2018 年 1 月 17 日

睿智投資

禹洲地產 (1628 HK)
用收購開啓 2018 新征程

- **收購沿海家園資產包。**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 個爲在售項目，3 個爲土地項目。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。我們預計 4 個在售項目能够在今年帶來超過 30 億元人民幣的銷售。而 3 個土地項目中，天津項目貨值達 830 億元人民幣，其中禹洲占 30%，萬科(2202 HK，買入)占 70%。我們相信此次收購能够迅速提高公司總銷售額，幷且積累在北京、武漢市場的經驗，加深在中國核心都市圈的滲透率。
- **2018 年 600 億，2020 年 1,200 億。**2017，公司實現合約銷售額 403 億元人民幣，合約銷售面積爲 238 萬平方米，平均銷售價格爲 16,929 元人民幣/平米，順利完成全年目標 400 億(之前目標爲 300 億)。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 220 萬平方米。2017 年平均新購土地成本爲 6,802 元人民幣/平米，較 2016 年(9,872 元人民幣/平米)和 2015 年(8,417 元人民幣/平米)的成本低。收購完成後，禹洲地產總土地儲備從 1,200 萬平方米增至 1,500 萬平方米，總貨值從 2,400 億元增至 2,800 億元，布局城市將增加到 22 個。根據 1 月 15 日的電話會議，公司將 2018 年銷售目標初步定在 600 億元人民幣。考慮到公司目前土地儲備情況，我們相信禹洲能够完成 600 億銷售目標。
- **收幷購將會是主要手段。**在 2017 年補充的 23 個項目中，其中 12 個位于長三角，3 個位于天津，2 個位于惠州。另外，當中 9 個項目是通過收幷購獲得，且從去年下半年開始，公司收幷購的節奏明顯加快。在行業整合，集中度提高的大背景下，我們預計公司收幷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，加快了收幷購的投資決策。
- **上調預測及目標價。**我們分別上調 2017-2019 年的淨利潤預測 1.1%、6.3%和 18.9%至 28.8 億、35.6 億和 46.5 億元人民幣。我們上調 2018 年底的每股淨資產預測至 10.43 港元(之前預測：9.14 港元)。同時，我們將淨資產折讓率由原來的 40%降至 35%，以期反映收幷購項目對銷售和盈利的提升。因此我們目標價由 5.48 港元調升至 6.78 港元。維持買入評級。

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	19,111	26,341	32,629
淨利潤(百萬人民幣)	1,657	1,775	2,883	3,564	4,653
EPS (人民幣，分)	0.45	0.47	0.69	0.85	1.11
EPS 變動 (%)	n.a.	3.2	48.1	23.6	30.5
市盈率(x)	10.5	10.2	6.9	5.6	4.3
市帳率 (x)	1.9	1.7	1.2	1.1	0.9
股息率 (%)	3.3	4.1	5.1	6.3	8.2
權益收益率（%）	17.2	16.6	17.6	19.0	21.4
淨財務杠杆率(%)	79.4	71.7	60.3	74.2	63.9

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK$6.78
(過去目標價	HK$5.48)
潛在升幅	+21.5%
當前股價	HK$5.58

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)	23,352
3 月平均流通量 (百萬港元)	52,54
5 周內股價高/低 (港元)	5.63/2.48
總股本 (百萬)	4,185

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	25.7%	15.7%
3-月	17.3%	7.4%
6-月	10.6%	-6.6%

資料來源：彭博

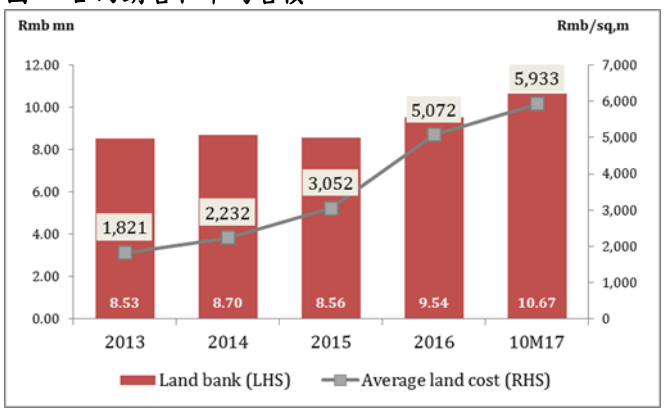
股價表現

資料來源：彭博

審計師: Ernst & Young

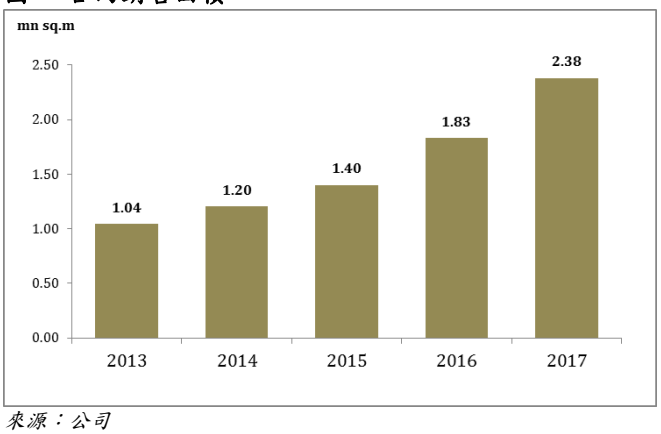
公司網站: www.xmyuzhou.com.cn

圖 1: 合約銷售和平均售價



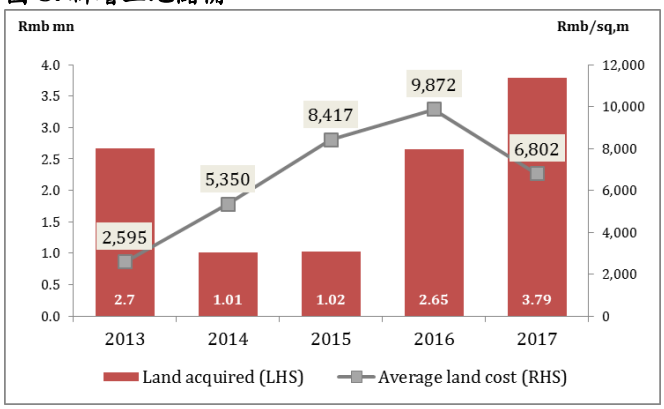
來源：公司

圖 2: 合約銷售面積



來源：公司

圖 3: 新增土地儲備



來源：公司

圖 4: 收購項目一覽

No.		项目名称	货值 (亿)	权益占比	权益货值 (亿)	建筑面积 (万平米)
1	土地项目	天津北辰项目	830	30%	249	332
2		沈阳苏家屯项目	122	100%	122	125
3		北京北实项目	投资物业	65%	n.a.	3.9
4	在售项目	武汉菱角湖项目	9.3	60%	5.6	n.a.
5		武汉赛洛城项目	15.8	100%	15.8	n.a.
6		沈阳沿海国际中心项	8.6	100%	8.6	n.a.
7		佛山沿海馨庭项目	2.7	100%	2.7	n.a.
合计			**989**		**405**	

來源：公司

利润表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	**10,376**	**13,672**	**19,111**	**26,341**	**32,629**
物业开发	10,158	13,345	18,350	25,124	30,682
投资物业租金	80	124	284	284	284
物业管理费	122	182	455	909	1,636
酒店运营	16	20	22	24	26
销售成本	(6,666)	(8,713)	(12,279)	(17,636)	(21,693)
毛利	**3,709**	**4,959**	**6,832**	**8,705**	**10,935**
其他收入	235	301	128	129	130
销售费用	(289)	(293)	(382)	(527)	(653)
行政费用	(296)	(403)	(573)	(790)	(979)
其他收益	(73)	(190)	(229)	(316)	(392)
息税前收益	**3,287**	**4,374**	**5,775**	**7,201**	**9,042**
净融资成本	(349)	(443)	(316)	(343)	(383)
联营公司	(42)	83	306	532	767
特殊收入	248	183	39	-	-
税前利润	**3,143**	**4,197**	**5,804**	**7,390**	**9,427**
所得税	(1,475)	(2,108)	(2,832)	(3,715)	(4,630)
非控制股东权益	(11)	(314)	(89)	(110)	(144)
净利润	**1,657**	**1,775**	**2,883**	**3,564**	**4,653**
核心净利润	**1,471**	**1,638**	**2,854**	**3,564**	**4,653**

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	**8,107**	**16,868**	**18,985**	**20,141**	**21,187**
物业、厂房及设备	871	1,062	1,252	1,392	1,551
投资型房地产	6,471	7,518	8,006	8,535	8,940
联营及合营公司的权益	89	7,392	8,606	9,036	9,488
无形资产	265	100	265	265	265
其他非流动资产	413	796	856	913	943
流动资产	**44,739**	**51,992**	**67,295**	**81,376**	**99,006**
现金及现金等价物	10,973	15,599	20,240	20,582	24,882
贸易及其他应收账款	2,163	2,877	3,900	5,488	6,798
存货	28,913	29,409	38,371	50,389	61,981
应收账款	-	-	-	-	-
其他	2,690	4,109	4,784	4,917	5,345
流动负债	**25,626**	**35,327**	**43,296**	**54,813**	**67,615**
银行借款	3,987	4,808	7,538	10,748	12,248
贸易及其他应付帐款	6,297	5,979	3,112	4,234	6,081
即期税项	2,266	3,025	3,000	2,142	1,597
预收款项	7,221	13,858	18,726	22,636	29,043
其他	5,855	7,657	10,920	15,052	18,645
非流动负债	**16,979**	**21,861**	**25,736**	**27,054**	**29,810**
带息借款	16,096	20,979	24,854	26,172	28,928
递延税项	883	882	882	882	882
其他	-	-	-	-	-
非控股权益	**620**	**1,007**	**848**	**933**	**1,026**
资产净额	**9,622**	**10,666**	**16,401**	**18,717**	**21,742**
权益股东应占总权益	**9,622**	**10,666**	**16,401**	**18,717**	**21,742**

来源：公司资料，招银国际则预测

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**	**5,775**	**7,201**	**9,042**
折旧和摊销	43	39	47	56	62
营运资金变动	(5,336)	6,252	(5,422)	(5,433)	(2,028)
税务开支	(1,475)	(2,108)	(2,832)	(3,715)	(4,630)
其他	3,014	(2,656)	4,552	6,324	1,253
经营活动所得现金净额	**(468)**	**5,900**	**2,120**	**4,433**	**3,699**
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)	(4,224)	(2,244)	(1,553)
投资活动所得现金净额	**(1,401)**	**(7,954)**	**(4,101)**	**(2,187)**	**(1,482)**
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)	(1,009)	(1,247)	(1,629)
其他	(1,202)	1,353	(321)	(5,185)	(545)
融资活动所得现金净额	**3,525**	**6,315**	**6,623**	**(1,904)**	**2,083**
现金增加净额	1,656	4,261	4,642	342	4,300
年初现金及现金等价物	9,296	10,973	15,599	20,240	20,582
汇兑	22	365	-	-	-
年末现金及现金等价物	**10,973**	**15,599**	**20,241**	**20,582**	**24,882**
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	**10,973**	**15,599**	**20,240**	**20,582**	**24,882**

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	96.0	95.4	94.0
投资物业租金	0.8	0.9	1.5	1.1	0.9
物业管理费	1.2	1.3	2.4	3.5	5.0
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	35.7	33.0	33.5
税前利率	30.3	30.7	30.4	28.1	28.9
净利润率	16.0	13.0	15.1	13.5	14.3
核心净利润率	14.2	12.0	14.9	13.5	14.3
有效税率	46.9	50.2	48.8	50.3	49.1
增长 (%)					
收入	32.4	31.8	39.8	37.8	23.9
毛利	30.4	33.7	37.8	27.4	25.6
净利润率	38.5	33.1	32.0	24.7	25.6
净利润	22.4	25.2	42.3	23.6	30.5
核心净利润	32.1	7.1	62.4	23.6	30.5
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
平均应付帐款周转天数	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	60.3	74.2	63.9
回报率 (%)					
资本回报率	17.2	16.6	17.6	19.0	21.4
资产回报率	3.2	3.0	3.4	3.6	4.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.45	0.47	0.69	0.85	1.11
每股股息(人民币)	0.16	0.19	0.24	0.30	0.39
每股账面值(人民币)	2.52	2.80	3.92	4.47	5.20

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幷無直接或間接關係。

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）幷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）幷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 : 招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大厦 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")爲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爲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，幷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，幷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，僅爲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爲或被視爲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采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。

本報告基于我們認爲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。招銀證券可能采取與報告中建議及/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幷不時自行及/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。本報告版權僅爲本公司所有，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。

對于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。

對于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。