

禹洲地产 (1628 HK)

深耕区域，优化布局

- ❖ **深耕长三角。**我们于 11 月考察了禹洲地产位于长三角的项目。自从 2016 年禹洲将战略重心转向长三角后，公司在多个长三角核心城市，包括杭州、苏州、南京和上海，推出了高品质的改善型住宅产品，在当地市场取得开门红。我们在考察杭州、苏州和上海时发现，这些城市对人才的需求异常强烈，当地政府通过一系列优惠政策吸引人才流入，其中就包括购房补贴政策。我们看好长三角核心城市的人口流入和对住房的需求。我们相信禹洲地产深耕长三角的战略布局将有利于公司价值和品牌提升，同时投资布局将得到优化。
- ❖ **2020 年剑指 1,200 亿。**截止 2017 年 10 月 30 日，公司实现合约销售额 324 亿元人民币，完成全年目标 400 亿的 81%(之前目标为 300 亿)，平均销售价格为 17,101 元人民币/平米。尽管在多个核心城市的限价和限购政策拖低了公司最大可实现销售额，但由于公司布局较早，项目利润率和去化率仍处于合理水平。今年前 10 个月，公司共补充了 16 幅地块，总建筑面积达 160 万平方米，权益面积为 100 万平方米，平均土地成本为 11,847 元人民币/平米。16 幅地块中，9 块位于长三角，3 块位于海西，1 块位于惠州(首次进入珠三角)，符合公司的战略布局。此外，在这 16 幅地块中，4 块是通过收并购取得。公司已经将收并购作为获取土地的重要手段，通过完善内部管理架构，加快收并购的投资决策。据公司透露，收并购项目从立项扫落地最快 7-10 天可完成。截止 2017 年 10 月 30 日，公司总土地储备达 1,070 万平米，其中 54% 位于长三角，33% 位于海西。随着公司布局扩大，管理层将力争在 2020 年实现 1,200 亿的销售目标。
- ❖ **保持稳健的财务状况。**截止 2017 年 6 月 30 日，公司现金约 196 亿元人民币，足够覆盖 53.87 亿元人民币的短期负债。同时，平均借贷成本也由去年底的 6.08% 降至 5.99%。公司于 9 月通过先旧后新的方式配售 3.5 亿股，募集 15.86 亿港元。配售有利于公司股票的流动性同时也降低公司负债水平。
- ❖ **上调预测及目标价。**我们分别上调 2017-2019 年的净利润预测至 28.5 亿、33.4 亿和 39.1 亿元人民币。我们将同时推出 2018 年底的净资产为 9.14 港元，因此目标价由 5.40 港元调升至 5.48 港元，相等于 40% 的与净资产折让。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	10,376	13,672	18,832	25,805	31,699
净利润(百万人民币)	1,657	1,775	2,851	3,352	3,912
EPS(人民币, 分)	0.45	0.47	0.68	0.80	0.93
EPS 变动(%)	n.a.	3.2	46.4	17.6	16.7
市盈率(x)	9.9	9.6	6.6	5.6	4.8
市帐率(x)	1.8	1.6	1.1	1.0	0.9
股息率(%)	3.5	4.3	5.3	6.3	7.3
权益收益率(%)	17.2	16.6	17.4	18.1	18.5
净财务杠杆率(%)	79.4	71.7	65.4	77.0	76.4

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$5.48
(过去目标价)	HK\$5.40)
潜在升幅	+44.2%
当前股价	HK\$3.80

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)	15,903
3 月平均流通量(百万港元)	104.4
5 周内股价高/低(港元)	5.26/2.44
总股本(百万)	4185

资料来源：彭博

股东结构

林龙安	62.38%
自有流通	37.62%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.3%	-5.0%
3-月	-19.1%	-24.6%
6-月	3.7%	-10.9%

资料来源：彭博

股价表现

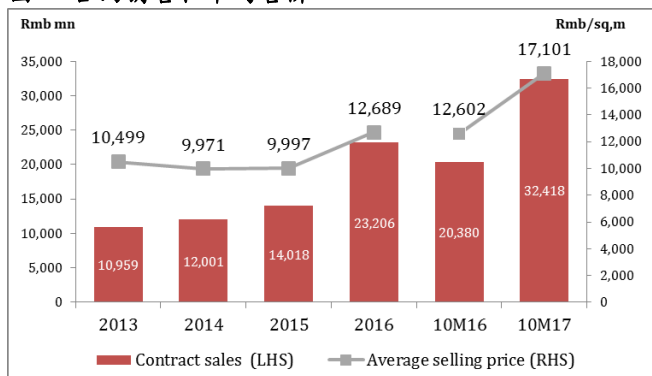


资料来源：彭博

审计师: Ernst & Young

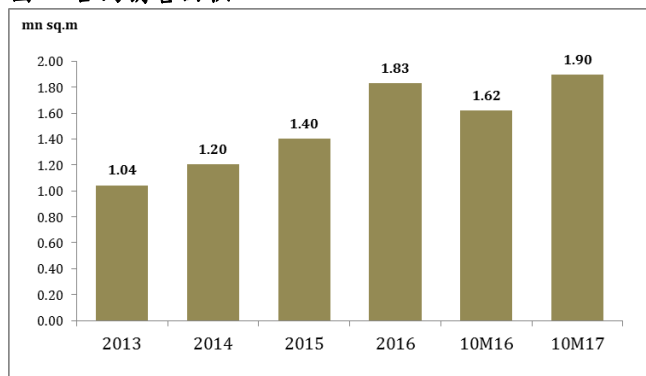
公司网站: www.xmyuzhou.com.cn

图 1: 合约销售和平均售价



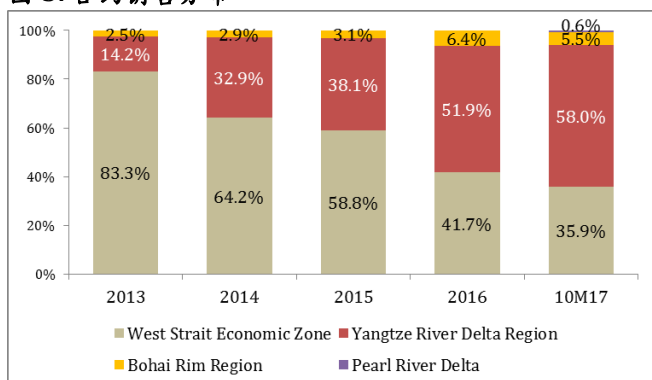
来源：公司

图 2: 合约销售面积



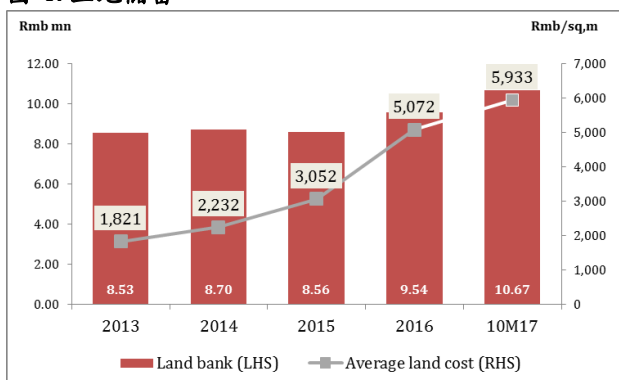
来源：公司

图 3: 合约销售分布



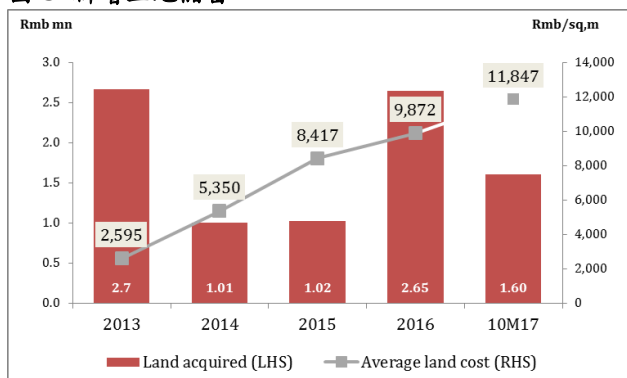
来源：公司

图 4: 土地储备



来源：公司

图 5: 新增土地储备



来源：公司

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	25,805	31,699
物業開發	10,158	13,345	18,189	24,706	29,871
投資物業租金	80	124	170	170	170
物業管理費	122	182	455	909	1,636
酒店運營	16	20	18	20	22
銷售成本	(6,666)	(8,713)	(12,534)	(17,718)	(22,229)
毛利	3,709	4,959	6,298	8,087	9,471
其他收入	235	301	128	134	140
銷售費用	(289)	(293)	(377)	(516)	(634)
行政費用	(296)	(403)	(471)	(645)	(792)
其他收益	(73)	(190)	(151)	(206)	(254)
息稅前收益	3,287	4,374	5,427	6,853	7,931
淨融資成本	(349)	(443)	(316)	(343)	(383)
聯營公司	(42)	83	328	454	591
特殊收入	248	183	39	-	-
稅前利潤	3,143	4,197	5,479	6,964	8,139
所得稅	(1,475)	(2,108)	(2,555)	(3,329)	(3,643)
非控制股東權益	(11)	(314)	(73)	(282)	(584)
淨利潤	1,657	1,775	2,851	3,352	3,912
核心淨利潤	1,471	1,638	2,821	3,352	3,912

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	18,985	20,141	21,187
物業、厂房及設備	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	8,606	9,036	9,488
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	67,115	80,999	97,863
現金及現金等价物	10,973	15,599	19,363	20,147	22,505
貿易及其他應收賬款	2,163	2,877	3,843	5,376	6,604
存貨	28,913	29,409	39,169	50,623	63,511
應收賬款	-	-	-	-	-
其他	2,690	4,109	4,740	4,853	5,243
流動負債	25,626	35,327	43,136	54,594	67,112
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	4,322	6,110
即期稅項	2,266	3,025	3,000	2,142	1,597
預收款項	7,221	13,858	18,726	22,636	29,043
其他	5,855	7,657	10,761	14,746	18,114
非流動負債	16,979	21,861	25,736	27,054	29,810
帶息借款	16,096	20,979	24,854	26,172	28,928
遞延稅項	883	882	882	882	882
其他	-	-	-	-	-
非控股權益	620	1,007	848	933	1,026
資產淨額	9,622	10,666	16,380	18,559	21,101
權益股東應占總權益	9,622	10,666	16,380	18,559	21,101

來源：公司資料，招銀國際則預測

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	5,427	6,853	7,931
折旧和摊销	43	39	47	56	62
营运资金变动	(5,336)	6,252	(6,278)	(4,852)	(3,489)
税务开支	(1,475)	(2,108)	(2,555)	(3,329)	(3,643)
其他	3,014	(2,656)	9,541	6,540	6,441
经营活动所得现金净额	(468)	5,900	6,183	5,268	7,301
购置固定资产	119	230	238	195	221
联营公司	(105)	(118)	(115)	(138)	(150)
其他	(1,415)	(8,066)	(412)	(1,452)	(1,052)
投资活动所得现金净额	(1,401)	(7,954)	(289)	(1,395)	(981)
股份发行	623	-	1,348	-	-
净银行借贷	4,679	5,704	6,605	4,528	4,257
股息	(576)	(742)	(998)	(1,173)	(1,369)
其他	(1,202)	1,353	6,515	12,919	13,297
融资活动所得现金净额	3,525	6,315	13,470	16,274	16,184
现金增加净额	1,656	4,261	19,363	20,147	22,505
年初现金及现金等价物	9,296	10,973	15,599	19,363	20,147
汇兑	22	365	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,973	15,599	19,363	20,147	22,505
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	10,973	15,599	19,363	20,147	22,505

来源：公司资料，招银国际则预测

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	96.6	95.7	94.2
投资物业租金	0.8	0.9	0.9	0.7	0.5
物业管理费	1.2	1.3	2.4	3.5	5.2
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	33.4	31.3	29.9
税前利率	30.3	30.7	29.1	27.0	25.7
净利润率	16.0	13.0	15.1	13.0	12.3
核心净利润率	14.2	12.0	15.0	13.0	12.3
有效税率	46.9	50.2	46.6	47.8	44.8

增长 (%)

收入	32.4	31.8	37.7	37.0	22.8
毛利	30.4	33.7	27.0	28.4	17.1
净利润率	38.5	33.1	24.1	26.3	15.7
净利润	22.4	25.2	40.0	24.3	23.7
核心净利润	32.1	7.1	60.6	17.6	16.7

资产负债比率

流动比率 (x)	1.7	1.5	1.6	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	76.1	3.0	2.8	2.9	2.9
平均应付账款周转天数	118	121	130	126	126
平均存货周转天数	1,583	1,232	1,141	1,043	1,043
净负债/总权益比率 (%)	79.4	71.7	65.4	77.0	76.4

回报率 (%)

资本回报率	17.2	16.6	17.4	18.1	18.5
资产回报率	3.2	3.0	3.4	3.6	3.8

每股数据

每股盈利(人民币)	0.45	0.47	0.68	0.80	0.93
每股股息(人民币)	0.16	0.19	0.24	0.28	0.33
每股账面值(人民币)	2.52	2.80	3.91	4.43	5.04

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定。

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。