

禹洲地产 (1628 HK)

憧憬下半年销售提速

- ❖ **上半年核心利润增长 25.9%。**18 年上半年，公司收入增长 27.5%至 92.4 亿元(人民币,下同)，净利润增长 62.8%至 12.8 亿元。毛利率下降 1.5 个百分点至 31.5%。此外，期内联营及合营公司录得盈利 3.97 亿元，而去年同期则是亏损 5,000 万元。由于有效税率从 17 年上半年的 58.4%降至 18 年上半年的 47.7%，净利润大幅增长 62.8%。除去投资物业重估等其他非现金项目，核心利润增长 25.9%至 11.6 亿元。
- ❖ **前 7 个月完成 40%的销售目标。**上半年，公司合约销售额达到 215 亿元，与去年同期基本持平。销售面积为 158 万平，平均售价达 13,623 元/平。长三角和海西区分别贡献了 48.9%和 23.4%的合同销售额。今年前 7 个月，公司合约销售额达 245 亿元，完成全年销售目标 600 亿元的 40%。公司在 18 年总可售货值达 920 亿元，其中 65%，相当于 705 亿元的可售资源将于下半年推出，主要位于在南京、苏州和合肥，因此管理层仍然有信心实现全年目标。
- ❖ **土地储备达 1,725 万平。**上半年，公司补充了 17 块土地，总建面 244 万平，权益建面 136 万平，新购土地平均地价为 4,933 元/平方米。今年 1 月，公司宣布将向沿海家园（1124 HK，NR）购买 7 个项目，交易于 8 月 23 日全部完成。收购项目包括 4 个待售项目和 3 个尚未开发的项目，权益建面为 311 万平，可售货值超过 400 亿元。由于部分收购项目已经处在销售阶段，因此完成收购将立刻对公司销售产生贡献。截至 2018 年 6 月，公司土地储备总量达到 1,725 万平，其中长三角占 41.8%，环渤海占 24.1%，海西占 21.6%。
- ❖ **短期可能面临压力。**公司平均融资成本从 17 年的 6.02%攀升至 18 年上半年的 6.52%，而净负债比率则从 17 年底的 57.7%上升至今年年中的 63.0%。若假设所有公司债券于 2018 年回售，公司将面临 100 亿元的债务到期。我们认为下半年销售提速，将明显缓解公司短期压力。
- ❖ **下调目标价。**由于有效税率假设降低，我们将 2018 年盈利预测上调 10.7%至 39.5 亿元，核心盈利预测由 35.7 亿元上调至 38.8 亿元。但我们将 18 年末的预测每股资产净值从 10.62 港元下调至 9.33 港元，以反映人民币贬值和房地产市场收紧带来的负面影响。因此，目标价从 6.00 港元下调至 5.60 港元，相当于折让 40%。维持买入。

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	28,320	37,810	47,591
净利润(百万人民币)	1,775	2,790	3,949	4,865	6,261
EPS (人民币)	0.48	0.73	0.94	1.16	1.50
EPS 变动 (%)	n.a.	51.5	29.0	23.2	28.7
市盈率(x)	7.4	4.9	3.8	3.1	2.4
市帐率(x)	1.3	1.0	0.9	0.7	0.6
股息率 (%)	4.4	5.5	9.3	11.4	14.7
权益收益率 (%)	16.6	19.3	23.2	24.1	25.8
净财务杠杆率 (%)	71.7	57.7	62.1	64.8	67.4

资料来源：公司及招银国际研究

买入（维持）

目标价	HK\$5.60
(过去目标价)	HK\$6.00)
潜在升幅	+35.2%
当前股价	HK\$4.14

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)	17,350
3 月平均流通量(百万港元)	62.5
5 周内股价高/低(港元)	6.18/ 3.57
总股本(百万)	4,191

资料来源：彭博

股东结构

林龙安	62.41%
自有流通	37.59%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-11.6%	-8.0%
3-月	-30.5%	-22.6%
6-月	-22.0%	-11.9%

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

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	28,320	37,810	47,591
物业开发	13,345	21,213	27,694	37,095	46,772
投资物业租金	124	140	214	232	250
物业管理费	182	329	388	457	540
酒店运营	20	18	23	24	26
其他	-	-	1	2	2
销售成本	(8,713)	(14,018)	(18,402)	(25,203)	(31,784)
毛利	4,959	7,683	9,918	12,606	15,806
其他收入	301	202	177	179	180
销售费用	(293)	(491)	(651)	(870)	(1,095)
行政费用	(403)	(500)	(651)	(870)	(1,095)
其他费用	(190)	(293)	(340)	(454)	(571)
息税前收益	4,374	6,602	8,452	10,592	13,226
联营和合营公司收益	83	(83)	623	742	1,169
净财务费用	(443)	(708)	(708)	(647)	(782)
特殊收入	183	380	86	-	-
税前利润	4,197	6,190	8,453	10,687	13,613
所得税	(2,108)	(3,063)	(4,189)	(5,458)	(6,915)
本年利润	2,088	3,127	4,265	5,229	6,698
非控制股东权益	(314)	(337)	(213)	(261)	(335)
永续债利息	-	-	(103)	(103)	(103)
净利润	1,775	2,790	3,949	4,865	6,261
核心净利润	2,047	2,924	3,884	4,865	6,261

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
流动资产	51,992	63,159	81,523	100,999	119,648
存货	29,409	27,559	40,893	56,007	70,632
贸易及其他应收账款	2,877	15,630	12,873	12,603	14,872
现金及现金等价物	15,599	15,596	22,361	25,755	26,231
受限制现金	1,819	1,902	1,997	2,097	2,202
其他	2,290	2,471	3,398	4,537	5,711
非流动资产	16,868	16,746	19,055	23,668	25,140
物业、厂房及设备	1,062	875	807	744	686
投资型房地产	7,518	8,140	9,768	13,676	14,359
联营及合营公司的权益	7,392	6,990	7,689	8,458	9,303
无形资产	100	-	-	-	-
其他	796	741	791	791	791
流动负债	35,327	48,013	54,357	70,267	84,326
预收款项	13,858	10,269	12,636	18,043	20,541
应付帐款	5,979	5,154	9,201	12,602	15,892
其他应付帐款	7,657	12,468	16,183	21,606	27,195
银行借款	4,808	16,704	12,748	14,248	16,742
即期税项	1,577	1,893	1,988	2,087	2,192
其他	1,448	1,524	1,601	1,681	1,765
非流动负债	21,861	14,449	25,998	30,754	32,410
银行借款	20,979	10,863	24,172	28,928	30,584
递延税项	882	1,025	1,353	1,353	1,353
其他	-	2,560	473	473	473
非控股权益	1,007	1,062	1,275	1,536	1,871
永续债	-	1,912	1,912	1,912	1,912
资产净额	10,666	14,469	17,036	20,199	24,268
权益股东应占总权益	10,666	14,469	17,036	20,199	24,268

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	4,374	6,602	8,452	10,592	13,226
折旧和摊销	39	83	68	63	58
营运资金变动	5,967	(10,456)	(1,374)	(1,754)	(6,690)
税务开支	(2,108)	(3,063)	(4,189)	(5,458)	(6,915)
其他	(2,371)	9,347	541	1,351	3,348
经营活动所得现金净额	5,900	2,512	3,498	4,795	3,027
购置固定资产	230	(104)	(152)	(168)	(268)
联营公司	(118)	(115)	(138)	(150)	(150)
其他	(8,066)	(9,938)	(4,843)	(2,662)	(1,972)
投资活动所得现金净额	(7,954)	(10,157)	(5,133)	(2,980)	(2,390)
股份发行	-	1,348	-	-	-
净银行借贷	5,704	1,781	9,353	6,257	4,149
股息	(742)	(1,061)	(1,382)	(1,703)	(2,191)
其他	1,353	5,247	429	(2,975)	(2,120)
融资活动所得现金净额	6,315	7,314	8,399	1,579	(162)
现金增加净额	4,261	(331)	6,765	3,393	475
年初现金及现金等价物	10,973	15,599	15,596	22,361	25,755
汇兑	365	329	-	-	-
年末现金及现金等价物	15,599	15,596	22,361	25,755	26,230

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业开发	97.6	97.8	97.8	98.1	98.3
投资物业租金	0.9	0.6	0.8	0.6	0.5
物业管理费	1.3	1.5	1.4	1.2	1.1
酒店运营	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
其他	-	-	0.0	0.0	0.0
总额	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	36.3	35.4	35.0	33.3	33.2
税前利率	30.7	28.5	29.8	28.3	28.6
净利润率	13.0	12.9	13.9	12.9	13.2
核心净利润率	15.0	13.5	13.7	12.9	13.2
有效税率	50.2	49.5	49.6	51.1	50.8

增长 (%)

收入	31.8	58.7	30.5	33.5	25.9
毛利	33.7	54.9	29.1	27.1	25.4
净利润率	33.1	50.9	28.0	25.3	24.9
净利润	25.2	49.7	36.4	22.6	28.1
核心净利润	7.1	57.2	41.5	23.2	28.7

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
平均应付帐款周转天数	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	62.1	64.8	67.4

回报率 (%)

资本回报率	16.6	19.3	23.2	24.1	25.8
资产回报率	3.0	3.9	4.2	4.2	4.6

每股数据

每股盈利(人民币)	0.48	0.73	0.94	1.16	1.50
每股股息(人民币)	0.16	0.19	0.33	0.41	0.52
每股账面值(人民币)	2.80	3.68	4.07	4.83	5.80

来源：公司资料，招银国际则预测

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策。

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责任。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，请与我们联络。

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。