

禹洲地产(1628HK, HK\$3.47 目标价: HK\$3.6, 持有)—长三角市场成为发展新焦点

- ❖ **首次覆盖给予「持有」评级。**禹洲地产是一家总部位于上海的领先物业开发商，同时也是厦门最大的物业开发商之一。我们推出公司 2017 年底的每股资产净值为 7.2 港元，以资产净值折让 50% 计算，得出目标价为 3.6 港元。首次覆盖给予「持有」评级。
- ❖ **新的战略布局。**2016 年，长三角地区的合约销售占公司全部合约销售的 52%。禹洲地产也在 2016 年将战略重心由海西经济区转移至长三角地区。随着公司在 2016 年将总部由厦门迁至上海，禹洲地产也将更加积极地拓展长三角市场，同时继续巩固其在海西地区的领先地位。
- ❖ **在厦门及合肥拥有良好的市场基础。**禹洲地产起家于厦门，并于 2006 年将业务扩展至合肥。经过多年深耕，厦门及合肥已经成为公司的重要市场。在 2016 年，公司 50% 的合约销售以及 40% 的土地储备都来自厦门与合肥。由于公司在这两个城市布局较早，土地成本也相对较低。我们预计厦门及合肥在未来 2 至 3 年将为公司销售和利润做出重要贡献。
- ❖ **合约销售增长强劲。**2016 年厦门及合肥的房地产市场表现火爆，有力推动了公司全年销售增长。2016 年全年，禹洲地产实现合约销售 232.06 亿元人民币，同比增长 65.5%，完成公司上调后目标 220 亿元人民币的 105%；对应销售面积为 182.9 万平方米，同比增长 30.4%；平均销售价格为每平米 12,689 元人民币，同比增长 26.9%。上述三个指标均创历史新高。在 2016 年实现良好销售的情况下，公司也将 2017 年销售目标定在 300 亿元人民币，较 2016 年目标提高了 36.4%，显示出公司对 2017 年销售表现的乐观态度。
- ❖ **更加多样的收入来源。**禹洲地产在商业地产开发和运营拥有多年的经验，包括商场、酒店和写字楼项目。公司的商业项目地理位置优越，出租率也维持在较高水平。截止 2015 年底，公司仍有 74 万平方米的投资物业在建。随着更多的投资物业项目落成交付，公司也将逐渐扩大其收入来源。

黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

文干森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

中国房地产行业

禹洲地产 (1628HK)

评级	持有
收市价	HK\$3.47
目标价	HK\$3.6
市值 (港币百万)	13,243
过去 3 月平均交易 (港币百万)	22.3
52 周高/低 (港币)	3.48/1.8
发行股数 (百万)	3,816
主要股东	林龙安家族(68.3%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	27.3%	25.4%
3 月	31.3%	16.4%
6 月	17.2%	14.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万港元)	10,376	13,672	17,811	21,308	23,804
核心净利润 (百万港元)	1,657	1,775	2,409	2,734	3,030
每股核心收益 (港元)	0.45	0.47	0.63	0.72	0.79
每股核心收益变动 (%)	24.1	3.2	35.7	13.5	10.8
市盈率 (x)	7.7	7.5	5.5	4.8	4.4
市帐率 (x)	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
股息率 (%)	4.5	5.6	6.4	7.2	8.0
权益收益率 (%)	17.2	16.6	19.7	19.5	19.0
净财务杠杆率 (%)	79.4	71.7	65.4	61.0	61.7

来源: 公司, 招银国际预测

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	17,811	21,308	23,804
物业开发	10,158	13,345	17,348	20,689	23,005
投资物业租金	80	124	184	233	283
物业管理费	122	182	255	356	481
酒店运营	16	20	24	29	35
销售成本	(6,666)	(8,713)	(11,568)	(13,938)	(15,771)
毛利	3,709	4,959	6,243	7,370	8,033
其他收入	235	301	358	413	420
销售费用	(289)	(293)	(439)	(525)	(586)
行政费用	(296)	(403)	(534)	(639)	(714)
其他收益	(73)	(190)	(267)	(341)	(357)
息税前收益	3,287	4,374	5,361	6,278	6,796
净融资成本	(349)	(443)	(321)	(335)	(370)
联营公司	(42)	83	291	435	616
特殊收入	248	183	-	-	-
税前利润	3,143	4,197	5,331	6,378	7,041
所得税	(1,475)	(2,108)	(2,597)	(3,093)	(3,421)
非控制股东权益	(11)	(314)	(325)	(551)	(591)
净利润	1,657	1,775	2,409	2,734	3,030
核心净利润	1,471	1,638	2,409	2,734	3,030

来源: 公司、招银国际预测

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	20,364	23,842	26,480
物业、厂房及设备	871	1,062	1,248	1,422	1,589
投资型房地产	6,471	7,518	8,678	9,835	10,155
联营及合营公司的权益	89	7,392	9,513	11,453	13,531
无形资产	265	100	100	100	100
其他非流动资产	413	796	825	1,031	1,105
流动资产	44,739	51,992	62,460	67,445	74,232
现金及现金等价物	10,973	15,599	21,179	22,896	25,037
贸易及其他应收账款	2,163	2,877	3,789	4,533	5,064
存货	28,913	29,409	32,989	34,632	38,082
应收账款	-	-	-	-	-
其他	2,690	4,109	4,502	5,384	6,049
流动负债	25,626	35,327	42,757	47,876	51,758
银行借款	3,987	4,808	6,038	6,913	7,048
贸易及其他应付账款	6,297	5,979	7,789	9,319	10,410
即期税项	2,266	3,025	3,715	4,002	4,660
预收款项	7,221	13,858	15,320	15,805	16,415
其他	5,855	7,657	9,895	11,838	13,224
非流动负债	16,979	21,861	26,784	28,316	31,862
带息借款	16,096	20,979	25,889	27,412	30,928
递延税项	883	882	895	904	934
其他	-	-	-	-	-
非控股权益	(620)	(1,007)	(1,051)	(1,086)	(1,115)
资产净额	9,622	10,666	12,232	14,009	15,978
权益股东应占权益	9,622	10,666	12,232	14,009	15,978

来源: 公司、招银国际预测

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	5,361	6,278	6,796
折旧和摊销	43	50	62	73	83
营运资金变动	(4,526)	7,149	1,182	1,673	(843)
税务开支	1,475	2,108	2,597	3,093	3,421
其他	(990)	(1,042)	267	(801)	(81)
经营活动所得现金净额	(711)	12,639	9,469	10,316	9,375
购置固定资产	(119)	(12,735)	(389)	(387)	(388)
联营公司	2,419	(7,304)	(2,121)	(1,940)	(2,078)
其他	(3,458)	(4,290)	(8,777)	(9,827)	(9,464)
投资活动所得现金净额	(1,158)	(24,328)	(11,286)	(12,154)	(11,930)
股份发行	623	-	-	-	-
净银行借贷	4,679	5,704	6,140	2,398	3,651
股息	(443)	(576)	(742)	(843)	(957)
其他	(1,334)	11,187	2,000	2,000	2,001
融资活动所得现金净额	3,525	16,315	7,398	3,555	4,695
现金增加净额	1,656	4,625	5,581	1,717	2,140
年初现金及现金等价物	9,296	10,973	15,599	21,179	22,896
汇兑	22	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,973	15,599	21,179	22,896	25,037
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	10,973	15,599	21,179	22,896	25,037

来源: 公司、招银国际预测

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	97.4	97.1	96.6
投资物业租金	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
物业管理费	1.2	1.3	1.4	1.7	2.0
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	35.1	34.6	33.7
税前利率	30.3	30.7	29.9	29.9	29.6
净利润率	16.0	13.0	13.5	12.8	12.7
核心净利润率	14.2	12.0	13.5	12.8	12.7
有效税率	46.9	50.2	48.7	48.5	48.6

增长 (%)

收入	32.4	31.8	30.3	19.6	11.7
毛利	30.4	33.7	25.9	18.0	9.0
净利润率	38.5	33.1	22.6	17.1	8.2
净利润	22.4	25.2	30.9	20.2	10.2
核心净利润	32.1	7.1	35.7	13.5	10.8

资产负债比率

流动比率 (x)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4
平均应收账款周转天数	76	77	78	78	78
平均应付账款周转天数	222	160	160	160	160
平均存货周转天数	994	762	655	574	566
净负债/ 总权益比率 (%)	79	72	65	61	62

回报率 (%)

资本回报率	17.2	16.6	19.7	19.5	19.0
资产回报率	3.2	3.0	3.3	3.6	3.6

每股数据

每股盈利 (人民币)	0.45	0.47	0.63	0.72	0.79
每股股息 (人民币)	0.16	0.19	0.22	0.25	0.28
每股账面值 (人民币)	2.52	2.80	3.21	3.67	4.19

来源: 公司、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。