

禹州集团 (1628 HK)

小而美

我们转移对禹州集团的覆盖，并保持盈利预测与目标价不变。预测净利润于 2020 年同比增长 25.9%至 44.0 亿元（人民币，下同），2021 年同比增长 20.3%至 53.0 亿元。基于对资产净值 50%折让，维持目标价 4.81 港元不变。公司在上海和深圳设有总部，而后者能促进其在大湾区的发展。我们对公司的长期前景保持乐观，预计公司能够完成全年 1,000 亿元销售目标。维持买入评级。

- **合同销售额上半年同比增长 50%。**上半年禹州集团在销售方面表现良好。合同销售额同比飞升 50.5%至 429 亿元，销售面积同比增长 41.1%至 261 万平方米。公司于六月末达成其全年目标 1,000 亿元约 43%，完成率高于同类公司。地域方面，长三角地区与海峡西岸经济区对销售贡献最为明显，分别占 2020 上半年合同销售额 62.4%与 19.0%。
- **物管业务独立已提上日程。**禹州物业于 1997 年成立，在 CIA 发布的中国物业百强榜中位列第 36。禹州物业在 2019 年物业管理收入达 4.48 亿元，管理面积达 1,300 万平方米。在近期物管行业上行的趋势下，公司将推进对旗下物管业务的分拆，计划年内于港交所上市。
- **上海深圳双总部策动区域业务发展。**继 2016 年公司总部迁至上海后，禹洲地产于 2020 年 6 月在深圳南山区设立总部，并开启将发展重心放在长三角与大湾区的双区域战略。截至 2019 年末，公司总土储面积 2,012 万平方米，其中大湾区土储仅占 6.2%；又鉴于公司在香港、惠州、佛山、中山地产市场的成功渗透，我们认为公司在大湾区尚有很大发展机会。
- **维持盈利预测与目标价不变。**截至 2019 年末，已完成预售及等待入账的物业总额达 900 亿元，毛利率达 26%，其中的 500 亿元可以并表，公司的盈利可见度高。我们预测公司净利润于 2020 年同比增长 25.9%至 44.0 亿元，2021 年同比增长 20.3%至 53.0 亿元。同时预计 2020 年末资产净值每股 9.62 港元，根据 50%折让，维持目标价 4.81 港元不变。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	24,306	23,241	33,741	40,659	47,837
同比增长(%)	12.0	-4.4	45.2	20.5	17.7
净利润(百万元人民币)	3,398	3,495	4,402	5,297	6,048
每股盈利(人民币)	0.78	0.71	0.84	1.01	1.16
每股盈利变动(%)	11.4	-8.8	18.5	20.3	14.2
平均盈利预测(人民币)	不适用	不适用	0.89	1.09	1.26
市盈率(倍)	4.3	4.7	3.9	3.3	2.9
市帐率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	7.8	10.5	9.1	11.0	12.6
权益收益率(%)	19.3	16.7	18.5	19.5	19.5
净负债率(%)	67.0	70.2	57.0	69.0	72.1

资料来源：公司，彭博，招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$4.81
(此前目标价)	HK\$4.81)
潜在升幅	+30.0%
当前股价	HK\$3.70

中国房地产

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

李博文

(852) 3761 8773

bowenli@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	19,347
3月平均流通量(百万港元)	32.35
52周内股价高/低(港元)	4.40/2.55
总股本(百万)	5,229

资料来源：彭博

股东结构

LAM LUNG ON	57.7%
华侨城（亚洲）	9.9%
自由流通	32.4%

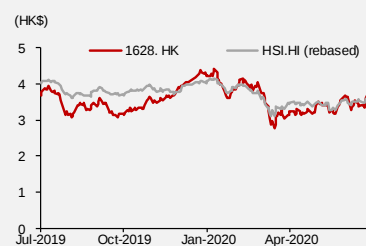
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.0%	-2.5%
3-月	15.9%	7.5%
6-月	-11.9%	-4.0%
12-月	0.5%	7.8%

资料来源：彭博

股份表现



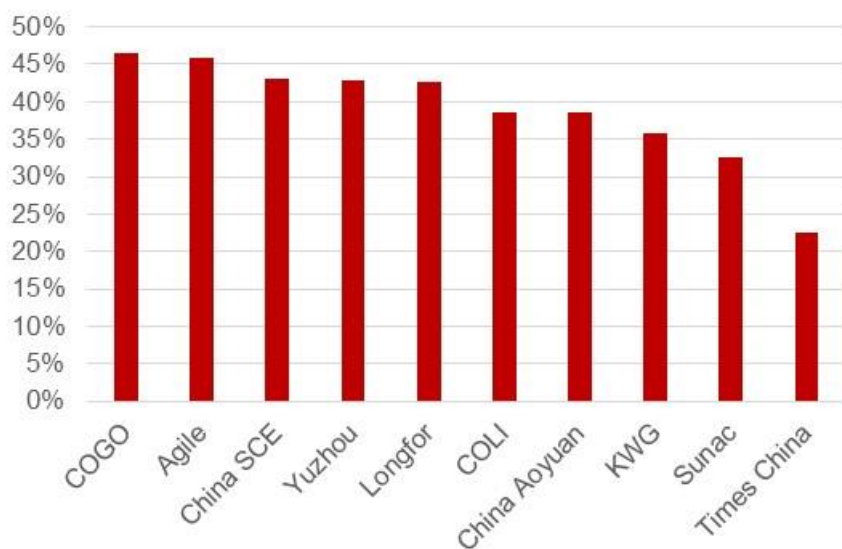
资料来源：彭博

审计师：安永

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

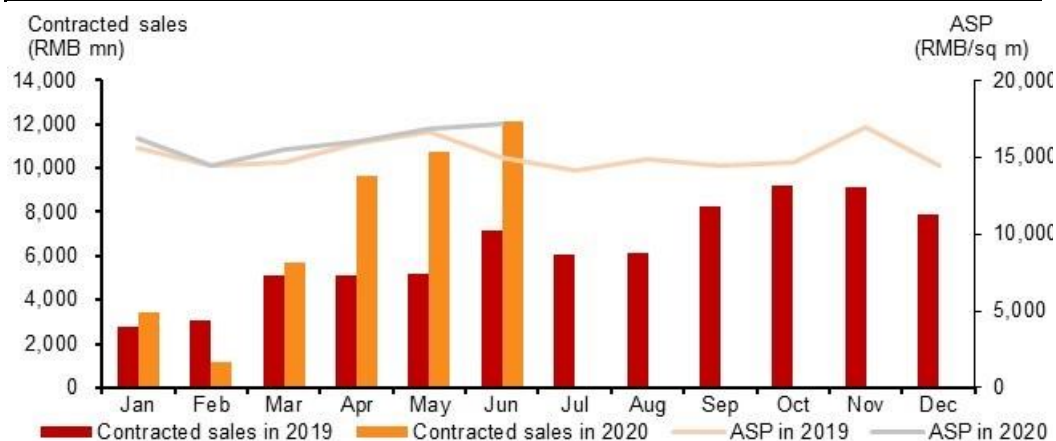
<https://euromoney.com/brokers>

图 1: 截至 2020 年 6 月销售目标完成率



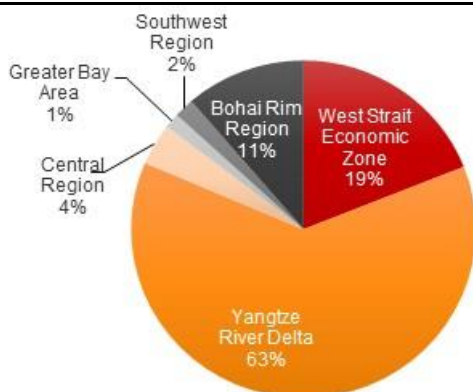
资料来源: 公司

图 2: 月度合同销售额



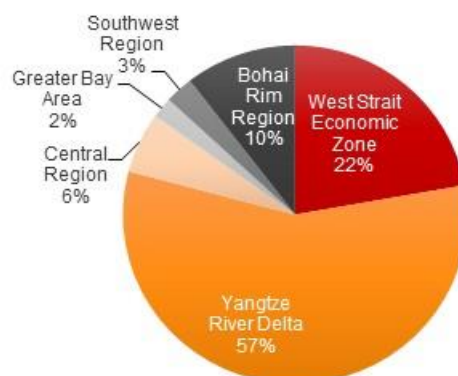
资料来源: 公司, 招银国际证券

图 3: 2020 上半年合同销售金额



资料来源: 公司, 招银国际证券

图 4: 2020 上半年合同销售面积



资料来源: 公司, 招银国际证券

财务分析

利润表

12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	24,306	23,241	33,741	40,659	47,837
物业销售	23,626	22,470	32,804	39,544	46,540
租金收入	245	305	381	477	596
物业管理费	417	448	537	618	680
酒店运营	18	18	19	20	22
销售成本	(16,839)	(17,149)	(24,781)	(29,941)	(35,322)
毛利	7,467	6,092	8,960	10,717	12,516
其它收入	439	512	580	620	730
销售费用	(459)	(660)	(675)	(813)	(957)
管理费用	(606)	(1,091)	(844)	(894)	(1,052)
其它运营费用	(54)	(311)	(337)	(407)	(478)
息税前收益	6,786	4,543	7,684	9,223	10,758
合资及联营企业	(52)	166	320	485	535
融资成本净额	(223)	(182)	(256)	(320)	(480)
特殊项目	224	2,078	-	-	-
税前利润	6,735	6,605	7,748	9,388	10,81
所得税	(3,009)	(2,638)	(2,789)	(3,380)	(3,893)
年度利润	3,726	3,967	4,959	6,008	6,920
非控制股东权益	(221)	(361)	(446)	(601)	(761)
永久利息	(107)	(111)	(111)	(111)	(111)
归属母公司股东净利润	3,398	3,495	4,402	5,297	6,048
核心利润	3,419	3,987	4,402	5,297	6,048

资产负债表

12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流动资产	90,471	119,797	128,123	142,930	167,640
存货	45,346	49,088	52,896	62,694	78,814
应收账款	14,683	33,745	28,000	30,000	32,000
现金及现金等价物	27,162	28,456	38,718	41,728	48,317
其它流动资产	3,279	8,509	8,509	8,509	8,509
非流动资产	24,592	26,638	29,234	32,055	34,902
固定资产	934	2,803	2,843	2,879	2,911
投资性房地产	10,526	12,864	13,100	13,400	13,680
合资及联营公司投资	10,013	9,339	11,659	14,144	16,679
其它非流动资产	3,120	1,632	1,632	1,632	1,632
总资产	115,063	141,435	157,357	174,985	202,542
流动负债	64,520	74,851	76,450	83,119	98,030
合同负债	13,752	8,658	5,854	8,310	17,770
应付账款	6,857	9,783	11,895	13,474	15,895
借贷	16,430	15,272	17,562	20,197	23,226
其它	27,481	41,138	41,138	41,138	41,138
非流动负债	29,113	42,856	48,916	55,884	63,898
借贷	27,202	40,397	46,456	53,425	61,439
其它	1,910	2,459	2,459	2,459	2,459
总负债	93,633	117,708	125,366	139,003	161,928
股东权益	17,575	20,991	23,808	27,198	31,069
少数股东权益	1,944	5,824	6,271	6,872	7,633
永久性证券	1,912	1,912	1,912	1,912	1,912
总权益	21,430	28,728	31,991	35,982	40,614

现金流量表

12月31日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	6,735	6,605	7,748	9,388	10,813
折旧和摊销	77	83	80	84	88
运营资金变动	3,130	(13,712)	1,244	(7,763)	(4,239)
其它	(6,785)	1,165	(2,995)	(3,825)	(6,388)
经营活动所得现金流	3,157	(5,859)	6,077	(2,116)	274
资本开支	(105)	(369)	(620)	(620)	(620)
联营公司	(1,483)	(18,575)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
其它	-	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,588)	(18,944)	(2,620)	(2,620)	(2,620)
股份发行	36	3,349	-	-	-
净借贷	10,637	20,979	8,350	9,603	11,043
其它	(794)	973	(1,695)	(2,018)	(2,288)
融资活动所得现金净额	9,879	25,300	6,655	7,585	8,755
现金增加净额	11,449	497	10,112	2,850	6,410
年初现金	15,596	27,162	28,456	38,718	41,728
汇兑	117	796	150	160	180
年末现金	27,162	28,456	38,718	41,728	48,317

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
物业销售	97.2	96.7	97.2	97.3	97.3
租金收入	1.0	1.3	1.1	1.2	1.2
物业管理费	1.7	1.9	1.6	1.5	1.4
酒店运营	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	30.7	26.2	26.6	26.4	26.2
息税前利率	27.9	19.5	22.8	22.7	22.5
净利润率	14.0	15.0	13.0	13.0	12.6
有效税率	44.7	39.9	36.0	36.0	36.0
增长 (%)					
收入	12.0	-4.4	45.2	20.5	17.7
毛利	-2.8	-18.4	47.1	19.6	16.8
息税前收益	3.9	-33.1	69.2	20.0	16.6
净利润	23.0	2.8	25.9	20.3	14.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8
应收账款周转天数	220	530	303	269	244
应付账款周转天数	149	194	175	164	164
存货周转天数	681	771	572	563	601
净负债/股东权益比率 (%)	67.0	70.2	57.0	69.0	72.1
回报率 (%)					
资本回报率	19.3	16.7	18.5	19.5	19.5
资产回报率	3.2	2.8	3.2	3.4	3.4
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.78	0.71	0.84	1.01	1.16
每股股息 (人民币)	0.26	0.35	0.30	0.37	0.42
每股账面价值 (人民币)	3.43	3.88	4.42	5.07	5.81

资料来源：公司，招银国际证券预测

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。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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責任。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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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年证券交易法规则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士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。