

禹洲地產 (1628 HK)

深耕區域，優化布局

- ❖ **深耕長三角。**我們于11月考察了禹洲地產位于長三角的項目。自從2016年禹洲將戰略重心轉向長三角後，公司在多個長三角核心城市，包括杭州、蘇州、南京和上海，推出了高品質的改善型住宅產品，在當地市場取得開門紅。我們在考察杭州、蘇州和上海時發現，這些城市對人才的需求異常強烈，當地政府通過一系列優惠政策吸引人才流入，其中就包括購房補貼政策。我們看好長三角核心城市的人口流入和對住房的需求。我們相信禹洲地產深耕長三角的戰略布局將有利于公司價值和品牌提升，同時投資布局將得到優化。
- ❖ **2020年創指1,200億。**截止2017年10月30日，公司實現合約銷售額324億元人民幣，完成全年目標400億的81%(之前目標為300億)，平均銷售價格為17,101元人民幣/平米。儘管在多個核心城市的限價和限購政策拖低了公司最大可實現銷售額，但由于公司布局較早，項目利潤率和去化率仍處于合理水平。今年前10個月，公司共補充了16幅地塊，總建築面積達160萬平方米，權益面積為100萬平方米，平均土地成本為11,847元人民幣/平米。16幅地塊中，9塊位于長三角，3塊位于海西，1塊位于惠州(首次進入珠三角)，符合公司的戰略布局。此外，在這16幅地塊中，4塊是通過收并購取得。公司已經將收并購作為獲取土地的重要手段，通過完善內部管理架構，加快收并購的投資決策。據公司透露，收并購項目從立項掃落地最快7-10天可完成。截止2017年10月30日，公司總土地儲備達1,070萬平米，其中54%位于長三角，33%位于海西。隨著公司布局擴大，管理層將力爭在2020年實現1,200億的銷售目標。
- ❖ **保持穩健的財務狀況。**截止2017年6月30日，公司現金約196億元人民幣，足夠覆蓋53.87億元人民幣的短期負債。同時，平均借貸成本也由去年底的6.08%降至5.99%。公司于9月通過先舊後新的方式配售3.5億股，募集15.86億港元。配售有利于公司股票的流動性同時也降低公司負債水平。
- ❖ **上調預測及目標價。**我們分別上調2017-2019年的淨利潤預測至28.5億、33.4億和39.1億元人民幣。我們將同時推出2018年底的淨資產為9.14港元，因此目標價由5.40港元調升至5.48港元，相等於40%的與淨資產折讓。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	10,376	13,672	18,832	25,805	31,699
淨利潤(百萬人民幣)	1,657	1,775	2,851	3,352	3,912
EPS(人民幣, 分)	0.45	0.47	0.68	0.80	0.93
EPS變動(%)	n.a.	3.2	46.4	17.6	16.7
市盈率(x)	9.9	9.6	6.6	5.6	4.8
市帳率(x)	1.8	1.6	1.1	1.0	0.9
股息率(%)	3.5	4.3	5.3	6.3	7.3
權益收益率(%)	17.2	16.6	17.4	18.1	18.5
淨財務杠杆率(%)	79.4	71.7	65.4	77.0	76.4

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(維持)

目標價	HK\$5.48
(過去目標價)	HK\$5.40)
潛在升幅	+44.2%
當前股價	HK\$3.80

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	15,903
3月平均流通量(百萬港元)	104.4
5周內股價高/低(港元)	5.26/2.44
總股本(百萬)	4185

資料來源：彭博

股東結構

林龍安	62.38%
自有流通	37.62%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.3%	-5.0%
3-月	-19.1%	-24.6%
6-月	3.7%	-10.9%

資料來源：彭博

股價表現

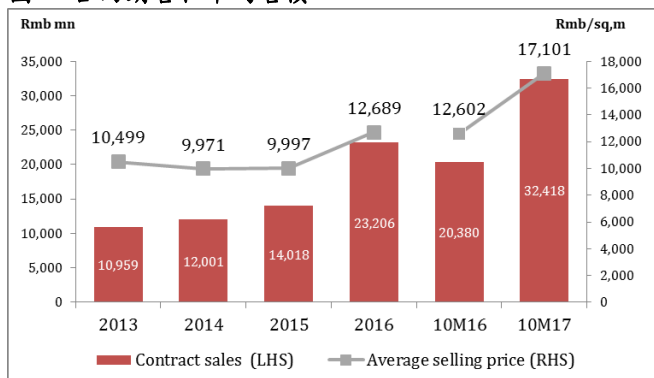


資料來源：彭博

審計師: Ernst & Young

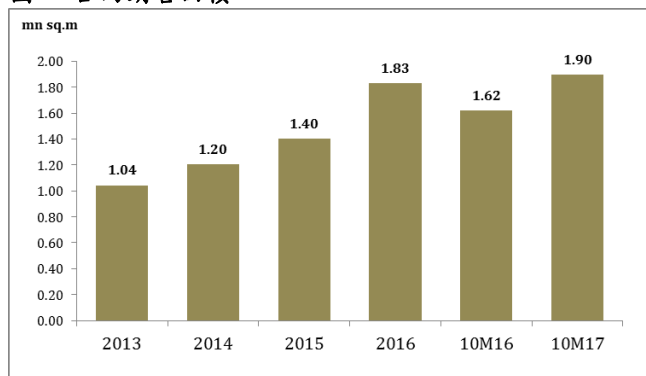
公司網站: www.xmyuzhou.com.cn

圖 1: 合約銷售和平均售價



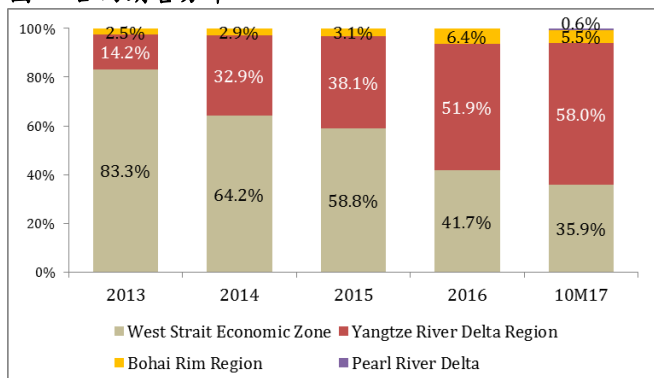
來源：公司

圖 2: 合約銷售面積



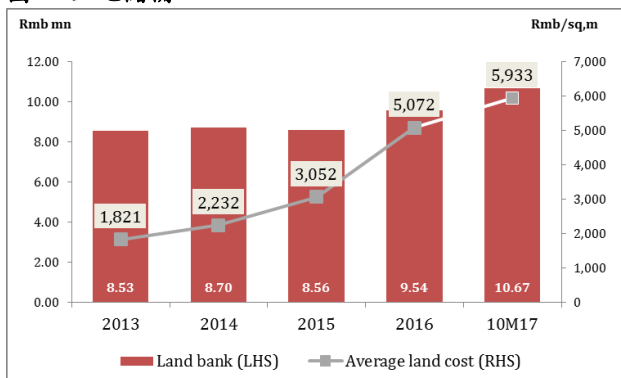
來源：公司

圖 3: 合約銷售分布



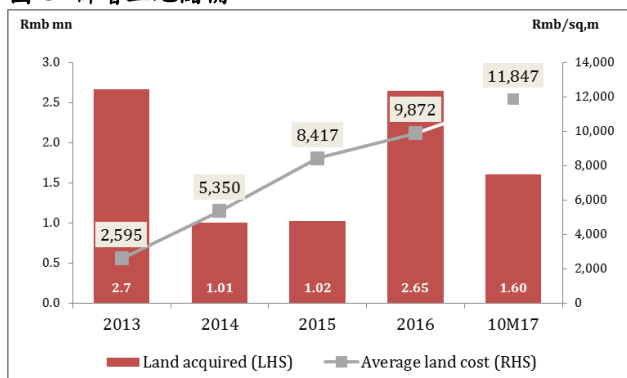
來源：公司

圖 4: 土地儲備



來源：公司

圖 5: 新增土地儲備



來源：公司

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	10,376	13,672	18,832	25,805	31,699
物業開發	10,158	13,345	18,189	24,706	29,871
投資物業租金	80	124	170	170	170
物業管理費	122	182	455	909	1,636
酒店運營	16	20	18	20	22
銷售成本	(6,666)	(8,713)	(12,534)	(17,718)	(22,229)
毛利	3,709	4,959	6,298	8,087	9,471
其他收入	235	301	128	134	140
銷售費用	(289)	(293)	(377)	(516)	(634)
行政費用	(296)	(403)	(471)	(645)	(792)
其他收益	(73)	(190)	(151)	(206)	(254)
息稅前收益	3,287	4,374	5,427	6,853	7,931
淨融資成本	(349)	(443)	(316)	(343)	(383)
聯營公司	(42)	83	328	454	591
特殊收入	248	183	39	-	-
稅前利潤	3,143	4,197	5,479	6,964	8,139
所得稅	(1,475)	(2,108)	(2,555)	(3,329)	(3,643)
非控制股東權益	(11)	(314)	(73)	(282)	(584)
淨利潤	1,657	1,775	2,851	3,352	3,912
核心淨利潤	1,471	1,638	2,821	3,352	3,912

來源：公司資料，招銀國際則預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	8,107	16,868	18,985	20,141	21,187
物業、厂房及設備	871	1,062	1,252	1,392	1,551
投資型房地產	6,471	7,518	8,006	8,535	8,940
聯營及合營公司的權益	89	7,392	8,606	9,036	9,488
無形資產	265	100	265	265	265
其他非流動資產	413	796	856	913	943
流動資產	44,739	51,992	67,115	80,999	97,863
現金及現金等价物	10,973	15,599	19,363	20,147	22,505
貿易及其他應收賬款	2,163	2,877	3,843	5,376	6,604
存貨	28,913	29,409	39,169	50,623	63,511
應收賬款	-	-	-	-	-
其他	2,690	4,109	4,740	4,853	5,243
流動負債	25,626	35,327	43,136	54,594	67,112
銀行借款	3,987	4,808	7,538	10,748	12,248
貿易及其他應付帳款	6,297	5,979	3,112	4,322	6,110
即期稅項	2,266	3,025	3,000	2,142	1,597
預收款項	7,221	13,858	18,726	22,636	29,043
其他	5,855	7,657	10,761	14,746	18,114
非流動負債	16,979	21,861	25,736	27,054	29,810
帶息借款	16,096	20,979	24,854	26,172	28,928
遞延稅項	883	882	882	882	882
其他	-	-	-	-	-
非控股權益	620	1,007	848	933	1,026
資產淨額	9,622	10,666	16,380	18,559	21,101
權益股東應占總權益	9,622	10,666	16,380	18,559	21,101

來源：公司資料，招銀國際則預測

现金流量表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	3,287	4,374	5,427	6,853	7,931
折旧和摊销	43	39	47	56	62
营运资金变动	(5,336)	6,252	(6,278)	(4,852)	(3,489)
税务开支	(1,475)	(2,108)	(2,555)	(3,329)	(3,643)
其他	3,014	(2,656)	9,541	6,540	6,441
经营活动所得现金净额	(468)	5,900	6,183	5,268	7,301
购置固定资产	119	230	238	195	221
联营公司	(105)	(118)	(115)	(138)	(150)
其他	(1,415)	(8,066)	(412)	(1,452)	(1,052)
投资活动所得现金净额	(1,401)	(7,954)	(289)	(1,395)	(981)
股份发行	623	-	1,348	-	-
净银行借贷	4,679	5,704	6,605	4,528	4,257
股息	(576)	(742)	(998)	(1,173)	(1,369)
其他	(1,202)	1,353	6,515	12,919	13,297
融资活动所得现金净额	3,525	6,315	13,470	16,274	16,184
现金增加净额	1,656	4,261	19,363	20,147	22,505
年初现金及现金等价物	9,296	10,973	15,599	19,363	20,147
汇兑	22	365	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,973	15,599	19,363	20,147	22,505
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	10,973	15,599	19,363	20,147	22,505

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业开发	97.9	97.6	96.6	95.7	94.2
投资物业租金	0.8	0.9	0.9	0.7	0.5
物业管理费	1.2	1.3	2.4	3.5	5.2
酒店运营	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
总额	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	35.8	36.3	33.4	31.3	29.9
税前利率	30.3	30.7	29.1	27.0	25.7
净利润率	16.0	13.0	15.1	13.0	12.3
核心净利润率	14.2	12.0	15.0	13.0	12.3
有效税率	46.9	50.2	46.6	47.8	44.8

增长 (%)

收入	32.4	31.8	37.7	37.0	22.8
毛利	30.4	33.7	27.0	28.4	17.1
净利润率	38.5	33.1	24.1	26.3	15.7
净利润	22.4	25.2	40.0	24.3	23.7
核心净利润	32.1	7.1	60.6	17.6	16.7

资产负债比率

流动比率 (x)	1.7	1.5	1.6	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	76.1	3.0	2.8	2.9	2.9
平均应付账款周转天数	118	121	130	126	126
平均存货周转天数	1,583	1,232	1,141	1,043	1,043
净负债/总权益比率 (%)	79.4	71.7	65.4	77.0	76.4

回报率 (%)

资本回报率	17.2	16.6	17.4	18.1	18.5
资产回报率	3.2	3.0	3.4	3.6	3.8

每股数据

每股盈利(人民币)	0.45	0.47	0.68	0.80	0.93
每股股息(人民币)	0.16	0.19	0.24	0.28	0.33
每股账面值(人民币)	2.52	2.80	3.91	4.43	5.04

来源：公司资料，招银国际则预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。