

禹洲地產(1628HK, HK\$2.61, 未評級) — 注重二線城市發展的中型房地產開發商

- ❖ **2016 年銷售爆發增長。**2016 年全年，禹洲地產實現合約銷售金額 232.06 億元人民幣，完成公司 2016 年上調後目標 220 億元人民幣的 105%，同比增長 65.5%；銷售面積 182.9 萬平方米，同比增長 30.4%；平均銷售價格為每平方米 12,689 元人民幣，同比增長 26.9%。所有指標均創新高，且增速較 2014、2015 年有顯著提升。在 2016 年實現良好銷售的情況下，據管理層介紹公司 2017 年銷售目標大約在 280 億元左右。
- ❖ **充足的土地儲備。**禹洲地產在 2016 年購入 14 個項目共計 264.7 萬平方米的土地儲備，平均成本 9,872 元人民幣，超過了在 2014 年和 2015 年購入土地面積總和。新增土地儲備主要位於合肥及長三角地區，符合公司「立足長三角，引領海西區」的戰略布局。截止 2016 年 9 月，公司土地儲備 952 萬平方米，較 2015 年年底增加近 100 萬平方米或 11.2%。在 2016 年 9 月 30 日後，公司通過收購的方式首次進入武漢市場，同時拍得位於蘇州總建面積達 46 萬平方米的兩幅地塊，拓展了在蘇州的市場，進一步加碼長三角地區的布局。
- ❖ **把握二線城市發展機遇。**公司近 50%的土地儲備位於廈門及合肥這兩個二線城市。2016 年全年合約銷售金額的 50%的也來自這兩個地區，而 2016 年廈門及合肥當地房價均增長了約 48%。從全國來看，2016 年公司平均銷售價格為每平米 12,689 元人民幣，同比增長了 26.9%，有力推動了合約銷售金額快速增長。公司在廈門和合肥布局較早，在當地有充足的土地儲備且成本較低，未來也將是公司銷售和利潤的重要來源。
- ❖ **穩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，淨利潤率也保持在 15%以上水平。1H16 毛利率達 33.93%，同比增加了 1.46 個百分點，預計 2016 年全年毛利率也將在 30%以上。公司派息率維持在核心利潤的 30%，相對吸引。
- ❖ **融資成本進一步下降。**自 2016 年 6 月起至今，公司已經發行了 50 億元人民幣的公司債和 5.5 億美元優先票據，同時贖回往期 3 億美元票息較高的優先票據。新發債券票面利率較以往所發的債券明顯較低，公司融資成本不斷降低。1H16 加權平均融資成本 6.32 厘，較 2015 年年底降低了 0.68 厘，較 2014 年年底降低了 1.17 厘。預計 2016 年年底融資成本將進一步下降。

文幹森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

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

禹洲地產 (1628 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$2.61
市值 (港幣百萬)	9,960
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	18.06
52 周高/低 (港幣)	3.04/1.59
發行股數 (百萬)	3,816
主要股東	林龍安(68.3%)

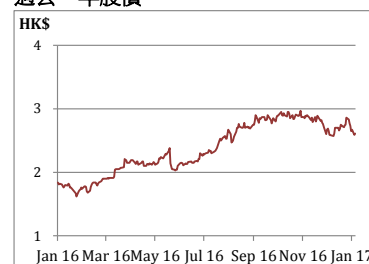
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	0.0%	-5.8%
3 月	-10.7%	-8.4%
6 月	12.1%	7.7%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額 (百萬人民幣)	7,471	7,837	10,376
淨利潤 (百萬人民幣)	1,471	1,254	1,657
每股收益 (人民幣)	0.43	0.36	0.45
每股收益變動 (%)	104.8	-16.3	25.0
市盈率(x)	5.4	6.5	5.2
市帳率(x)	1.1	0.9	0.8
股息率 (%)	5.7	6.1	6.9
權益收益率 (%)	19.7	13.4	16.2
淨財務槓桿率 (%)	78.0	59.9	79.4

來源: 公司

表 1: 2013-2016 年銷售數據

	2013	2014	2015	2016
合約銷售金額 (人民幣,億)	110	120	140	232
同比變動	68.0%	9.5%	16.8%	65.5%
合約銷售面積 (萬平方米)	104	120	140	183
同比變動	43.0%	15.3%	16.5%	30.4%
平均銷售價格 (每平米)	10,499	9,971	9,997	12,689
同比變動	17.3%	-5.0%	0.3%	26.9%

來源:公司

表 2: 土地儲備

	2013	2014	2015	9M2016
土地儲備 (萬平方米)	853	870	856	952
平均成本 (人民幣,每平米)	1,821	2,232	3,053	4,630

來源:公司

表 3: 新增土地儲備

	2013	2014	2015	2016
新增土地儲備 (萬平方米)	266	101	102	265
新增土地儲備 平均成本 (人民幣,每平米)	2,595	5,350	8,417	9,872

來源:公司

表 4: 平均融資成本

	2013	2014	2015	1H2016
平均融資成本	8.69%	8.49%	7.00%	6.32%

來源:公司

表 5: 近期發行的債券

時間	事件
16/6/2016	非公開配售20億人民幣 3 年 6.28%公司債
28/9/2016	非公開配售30億人民幣 3年 5.30%公司債
13/10/2016	贖回3億美元 2018年到期 8.75%優先票據
25/10/2016	發行2.5億美元 6% 7年優先票據
19/1/2017	發行3.5億美元 6% 5年優先票據

來源:公司

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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。本公司可發佈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並不時自行及/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資訊，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。