

佳源國際(2768.HK)

長三角土儲豐富，未來前景看俏

買入(首次評級)

目標價：4.03 港元

最新價：3.18 港元

- 佳源國際為國內一間物業開發商，主要在中國各大城市開發大型住宅及商業綜合體。業務分成三大部分，包括物業開發、物業投資以及物業管理服務。物業開發分部主要銷售住宅或商用物業，為公司核心收入來源。項目遍布長三角、大灣區、中西部省會城市以及一帶一路沿線國家。
- 佳源國際積極拓展其土地儲備，截至 2020 年 6 月底止，公司擁有土地儲備面積合共 1,723.8 萬平方米，約六成集中於長三角(江蘇、安徽及上海市)，其餘分布於大灣區及一帶一路沿線和重點省會城市，貨值逾 2,000 億人民幣。隨著長三角常住人口增加以及軟硬件配套完善，將有助提高旗下物業每平方呎價及樓盤需求，利好中長線合約銷售表現。
- 佳源國際旗下的「佳源服務」為綜合物業管理服務供應商，目前分拆佳源服務獨立於聯交所主板上市正在推進中，預期有助佳源國際釋放物業管理業務價值。同時，佳源服務通過獨立上市，將擴闊融資渠道和籌集額外資金，用於擴充業務規模和收購之用。

基本資料

總股數(百萬股)	4055.7
市值(億港元)	13546.2
行業	房地產
52 週最高價(港元)	3.93
52 週最低價(港元)	2.57
發布日期	2020 年 11 月 5 日

分析員

何啟俊 CFA, FRM
Bevis.ho@elstone.com.hk
+852 3725-4353

盈利預測及投資建議

- 預期公司 2020 和 2021 年歸屬於母公司股東淨利潤分別為 25.7 億和 28.6 億人民幣，相當於每股盈利 0.63 元和 0.70 元人民幣。本港上市同業 2020 及 2021 年度加權平均預測市盈率為 6.7 倍及 5.8 倍，佳源國際估值明顯較同業折讓，加上預測股本回報率比同業平均優勝。我們首次覆蓋，並給予「買入」評級，目標價 4.03 港元，相當於 2021 年度預測市盈率 5.2 倍，潛在上升空間約 26.7%。

人民幣	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(百萬元)	16070.2	18732.8	21183.5	25043.8
按年變動(%)	18.0%	16.6%	13.1%	18.2%
歸母淨利潤(百萬元)	2050.7	2573.7	2857.5	3281.5
按年變動(%)	-8.2%	25.5%	11.0%	14.8%
每股收益(元)	0.52	0.63	0.70	0.81
每股賬面值(元)	3.0	3.4	4.1	5.1
市盈率(倍)	5.5	4.5	4.1	3.5
市賬率(倍)	0.95	0.85	0.70	0.56

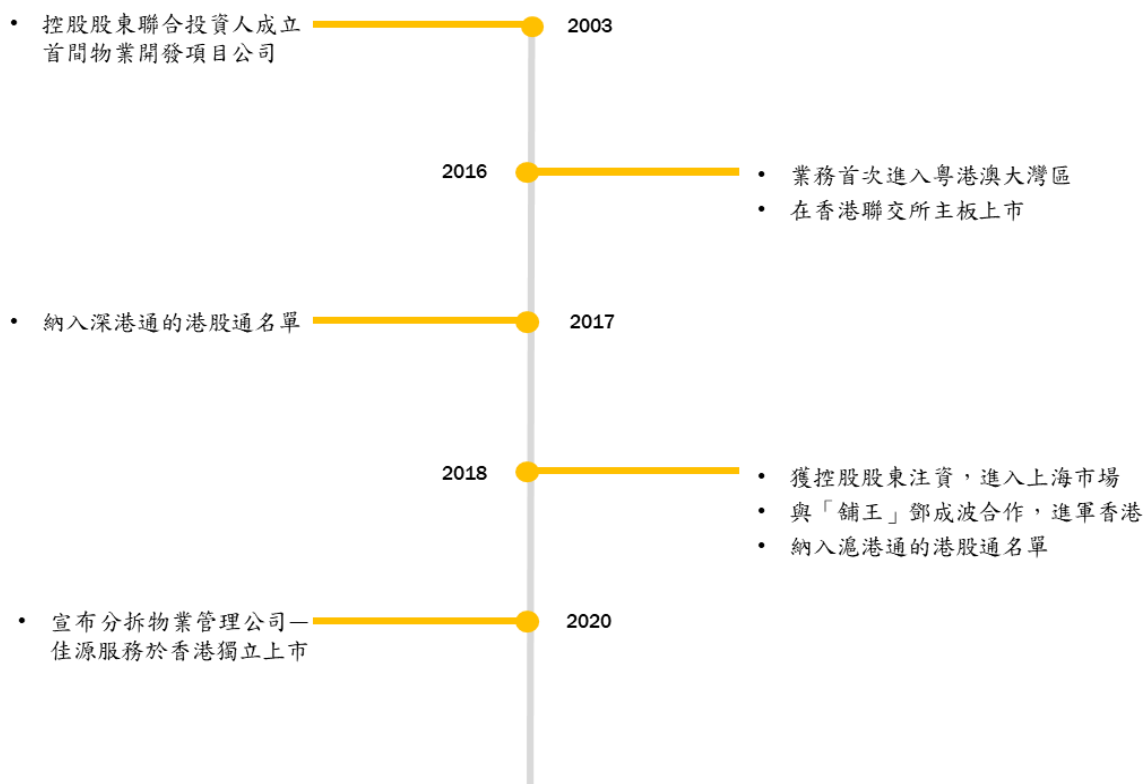
來源：公司資料，千里碩證券研究部

公司概覽

簡介

- 佳源國際為國內一間物業開發商，主要在中國各大城市開發大型住宅及商業綜合體。公司的發展歷史最早可追溯至2003年，現任控股股東兼主席沈天晴聯合其配偶及一眾獨立投資人合共成立首間物業開發項目公司—揚州廣源。成立以來，公司深耕於江蘇及安徽省一帶。
- 直至2016年，公司首次進入粵港澳大灣區，同年於香港聯交所主板掛牌。2018年，公司獲沈天晴注入資產，進軍上海市場，又夥拍香港「舖王」鄧成波(鄧氏)開拓香港市場。時至今日，公司業務已經遍布長三角、大灣區、中西部省會城市以及一帶一路沿線國家。於2020年10月份，公司宣布分拆旗下物業管理服務供應商—佳源服務獨立上市。

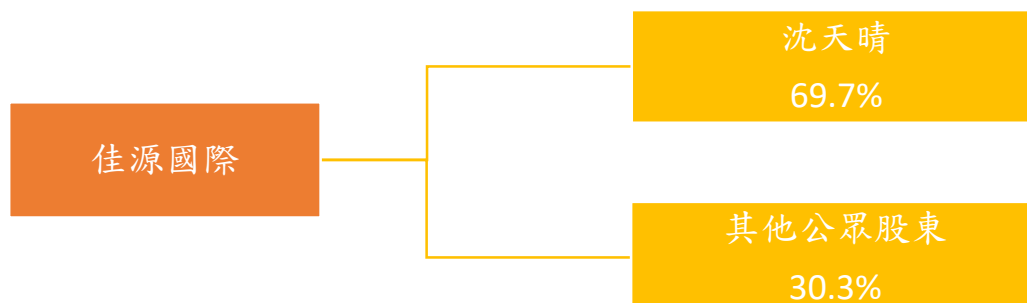
佳源國際發展流程圖



來源：公司資料，千里碩證券研究部整理

股權架構

- 佳源國際大股東為創辦人兼主席沈天晴，其持股比例為 69.7%。其他公眾股東的持股量為 30.3%。

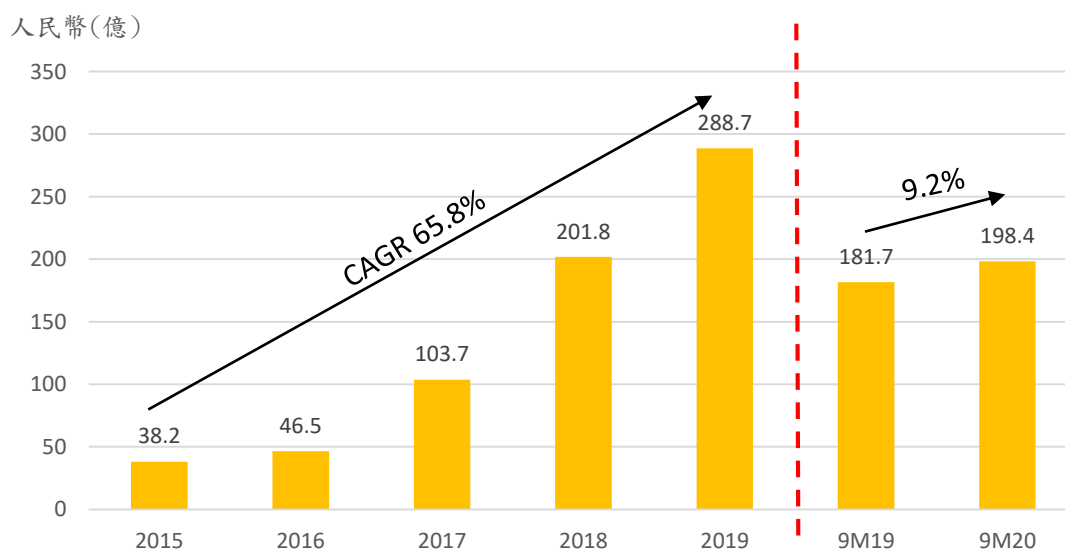


來源：披露易，經千里碩證券研究部整理

業務

- 佳源國際的業務分成三大部分，包括物業開發、物業投資以及物業管理服務。物業開發分部主要銷售住宅或商用物業，為公司核心收入來源。承上文，公司發展初期集中在長三角一帶，特別是江蘇及安徽省，其後拓展至粵港澳大灣區、中西部省會城市，以至一帶一路沿線國家。截至 2020 年 6 月底止，公司在中國物業組合有 81 個。
- 過去公司銷售規模快速增長，2015 至 2019 年期間，合約銷售金額的複合年增長率為 65.8%。根據最新公布的銷售數據顯示，2020 年首 9 個月合同銷售金額為 198.4 億人民幣，同比上升 9.2%，完成全年銷售目標 360.0 億人民幣的 55.1%。

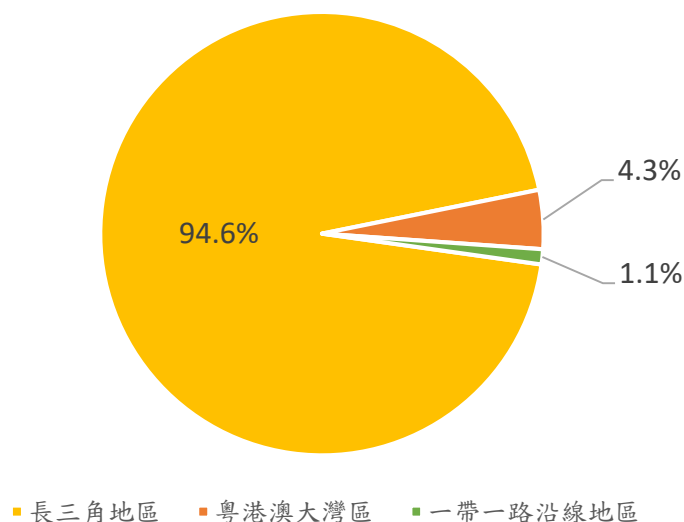
合約銷售金額



來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

- 按地區分布，公司合約銷售金額絕大部分貢獻自長三角地區，2020年上半年佔約94.6%銷售金額。大灣區及一帶一路沿線和重點省會城市則分別佔4.3%及1.1%。期內，熱銷樓盤包括揚州桂府、華府、合肥巴黎都市及亳州星港城等。

2020年上半年合約銷售地區分布



來源: 公司資料, 經千里碩證券研究部整理

2020年上半年部分熱銷樓盤



揚州桂府、華府



合肥巴黎城市

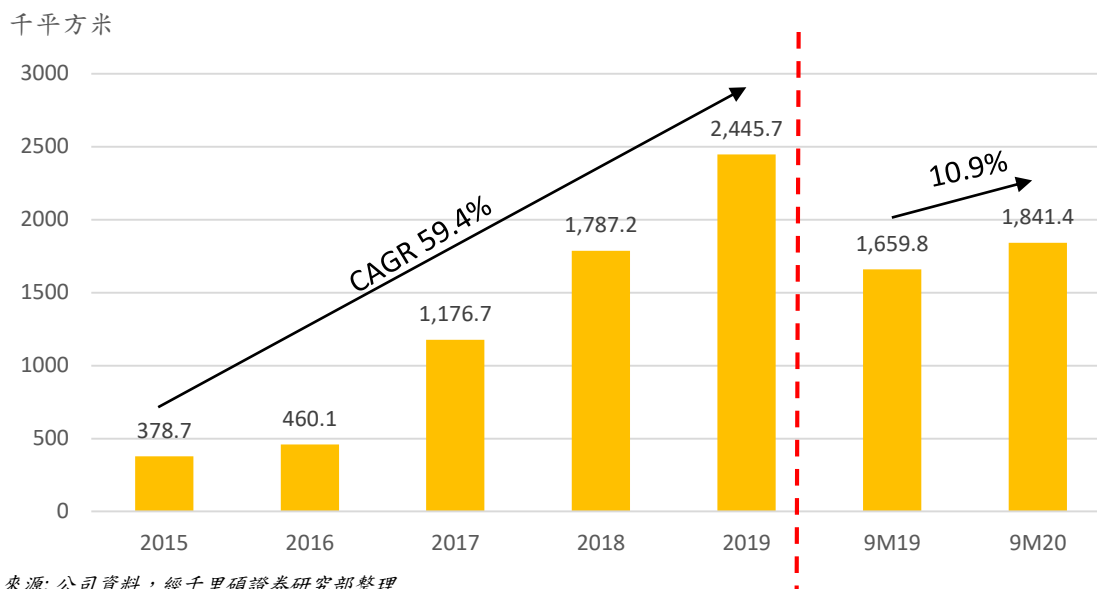


亳州星港城

來源: 公司資料

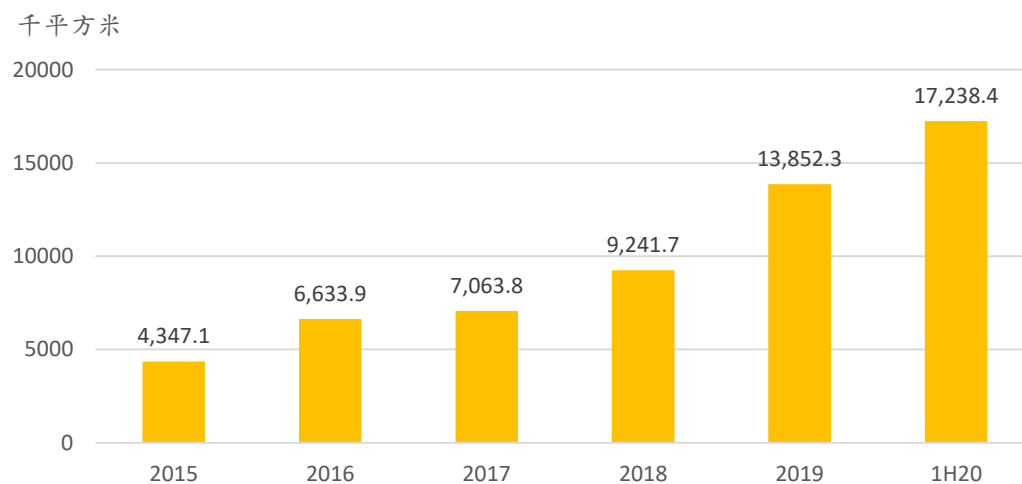
- 至於合約銷售面積方面，2015至2019年期間的複合年增長率為59.4%。截至2020年首9個月，合約銷售面積為1,841.4千平方米，較2019年同期上升10.9%。

合約銷售面積

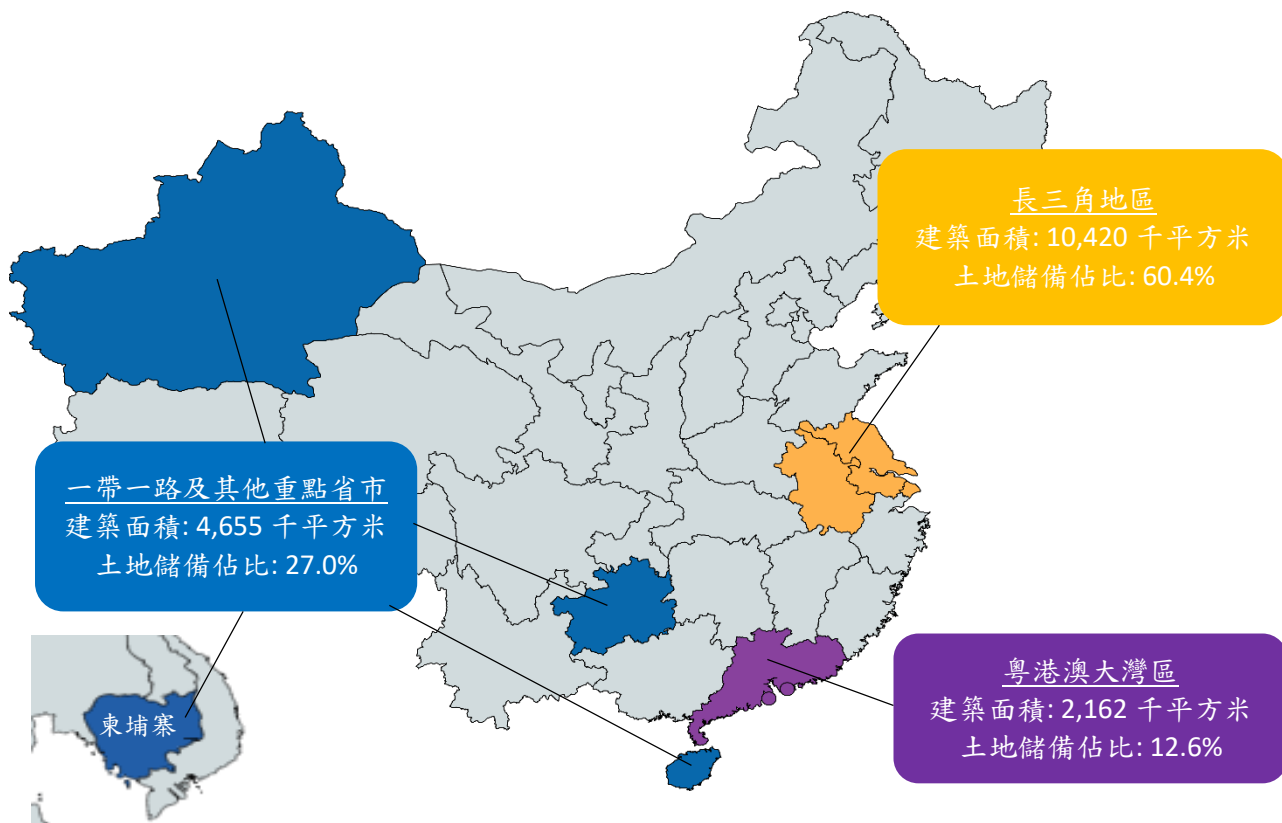


- 土地儲備為房地產企業賴以生存的重要資產。過去佳源國際積極拓展其土地儲備，截至2020年6月底止，公司擁有土地儲備面積合共1,723.8萬平方米，約六成集中於長三角(江蘇、安徽及上海市)，其餘分布於大灣區及一帶一路沿線和重點省會城市，貨值逾2,000億人民幣。
- 縱使今年上半年受到疫情影響，公司仍通過招拍掛及併購方式收購19個項目，新增土地儲備面積為432.3萬平方米，代價為68.7億人民幣。公司首次踏足惠州和凱里市場。

土地儲備總建築面積



2020年上半年土地儲備分布圖

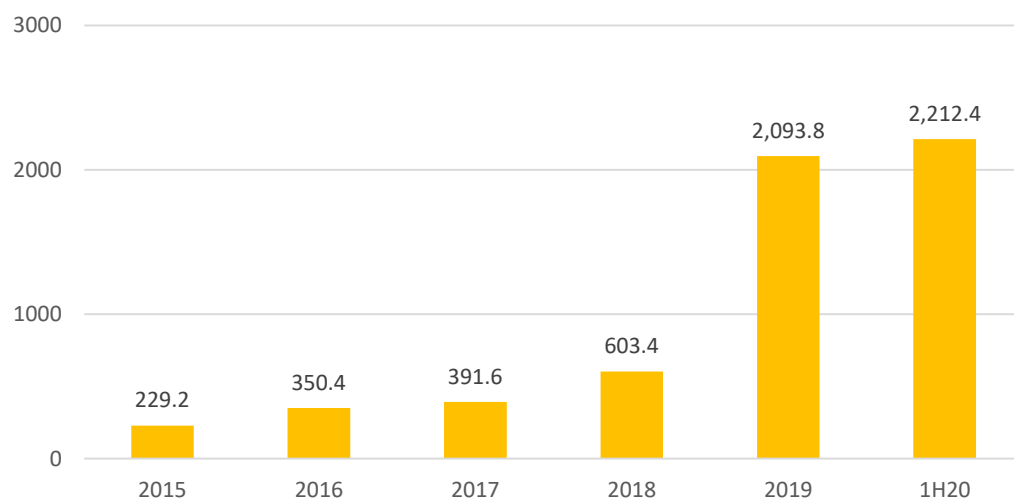


來源: <https://mapchart.net/>, 經千里碩證券研究部整理

- 佳源國際會保留部分自主開發的商用物業所有權，視作物業投資，以收取租金作為經常性收入。截至2020年6月底止，投資物業的建築面積逾200萬平方米，分布於長三角地區及東埔寨。

投資物業總建築面積

千平方米



來源: 公司資料, 經千里碩證券研究部整理

部分物業投資項目



上海夢想廣場



合肥佳源廣場

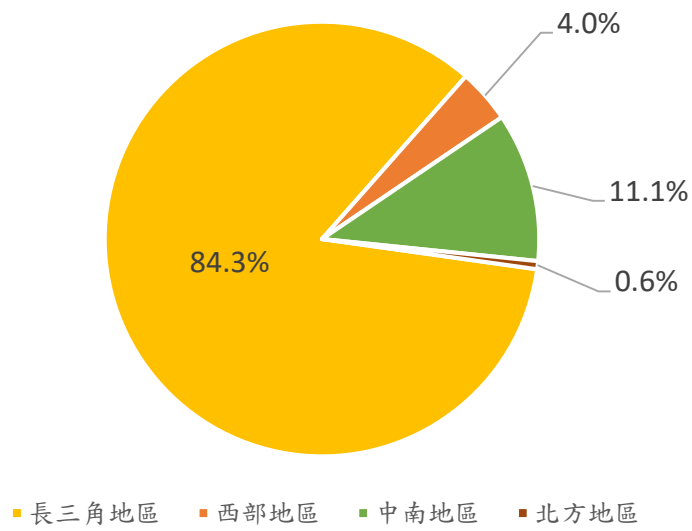


南京佳源夢想廣場

來源：公司資料，千里碩證券研究部整理

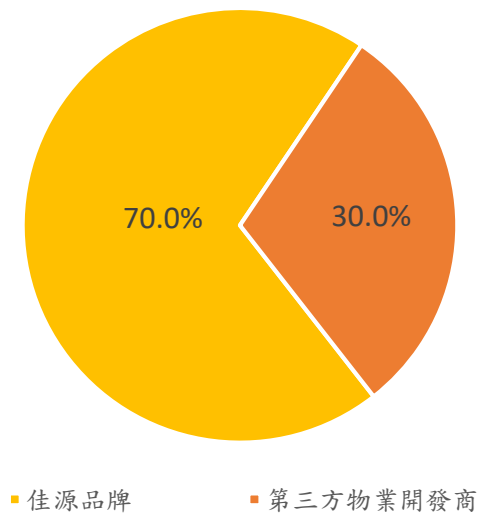
- 佳源國際旗下的「佳源服務」為綜合物業管理服務供應商，目前分拆佳源服務獨立於聯交所主板上市正在推進中，預期有助佳源國際釋放物業管理業務價值。同時，佳源服務通過獨立上市，將擴闊融資渠道和籌集額外資金，用於擴充業務規模和收購之用。
- 根據中國指數研究院報告，佳源服務在2020年中國物業服務百強企業名列第35位。截至2019年底，在管物業數目達到141個，遍布於14省份中的38個城市，合計在管建築面積為2,614萬平方米。當中約85.0%屬於住宅物業，其餘為非住宅物業(商業物業、辦公室、教育機構等)。以區域在管建議面積計，與佳源國際一樣，公司業務集中於長三角地區，佔比達到84.3%，其他項目分布於西部、中南及北方地區。佳源服務對佳源國際有一定依賴性，約七成項目來自佳源地產品牌。
- 財務表現方面，佳源服務收入由2017年的2.1億人民幣，增加至2019年的4.5億人民幣，2017至19年的複合年增長率為47.2%；年內利潤由2017年的1834.9萬人民幣，上升至2019年的5021.4萬人民幣，2017至19年的複合年增長率為65.4%。

在管建築面積地區分布



來源: 公司資料, 經千里碩證券研究部整理

在管建築面積來源



來源: 公司資料, 千里碩證券研究部整理

前景展望

長三角地區發展受國策驅動

- 長三角地區位於中國東部沿海地區，經濟發展較快，屬於國內重要經濟圈之一。長三角最早起源於1982年末成立的上海經濟區，其後將更多省市納入，令長三角地區面積和規模日漸壯大。從廣義的角度而言，長三角泛指浙江、江蘇、安徽三省以及上海市，面積達到36萬平方公里。
- 2019年12月，國務院發布《長江三角洲區域一體化發展規劃綱要》，當中提到至2025年，長三角一體化取得實質進展，包括城市鄉村等區域協調發展，並在科創產業、基礎設施、生態環境及公共服務等領域基本實現一體化。就上述提到的範疇，規劃綱要列明具體目標。

《長江三角洲區域一體化發展規劃綱要》目標

領域	具體目標
城鄉區域協調發展格局基本形成	2025年，中心區域鄉居民收入差距控制在2.2:1以內 中心區人均GDP與全域人均GDP差距縮小到1.2:1 常住人口城鎮化率達到70%
科創產業融合發展體系基本建立	2025年，研發投入強度達到3%以上 科技進步貢獻率達到65% 高技術產業產值佔規模以上工業總產值比重達到18%
基礎設施互聯互通基本實現	2025年，鐵路網密度達到507公里/萬平方公里 高速公路密度達到5公里/百平方公里 5G網路覆蓋率達到80%
生態環境共保聯治能力顯著提升	2025年，細顆粒物(PM2.5)平均濃度總體達標 地級及以上城市空氣品質優良天數比率達到80%以上 跨界河流斷面水質達成率達到80% 單位GDP能耗較2017年下降10%
公共服務便利共用水準明顯提高	2025年，人均公共財政支出達到2.1萬元 勞動年齡人口平均受教育年限達到11.5年 人均期望壽命達到79歲

來源：國務院，千里碩證券研究部整理

- 為配合長三角一體化的發展方針，國家發改革聯合交通運輸部於2020年4月發表《長江三角洲區交通運輸更高質量一體化發展規劃》，要求加快推進長三角地區對外交通、城際交通、都市圈交通高效銜接和有機融合，提升港口群和機場群覆蓋範圍，提升一體化運輸效率、服務質量和融合水準，建構現代化綜合交通運輸體系。
- 在國策大力支持下，預計長三角地區未來的發展會提速，而且在國務院提

出的《規劃綱要》中，不止著眼於硬件，亦兼顧科創、環保以及民生等領域，有助加強地區軟實力及均衡發展。隨著人口城鎮化以及生活質素提高，預料會吸引更多人口遷入長三角地區居住，相信會提振住屋的剛性需求。

佳源有六成土儲位於長三角地區

- 承上文，截至 2020 年 6 月底止，佳源國際擁有土地儲備面積合共 1,723.8 萬平方米，估算足夠滿足未來 5 年的發展。值得關注是，公司約六成集中於長三角(江蘇、安徽及上海市)，隨著長三角常住人口增加以及軟硬件配套完善，將有助提高旗下物業每平方呎價及樓盤需求，利好中長線合約銷售表現。
- 一般而言，下半年為房地產發展商的銷售旺季，各發展商紛紛加快推盤進度，佳源國際亦不例外。公司於下半年將有多個焦點項目推售，包括烏魯木齊絲路文化城、南京佳源廣場及泰興威尼斯城等，為下半年合約銷售增長注入新動力，預料佳源國際可達成 2020 全年銷售目標。

2020 年下半年部分推售項目



烏魯木齊絲路文化城



南京佳源廣場



泰興威尼斯城

來源：公司資料

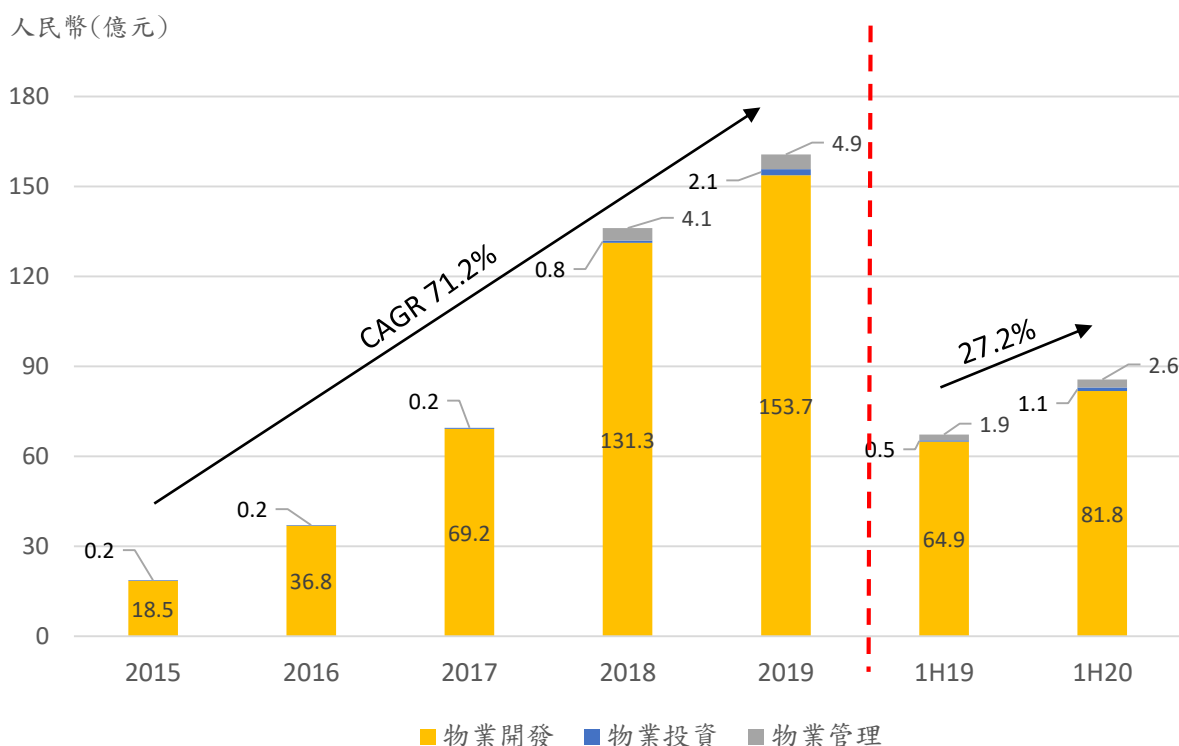
- 另一方面，公司位於泰州的大型項目投入營運，加上陸續在其他省份或柬埔寨的投資物業將會放租，將增加穩定的收入來源。截至2020年6月底止，已出租建築面積為564.1千平方米，僅佔物業投資總建議面積約25.5%，反映未來租金收入仍有很大的增長潛力。

財務分析

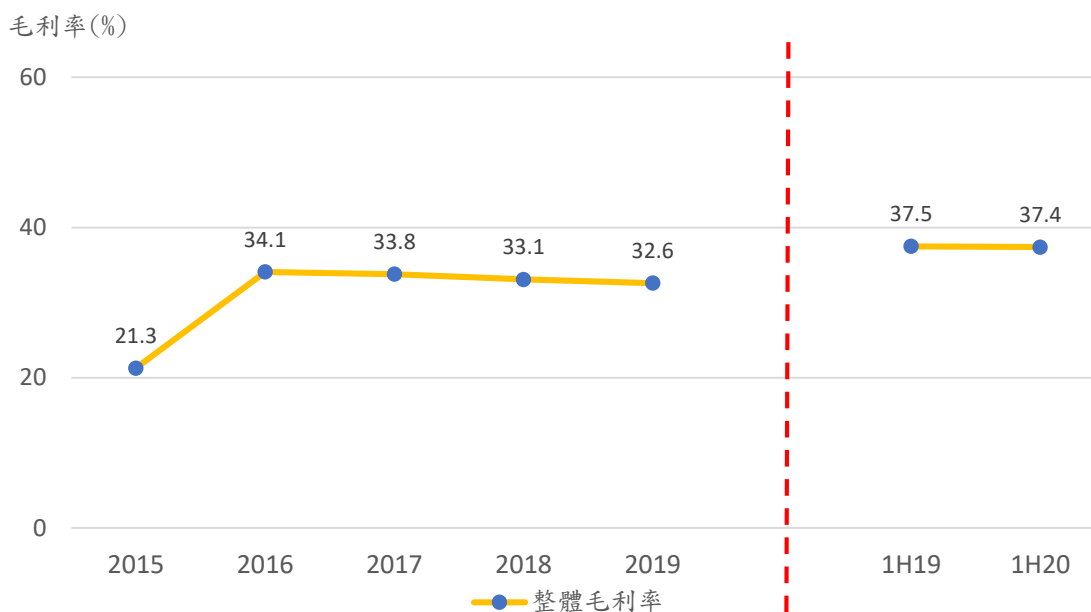
- 佳源國際收入由 2015 年的 18.7 億人民幣，上升至 2019 年的 160.7 億人民幣，2015 至 2019 年的複合年增長率為 71.2%。上半年即使在疫情影響下，公司銷售表現依然相當亮麗，加上有大型投資物業投入運作，令租用收入增加，拉動 2020 年上半年收入同比上升 27.2% 至 85.6 億人民幣。
- 由於交付已竣工的長三角預售物業，物業開發分部收入同比上升 26.1% 至 81.8 億人民幣，佔收入比重 95.6%。至於物業投資分部，因位於江蘇泰州的大型項目威尼斯城營運，推動分部收入大幅飆升 122.0% 至 1.1 億人民幣。物業管理分部因在管面積增加，收入同比上升 39.5%。

公司收入增長及分部貢獻

來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

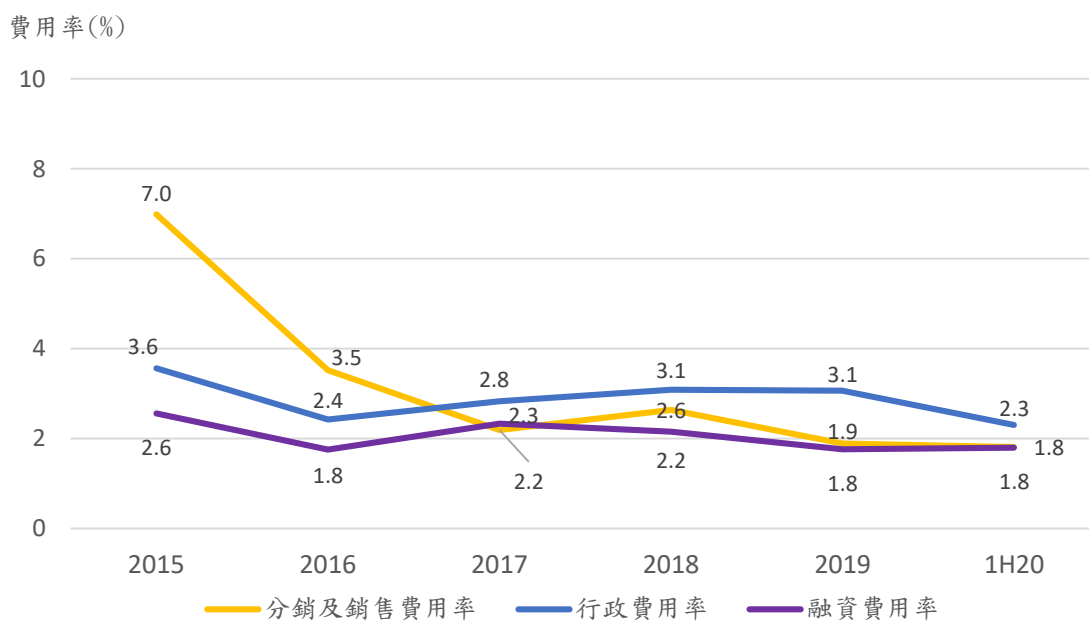


- 2016 至 2019 年，公司整體毛利率維持在 32% 至 34% 區間之內。截至 2020 年 6 月底止，毛利率為 37.4%，與 2019 年同期相若。

公司毛利率

來源: 公司資料, 經千里碩證券研究部整理

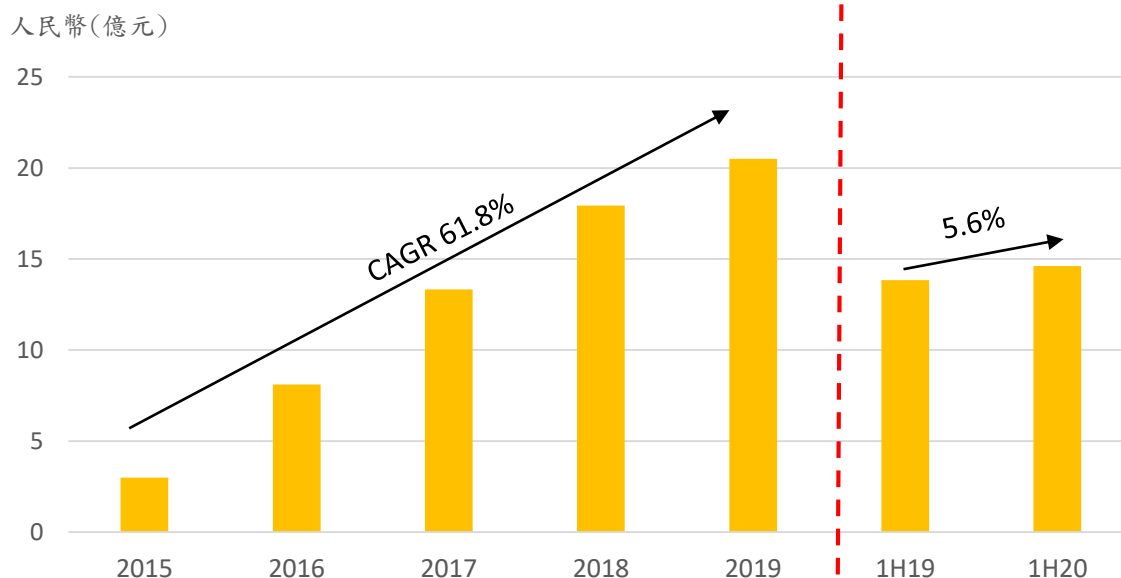
- 按往績紀錄, 公司的銷售及分銷費用率呈向下趨勢, 截至 2020 年上半年, 該費用率跌至上市以來的最低位 1.8%。行政費用率則略為波動, 2017 至 2019 年度, 大致在 3.0%附近徘徊。至於融資費用率維持在約 2.0%左右。

公司各項費用率

來源: 公司資料, 經千里碩證券研究部整理

- 2017至2019年期間，歸屬於公司擁有人應佔溢利的複合年增長率為61.8%。2020年上半年，歸屬於公司擁有人應佔溢利同比增長5.6%至14.6億人民幣。

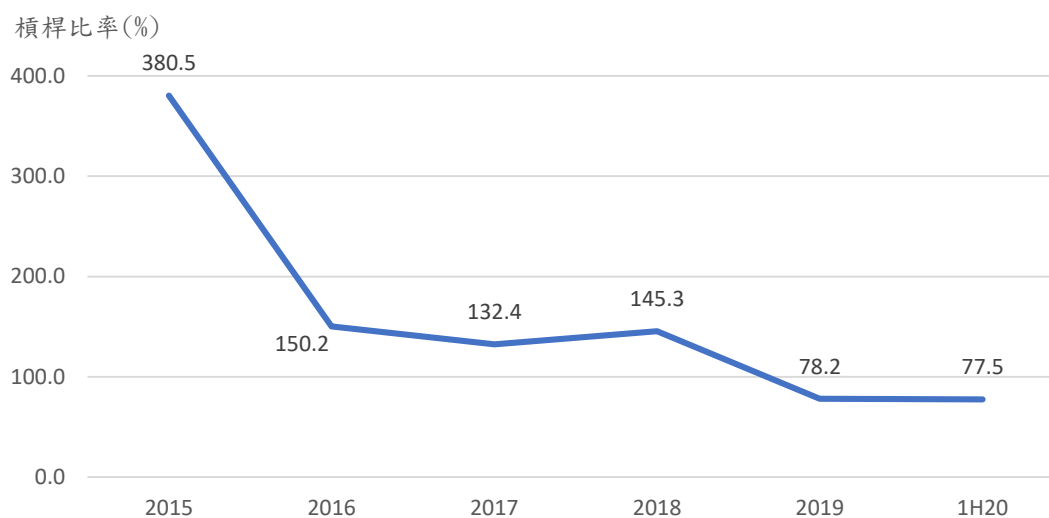
公司溢利增長



來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

- 截至2020年6月底止，公司手頭現金為91.3億人民幣，當中有12.4億人民幣限制性現金以及78.9億人民幣現金及現金等值物。短期負債及長期負債分別為30.5億和93.1億人民幣，連同優先票據72.1億人民幣，淨負債為104.4億人民幣。

公司槓桿比率

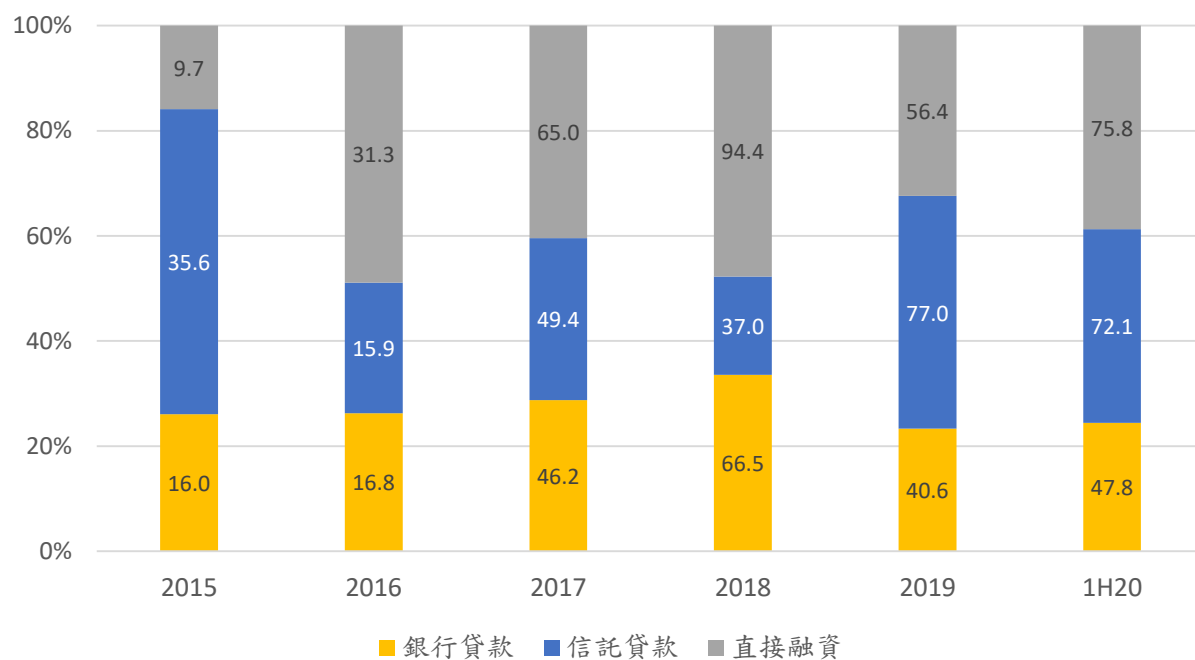


來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

- 近年公司的槓桿比率不斷向下，由2015年的380.5%，大幅下降至2020年上半年的77.5%，反映公司的財務狀況持續改善，亦優於行業平均水平。另一方面，債務結構正在優化，其中信託貸款比例有所減少，由2019年的44.3%，下降至36.9%，主要是優先票據的比重增加。

公司債務結構

人民幣(億元)



來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

公司優先票據概覽

發行日期	到期日	息率(%)	2020年6月底 賬面值(億人民幣)
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

來源：公司資料，千里碩證券研究部整理

公司信用評級

評級機構	評級	展望
穆迪	B2	穩定
標準普爾	B	-

來源：公司資料，千里碩證券研究部整理

盈利預測及估值

- 考慮到佳源國際豐富的土地儲備及推售新項目，足夠支持未來幾個財年的收入及銷售增長。我們預期合約銷售面積和合約銷售額會持續向上，2019至2022年收入和歸屬於母公司股東淨利潤之複合年增長率分別為15.9%及17.0%。毛利率方面，我們預計2020至2022年會趨向穩定，大致在34%至35%之間。
- 預期公司2020和2021年歸屬於母公司股東淨利潤分別為25.7億和28.6億人民幣，相當於每股盈利0.63元和0.70元人民幣。本港上市同業2020及2021年度加權平均預測市盈率為6.7倍及5.8倍，佳源國際估值明顯較同業折讓，加上預測股本回報率比同業平均優勝。我們首次覆蓋，並給予「買入」評級，目標價4.03港元，相當於2021年度預測市盈率5.2倍，潛在上升空間約26.7%。

同業估值比較

公司名	上市編號	市值(百萬港元)	2020預測 市盈率(倍)	2021預測 市盈率(倍)	2020預測 市賬率(倍)	2021預測 市賬率(倍)	2020預測 股息率(厘)	2021預測 股息率(厘)	2020預測 股本回報率(%)	2021預測 股本回報率(%)
綠景中國地產	95.HK	13,452.7	17.3	14.7	0.80	0.76	2.4	3.0	8.2	8.6
保利置業集團	119.HK	8,604.6	3.0	2.4	0.25	0.23	6.8	8.1	-	-
越秀地產	123.HK	24,152.4	4.9	4.2	0.47	0.44	8.0	9.4	9.4	10.4
五礦地產	230.HK	3,012.2	4.5	3.3	0.31	0.29	7.8	10.0	7.0	9.0
中國海外發展	688.HK	218,444.4	5.0	4.4	0.63	0.57	5.8	6.6	13.2	13.5
合生創展集團	754.HK	47,684.0	9.3	12.1	-	-	3.2	2.5	-	-
世茂集團	813.HK	107,899.8	7.1	5.8	1.14	1.00	5.8	7.0	17.4	18.5
建業地產	832.HK	11,733.5	4.1	3.4	0.88	0.74	8.9	11.0	20.0	21.6
旭輝控股集團	884.HK	49,319.1	5.0	4.1	1.05	0.87	7.3	8.7	22.5	23.0
龍湖集團	960.HK	281,800.6	12.5	10.6	2.25	1.97	3.5	4.2	18.8	19.7
新城發展	1030.HK	40,427.1	4.0	3.4	1.01	0.82	7.6	8.9	30.1	27.8
當代置業	1107.HK	3,018.6	3.2	2.9	0.26	0.23	7.6	8.7	12.3	12.2
華潤置地	1109.HK	250,652.5	8.7	7.5	1.12	1.02	4.1	4.7	13.4	14.2
時代中國控股	1233.HK	22,408.6	3.2	2.7	0.80	0.65	9.4	11.0	27.7	26.5
寶龍地產	1238.HK	23,528.8	5.5	4.3	0.58	0.53	8.3	10.3	12.3	14.3
禹洲集團	1628.HK	17,480.8	3.2	2.7	0.55	0.48	11.4	13.4	18.1	18.7
佳兆業集團	1638.HK	23,728.0	3.7	3.0	0.66	0.56	4.7	6.2	18.9	19.9
合景泰富集團	1813.HK	35,657.7	4.7	3.9	0.74	0.65	9.3	10.8	16.9	18.5
建發國際集團	1908.HK	16,215.1	5.9	4.6	1.12	0.99	8.7	11.3	24.6	25.3
融創中國	1918.HK	151,956.1	4.2	3.6	1.16	0.93	5.1	6.0	28.4	26.9
中駿集團控股	1966.HK	14,650.8	3.7	3.0	0.61	0.52	8.9	11.1	18.0	19.3
弘陽地產	1996.HK	9,766.5	5.4	4.3	0.55	0.50	5.0	6.4	10.8	11.9
碧桂園	2007.HK	240,626.7	4.7	4.1	1.12	0.93	6.5	7.5	25.2	24.2
德信中國	2019.HK	8,104.0	3.9	3.2	-	-	7.4	9.0	12.7	10.8
萬科企業	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
富力地產	2777.HK	38,424.2	3.0	2.7	0.37	0.34	14.1	15.7	12.4	13.6
融信中國	3301.HK	9,806.5	2.9	2.1	0.45	0.39	10.1	12.4	13.1	16.0
中國恒大	3333.HK	218,808.2	6.6	5.7	1.12	0.99	7.0	8.2	19.3	20.0
龍光集團	3380.HK	70,875.5	4.8	4.0	1.45	1.17	8.1	9.8	31.6	30.6
雅居樂集團	3383.HK	44,106.0	4.6	4.2	0.69	0.63	9.5	10.1	15.4	15.1
中國奧園	3883.HK	22,217.7	3.0	2.4	0.97	0.76	12.3	15.6	34.3	34.9
綠城中國	3900.HK	34,166.7	10.1	9.2	0.93	0.88	2.5	2.8	8.4	9.1
大發地產	6111.HK	5,596.5	9.8	8.9	1.26	1.14	2.7	2.9	10.2	9.9
正榮地產	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
		加權平均	6.7	5.8	1.14	0.99	5.9	6.9	19.0	19.1

來源: 彭博, 經千里碩證券研究部整理

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%

免責聲明

本報告由千里碩證券有限公司(“千里碩”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，千里碩概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，千里碩及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，千里碩在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於千里碩所有。未經千里碩許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

千里碩證券有限公司

地址: 香港中環干諾道中 168-200 信德中心西翼 16 樓 1601-1604 室

電話: (852)3725 4300

傳真: (852)3725 4399

電郵: enquiry@elstone.com