

禹洲地产(1628HK, HK\$2.61, 未评级) — 注重二线城市发展的中型房地产开发商

- ❖ **2016 年销售爆发增长。**2016 年全年，禹洲地产实现合约销售金额 232.06 亿元人民币，完成公司 2016 年上调后目标 220 亿元人民币的 105%，同比增长 65.5%；销售面积 182.9 万平方米，同比增长 30.4%；平均销售价格为每平方米 12,689 元人民币，同比增长 26.9%。所有指标均创新高，且增速较 2014、2015 年有显著提升。在 2016 年实现良好销售的情况下，据管理层介绍公司 2017 年销售目标大约在 280 亿元左右。
- ❖ **充足的土地储备。**禹洲地产在 2016 年购入 14 个项目共计 264.7 万平方米的土地储备，平均成本 9,872 元人民币，超过了在 2014 年和 2015 年购入土地面积总和。新增土地储备主要位于合肥及长三角地区，符合公司「立足长三角，引领海西区」的战略布局。截止 2016 年 9 月，公司土地储备 952 万平方米，较 2015 年年底增加近 100 万平方米或 11.2%。在 2016 年 9 月 30 日后，公司通过收购的方式首次进入武汉市场，同时拍得位于苏州总建面积 46 万平方米的两幅地块，拓展了在苏州的市场，进一步加码长三角地区的布局。
- ❖ **把握二线城市发展机遇。**公司近 50%的土地储备位于厦门及合肥这两个二线城市。2016 年全年合约销售金额的 50%的也来自这两个地区，而 2016 年厦门及合肥当地房价均增长了约 48%。从全国来看，2016 年公司平均销售价格为每平米 12,689 元人民币，同比增长了 26.9%，有力推动了合约销售金额快速增长。公司在厦门和合肥布局较早，在当地有充足的土地储备且成本较低，未来也将是公司销售和利润的重要来源。
- ❖ **稳定的毛利率和派息率。**公司的毛利率一直保持在 30%以上水平，净利润率也保持在 15%以上水平。1H16 毛利率达 33.93%，同比增加了 1.46 个百分点，预计 2016 年全年毛利率也将在 30%以上。公司派息率维持在核心利润的 30%，相对吸引。
- ❖ **融资成本进一步下降。**自 2016 年 6 月起至今，公司已经发行了 50 亿元人民币的公司债和 5.5 亿美元优先票据，同时赎回往期 3 亿美元票息较高的优先票据。新发债券票面利率较以往所发的债券明显较低，公司融资成本不断降低。1H16 加权平均融资成本 6.32 厘，较 2015 年年底降低了 0.68 厘，较 2014 年年底降低了 1.17 厘。预计 2016 年年底融资成本将进一步下降。

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

禹洲地产 (1628 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$2.61
市值 (港币百万)	9,960
过去 3 月平均交易 (港币百万)	18.06
52 周高/低 (港币)	3.04/1.59
发行股数 (百万)	3,816
主要股东	林龙安(68.3%)

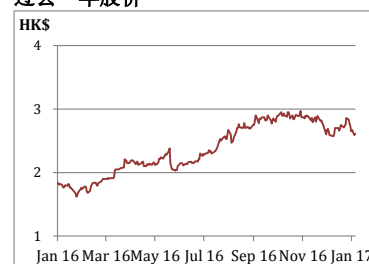
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.0%	-5.8%
3 月	-10.7%	-8.4%
6 月	12.1%	7.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额 (百万人民币)	7,471	7,837	10,376
净利润 (百万人民币)	1,471	1,254	1,657
每股收益 (人民币)	0.43	0.36	0.45
每股收益变动 (%)	104.8	-16.3	25.0
市盈率(x)	5.4	6.5	5.2
市帐率(x)	1.1	0.9	0.8
股息率 (%)	5.7	6.1	6.9
权益收益率 (%)	19.7	13.4	16.2
净财务杠杆率 (%)	78.0	59.9	79.4

来源: 公司

表 1: 2013-2016 年销售数据

	2013	2014	2015	2016
合约销售金额 (人民币,亿)	110	120	140	232
同比变动	68.0%	9.5%	16.8%	65.5%
合约销售面积 (万平方米)	104	120	140	183
同比变动	43.0%	15.3%	16.5%	30.4%
平均销售价格 (每平米)	10,499	9,971	9,997	12,689
同比变动	17.3%	-5.0%	0.3%	26.9%

来源:公司

表 2: 土地储备

	2013	2014	2015	9M2016
土地储备 (万平方米)	853	870	856	952
平均成本 (人民币,每平米)	1,821	2,232	3,053	4,630

来源:公司

表 3: 新增土地储备

	2013	2014	2015	2016
新增土地储备 (万平方米)	266	101	102	265
新增土地储备 平均成本 (人民币,每平米)	2,595	5,350	8,417	9,872

来源:公司

表 4: 平均融资成本

	2013	2014	2015	1H2016
平均融资成本	8.69%	8.49%	7.00%	6.32%

来源:公司

表 5: 近期发行的债券

时间	事件
16/6/2016	非公开配售20亿人民币 3 年 6.28%公司债
28/9/2016	非公开配售30亿人民币 3年 5.30%公司债
13/10/2016	赎回3亿美元 2018年到期 8.75%优先票据
25/10/2016	发行2.5亿美元 6% 7年优先票据
19/1/2017	发行3.5亿美元 6% 5年优先票据

来源:公司

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。