

禹洲地產 (1628 HK)

韌性更足

- ❖ **600 億的銷售目標具有挑戰性，但有信心實現 550 億。**我們于 11 月參加了禹洲地產在武漢和蘇州的反向路演。武漢是禹洲新進入的市場，在當地有 3 個項目，均從沿海家園 (1124 HK, NR) 收購而來，今年可售資源達 40 億 (人民幣，下同)，到目前為止已實現 28 億銷售。我們預計禹洲將進一步以武漢為中心，擴大華中地區市場，實現全國布局戰略。禹洲在蘇州有 8 個項目在在，可售貨值達 100 億，而今年蘇州目標是 50 億。截至 10 月，公司合約銷售達 402 億，完成全年 600 億目標的 67%。我們認為銷售落後的主要原因是今年銷售節奏主要在下半年：大量可售資源直到 4Q18 才開盤，包括蘇州的 5 個項目和武漢的 1 個項目。管理層透露，雖然完成 600 億銷售具有挑戰，但公司有信心實現 550 億，且中短期的 1,000 億的銷售目標不會改變。
- ❖ **短期壓力有所緩解。**今年禹洲將面臨四筆債券到期或提前贖回，總額達 100 億人民幣。管理層表示，目前已償還一筆 20 億債券；兩筆 50 億債券已延長至 2019 年。公司正在努力延期其餘 30 億。此外，禹洲于 8 月和 9 月成功發行了兩筆債券，總額為 30 億，10 月份還有一筆 ABS，總額 6 億。禹洲最初計劃在 2018 年使用約 200 億進行土地收購，但到目前為止僅花費了 100 億，包括年初收購沿海家園項目。我們認為，經過一系列融資和謹慎的土地支出後，短期財務壓力得到緩解。淨負債比率由 2017 年 12 月的 57.7% 上升至 2018 年 6 月的 63.0%。我們預計該比率短期內將維持在 80% 以下。
- ❖ **華僑城 (亞洲) 入股，機會更多。**8 月，禹洲引入華僑城 (亞洲) (3366 HK NR) 作為第二大股東，持股 9.90%，華僑城 (亞洲) 將派駐一名董事進入董事會。該次配售淨額為 18.2 億港元。我們相信，華僑城 (亞洲) 的戰略入股將進一步加強禹洲的財務狀況。更重要的是，與國企合作將提高禹洲的公司背景，在融資和土地收購方面有更多的便利，其中包括，但不限于，債券認可度和銀行對公司認可度提高，以及合作開發項目。
- ❖ **銷售落後已經反映，目前估值吸引。**我們分別下調 FY18-20 年的淨利潤預測 3.2%/8.3%/10.1% 至 38.2 億、44.6 億和 56.3 億元人民幣。公司股價年初至今已下跌了 36%，目前估值在 2.8/2.6x FY18/19 PER，我們認為目前估值較低，已經反映了銷售落後的情況。我們下調 2018 年底的每股淨資產預測至 8.65 港元 (之前預測：9.33 港元)，以期反映人民幣貶值以及股份稀釋的影響。因此我們目標價由 5.60 港元下調升至 5.19 港元，相當於 40% 的折讓，維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	13,672	21,701	27,514	35,315	43,693
淨利潤 (百萬人民幣)	1,775	2,790	3,823	4,459	5,629
EPS (人民幣)	0.48	0.73	0.89	0.96	1.21
EPS 變動 (%)	n.a.	51.5	21.6	7.9	26.2
市盈率 (x)	5.2	3.4	2.8	2.6	2.1
市帳率 (x)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	6.2	7.8	12.4	13.4	16.9
權益收益率 (%)	16.6	19.3	22.5	22.5	23.9
淨財務杠杆率 (%)	71.7	57.7	71.4	70.0	65.1

資料來源：公司及招銀國際研究

買入 (維持)

目標價	HK\$5.19
(過去目標價)	HK\$5.60
潛在升幅	+82.1%
當前股價	HK\$2.85

黃程宇

電話：(852) 3761 8773

郵件：huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值 (百萬港元)	13,254
3 月平均流通量 (百萬港元)	37.7
5 周內股價高/低 (港元)	6.18/2.56
總股本 (百萬)	4,651.4

資料來源：彭博

股東結構

林龍安	56.28%
華僑城 (亞洲)	9.90%
林龍安	33.85%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.8%	0.5%
3-月	-29.3%	-21.6%
6-月	-51.0%	-40.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：Ernst & Young

公司網站：www.xmyuzhou.com.cn

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	13,672	21,701	27,514	35,315	43,693
物業開發	13,345	21,213	26,888	34,600	42,875
投資物業租金	124	140	214	232	250
物業管理費	182	329	388	457	540
酒店運營	20	18	23	24	26
其他	-	-	1	2	2
銷售成本	(8,713)	(14,018)	(17,881)	(23,537)	(29,182)
毛利	4,959	7,683	9,632	11,778	14,511
其他收入	301	202	177	179	180
銷售費用	(293)	(491)	(633)	(812)	(1,005)
行政費用	(403)	(500)	(633)	(812)	(1,005)
其他費用	(190)	(293)	(330)	(424)	(524)
息稅前收益	4,374	6,602	8,214	9,908	12,157
聯營和合營公司收益	83	(83)	605	692	1,072
淨財務費用	(443)	(708)	(708)	(731)	(891)
特殊收入	183	380	86	-	-
稅前利潤	4,197	6,190	8,197	9,869	12,338
所得稅	(2,108)	(3,063)	(4,064)	(5,067)	(6,305)
本年利潤	2,088	3,127	4,132	4,802	6,034
非控制股東權益	(314)	(337)	(207)	(240)	(302)
永續債利息	-	-	(103)	(103)	(103)
淨利潤	1,775	2,790	3,823	4,459	5,629
核心淨利潤	2,047	2,924	3,758	4,459	5,629

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
流動資產	51,992	63,159	86,838	105,420	124,850
存貨	29,409	27,559	39,736	52,305	64,848
貿易及其他應收賬款	2,877	15,630	17,196	17,658	21,846
現金及現金等價物	15,599	15,596	25,837	31,389	34,087
受限制現金	1,819	1,902	1,500	1,500	1,500
其他	2,290	2,471	2,568	2,568	2,568
非流動資產	16,868	16,746	19,022	19,728	20,516
物業、厂房及設備	1,062	875	807	744	686
投資型房地產	7,518	8,140	9,736	9,736	9,736
聯營及合營公司的權益	7,392	6,990	7,689	8,458	9,303
無形資產	100	-	-	-	-
其他	796	741	791	791	791
流動負債	35,327	48,013	60,728	71,121	85,722
預收款項	13,858	10,269	14,636	16,043	20,541
應付賬款	5,979	5,154	8,941	11,769	14,591
其他應付賬款	7,657	12,468	15,722	20,180	24,967
銀行借款	4,808	16,704	18,548	20,248	22,742
即期稅項	1,577	1,893	1,354	1,354	1,354
其他	1,448	1,524	1,527	1,527	1,527
非流動負債	21,861	14,449	24,998	30,754	32,410
銀行借款	20,979	10,863	23,172	28,928	30,584
遞延稅項	882	1,025	1,353	1,353	1,353
其他	-	2,560	473	473	473
非控股權益	1,007	1,062	1,268	1,508	1,810
永續債	-	1,912	1,912	1,912	1,912
資產淨額	10,666	14,469	16,955	19,853	23,512
權益股東應占總權益	10,666	14,469	16,955	19,853	23,512

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	4,374	6,602	8,214	9,908	12,157
折旧和摊销	39	83	68	63	58
营运资金变动	5,967	(10,456)	(2,569)	(4,338)	(4,624)
税务开支	(2,108)	(3,063)	(4,064)	(5,067)	(6,305)
其他	(2,371)	9,347	541	2,351	3,348
经营活动所得现金净额	5,900	2,512	2,189	2,917	4,634
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)	(6,503)	(2,662)	(1,971)
投资活动所得现金净额	(7,954)	(10,157)	(6,793)	(2,980)	(2,389)
股份发行	-	1,348	1,602	-	-
净银行借贷	5,704	1,781	14,153	7,457	4,149
股息	(742)	(1,061)	(1,338)	(1,561)	(1,970)
其他	1,353	5,247	429	(282)	(1,726)
融资活动所得现金净额	6,315	7,314	14,845	5,614	453
现金增加净额	4,261	(331)	10,242	5,551	2,698
年初现金及现金等价物	10,973	15,599	15,596	25,837	31,389
汇兑	365	329	-	-	-
年末现金及现金等价物	15,599	15,596	25,838	31,388	34,087

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	97.7	98.0	98.1
投资物业租金	0.9	0.6	0.8	0.7	0.6
物业管理费	1.3	1.5	1.4	1.3	1.2
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	33.4	33.2
税前利率	30.7	28.5	29.8	27.9	28.2
净利润率	13.0	12.9	13.9	12.6	12.9
核心净利润率	15.0	13.5	13.7	12.6	12.9
有效税率	50.2	49.5	49.6	51.3	51.1

增长(%)

收入	31.8	58.7	26.8	28.4	23.7
毛利	33.7	54.9	25.4	22.3	23.2
净利润率	33.1	50.9	24.4	20.6	22.7
净利润	25.2	49.7	32.1	16.2	25.6
核心净利润	7.1	57.2	37.0	16.6	26.2

资产负债比率

流动比率(x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
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	71.4	70.0	65.1

回报率(%)

资本回报率	16.6	19.3	22.5	22.5	23.9
资产回报率	3.0	3.9	3.9	3.8	4.2

每股数据

每股盈利(人民币)	0.48	0.73	0.89	0.96	1.21
每股股息(人民币)	0.16	0.19	0.31	0.34	0.42
每股账面值(人民币)	2.80	3.68	3.94	4.27	5.05

来源:公司资料,招银国际则预测

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）并没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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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，并可能會受目標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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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。本公司可發布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并不時自行及/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信息，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士。