

禹洲地產 (1628 HK)

憧憬下半年銷售提速

- ❖ **上半年核心利潤增長 25.9%**。18 年上半年，公司收入增長 27.5% 至 92.4 億元(人民幣,下同)，淨利潤增長 62.8% 至 12.8 億元。毛利率下降 1.5 個百分點至 31.5%。此外，期內聯營及合營公司錄得盈利 3.97 億元，而去年同期則是虧損 5,000 萬元。由於有效稅率從 17 年上半年的 58.4% 降至 18 年上半年的 47.7%，淨利潤大幅增長 62.8%。除去投資物業重估等其他非現金項目，核心利潤增長 25.9% 至 11.6 億元。
- ❖ **前 7 個月完成 40% 的銷售目標**。上半年，公司合約銷售額達到 215 億元，與去年同期基本持平。銷售面積為 158 萬平，平均售價達 13,623 元/平。長三角和海西區域分別貢獻了 48.9% 和 23.4% 的合同銷售額。今年前 7 個月，公司合約銷售額達 245 億元，完成全年銷售目標 600 億元的 40%。公司在 18 年總可售貨值達 920 億元，其中 65%，相當於 705 億元的可售資源將于下半年推出，主要位於在南京、蘇州和合肥，因此管理層仍然有信心實現全年目標。
- ❖ **土地儲備達 1,725 萬平**。上半年，公司補充了 17 塊土地，總建面 244 萬平，權益建面 136 萬平，新購土地平均地價為 4,933 元/平方米。今年 1 月，公司宣布將向沿海家園 (1124 HK, NR) 購買 7 個項目，交易於 8 月 23 日全部完成。收購項目包括 4 個待售項目和 3 個尚未開發的項目，權益建面為 311 萬平，可售貨值超過 400 億元。由於部分收購項目已經處在銷售階段，因此完成收購將立刻對公司銷售產生貢獻。截至 2018 年 6 月，公司土地儲備總量達到 1,725 萬平，其中長三角占 41.8%，環渤海占 24.1%，海西占 21.6%。
- ❖ **短期可能面臨壓力**。公司平均融資成本從 17 年的 6.02% 攀升至 18 年上半年的 6.52%，而淨負債比率則從 17 年底的 57.7% 上升至今年年中的 63.0%。若假設所有公司債券於 2018 年回售，公司將面臨 100 億元的債務到期。我們認為下半年銷售提速，將明顯緩解公司短期壓力。
- ❖ **下調目標價**。由於有效稅率假設降低，我們將 2018 年盈利預測上調 10.7% 至 39.5 億元，核心盈利預測由 35.7 億元上調至 38.8 億元。但我們將 18 年末的預測每股資產淨值從 10.62 港元下調至 9.33 港元，以反映人民幣貶值和房地產市場收緊帶來的負面影響。因此，目標價從 6.00 港元下調至 5.60 港元，相當於折讓 40%。維持買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	13,672	21,701	28,320	37,810	47,591
淨利潤(百萬人民幣)	1,775	2,790	3,949	4,865	6,261
EPS(人民幣)	0.48	0.73	0.94	1.16	1.50
EPS 變動 (%)	n.a.	51.5	29.0	23.2	28.7
市盈率(x)	7.4	4.9	3.8	3.1	2.4
市帳率(x)	1.3	1.0	0.9	0.7	0.6
股息率 (%)	4.4	5.5	9.3	11.4	14.7
權益收益率 (%)	16.6	19.3	23.2	24.1	25.8
淨財務杠杆率 (%)	71.7	57.7	62.1	64.8	67.4

資料來源：公司及招銀國際研究

買入 (維持)

目標價	HK\$5.60
(過去目標價)	HK\$6.00
潛在升幅	+35.2%
當前股價	HK\$4.14

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)	17,350
3 月平均流通量(百萬港元)	62.5
5 周內股價高/低(港元)	6.18/3.57
總股本(百萬)	4,191

資料來源：彭博

股東結構

林龍安	62.41%
自有流通	37.59%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.6%	-8.0%
3-月	-30.5%	-22.6%
6-月	-22.0%	-11.9%

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

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	13,672	21,701	28,320	37,810	47,591
物業開發	13,345	21,213	27,694	37,095	46,772
投資物業租金	124	140	214	232	250
物業管理費	182	329	388	457	540
酒店運營	20	18	23	24	26
其他	-	-	1	2	2
銷售成本	(8,713)	(14,018)	(18,402)	(25,203)	(31,784)
毛利	4,959	7,683	9,918	12,606	15,806
其他收入	301	202	177	179	180
銷售費用	(293)	(491)	(651)	(870)	(1,095)
行政費用	(403)	(500)	(651)	(870)	(1,095)
其他費用	(190)	(293)	(340)	(454)	(571)
息稅前收益	4,374	6,602	8,452	10,592	13,226
聯營和合營公司收益	83	(83)	623	742	1,169
淨財務費用	(443)	(708)	(708)	(647)	(782)
特殊收入	183	380	86	-	-
稅前利潤	4,197	6,190	8,453	10,687	13,613
所得稅	(2,108)	(3,063)	(4,189)	(5,458)	(6,915)
本年利潤	2,088	3,127	4,265	5,229	6,698
非控制股東權益	(314)	(337)	(213)	(261)	(335)
永續債利息	-	-	(103)	(103)	(103)
淨利潤	1,775	2,790	3,949	4,865	6,261
核心淨利潤	2,047	2,924	3,884	4,865	6,261

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
流動資產	51,992	63,159	81,523	100,999	119,648
存貨	29,409	27,559	40,893	56,007	70,632
貿易及其他應收賬款	2,877	15,630	12,873	12,603	14,872
現金及現金等價物	15,599	15,596	22,361	25,755	26,231
受限制現金	1,819	1,902	1,997	2,097	2,202
其他	2,290	2,471	3,398	4,537	5,711
非流動資產	16,868	16,746	19,055	23,668	25,140
物業、厂房及設備	1,062	875	807	744	686
投資型房地產	7,518	8,140	9,768	13,676	14,359
聯營及合營公司的權益	7,392	6,990	7,689	8,458	9,303
無形資產	100	-	-	-	-
其他	796	741	791	791	791
流動負債	35,327	48,013	54,357	70,267	84,326
預收賬項	13,858	10,269	12,636	18,043	20,541
應付賬款	5,979	5,154	9,201	12,602	15,892
其他應付賬款	7,657	12,468	16,183	21,606	27,195
銀行借款	4,808	16,704	12,748	14,248	16,742
即期稅項	1,577	1,893	1,988	2,087	2,192
其他	1,448	1,524	1,601	1,681	1,765
非流動負債	21,861	14,449	25,998	30,754	32,410
銀行借款	20,979	10,863	24,172	28,928	30,584
遞延稅項	882	1,025	1,353	1,353	1,353
其他	-	2,560	473	473	473
非控股權益	1,007	1,062	1,275	1,536	1,871
永續債	-	1,912	1,912	1,912	1,912
資產淨額	10,666	14,469	17,036	20,199	24,268
權益股東應占總權益	10,666	14,469	17,036	20,199	24,268

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	4,374	6,602	8,452	10,592	13,226
折旧和摊销	39	83	68	63	58
营运资金变动	5,967	(10,456)	(1,374)	(1,754)	(6,690)
税务开支	(2,108)	(3,063)	(4,189)	(5,458)	(6,915)
其他	(2,371)	9,347	541	1,351	3,348
经营活动所得现金净额	5,900	2,512	3,498	4,795	3,027
购置固定资产	230	(104)	(152)	(168)	(268)
联营公司	(118)	(115)	(138)	(150)	(150)
其他	(8,066)	(9,938)	(4,843)	(2,662)	(1,972)
投资活动所得现金净额	(7,954)	(10,157)	(5,133)	(2,980)	(2,390)
股份发行	-	1,348	-	-	-
净银行借贷	5,704	1,781	9,353	6,257	4,149
股息	(742)	(1,061)	(1,382)	(1,703)	(2,191)
其他	1,353	5,247	429	(2,975)	(2,120)
融资活动所得现金净额	6,315	7,314	8,399	1,579	(162)
现金增加净额	4,261	(331)	6,765	3,393	475
年初现金及现金等价物	10,973	15,599	15,596	22,361	25,755
汇兑	365	329	-	-	-
年末现金及现金等价物	15,599	15,596	22,361	25,755	26,230

来源: 公司资料, 招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业开发	97.6	97.8	97.8	98.1	98.3
投资物业租金	0.9	0.6	0.8	0.6	0.5
物业管理费	1.3	1.5	1.4	1.2	1.1
酒店运营	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
其他	-	-	0.0	0.0	0.0
总额	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	36.3	35.4	35.0	33.3	33.2
税前利率	30.7	28.5	29.8	28.3	28.6
净利润率	13.0	12.9	13.9	12.9	13.2
核心净利润率	15.0	13.5	13.7	12.9	13.2
有效税率	50.2	49.5	49.6	51.1	50.8

增长 (%)

收入	31.8	58.7	30.5	33.5	25.9
毛利	33.7	54.9	29.1	27.1	25.4
净利润率	33.1	50.9	28.0	25.3	24.9
净利润	25.2	49.7	36.4	22.6	28.1
核心净利润	7.1	57.2	41.5	23.2	28.7

资产负债比率

流动比率(x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.4
平均应收账款周转天数	3.0	0.9	2.0	2.0	2.0
平均应付帐款周转天数	121	407	183	183	183
平均存货周转天数	1,232	718	811	811	811
净负债/总权益比率 (%)	71.7	57.7	62.1	64.8	67.4

回报率 (%)

资本回报率	16.6	19.3	23.2	24.1	25.8
资产回报率	3.0	3.9	4.2	4.2	4.6

每股数据

每股盈利(人民币)	0.48	0.73	0.94	1.16	1.50
每股股息(人民币)	0.16	0.19	0.33	0.41	0.52
每股账面值(人民币)	2.80	3.68	4.07	4.83	5.80

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於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）并没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。接收本報告之行為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個人。