

## 禹洲地產 (1628 HK)

### 向千億銷售進發

- ❖ **2017 業績符合預期。**2017 年，公司實現收入 217 億元人民幣(下同)，增長 59%，淨利潤 28 億，增長 57%。收入增長主要受確認銷售單價推動，由 2016 年的 9,000 元/平增長 57%至 2017 年的 14,118 元/平。毛利率同比下滑了 0.9 個百分點至 35.4%，總體仍然保持在 35%以上水平。期內，公司錄得來自合營及聯營公司 8,300 萬元的虧損。核心利潤增長 43%至 29 億，高于我們預期 2%，核心利潤率為 13.5%。
- ❖ **2018 年 600 億，2020 年起千億。**2017，公司實現合約銷售額 403 億元人民幣，合約銷售面積為 238 萬平方米，平均銷售價格為 16,929 元人民幣/平方米，順利完成全年目標 400 億(之前目標為 300 億)。其中 60%和 34%的銷售來自長三角和海西區域。公司將 2018 年銷售目標初步定在 600 億元人民幣，并努力在 2020 年實現銷售超過 1,000 億。
- ❖ **總土儲 1,500 萬平。**2017 年禹洲新增 23 個項目，總建築面積達 380 萬平方米，權益面積達 200 萬平方米。2017 年平均新購土地成本為 6,787 元人民幣/平，較 2016 年(9,872 元人民幣/平)和 2015 年(8,417 元人民幣/平)的成本低。今年 1 月 15 日，禹洲地產宣布以 38 億元人民幣收購沿海家園(1124 HK)旗下 7 個項目部分股權。7 個項目權中，4 個為在售項目，3 個為土地項目。總權益可售面積約 313 萬平方米，潛在總貨值約 989 億元，潛在權益貨值超過 400 億元。收購資產包後，公司總土儲由 17 年底的 1,184 萬平增加至 2018 年 3 月 27 日的 1,500 萬平。由于收購土地低廉，公司平均土地成本也從 2017 年底的 5,697 元/平降至 4,500 元/平。從去年下半年開始，公司收并購的節奏明顯加快。在行業整合，集中度提高的大背景下，我們預計公司收并購項目以及合作開發項目占比將會明顯上升。禹洲也已經通過完善內部管理架構，加快了收并購的投資決策。
- ❖ **上調預測及目標價。**由于公司發行永續債，淨負債率由 2016 年底的 71.7%降至 57.7%，若將永續債計入負債，則淨負債率為 77.1%，保持穩定。我們分別上調 2018-2019 年的淨利潤預測 0.1%和 2.8%至 35.7 億和 47.8 億元人民幣。我們上調 2018 年底的每股淨資產預測由之前 10.43 港元調升至 10.62 港元。因此我們目標價由 6.78 港元調升至 6.90 港元，相當于 35%的折讓。維持買入評級。

#### 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	29,026	41,203	48,177
淨利潤(百萬人民幣)	1,775	2,790	3,567	4,783	5,977
EPS(人民幣)	0.48	0.73	0.85	1.14	1.43
EPS 變動 (%)	n.a.	51.5	16.6	34.1	25.0
市盈率(x)	9.3	6.2	5.3	3.9	3.2
市帳率(x)	1.6	1.2	1.1	0.9	0.8
股息率 (%)	3.5	4.3	6.6	8.9	11.1
權益收益率 (%)	16.6	19.3	21.2	24.0	25.1
淨財務杠杆率 (%)	71.7	57.7	46.3	60.9	54.0

資料來源：公司及招銀國際研究

#### 買入 (維持)

目標價	HK\$6.90
(過去目標價)	HK\$6.78)
潛在升幅	+30.2%
當前股價	HK\$5.30

#### 黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 中國房地產行業

市值(百萬港元)	22,181
3 月平均流通量(百萬港元)	99.4
5 周內股價高/低(港元)	6.18/ 3.2
總股本(百萬)	4,185.0

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	7.4%	9.2%
3-月	20.2%	21.9%
6-月	26.8%	16.1%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

審計師: Ernst &amp; Young

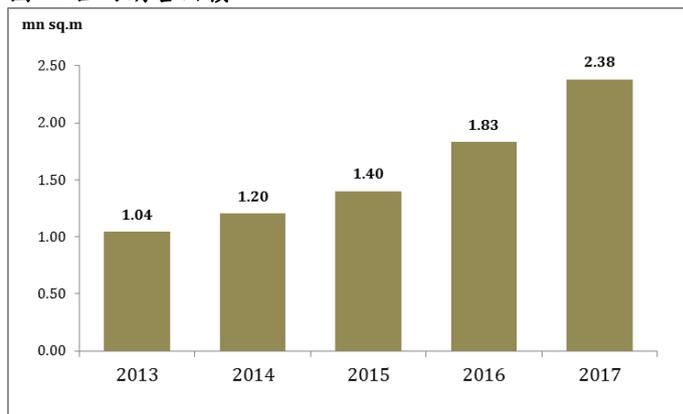
公司網站: [www.xmyuzhou.com.cn](http://www.xmyuzhou.com.cn)

圖 1: 合約銷售和平均售價



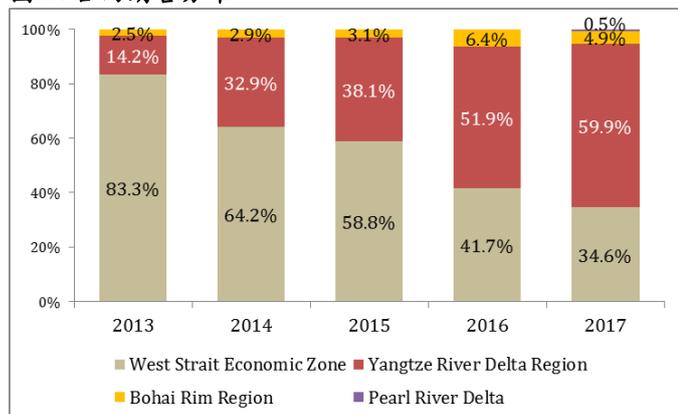
來源：公司

圖 2: 合約銷售面積



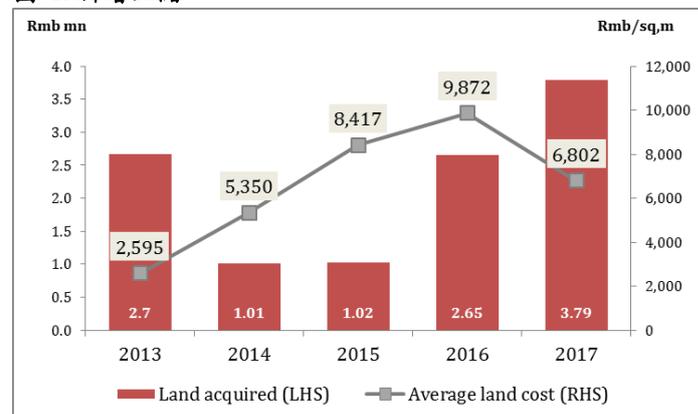
來源：公司

圖 3: 合約銷售分布



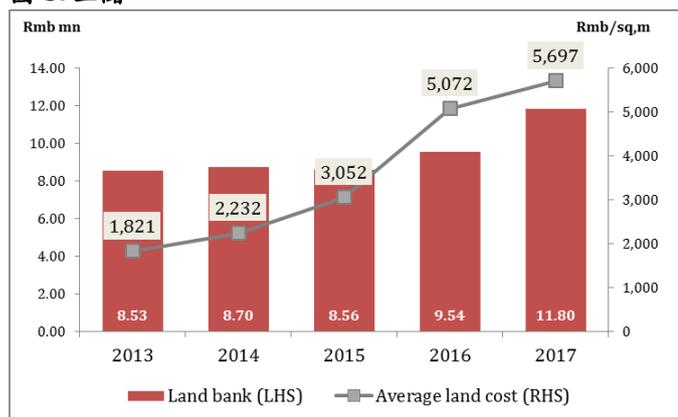
來源：公司

圖 4: 新增土儲



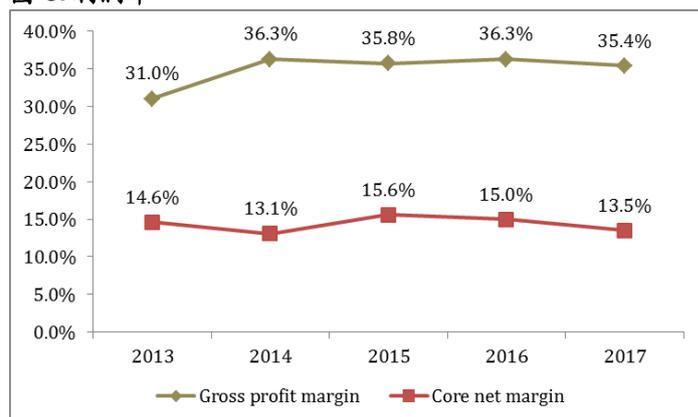
來源：公司

圖 5: 土儲



來源：公司

圖 6: 利潤率



來源：公司

圖 7: 收購項目一覽

No.	項目名稱	貨值 (億)	權益占比	權益貨值 (億)	建築面積 (萬平方米)
1	天津北辰項目	830	30%	249	332
2	土地項目 沈陽蘇家屯項目	122	100%	122	125
3	北京北實項目	投資物業	65%	n.a.	3.9
4	武漢菱角湖項目	9.3	60%	5.6	n.a.
5	在舊項目 武漢賽洛城項目	15.8	100%	15.8	n.a.
6	沈陽沿海國際中心項	8.6	100%	8.6	n.a.
7	佛山沿海馨庭項目	2.7	100%	2.7	n.a.
<b>合計</b>		<b>989</b>		<b>405</b>	

來源：公司

## 財務報表

### 利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>13,672</b>	<b>21,701</b>	<b>29,026</b>	<b>41,203</b>	<b>48,177</b>
物業開發	13,345	21,213	28,318	40,213	46,772
投資物業租金	124	140	160	178	196
物業管理費	182	329	526	788	1,183
酒店運營	20	18	23	24	26
銷售成本	(8,713)	(14,018)	(18,869)	(27,617)	(32,377)
<b>毛利</b>	<b>4,959</b>	<b>7,683</b>	<b>10,158</b>	<b>13,586</b>	<b>15,800</b>
其他收入	301	202	126	129	130
銷售費用	(293)	(491)	(697)	(948)	(1,108)
行政費用	(403)	(500)	(697)	(989)	(1,156)
其他收益	(190)	(293)	(348)	(494)	(578)
<b>息稅前收益</b>	<b>4,374</b>	<b>6,602</b>	<b>8,542</b>	<b>11,284</b>	<b>13,088</b>
淨融資成本	(443)	(708)	(708)	(472)	(601)
聯營公司	83	(83)	510	804	1,754
特殊收入	183	380	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>4,197</b>	<b>6,190</b>	<b>8,343</b>	<b>11,617</b>	<b>14,241</b>
所得稅	(2,108)	(3,063)	(4,289)	(6,055)	(7,210)
非控制股東權益	(314)	(337)	(486)	(779)	(1,055)
<b>淨利潤</b>	<b>1,775</b>	<b>2,790</b>	<b>3,567</b>	<b>4,783</b>	<b>5,977</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>2,047</b>	<b>2,924</b>	<b>3,567</b>	<b>4,783</b>	<b>5,977</b>

來源：公司資料，招銀國際預測

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流動資產</b>	<b>51,992</b>	<b>63,159</b>	<b>72,633</b>	<b>98,535</b>	<b>114,406</b>
物業、廠房及設備	29,409	27,559	41,931	61,372	71,949
投資型房地產	2,877	15,630	9,675	13,734	16,059
聯營及合營公司的權益	15,599	15,596	15,547	16,387	18,415
無形資產	1,819	1,902	1,997	2,097	2,202
其他	2,290	2,471	3,483	4,944	5,781
<b>流動資產</b>	<b>16,868</b>	<b>16,746</b>	<b>17,858</b>	<b>19,073</b>	<b>20,399</b>
現金及現金等價物	1,062	875	807	744	686
貿易及其他應收賬款	7,518	8,140	8,547	8,975	9,423
存貨	7,392	6,990	7,689	8,458	9,303
應收賬款	100	-	-	-	-
其他	796	741	815	897	987
<b>流動負債</b>	<b>35,327</b>	<b>48,013</b>	<b>50,994</b>	<b>69,413</b>	<b>80,958</b>
銀行借款	13,858	10,269	12,636	18,043	20,541
貿易及其他應付帳款	5,979	5,154	9,434	13,809	16,188
即期稅項	7,657	12,468	16,587	23,545	27,530
預收款項	4,808	16,704	8,748	10,248	12,742
其他	1,577	1,893	1,988	2,087	2,192
	1,448	1,524	1,601	1,681	1,765
<b>非流動負債</b>	<b>21,861</b>	<b>14,449</b>	<b>19,249</b>	<b>24,059</b>	<b>24,771</b>
帶息借款	20,979	10,863	18,172	22,928	23,584
遞延稅項	882	1,025	1,077	1,131	1,187
其他	-	2,560	-	-	-
<b>非控股權益</b>	<b>1,007</b>	<b>1,062</b>	<b>1,548</b>	<b>2,327</b>	<b>3,382</b>
<b>永續債</b>	<b>-</b>	<b>1,912</b>	<b>1,912</b>	<b>1,912</b>	<b>1,912</b>
<b>資產淨額</b>	<b>10,666</b>	<b>14,469</b>	<b>16,788</b>	<b>19,897</b>	<b>23,782</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>10,666</b>	<b>14,469</b>	<b>16,788</b>	<b>19,897</b>	<b>23,782</b>

來源：公司資料，招銀國際預測

**現金流量表**

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
<b>息稅前收益</b>	<b>4,457</b>	<b>6,518</b>	<b>9,052</b>	<b>12,088</b>	<b>14,842</b>
折舊和攤銷	39	83	68	63	58
營運資金變動	5,967	(10,456)	1,338	(8,223)	(4,876)
稅務開支	(2,108)	(3,063)	(4,289)	(6,055)	(7,210)
其他	(2,455)	3,297	(9,225)	3,351	153
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>5,900</b>	<b>(3,621)</b>	<b>(3,057)</b>	<b>1,225</b>	<b>2,967</b>
購置固定資產	230	(104)	(152)	(168)	(268)
聯營公司	(118)	(115)	(138)	(150)	(150)
其他	(8,066)	(4,215)	(1,035)	(1,256)	(1,553)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(7,954)</b>	<b>(4,434)</b>	<b>(1,325)</b>	<b>(1,574)</b>	<b>(1,971)</b>
股份發行	-	1,348	-	-	-
淨銀行借貸	5,704	1,781	(647)	6,257	3,149
股息	(742)	(1,249)	(1,674)	(2,092)	-
其他	1,353	6,173	6,654	(2,975)	(2,120)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>6,315</b>	<b>8,053</b>	<b>4,332</b>	<b>1,190</b>	<b>1,029</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>4,261</b>	<b>(2)</b>	<b>(49)</b>	<b>840</b>	<b>2,025</b>
年初現金及現金等價物	10,973	15,599	15,596	15,547	16,387
匯兌	365	-	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>15,599</b>	<b>15,597</b>	<b>15,547</b>	<b>16,387</b>	<b>18,415</b>
抵押現金	-	-	-	-	-
<b>年末資產負債表現金及現金等價</b>	<b>15,599</b>	<b>15,596</b>	<b>15,547</b>	<b>16,387</b>	<b>18,415</b>

來源:公司資料,招銀國際預測

**主要比率**

年結:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
<b>銷售組合(%)</b>					
物業開發	97.6	97.8	97.6	97.6	97.1
投資物業租金	0.9	0.6	0.6	0.4	0.4
物業管理費	1.3	1.5	1.8	1.9	2.5
酒店運營	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>總額</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**盈利能力比率(%)**

毛利率	36.3	35.4	35.0	33.0	32.8
稅前利率	30.7	28.5	28.7	28.2	29.6
淨利潤率	13.0	12.9	12.3	11.6	12.4
核心淨利潤率	15.0	13.5	12.3	11.6	12.4
有效稅率	50.2	49.5	51.4	52.1	50.6

**增長(%)**

收入	31.8	58.7	33.8	42.0	16.9
毛利	33.7	54.9	32.2	33.8	16.3
淨利潤率	37.3	46.3	38.9	33.5	22.8
淨利潤	25.2	49.7	29.6	37.2	26.4
核心淨利潤	7.1	57.2	27.9	34.1	25.0

**資產負債比率**

流動比率(x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.4
平均應收賬款周轉天數	3.0	0.9	2.0	2.0	2.0
平均應付帳款周轉天數	121	407	183	183	183
平均存貨周轉天數	1,232	718	811	811	811
淨負債/總權益比率(%)	71.7	57.7	46.3	60.9	54.0

**回報率(%)**

資本回報率	16.6	19.3	21.2	24.0	25.1
資產回報率	3.0	3.9	4.5	4.7	5.2

**每股數據**

每股盈利(人民幣)	0.48	0.73	0.85	1.14	1.43
每股股息(人民幣)	0.16	0.19	0.30	0.40	0.50
每股賬面值(人民幣)	2.80	3.68	4.01	4.75	5.68

來源:公司資料,招銀國際預測

## 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）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人士。