

禹洲地产 (1628 HK)

向千亿销售进发

- ❖ **2017 业绩符合预期。**2017 年，公司实现收入 217 亿元人民币(下同)，增长 59%，净利润 28 亿，增长 57%。收入增长主要受确认销售单价推动，由 2016 年的 9,000 元/平增长 57%至 2017 年的 14,118 元/平。毛利率同比下滑了 0.9 个百分点至 35.4%，总体仍然保持在 35%以上水平。期内，公司录得来自合营及联营公司 8,300 万元的亏损。核心利润增长 43%至 29 亿，高于我们预期 2%，核心利润率为 13.5%。
- ❖ **2018 年 600 亿，2020 年超千亿。**2017，公司实现合约销售额 403 亿元人民币，合约销售面积为 238 万平方米，平均销售价格为 16,929 元人民币/平米，顺利完成全年目标 400 亿(之前目标为 300 亿)。其中 60%和 34%的销售来自长三角和海西区域。公司将 2018 年销售目标初步定在 600 亿元人民币，并努力在 2020 年实现销售超过 1,000 亿。
- ❖ **总土储 1,500 万平。**2017 年禹洲新增 23 个项目，总建筑面积达 380 万平方米，权益面积 200 万平方米。2017 年平均新购土地成本为 6,787 元人民币/平，较 2016 年(9,872 元人民币/平)和 2015 年(8,417 元人民币/平)的成本低。今年 1 月 15 日，禹洲地产宣布以 38 亿元人民币收购沿海家园(1124 HK)旗下 7 个项目部分股权。7 个项目权中，4 个为在售项目，3 个为土地项目。总权益可售面积约 313 万平方米，潜在总货值约 989 亿元，潜在权益货值超过 400 亿元。收购资产包后，公司总土储由 17 年底的 1,184 万平增加至 2018 年 3 月 27 日的 1,500 万平。由于收购土地低廉，公司平均土地成本也从 2017 年底的 5,697 元/平降至 4,500 元/平。从去年下半年开始，公司收并购的节奏明显加快。在行业整合，集中度提高的大背景下，我们预计公司收并购项目以及合作开发项目占比将会明显上升。禹洲也已经通过完善内部管理架构，加快了收并购的投资决策。
- ❖ **上调预测及目标价。**由于公司发行永续债，净负债率由 2016 年底的 71.7%降至 57.7%，若将永续债计入负债，则净负债率为 77.1%，保持稳定。我们分别上调 2018-2019 年的净利润预测 0.1%和 2.8%至 35.7 亿和 47.8 亿元人民币。我们上调 2018 年底的每股净资产预测由之前 10.43 港元调升至 10.62 港元。因此我们目标价由 6.78 港元调升至 6.90 港元，相当于 35%的折让。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	13,672	21,701	29,026	41,203	48,177
净利润(百万人民币)	1,775	2,790	3,567	4,783	5,977
EPS(人民币)	0.48	0.73	0.85	1.14	1.43
EPS 变动(%)	n.a.	51.5	16.6	34.1	25.0
市盈率(x)	9.3	6.2	5.3	3.9	3.2
市帐率(x)	1.6	1.2	1.1	0.9	0.8
股息率(%)	3.5	4.3	6.6	8.9	11.1
权益收益率(%)	16.6	19.3	21.2	24.0	25.1
净财务杠杆率(%)	71.7	57.7	46.3	60.9	54.0

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$6.90
(过去目标价)	HK\$6.78
潜在升幅	+30.2%
当前股价	HK\$5.30

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	22,181
3 月平均流通量(百万港元)	99.4
5 周内股价高/低(港元)	6.18/ 3.2
总股本(百万)	4,185.0

资料来源：彭博

股东结构

林龙安	62.38%
自有流通	37.62%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.4%	9.2%
3-月	20.2%	21.9%
6-月	26.8%	16.1%

资料来源：彭博

股价表现

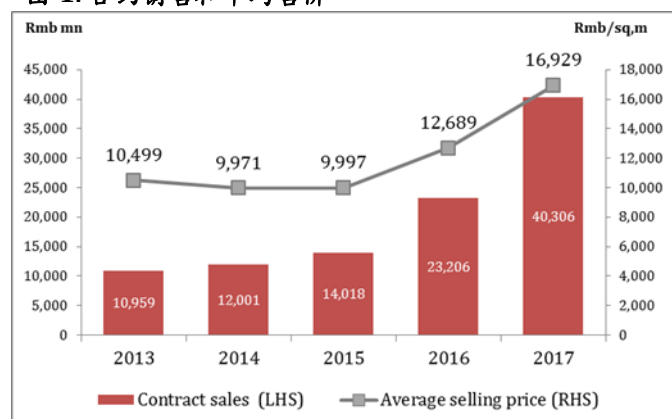


资料来源：彭博

审计师: Ernst & Young

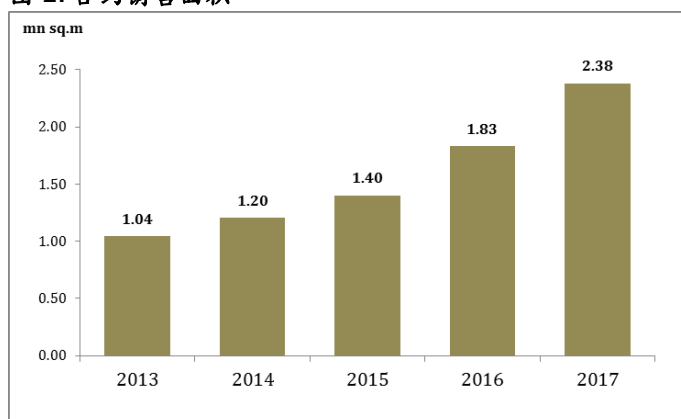
公司网站: www.xmyuzhou.com.cn

图 1: 合约销售和平均售价



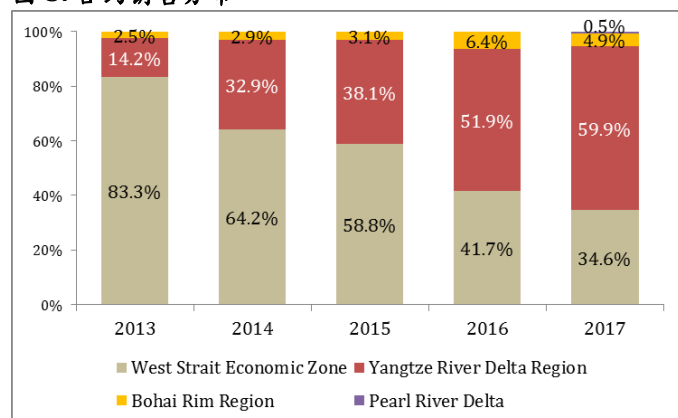
来源：公司

图 2: 合约销售面积



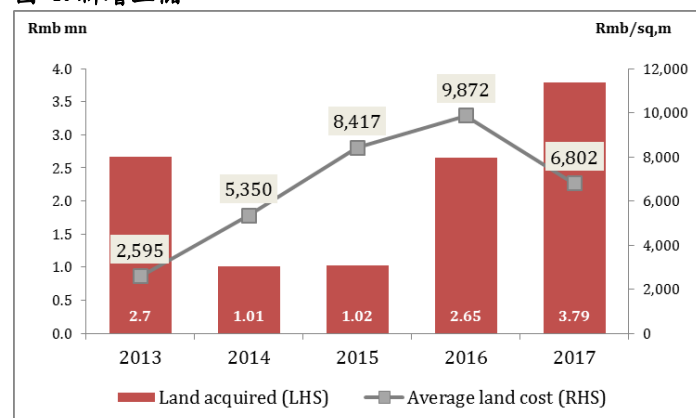
来源：公司

图 3: 合约销售分布



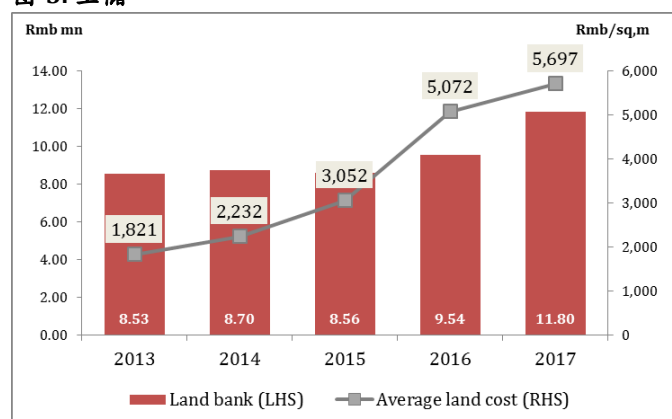
来源：公司

图 4: 新增土储



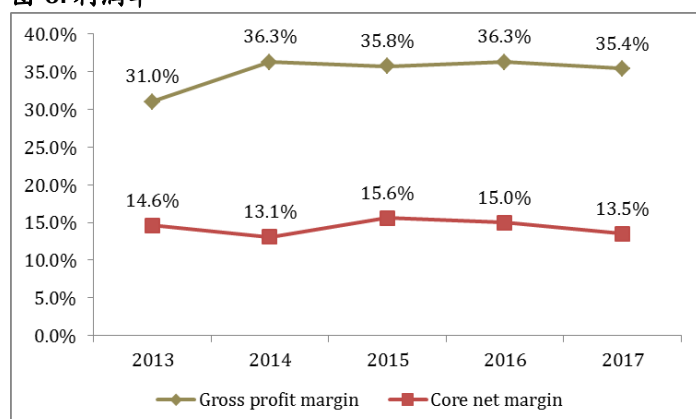
来源：公司

图 5: 土储



来源：公司

图 6: 利润率



来源：公司

图 7: 收购项目一览

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		

来源：公司

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	13,672	21,701	29,026	41,203	48,177
物业开发	13,345	21,213	28,318	40,213	46,772
投资物业租金	124	140	160	178	196
物业管理费	182	329	526	788	1,183
酒店运营	20	18	23	24	26
销售成本	(8,713)	(14,018)	(18,869)	(27,617)	(32,377)
毛利	4,959	7,683	10,158	13,586	15,800
其他收入	301	202	126	129	130
销售费用	(293)	(491)	(697)	(948)	(1,108)
行政费用	(403)	(500)	(697)	(989)	(1,156)
其他收益	(190)	(293)	(348)	(494)	(578)
息税前收益	4,374	6,602	8,542	11,284	13,088
净融资成本	(443)	(708)	(708)	(472)	(601)
联营公司	83	(83)	510	804	1,754
特殊收入	183	380	-	-	-
税前利润	4,197	6,190	8,343	11,617	14,241
所得税	(2,108)	(3,063)	(4,289)	(6,055)	(7,210)
非控制股东权益	(314)	(337)	(486)	(779)	(1,055)
净利润	1,775	2,790	3,567	4,783	5,977
核心净利润	2,047	2,924	3,567	4,783	5,977

来源:公司资料,招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	51,992	63,159	72,633	98,535	114,406
物业、厂房及设备	29,409	27,559	41,931	61,372	71,949
投资型房地产	2,877	15,630	9,675	13,734	16,059
联营及合营公司的权益	15,599	15,596	15,547	16,387	18,415
无形资产	1,819	1,902	1,997	2,097	2,202
其他	2,290	2,471	3,483	4,944	5,781
流动资产	16,868	16,746	17,858	19,073	20,399
现金及现金等价物	1,062	875	807	744	686
贸易及其他应收账款	7,518	8,140	8,547	8,975	9,423
存货	7,392	6,990	7,689	8,458	9,303
应收账款	100	-	-	-	-
其他	796	741	815	897	987
流动负债	35,327	48,013	50,994	69,413	80,958
银行借款	13,858	10,269	12,636	18,043	20,541
贸易及其他应付账款	5,979	5,154	9,434	13,809	16,188
即期税项	7,657	12,468	16,587	23,545	27,530
预收款项	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
非流动负债	21,861	14,449	19,249	24,059	24,771
带息借款	20,979	10,863	18,172	22,928	23,584
递延税项	882	1,025	1,077	1,131	1,187
其他	-	2,560	-	-	-
非控股权益	1,007	1,062	1,548	2,327	3,382
永续债	-	1,912	1,912	1,912	1,912
资产净额	10,666	14,469	16,788	19,897	23,782
权益股东应占权益	10,666	14,469	16,788	19,897	23,782

来源:公司资料,招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	4,457	6,518	9,052	12,088	14,842
折旧和摊销	39	83	68	63	58
营运资金变动	5,967	(10,456)	1,338	(8,223)	(4,876)
税务开支	(2,108)	(3,063)	(4,289)	(6,055)	(7,210)
其他	(2,455)	3,297	(9,225)	3,351	153
经营活动所得现金净额	5,900	(3,621)	(3,057)	1,225	2,967
购置固定资产	230	(104)	(152)	(168)	(268)
联营公司	(118)	(115)	(138)	(150)	(150)
其他	(8,066)	(4,215)	(1,035)	(1,256)	(1,553)
投资活动所得现金净额	(7,954)	(4,434)	(1,325)	(1,574)	(1,971)
股份发行	-	1,348	-	-	-
净银行借贷	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)
融资活动所得现金净额	6,315	8,053	4,332	1,190	1,029
现金增加净额	4,261	(2)	(49)	840	2,025
年初现金及现金等价物	10,973	15,599	15,596	15,547	16,387
汇兑	365	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	15,599	15,597	15,547	16,387	18,415
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价	15,599	15,596	15,547	16,387	18,415

来源:公司资料,招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业开发	97.6	97.8	97.6	97.6	97.1
投资物业租金	0.9	0.6	0.6	0.4	0.4
物业管理费	1.3	1.5	1.8	1.9	2.5
酒店运营	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
总额	100	100	100	100	100

盈利能力比率(%)

毛利率	36.3	35.4	35.0	33.0	32.8
税前利率	30.7	28.5	28.7	28.2	29.6
净利润率	13.0	12.9	12.3	11.6	12.4
核心净利润率	15.0	13.5	12.3	11.6	12.4
有效税率	50.2	49.5	51.4	52.1	50.6

增长(%)

收入	31.8	58.7	33.8	42.0	16.9
毛利	33.7	54.9	32.2	33.8	16.3
净利润率	37.3	46.3	38.9	33.5	22.8
净利润	25.2	49.7	29.6	37.2	26.4
核心净利润	7.1	57.2	27.9	34.1	25.0

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
平均应付账款周转天数	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	46.3	60.9	54.0

回报率(%)

资本回报率	16.6	19.3	21.2	24.0	25.1
资产回报率	3.0	3.9	4.5	4.7	5.2

每股数据

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

来源:公司资料,招银国际预测

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关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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。报告所载数据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，并可能会受目标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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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风险。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，请与我们联系。

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商投资者

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。