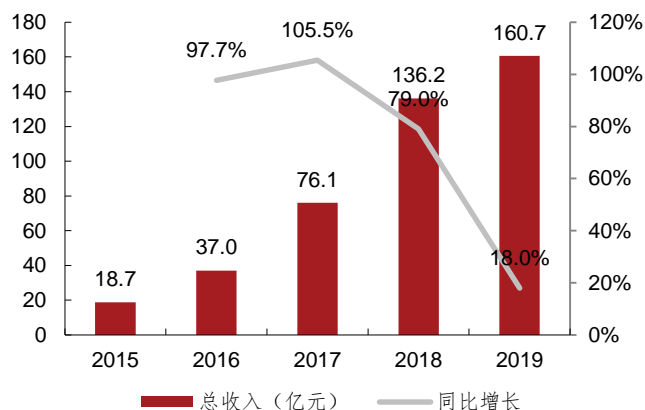
## 财务分析

受房地产行业政策调控大环境的影响,公司收入增速从2017年以来呈现明显的下降趋势。2019年公司实现收入160.70亿元,同比增长18.0%,较2018年79.0%的增速明显下降。2019年毛利率为32.6%,较2018年下降0.5个百分点。此外,公司实际所得税率增长,加之少数股东权益提升使公司2019年净利润同比下降8.2%,至20.51亿元。公司在保持增长的前提下积极控制有息负债的规模。2019年公司息有息负债共计174.0亿元,资产负债率80.8%,同比下降1.8个百分点;剔除已收预售按金的资产负债率为47.7%,同比下降5.4个百分点。2019年公司总债务成本为10.8%,同比上升0.9个百分点。基于和管理层沟通,我们预测2020年与2021年合约销售金额将达到360亿元与460亿元;2020年收入达到199.3亿元,2021年收入达到259.1亿元,同比增长分别为24.0%与30.0%。公司2020年与2021年的归母净利润将分别达到24.98亿元与31.49亿元,分别同比增长21.8%与26.0%。

### 1. 2015-2019 年财务分析及回顾

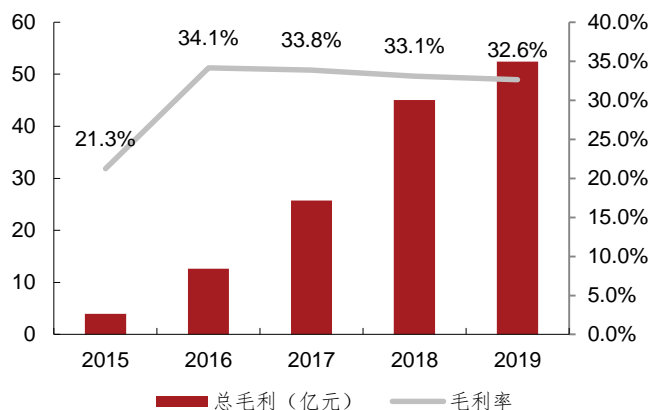
2015-19年,佳源国际的总收入从18.7亿元增长至160.7亿元,CAGR为71.2%;毛利从3.98亿元增长到52.42亿元,CAGR为90.5%。公司近年来毛利呈小幅下降趋势,但保持在33%左右水平。

图 19: 公司 2015-2019 年收入及同比增长



数据来源: 公司公告

图 20: 佳源国际 2015-19 年毛利及毛利率

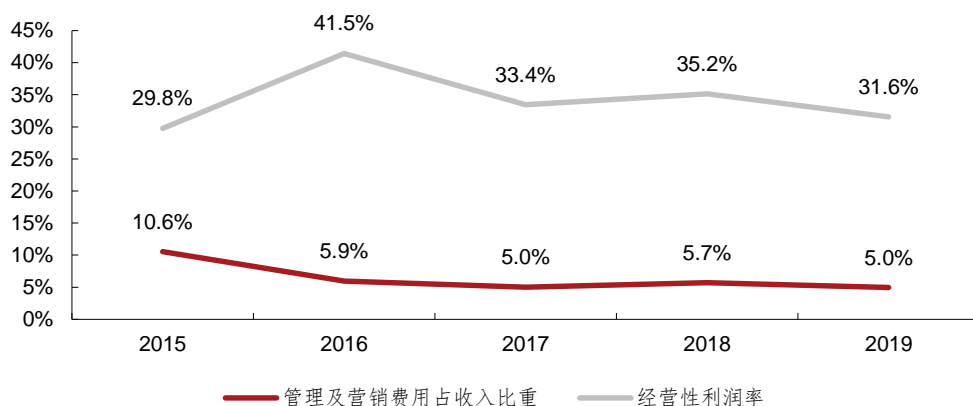


数据来源: 公司公告

由于2015年产生了一次性上市费用及当年营销费用率较高的原因,当年的管理及营销费用率较高,达到了10.6%,进而造成公司经营性利润率较低,为29.8%。后续年度公司营销及管理费用占比基本稳定在5%左右水平。公司经营性利润率自2017年以来一直保持在31-35%的水平。

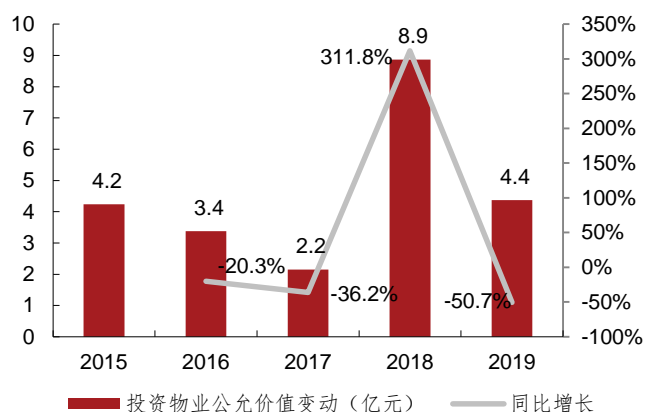
公司2019年产生投资物业公允价值变动4.4亿元,较2018年同比下降50.7%。如果扣除投资物业公允价值变动,则公司2019年调整后的经营性利润为46.3亿元,对应28.8%的调整后经营性利润率。公司2016-2019年调整后的经营性利润率从32.3%下降到28.6%。

图 21：公司 2015-2019 年经营性利润率及管理营销费用占比



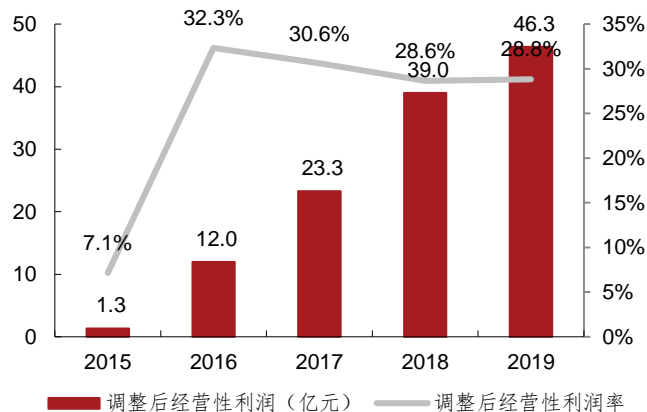
数据来源：克而瑞证券研究院

图 22：公司 2015-2019 年投资物业公允价值变动金额及同比增长



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 23：公司 2015-2019 年调整后经营性利润及利润率



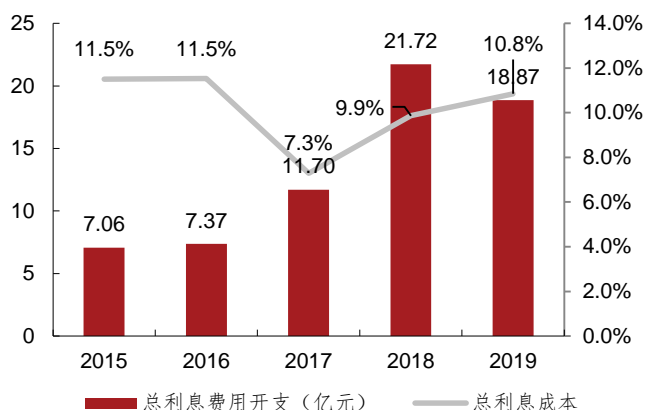
数据来源：公司公告

注：调整后经营性利润=经营性利润-投资物业公允价值变动

公司总利息费用从 2015 年的 7.06 亿元逐年增加至 2019 年的 18.62 亿元，又在 2019 年下降至 18.87 亿元。公司 2019 年总利息成本为 10.8%，较 2018 年上升 0.9 个百分点。利息费用的资本化率在 84.9%-93.2%之间。



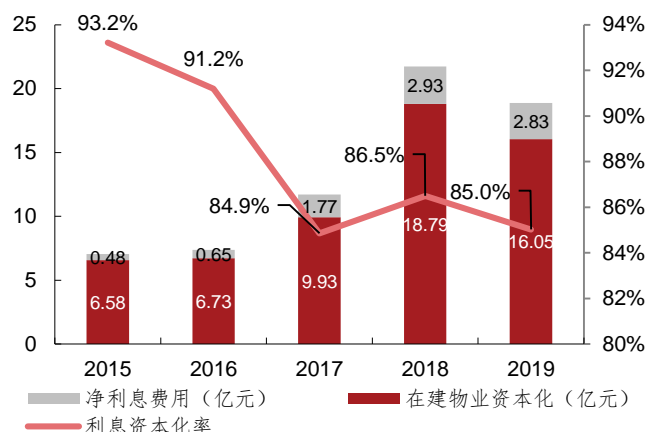
图 24: 公司 2015-2019 年利息开支与成本



数据来源: 克而瑞证券研究院

注: 总利息成本=总利息费用开支/(有息负债)

图 25: 公司 2015-2019 年资本化利息与净利息



数据来源: 克而瑞证券研究院

公司 2019 年实现归母净利润 20.51 亿元，同比下降 8.2%，2015-19 年 CAGR 为 61.9%。近年来公司实际税率有所升高，2019 年达到 48.6%。公司 2019 年归母净利率为 12.8%，较 2018 年下降 3.6 个百分点。此外，少数股东权益增大也导致归母净利润降低。

表 8: 公司 2015-2019 年利润表核心数据

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018	2019
总收入	18.73	37.02	76.07	136.16	160.70
总成本	-14.75	-24.38	-50.32	-91.12	-108.28
毛利润	3.98	12.64	25.75	45.04	52.42
毛利率	21.3%	34.1%	33.8%	33.1%	32.6%
经营性费用	-1.98	-2.20	-3.82	-7.79	-7.96
投资物业公允价值变动	4.24	3.38	2.15	8.87	4.37
其他收入/费用	-0.67	1.53	1.35	1.75	1.89
息税前利润	5.57	15.35	25.43	47.87	50.72
息税前利润率	29.8%	41.5%	33.4%	35.2%	31.6%
净财务收入/(费用)	-0.48	-0.65	-1.77	-2.93	-2.83
所得税	-1.98	-6.61	-10.22	-21.41	-23.29
实际税率	38.9%	44.9%	43.2%	47.7%	48.6%
少数股东权益	0.13	-0.02	0.12	1.17	4.10
归母净利润	2.99	8.11	13.33	22.35	20.51
归母净利率	15.9%	21.9%	17.5%	16.4%	12.8%

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

## 2. 2020-2021 年财务预测

基于管理层的盈利预期及我们的分析, 我们假设公司 2020 年与 2021 年合约销售金额将达到 360 亿元与 460 亿元, 我们预测公司 2020 年收入达到 199.3 亿元, 2021 年收入达到 259.1 亿元, 同比增长分别为 24.0%与 30.0%。

表 9：公司 2019-2021E 核心运营数据及假设

	2019	2020E	2021E
总收入（亿元）	160.7	199.3	259.1
物业开发收入（亿元）	153.7	190.9	248.6
合同销售金额（亿元）	288.7	360.0	460.0
合同销售面积（万方）	244.6	300.0	368.0
物业管理收入（亿元）	4.9	5.8	7.3
物业投资收入（亿元）	2.1	2.5	3.2

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

我们保守地假设公司毛利率水平在 2020 年与 2021 年有小幅下降，至 32%。公司的经营性费用率将较 2019 年有小幅收窄，使公司的息税前利润率在 2020 年与 2021 年分别为 30.5%与 29.7%。

我们预测公司 2020 年与 2021 年的归母净利润将分别达到 24.98 亿元与 31.49 亿元，分别同比增长 21.8%与 26.0%。

表 10：公司 2019-2021E 核心财务数据及预测

单位：百万元	2019	2020E	2021E
收入	16,070.2	19,927.0	25,905.1
毛利润	5,242.0	6,376.6	8,289.6
毛利率	32.6%	32.0%	32.0%
经营性费用	-795.7	-957.1	-1,244.2
其他收入/支出	625.9	649.4	657.3
息税前利润	5,072.2	6,068.9	7,702.7
息税前利润率	31.6%	30.5%	29.7%
净利息费用	-282.7	-396.7	-515.7
所得税	4,789.5	5,672.2	7,187.0
实际税率	48.6%	47.0%	47.0%
少数股东权益	409.8	508.2	660.6
归母净利润	2,050.7	2,498.1	3,148.5
归母净利率	12.8%	12.5%	12.2%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2019 年度业绩公布后管理层宣布派发每股 11 港仙，合计约 3.89 亿人民币，相当于 18.97%的股利支付率。预计公司未来股息率将保持在 19%的水平。

### 3. 资产负债表分析及预测

2019 年底公司在使用资本合计 242.37 亿元。从资产端看，其组成中大头来自于营运资本，占总体在使用资本的 52.3%。2019 年库存物业合计 342.12 亿元，占用公司较大的营运资本。从负债端看，公司净负债为 113.75 亿元，相当于在使用资本的 46.9%。尽管净利润水平有所下降，公司 2019 年 ROE 仍维持在双位数，即 20.8%的水平。

未来我们预测随着控股公司注入更多资产、控制负债总规模，公司的净负债率将继续维持在 45-50%之间的水平，公司 ROE 将继续维持在 20%以上的水平。

表 11: 公司 2015-2021E 资产负债表核心数据及预测

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
固定资产	85.5	87.0	133.8	132.9	147.4	165.5
投资物业	2,173.4	3,906.1	7,571.7	7,841.9	8,141.9	8,441.9
对外投资及其他	1,680.0	1,969.5	2,826.3	3,585.4	3,785.4	3,785.4
营运资本变动	5,565.3	12,412.3	18,305.5	12,676.8	18,158.1	21,328.7
在使用资本--资本端	<b>9,504.2</b>	<b>18,374.9</b>	<b>28,837.3</b>	<b>24,237.0</b>	<b>30,232.8</b>	<b>33,721.5</b>
净负债/(净现金)	5,418.1	10,258.6	17,414.0	11,374.5	14,753.0	14,907.3
长期负债项	770.9	1,123.7	886.6	1,025.3	1,025.3	1,025.3
所有者权益	3,315.3	6,992.7	10,536.7	11,837.2	14,454.5	17,788.9
在使用资本--负债端	<b>9,504.2</b>	<b>18,374.9</b>	<b>28,837.3</b>	<b>24,237.0</b>	<b>30,232.8</b>	<b>33,721.5</b>
<b>ROE</b>	<b>25.3%</b>	<b>19.2%</b>	<b>24.6%</b>	<b>20.8%</b>	<b>20.7%</b>	<b>21.2%</b>

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

## 4. 债务分析

国际评级机构穆迪在 2019H2 两次提升佳源的公司家族评级, 由 Caa1 提升至 B2。评级展望为稳定。

表 12: 际评级机构穆迪在 2019H2 两次提升佳源的公司家族评级

评级生效时间	目前评级	原先评级	评级机构	评级性质
2019.10.8	B2	B3	穆迪	家族评级
2019.7.25	B3	Caa1	穆迪	家族评级
2019.5.15	Caa1	Caa1	穆迪	家族评级
2019.1.23	Caa1	B2	穆迪	家族评级
2017.9.25	B2	-	穆迪	家族评级

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

同时, 2019 年 7 月国际评级机构标普公开给予公司长期发行人信贷评级 B 级。

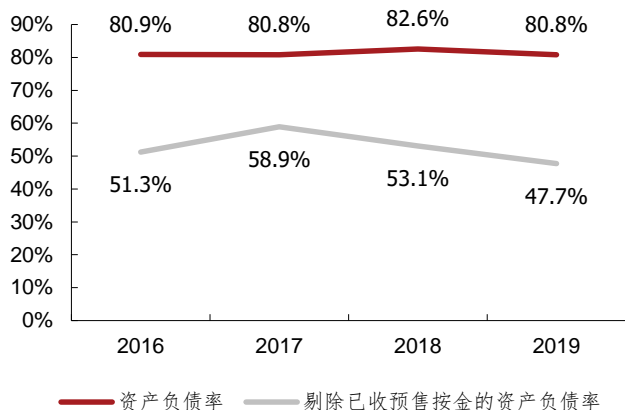
表 13: 2019 年 7 月国际评级机构标普公开给予公司长期发行人信贷评级 B 级

评级生效时间	目前评级	原先评级	评级机构	评级性质
2019.7.25	B	-	标普	长期发行人信贷评级

数据来源: 克而瑞证券研究院

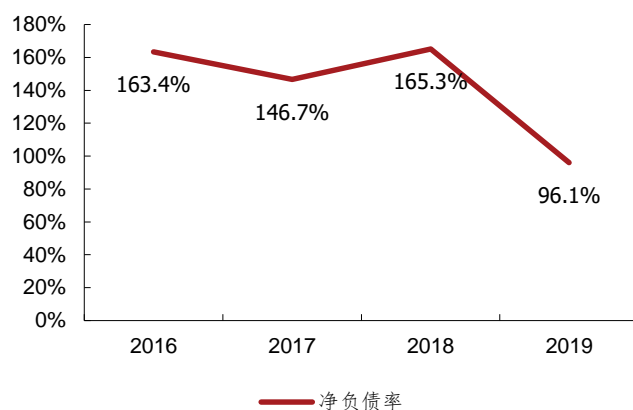
2019 年公司资产负债率 80.8%, 同比下降 1.8 个百分点, 公司 2016-19 年间资产负债率基本维持在该水平; 剔除已收预售按金的资产负债率为 47.7%, 同比下降 5.4 个百分点。公司净负债率也于 2019 年下滑至 96.1%, 同比下降 69.2 个百分点, 可以看出公司正在加大力度降低自身负债率。

图 26: 公司 2016-2019 年资产负债率以及剔除已收预售按金的资产负债率



数据来源: 克而瑞证券研究院

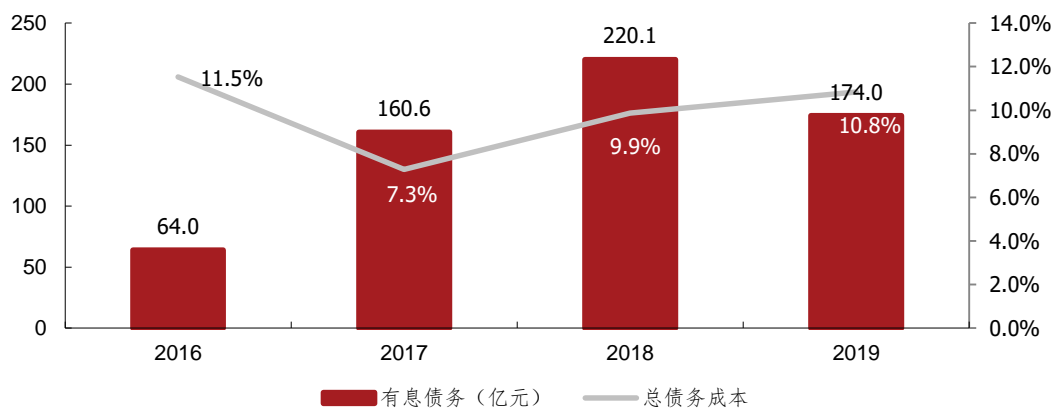
图 27: 公司 2016-2019 年净负债率



数据来源: 克而瑞证券研究院

2019 年公司有息负债共计 174.0 亿元, 同比减少 46.1 亿元, 公司自 2016 年以来由于发展需要有息负债高速增长, 但已于 2019 年有所减少。2019 年公司总债务成本为 10.8%, 同比上升 0.9 个百分点。

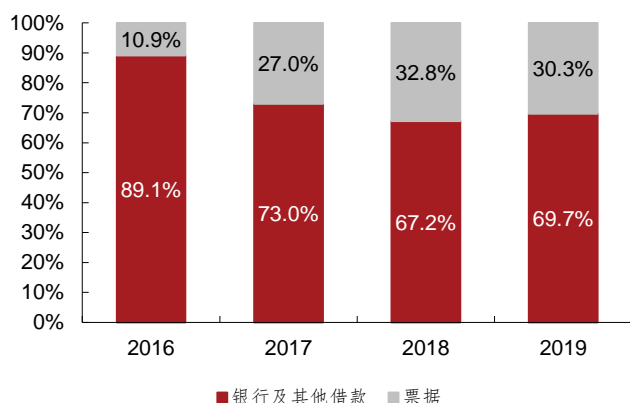
图 28: 公司 2016-2019 年有息负债及总债务成本



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

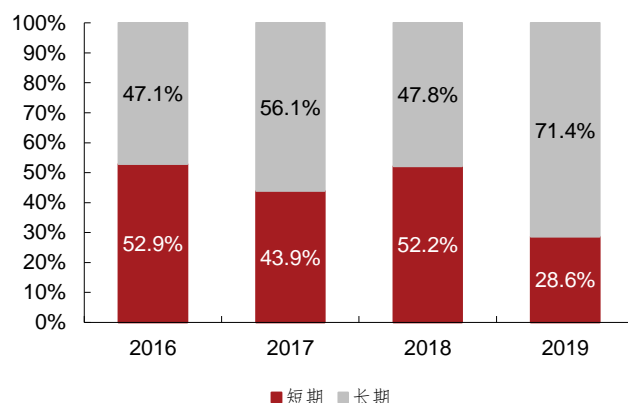
公司总债务成本近年来有所上升的原因有以下两点: 1) 公司有意降低银行借贷占比, 提升自身市场融资能力, 2016-19 年间银行借款的占比在不断降低, 从 89.1% 降至 69.7%, 而票据融资的比例由 10.9% 增长至 30.3%; 2) 公司近年来不断优化负债结构, 坚持“短债转长债”, 提升长期有息负债比例: 长期有息负债占比由 2016 年的 47.1% 上升至 2019 年的 71.4%。

图 29：公司 2016-2019 年有息负债拆分-按类型划分



数据来源：克而瑞证券研究院

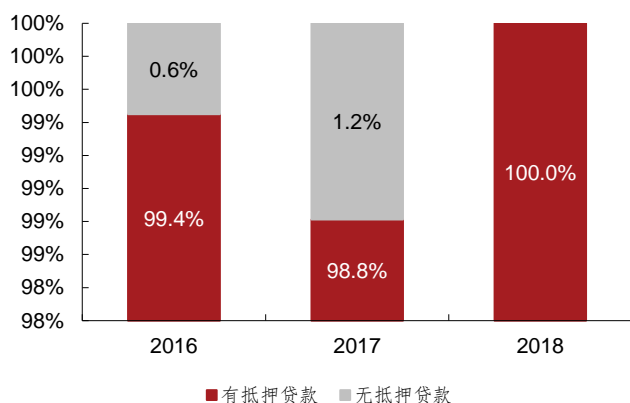
图 30：公司 2016-2019 年有息负债拆分-按期限划分



数据来源：克而瑞证券研究院

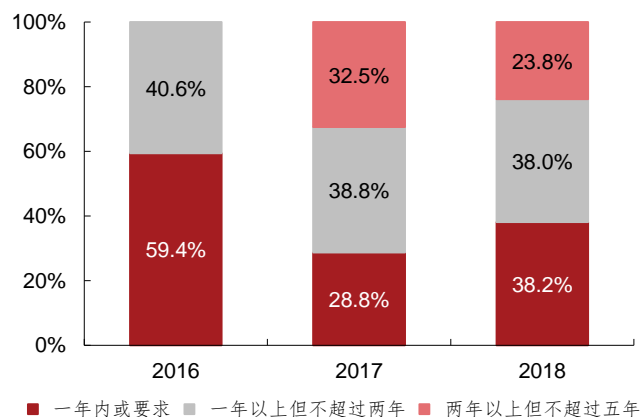
从银行及其他借款的构成来看：基本上 100% 的银行借款均为有抵押贷款；2018 年 38.2% 的贷款期限在一年以内，38.0% 的贷款期限在 1-2 年，23.8% 的贷款期限在 2-5 年，公司目前没有期限在 5 年以上的银行借贷。

图 31：公司 2016-2018 年银行及其他借款-按有无抵押划分



数据来源：克而瑞证券研究院  
注：2018 年数据未经重列

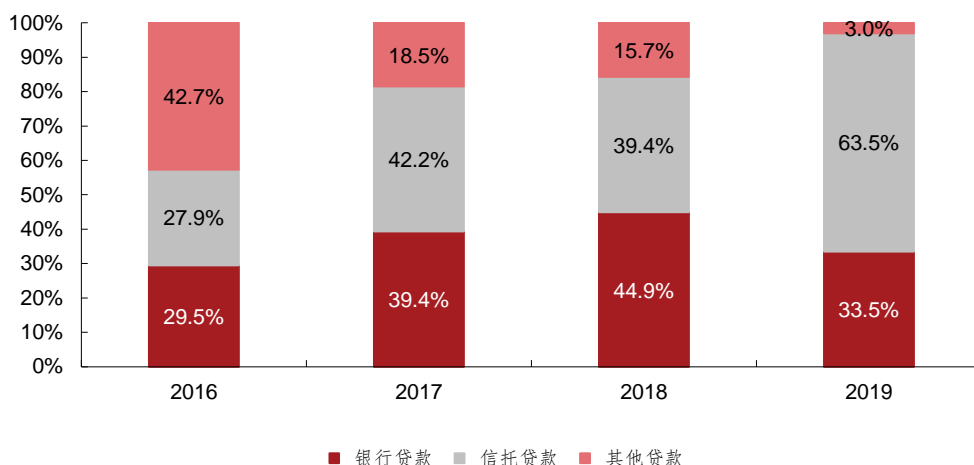
图 32：公司 2016-2018 年银行及其他借款-按期限划分



数据来源：克而瑞证券研究院  
注：2018 年数据未经重列

从长短期借贷的构成来看，银行借贷占比大约在 30%-50%，信托贷款占比大约在 30%-60%，尤其是 2019 年的占比大幅提升；其他贷款占比逐年下降：由 2016 年的 42.7% 降至 2019 年的 3.0%。

图 33：公司 2016-2018 年银行及其他借款-按种类划分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

今年增加的 18.7 亿元的信托贷款中，有 4.3 亿为公司 2019 年 9 月发行的购房尾款 ABS：公司于 2019 年 9 月 26 日在上交所发行一笔 ABS，该笔 ABS 实际融资主体为公司间接全资子公司“泰兴市明源房地产开发有限公司”，底层资产为公司的购房尾款应收账款。该产品为三层分层设计，总融资额 4.34 亿人民币，每层融资期限均为 2.5 年，承销人为金元证券。

表 14：公司购房尾款 ABS 详情

分层设计	金额 (亿人民币)	期限	票息率
优先 A	2.73	2 年 6 个月	7.10%
优先 B	1.17	2 年 6 个月	8.10%
次级	0.44	2 年 6 个月	无固定

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

各种贷款渠道的利率水平如下：银行借贷利率水平低于信托贷款和其他贷款。

表 15：公司 2016-2018 年各种贷款渠道利率水平

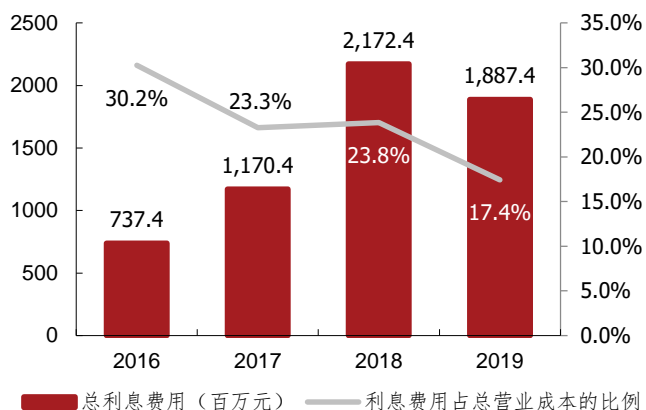
	2016	2017	2018
银行贷款	1.72%-15.96%	1.35%-9%	1.9%-10.5%
信托贷款	9.8%-14.5%	8.5%-10%	9%-15%
其他贷款	9.5%-20%	9%-9.5%	9%-13.5%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

从票据融资情况来看，截至 2019 年底，公司未到期的票据金额共计 52.75 亿人民币。其中 2019 年 5 月和 2019 年 12 月发行的两笔均是为了替换公司快要到期的短债。公司 2019 年的总利息费用约为 18.9 亿元，较去年下降 2.85 亿元，而利息费用占总营业成本的比重有所下降：从 2016 年的 30.2%下降至 2019 年的 17.4%；不仅如此，公司利息费用中资本化部分的占比也在逐年下降：从 2016 年的 91.2%降至 2019 年的 85.0%。

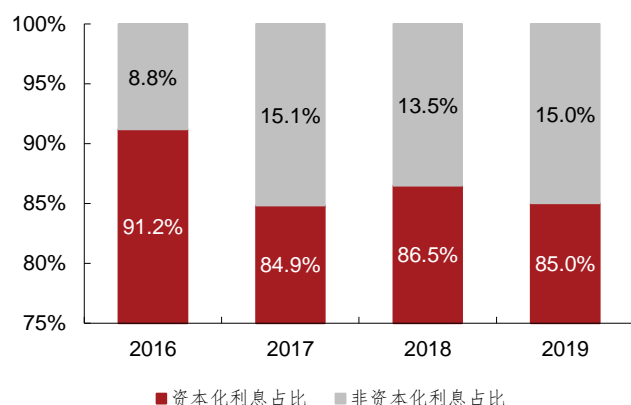


图 34：公司 2016-2019 年总利息费用及其占总营业成本比例



数据来源：克而瑞证券研究院

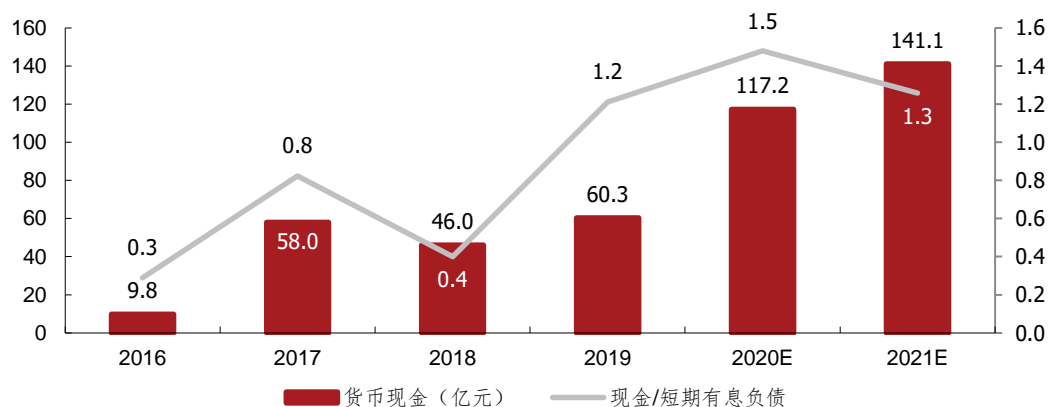
图 35：公司 2016-19 年资本化及非资本化利息占比



数据来源：克而瑞证券研究院

公司 2019 年账上现金 60.3 个亿，较 18 年增加 14.3 亿元，且 2019 年货币资金/短期有息负债的比例首次大于 1，主要是由于公司短债转长债的策略以及收购安徽资产包改善了运营资本结构。

图 36：公司 2016-2021E 货币资金及货币资金/短期有息负债



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 评级指南及免责声明

## 披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司, 母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

## 分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见; 分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系; 分析师并不直接受其他业务部门监管, 除了向 CEO 直接汇报外, 分析师亦无须向其他业务主管汇报; 分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券; 分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司; 分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序, 以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序, 并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序(ChineseWall), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

## 投资评级定义

## 公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅(复权后)超 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅(复权后)介于 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避: 公司股价跌幅(复权后)超 5%以上

## 重要声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司,其股东,及其关联公司,或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是,本文所表达的意见,估算和预测完全是本文作者的意见,估计和推测,而不是作为上述被研究公司,其股东,及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见,估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息,但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实,以及其中所表达的意见,估计,预测和推测,截至本报告日期,如有变更,恕不另行通知。对于本报告所含信息,意见,估计,预测和推测的公正性,准确性,完整性或合理性,不作任何明示或暗示的陈述或保证,也不应依赖于这些信息,意见,估计,预测和推测的公正性,准确性,完整性或合理性,而且克而瑞证券有限公司,上述被研究公司,其股东,或任何其他人,对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失,均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约,邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约,邀请或要约招揽的一部分,本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础,也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定,必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考,不得以任何目的复制,分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国,加拿大或日本取得或传送,也不得在美国,加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制,持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

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。

本报告所载之意见,估计,预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前,客户应考虑该等意见是否适合其特定情况,并在必要时寻求专业建议。

预测,推测和估值纯属猜测,且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测,推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测,推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产,未经克而瑞事前书面同意,任何人士或机构均不得复制,分发,传阅,广播或作任何商业用途,而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险,过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情,包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CENo. BAL779),为香港证券及期货事务监察委员会持牌人,获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。