

禹洲地产 (1628 HK)

用收购开启 2018 新征程

- ❖ **收购沿海家园资产包。**1月15日，禹洲地产宣布以38亿元人民币收购沿海家园(1124 HK)旗下7个项目部分股权。7个项目权中，4个为在售项目，3个为土地项目。总权益可售面积约313万平方米，潜在总货值约989亿元，潜在权益货值超过400亿元。我们预计4个在售项目能够在今年带来超过30亿元人民币的销售。而3个土地项目中，天津项目货值达830亿元人民币，其中禹洲占30%，万科(2202 HK, 买入)占70%。我们相信此次收购能够迅速提高公司总销售额，并且积累在北京、武汉市场的经验，加深在中国核心都市圈的渗透率。
- ❖ **2018年600亿，2020年1,200亿。**2017，公司实现合约销售额403亿元人民币，合约销售面积为238万平方米，平均销售价格为16,929元人民币/平方米，顺利完成全年目标400亿(之前目标为300亿)。2017年禹洲新增23个项目，总建筑面积达380万平方米，权益面积达220万平方米。2017年平均新购土地成本为6,802元人民币/平方米，较2016年(9,872元人民币/平方米)和2015年(8,417元人民币/平方米)的成本低。收购完成后，禹洲地产总土地储备从1,200万平方米增至1,500万平方米，总货值从2,400亿元增至2,800亿元，布局城市将增加到22个。根据1月15日的电话会议，公司将2018年销售目标初步定在600亿元人民币。考虑到公司目前土地储备情况，我们相信禹洲能够完成600亿销售目标。
- ❖ **收并购将会是主要手段。**在2017年补充的23个项目中，其中12个位于长三角，3个位于天津，2个位于惠州。另外，当中9个项目是通过收并购获得，且从去年下半年开始，公司收并购的节奏明显加快。在行业整合，集中度提高的大背景下，我们预计公司收并购项目以及合作开发项目占比将会明显上升。禹洲也已经通过完善内部管理架构，加快了收并购的投资决策。
- ❖ **上调预测及目标价。**我们分别上调2017-2019年的净利润预测1.1%、6.3%和18.9%至28.8亿、35.6亿和46.5亿元人民币。我们上调2018年底的每股净资产预测至10.43港元(之前预测：9.14港元)。同时，我们将净资产折让率由原来的40%降至35%，以期反映收并购项目对销售和盈利的提升。因此我们目标价由5.48港元调升至6.78港元。维持买入评级。

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	19,111	26,341	32,629
净利润(百万人民币)	1,657	1,775	2,883	3,564	4,653
EPS(人民币, 分)	0.45	0.47	0.69	0.85	1.11
EPS变动(%)	n.a.	3.2	48.1	23.6	30.5
市盈率(x)	10.5	10.2	6.9	5.6	4.3
市帐率(x)	1.9	1.7	1.2	1.1	0.9
股息率(%)	3.3	4.1	5.1	6.3	8.2
权益收益率(%)	17.2	16.6	17.6	19.0	21.4
净财务杠杆率(%)	79.4	71.7	60.3	74.2	63.9

资料来源：公司及招银国际研究

买入 (维持)

目标价	HK\$6.78
(过去目标价)	HK\$5.48
潜在升幅	+21.5%
当前股价	HK\$5.58

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)	23,352
3月平均流通量(百万港元)	52,54
5周内股价高/低(港元)	5.63/2.48
总股本(百万)	4,185

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	25.7%	15.7%
3-月	17.3%	7.4%
6-月	10.6%	-6.6%

资料来源：彭博

股价表现

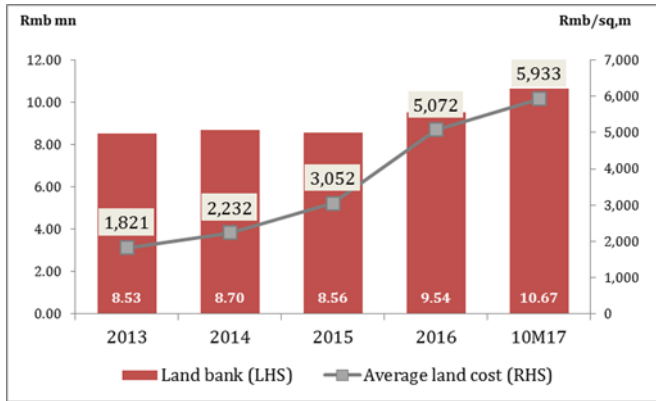


资料来源：彭博

审计师: Ernst & Young

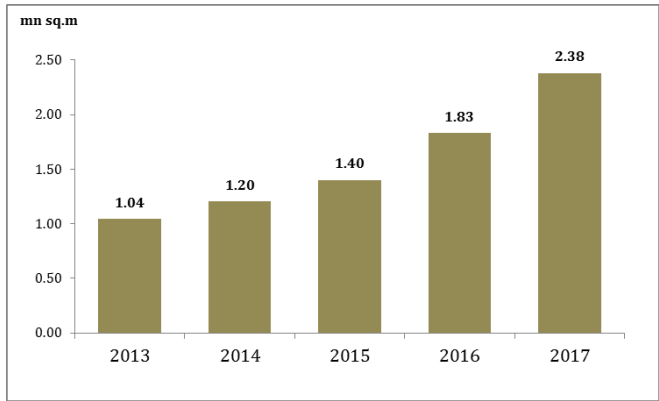
公司网站: www.xmyuzhou.com.cn

图 1: 合约销售和平均售价



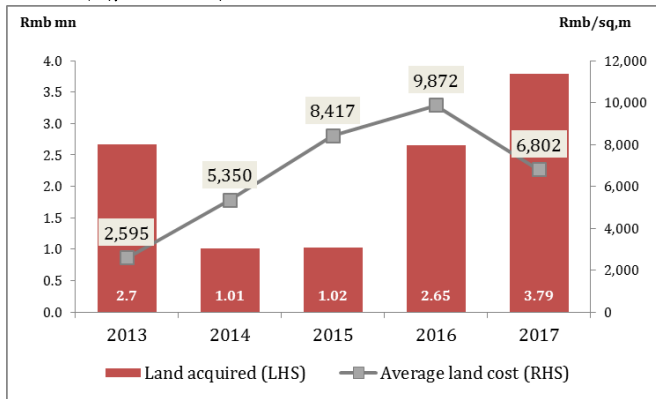
来源：公司

图 2: 合约销售面积



来源：公司

图 3: 新增土地储备



来源：公司

图 4: 收购项目一览

No.	项目名称	货值 (亿)	权益占比	权益货值 (亿)	建筑面积 (万平方米)
1	天津北辰项目	830	30%	249	332
2	土地项目 沈阳苏家屯项目	122	100%	122	125
3	北京北实项目	投资物业	65%	n.a.	3.9
4	武汉菱角湖项目	9.3	60%	5.6	n.a.
5	在售项目 武汉赛洛城项目	15.8	100%	15.8	n.a.
6	沈阳沿海国际中心项	8.6	100%	8.6	n.a.
7	佛山沿海馨庭项目	2.7	100%	2.7	n.a.
合计		989		405	

来源：公司

利润表

年结:12月31日(百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	10,376	13,672	19,111	26,341	32,629
物业开发	10,158	13,345	18,350	25,124	30,682
投资物业租金	80	124	284	284	284
物业管理费	122	182	455	909	1,636
酒店运营	16	20	22	24	26
销售成本	(6,666)	(8,713)	(12,279)	(17,636)	(21,693)
毛利	3,709	4,959	6,832	8,705	10,935
其他收入	235	301	128	129	130
销售费用	(289)	(293)	(382)	(527)	(653)
行政费用	(296)	(403)	(573)	(790)	(979)
其他收益	(73)	(190)	(229)	(316)	(392)
息税前收益	3,287	4,374	5,775	7,201	9,042
净融资成本	(349)	(443)	(316)	(343)	(383)
联营公司	(42)	83	306	532	767
特殊收入	248	183	39	-	-
税前利润	3,143	4,197	5,804	7,390	9,427
所得税	(1,475)	(2,108)	(2,832)	(3,715)	(4,630)
非控制股东权益	(11)	(314)	(89)	(110)	(144)
净利润	1,657	1,775	2,883	3,564	4,653
核心净利润	1,471	1,638	2,854	3,564	4,653

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	8,107	16,868	18,985	20,141	21,187
物业、厂房及设备	871	1,062	1,252	1,392	1,551
投资型房地产	6,471	7,518	8,006	8,535	8,940
联营及合营公司的权益	89	7,392	8,606	9,036	9,488
无形资产	265	100	265	265	265
其他非流动资产	413	796	856	913	943
流动资产	44,739	51,992	67,295	81,376	99,006
现金及现金等价物	10,973	15,599	20,240	20,582	24,882
贸易及其他应收账款	2,163	2,877	3,900	5,488	6,798
存货	28,913	29,409	38,371	50,389	61,981
应收账款	-	-	-	-	-
其他	2,690	4,109	4,784	4,917	5,345
流动负债	25,626	35,327	43,296	54,813	67,615
银行借款	3,987	4,808	7,538	10,748	12,248
贸易及其他应付帐款	6,297	5,979	3,112	4,234	6,081
即期税项	2,266	3,025	3,000	2,142	1,597
预收款项	7,221	13,858	18,726	22,636	29,043
其他	5,855	7,657	10,920	15,052	18,645
非流动负债	16,979	21,861	25,736	27,054	29,810
带息借款	16,096	20,979	24,854	26,172	28,928
递延税项	883	882	882	882	882
其他	-	-	-	-	-
非控股权益	620	1,007	848	933	1,026
资产净额	9,622	10,666	16,401	18,717	21,742
权益股东应占总权益	9,622	10,666	16,401	18,717	21,742

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	3,287	4,374	5,775	7,201	9,042
折旧和摊销	43	39	47	56	62
营运资金变动	(5,336)	6,252	(5,422)	(5,433)	(2,028)
税务开支	(1,475)	(2,108)	(2,832)	(3,715)	(4,630)
其他	3,014	(2,656)	4,552	6,324	1,253
经营活动所得现金净额	(468)	5,900	2,120	4,433	3,699
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)	(4,224)	(2,244)	(1,553)
投资活动所得现金净额	(1,401)	(7,954)	(4,101)	(2,187)	(1,482)
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)	(1,009)	(1,247)	(1,629)
其他	(1,202)	1,353	(321)	(5,185)	(545)
融资活动所得现金净额	3,525	6,315	6,623	(1,904)	2,083
现金增加净额	1,656	4,261	4,642	342	4,300
年初现金及现金等价物	9,296	10,973	15,599	20,240	20,582
汇兑	22	365	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,973	15,599	20,241	20,582	24,882
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	10,973	15,599	20,240	20,582	24,882

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	96.0	95.4	94.0
投资物业租金	0.8	0.9	1.5	1.1	0.9
物业管理费	1.2	1.3	2.4	3.5	5.0
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	35.7	33.0	33.5
税前利率	30.3	30.7	30.4	28.1	28.9
净利润率	16.0	13.0	15.1	13.5	14.3
核心净利润率	14.2	12.0	14.9	13.5	14.3
有效税率	46.9	50.2	48.8	50.3	49.1

增长(%)

收入	32.4	31.8	39.8	37.8	23.9
毛利	30.4	33.7	37.8	27.4	25.6
净利润率	38.5	33.1	32.0	24.7	25.6
净利润	22.4	25.2	42.3	23.6	30.5
核心净利润	32.1	7.1	62.4	23.6	30.5

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
平均应付帐款周转天数	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	60.3	74.2	63.9

回报率(%)

资本回报率	17.2	16.6	17.6	19.0	21.4
资产回报率	3.2	3.0	3.4	3.6	4.0

每股数据

每股盈利(人民币)	0.45	0.47	0.69	0.85	1.11
每股股息(人民币)	0.16	0.19	0.24	0.30	0.39
每股账面值(人民币)	2.52	2.80	3.92	4.47	5.20

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于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策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)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个人。