

禹洲地產 (1628 HK)

長三角布局取得階段性回報

- ❖ **目標 2020 年完成千億銷售。**2017 年上半年，公司實現合約銷售 215 億元人民幣，增長 66.9%，完成全年銷售目標 300 億元人民幣的 72%。平均售價同比上漲 31.4%至每平米 16,744 元人民幣(1H16: 12,738 元人民幣)。受物業銷售增長推動，上半年公司收入達 72.5 億元人民幣，增長 74.9%，毛利率維持在 32.95%(1H16:32.47%)。當期淨利潤為 7.86 億元人民幣，增長 13.3%；核心淨利潤為 9.2 億元人民幣，增長 40.0%。在上半年銷售表現優異以及下半年將有 358 億人民幣貨值的情況下，公司也將今年全年 300 億元人民幣的銷售目標提高至 400 億元人民幣。此外，公司也將力爭完成 2020 年銷售達千億的目標，意味著未來銷售複合增長率將超 40%。公司也宣布中期每股派息 8.5 港仙。
- ❖ **規模擴張的同時保持可控的財務狀況。**截止 2017 年 6 月 30 日，公司現金約 196.04 億元人民幣，足夠覆蓋 53.87 億元人民幣的短期負債。同時，平均借貸成本也由去年底 6.08%降至 5.99%。淨負債率較去年底輕微上升了 0.9 個百分點至 72.6%。總體財務狀況仍處在可控範圍內。截止今年 7 月 31 日，公司總土地儲備達 1,012 萬平方米，較去年底增加 59 萬平方米。平均土地成本為每平米 5,879 元人民幣，較去年底的平均成本上升 16%。今年 1-7 月，公司總共獲取了 11 塊土地，總權益面積達 74 萬平方米，平均成本為每平米 10,625 元人民幣。
- ❖ **長三角布局取得階段性回報。**2016 年，公司主動調整戰略布局，加大長三角地區的投資，並將總部遷至上海。截止到今年 7 月，53%的土地儲備位於長三角。上半年合約銷售中，57%來自長三角，而這個占比數字在 2015 年僅僅是 38%。從確認收入來看，今年上半年物業銷售收入中，47%來自上海地區，僅占確認銷售面積 21%。公司長三角布局取得階段性回報。我們預計公司將繼續加大長三角的布局力度，提高在當地市場的份額。
- ❖ **上調預測及目標價。**因為優于預期的盈利能力以及銷售表現，我們分別上調 2017-2019 年的淨利潤預測 15.5%、22.3%及 27.5%至 27.8 億、33.4 億和 38.6 億元人民幣。考慮到毛利率提升和良好的項目位置，我們將 2017 年底的淨資產預測由 7.20 港元升至 9.00 港元，因此目標價由 3.60 港元調升至 5.40 港元，相等于 40%的與淨資產折讓。

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	18,832	22,078	24,082
淨利潤(百萬人民幣)	1,657	1,775	2,778	3,344	3,864
EPS(人民幣)	0.45	0.47	0.72	0.87	1.01
EPS變動(%)	n.a.	3.2	55.8	20.4	15.6
市盈率(x)	11.8	11.4	7.3	6.1	5.3
市帳率(x)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2
股息率(%)	3.0	3.7	4.8	5.8	6.7
權益收益率(%)	17.2	16.6	22.3	22.8	22.5
淨財務杠杆率(%)	79.4	71.7	73.4	71.1	68.9

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(上調)

目標價	HK\$5.40
(過去目標價)	HK\$3.60)
潛在升幅	+18.4%
當前股價	HK\$4.56

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)	17,486
3月平均流通量(百萬港元)	37.27
52周內股價高/低(港元)	4.81/2.41
總股本(百萬)	3,834.6

資料來源：彭博

股東結構

林龍安	67.99%
自有流通	32.01%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.2%	-2.3%
3-月	23.6%	14.7%
6-月	70.8%	49.4%

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

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	10,376	13,672	18,832	22,078	24,082
物業開發	10,158	13,345	18,189	21,025	22,508
投資物業租金	80	124	170	170	170
物業管理費	122	182	455	864	1,382
酒店運營	16	20	18	20	22
銷售成本	(6,666)	(8,713)	(12,557)	(14,662)	(15,977)
毛利	3,709	4,959	6,275	7,416	8,105
其他收入	235	301	128	134	140
銷售費用	(289)	(293)	(377)	(442)	(482)
行政費用	(296)	(403)	(527)	(618)	(674)
其他收益	(73)	(190)	(188)	(221)	(241)
息稅前收益	3,287	4,374	5,311	6,270	6,849
淨融資成本	(349)	(443)	(297)	(315)	(355)
聯營公司	(42)	83	328	454	591
特殊收入	248	183	39	-	-
稅前利潤	3,143	4,197	5,382	6,408	7,085
所得稅	(1,475)	(2,108)	(2,530)	(2,965)	(3,003)
非控制股東權益	(11)	(314)	(73)	(99)	(217)
淨利潤	1,657	1,775	2,778	3,344	3,864
核心淨利潤	1,471	1,638	2,749	3,344	3,864

來源：公司資料，招銀國際則預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	8,107	16,868	18,511	20,049	21,538
物業、廠房及設備	871	1,062	1,252	1,392	1,551
投資型房地產	6,471	7,518	8,006	8,535	8,940
聯營及合營公司的權益	89	7,392	8,132	8,945	9,839
無形資產	265	100	265	265	265
其他非流動資產	413	796	856	913	943
流動資產	44,739	51,992	62,915	68,962	75,907
現金及現金等價物	10,973	15,599	18,863	21,057	23,857
貿易及其他應收賬款	2,163	2,877	3,843	4,600	5,017
存貨	28,913	29,409	36,525	39,350	42,809
應收賬款	-	-	-	-	-
其他	2,690	4,109	3,684	3,955	4,223
流動負債	25,626	35,327	44,368	49,259	52,332
銀行借款	3,987	4,808	7,538	10,748	12,248
貿易及其他應付帳款	6,297	5,979	3,112	4,330	5,056
即期稅項	2,266	3,025	3,000	2,142	1,597
預收款項	7,221	13,858	19,958	19,423	19,669
其他	5,855	7,657	10,761	12,616	13,761
非流動負債	16,979	21,861	23,736	24,172	26,928
帶息借款	16,096	20,979	22,854	23,172	25,928
遞延稅項	883	882	882	1,000	1,000
其他	-	-	-	-	-
非控股權益	(620)	(1,007)	(848)	(933)	(1,026)
資產淨額	9,622	10,666	12,473	14,647	17,159
權益股東應占總權益	9,622	10,666	12,474	14,647	17,159

來源：公司資料，招銀國際則預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	3,287	4,374	5,311	6,270	6,849
折舊和攤銷	43	39	56	62	70
營運資金變動	(4,526)	7,149	(1,981)	(925)	(1,760)
稅務開支	1,475	2,108	2,530	2,965	3,003
其他	(8,617)	(15,852)	339	(1,186)	(843)
經營活動所得現金淨額	(8,337)	(2,183)	6,254	7,185	7,318

購置固定資產	(119)	(730)	(388)	(345)	(371)
聯營公司	2,419	(7,304)	(739)	(813)	(894)
其他	(3,701)	80	(3,333)	(4,842)	(4,063)
投資活動所得現金淨額	(1,401)	(7,954)	(4,460)	(6,001)	(5,328)

股份發行	623	-	-	-	-
淨銀行借貸	4,679	5,704	4,605	3,528	4,257
股息	(443)	(576)	(742)	(972)	(1,170)
其他	(1,334)	1,187	(2,393)	(1,546)	(2,276)
融資活動所得現金淨額	3,525	6,315	1,470	1,010	810

現金增加淨額	(6,214)	(3,822)	3,264	2,194	2,800
年初現金及現金等價物	9,296	10,973	15,599	18,863	21,057
匯兌	22	365	-	-	-
年末現金及現金等價物	10,973	15,599	18,863	21,057	23,857
抵押現金	-	-	-	-	-
年末資產負債表現金及現金等價物	10,973	15,599	18,863	21,057	23,857

來源：公司資料，招銀國際則預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業開發	97.9	97.6	96.6	95.2	93.5
投資物業租金	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
物業管理費	1.2	1.3	2.4	3.9	5.7
酒店運營	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
總額	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	35.8	36.3	33.3	33.6	33.7
稅前利率	30.3	30.7	28.6	29.0	29.4
淨利潤率	16.0	13.0	14.8	15.1	16.0
核心淨利潤率	14.2	12.0	14.6	15.1	16.0
有效稅率	46.9	50.2	47.0	46.3	42.4

增長 (%)

收入	32.4	31.8	37.7	17.2	9.1
毛利	30.4	33.7	26.5	18.2	9.3
淨利潤率	38.5	33.1	21.4	18.1	9.2
淨利潤	22.4	25.2	36.5	20.7	18.5
核心淨利潤	32.1	7.1	56.5	20.4	15.6

資產負債比率

流動比率 (x)	1.7	1.5	1.4	1.4	1.5
平均應收賬款周轉天數	76.1	3.0	2.8	2.9	2.9
平均應付帳款周轉天數	118	121	130	126	126
平均存貨周轉天數	1,548	1,195	1,043	961	961
淨負債/總權益比率 (%)	79.4	71.7	73.4	71.1	68.9

回報率 (%)

資本回報率	17.2	16.6	22.3	22.8	22.5
資產回報率	3.2	3.0	3.5	3.9	4.2

每股數據

每股盈利(人民幣)	0.45	0.47	0.72	0.87	1.01
每股股息(人民幣)	0.16	0.19	0.25	0.31	0.35
每股賬面值(人民幣)	2.52	2.80	3.25	3.82	4.47

來源：公司資料，招銀國際則預測

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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，并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，并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數據。報告中的信息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。

本報告基于我們認為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并不時自行及/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信息，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 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士。