

## 禹洲地產(1628HK, HK\$3.47 目標價: HK\$3.6, 持有) — 長三角市場成爲發展新焦點

- ❖ **首次覆蓋給予「持有」評級。**禹洲地產是一家總部位於上海的領先物業開發商，同時也是廈門最大的物業開發商之一。我們推出公司 2017 年底的每股資產淨值爲 7.2 港元，以資產淨值折讓 50% 計算，得出目標價爲 3.6 港元。首次覆蓋給予「持有」評級。
- ❖ **新的戰略布局。**2016 年，長三角地區的合約銷售佔公司全部合約銷售的 52%。禹洲地產也在 2016 年將戰略重心由海西經濟區轉移至長三角地區。隨著公司在 2016 年將總部由廈門遷至上海，禹洲地產也將更加積極地拓展長三角市場，同時繼續鞏固其在海西地區的領先地位。
- ❖ **在廈門及合肥擁有良好的市場基礎。**禹洲地產起家於廈門，並於 2006 年將業務擴展至合肥。經過多年深耕，廈門及合肥已經成爲公司的重要市場。在 2016 年，公司 50% 的合約銷售以及 40% 的土地儲備都來自廈門與合肥。由於公司在這兩個城市布局較早，土地成本也相對較低。我們預計廈門及合肥在未來 2 至 3 年將繼續爲公司的銷售和利潤做出重要貢獻。
- ❖ **合約銷售增長強勁。**2016 年廈門及合肥的房地產市場表現火爆，有力推動了公司全年銷售增長。2016 年全年，禹洲地產實現合約銷售 232.06 億元人民幣，同比增長 65.5%，完成公司上調後目標 220 億元人民幣的 105%；對應銷售面積爲 182.9 萬平方米，同比增長 30.4%；平均銷售價格爲每平米 12,689 元人民幣，同比增長 26.9%。上述三個指標均創歷史新高。在 2016 年實現良好銷售的情況下，公司也將 2017 年銷售目標定在 300 億元人民幣，較 2016 年目標提高了 36.4%，顯示出公司對 2017 年銷售表現的樂觀態度。
- ❖ **更加多樣的收入來源。**禹洲地產在商業地產開發和運營擁有多年的經驗，包括商場、酒店和寫字樓項目。公司的商業項目地理位置優越，出租率也維持在較高水平。截止 2015 年底，公司仍有 74 萬平方米的投資物業在建。隨著更多的投資物業項目落成交付，公司也將逐漸擴大其收入來源。

黃程宇

(852) 3761 8773

[huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

[samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

### 中國房地產行業

#### 禹洲地產 (1628HK)

評級	持有
收市價	HK\$3.47
目標價	HK\$3.6
市值 (港幣百萬)	13,243
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	22.3
52 周高/低 (港幣)	3.48/1.8
發行股數 (百萬)	3,816
主要股東	林龍安家族(68.3%)

來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1 月	27.3%	25.4%
3 月	31.3%	16.4%
6 月	17.2%	14.5%

來源: 彭博

#### 過去一年股價



來源: 彭博

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	10,376	13,672	17,811	21,308	23,804
核心淨利潤 (百萬港元)	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
每股核心收益變動 (%)	24.1	3.2	35.7	13.5	10.8
市盈率(x)	7.7	7.5	5.5	4.8	4.4
市帳率(x)	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
股息率 (%)	4.5	5.6	6.4	7.2	8.0
權益收益率 (%)	17.2	16.6	19.7	19.5	19.0
淨財務槓杆率 (%)	79.4	71.7	65.4	61.0	61.7

來源: 公司, 招銀國際預測

**利潤表**

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>10,376</b>	<b>13,672</b>	<b>17,811</b>	<b>21,308</b>	<b>23,804</b>
物業開發	10,158	13,345	17,348	20,689	23,005
投資物業租金	80	124	184	233	283
物業管理費	122	182	255	356	481
酒店運營	16	20	24	29	35
銷售成本	(6,666)	(8,713)	(11,568)	(13,938)	(15,771)
<b>毛利</b>	<b>3,709</b>	<b>4,959</b>	<b>6,243</b>	<b>7,370</b>	<b>8,033</b>
其他收入	235	301	358	413	420
銷售費用	(289)	(293)	(439)	(525)	(586)
行政費用	(296)	(403)	(534)	(639)	(714)
其他收益	(73)	(190)	(267)	(341)	(357)
<b>息稅前收益</b>	<b>3,287</b>	<b>4,374</b>	<b>5,361</b>	<b>6,278</b>	<b>6,796</b>
淨融資成本	(349)	(443)	(321)	(335)	(370)
聯營公司	(42)	83	291	435	616
特殊收入	248	183	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>3,143</b>	<b>4,197</b>	<b>5,331</b>	<b>6,378</b>	<b>7,041</b>
所得稅	(1,475)	(2,108)	(2,597)	(3,093)	(3,421)
非控制股東權益	(11)	(314)	(325)	(551)	(591)
<b>淨利潤</b>	<b>1,657</b>	<b>1,775</b>	<b>2,409</b>	<b>2,734</b>	<b>3,030</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,471</b>	<b>1,638</b>	<b>2,409</b>	<b>2,734</b>	<b>3,030</b>

來源: 公司、招銀國際預測

**資產負債表**

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流動資產</b>	<b>8,107</b>	<b>16,868</b>	<b>20,364</b>	<b>23,842</b>	<b>26,480</b>
物業、廠房及設備	871	1,062	1,248	1,422	1,589
投資型房地產	6,471	7,518	8,678	9,835	10,155
聯營及合營公司的權益	89	7,392	9,513	11,453	13,531
無形資產	265	100	100	100	100
其他非流動資產	413	796	825	1,031	1,105
<b>流動資產</b>	<b>44,739</b>	<b>51,992</b>	<b>62,460</b>	<b>67,445</b>	<b>74,232</b>
現金及現金等價物	10,973	15,599	21,179	22,896	25,037
貿易及其他應收賬款	2,163	2,877	3,789	4,533	5,064
存貨	28,913	29,409	32,989	34,632	38,082
應收賬款	-	-	-	-	-
其他	2,690	4,109	4,502	5,384	6,049
<b>流動負債</b>	<b>25,626</b>	<b>35,327</b>	<b>42,757</b>	<b>47,876</b>	<b>51,758</b>
銀行借款	3,987	4,808	6,038	6,913	7,048
貿易及其他應付賬款	6,297	5,979	7,789	9,319	10,410
即期稅項	2,266	3,025	3,715	4,002	4,660
預收款項	7,221	13,858	15,320	15,805	16,415
其他	5,855	7,657	9,895	11,838	13,224
<b>非流動負債</b>	<b>16,979</b>	<b>21,861</b>	<b>26,784</b>	<b>28,316</b>	<b>31,862</b>
帶息借款	16,096	20,979	25,889	27,412	30,928
遞延稅項	883	882	895	904	934
其他	-	-	-	-	-
<b>非控股權益</b>	<b>(620)</b>	<b>(1,007)</b>	<b>(1,051)</b>	<b>(1,086)</b>	<b>(1,115)</b>
<b>資產淨額</b>	<b>9,622</b>	<b>10,666</b>	<b>12,232</b>	<b>14,009</b>	<b>15,978</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>9,622</b>	<b>10,666</b>	<b>12,232</b>	<b>14,009</b>	<b>15,978</b>

來源: 公司、招銀國際預測

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>息稅前收益</b>	<b>3,287</b>	<b>4,374</b>	<b>5,361</b>	<b>6,278</b>	<b>6,796</b>
折舊和攤銷	43	50	62	73	83
營運資金變動	(4,526)	7,149	1,182	1,673	(843)
稅務開支	1,475	2,108	2,597	3,093	3,421
其他	(990)	(1,042)	267	(801)	(81)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(711)</b>	<b>12,639</b>	<b>9,469</b>	<b>10,316</b>	<b>9,375</b>
購買固定資產	(119)	(12,735)	(389)	(387)	(388)
聯營公司	2,419	(7,304)	(2,121)	(1,940)	(2,078)
其他	(3,458)	(4,290)	(8,777)	(9,827)	(9,464)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(1,158)</b>	<b>(24,328)</b>	<b>(11,286)</b>	<b>(12,154)</b>	<b>(11,930)</b>
股份發行	623	-	-	-	-
淨銀行借貸	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
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>3,525</b>	<b>16,315</b>	<b>7,398</b>	<b>3,555</b>	<b>4,695</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,656</b>	<b>4,625</b>	<b>5,581</b>	<b>1,717</b>	<b>2,140</b>
年初現金及現金等價物	9,296	10,973	15,599	21,179	22,896
匯兌	22	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	<b>10,973</b>	<b>15,599</b>	<b>21,179</b>	<b>22,896</b>	<b>25,037</b>
抵押現金	-	-	-	-	-
<b>年末資產負債表現金及現金等價物</b>	<b>10,973</b>	<b>15,599</b>	<b>21,179</b>	<b>22,896</b>	<b>25,037</b>

來源: 公司、招銀國際預測

**主要比率**

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業開發	97.9	97.6	97.4	97.1	96.6
投資物業租金	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
物業管理費	1.2	1.3	1.4	1.7	2.0
酒店運營	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>總額</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	35.8	36.3	35.1	34.6	33.7
稅前利率	30.3	30.7	29.9	29.9	29.6
淨利潤率	16.0	13.0	13.5	12.8	12.7
核心淨利潤率	14.2	12.0	13.5	12.8	12.7
有效稅率	46.9	50.2	48.7	48.5	48.6

**增長 (%)**

收入	32.4	31.8	30.3	19.6	11.7
毛利	30.4	33.7	25.9	18.0	9.0
淨利潤率	38.5	33.1	22.6	17.1	8.2
淨利潤	22.4	25.2	30.9	20.2	10.2
核心淨利潤	32.1	7.1	35.7	13.5	10.8

**資產負債比率**

流動比率 (x)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4
平均應收賬款周轉天數	76	77	78	78	78
平均應付帳款周轉天數	222	160	160	160	160
平均存貨周轉天數	994	762	655	574	566
淨負債 / 總權益比率 (%)	79	72	65	61	62

**回報率 (%)**

資本回報率	17.2	16.6	19.7	19.5	19.0
資產回報率	3.2	3.0	3.3	3.6	3.6

**每股數據**

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

來源: 公司、招銀國際預測

## 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，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。接收本報告之行為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。