

禹洲地产 (1628 HK)

韧性更足

❖ **600 亿的销售目标具有挑战性，但有信心实现 550 亿。**我们于 11 月参加了禹洲地产在武汉和苏州的反向路演。武汉是禹洲新进入的市场，在当地有 3 个项目，均从沿海家园 (1124 HK, NR) 收购而来，今年可售资源达 40 亿 (人民币，下同)，到目前为止已实现 28 亿销售。我们预计禹洲将进一步以武汉为中心，扩大华中地区市场，实现全国布局战略。禹洲在苏州有 8 个项目在售，可售货值达 100 亿，而今年苏州目标是 50 亿。截至 10 月，公司合约销售达 402 亿，完成全年 600 亿目标的 67%。我们认为销售落后的主要原因是今年销售节奏主要在下半年：大量可售资源直到 4Q18 才开盘，包括苏州的 5 个项目和武汉的 1 个项目。管理层透露，虽然完成 600 亿销售具有挑战，但公司有信心实现 550 亿，且中短期的 1,000 亿的销售目标不会改变。

❖ **短期压力有所缓解。**今年禹洲将面临四笔债券到期或提前赎回，总额达 100 亿人民币。管理层表示，目前已偿还一笔 20 亿债券；两笔 50 亿债券已延长至 2019 年。公司正在努力延期其余 30 亿。此外，禹洲于 8 月和 9 月成功发行了两笔债券，总额为 30 亿，10 月份还有一笔 ABS，总额 6 亿。禹洲最初计划在 2018 年使用约 200 亿进行土地收购，但到目前为止仅花费了 100 亿，包括年初收购沿海家园项目。我们认为，经过一系列融资和谨慎的土地支出后，短期财务压力得到缓解。净负债比率由 2017 年 12 月的 57.7% 上升至 2018 年 6 月的 63.0%。我们预计该比率短期内将维持在 80% 以下。

❖ **华侨城 (亚洲) 入股，机会更多。**8 月，禹洲引入华侨城 (亚洲) (3366 HK NR) 作为第二大股东，持股 9.90%，华侨城 (亚洲) 将派驻一名董事进入董事会。该次配售净额为 18.2 亿港元。我们相信，华侨城 (亚洲) 的战略入股将进一步加强禹洲的财务状况。更重要的是，与国企合作将提高禹洲的公司背景，在融资和土地收购方面有更多的便利，其中包括，但不限于，债券认可度和银行对公司认可度提高，以及合作开发项目。

❖ **销售落后已经反映，目前估值吸引。**我们分别下调 FY18-20 年的净利润预测 3.2%/8.3%/10.1% 至 38.2 亿、44.6 亿和 56.3 亿元人民币。公司股价年初至今已经下跌了 36%，目前估值在 2.8/2.6x FY18/19 PER，我们认为目前估值较低，已经反映了销售落后的情况。我们下调 2018 年底的每股净资产预测至 8.65 港元 (之前预测：9.33 港元)，以期反映人民币贬值以及股份稀释的影响。因此我们目标价由 5.60 港元下调升至 5.19 港元，相当于 40% 的折让，维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	13,672	21,701	27,514	35,315	43,693
净利润 (百万人民币)	1,775	2,790	3,823	4,459	5,629
EPS (人民币)	0.48	0.73	0.89	0.96	1.21
EPS 变动 (%)	n.a.	51.5	21.6	7.9	26.2
市盈率 (x)	5.2	3.4	2.8	2.6	2.1
市帐率 (x)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	6.2	7.8	12.4	13.4	16.9
权益收益率 (%)	16.6	19.3	22.5	22.5	23.9
净财务杠杆率 (%)	71.7	57.7	71.4	70.0	65.1

资料来源：公司及招银国际研究

买入 (维持)

目标价	HK\$5.19
(过去目标价)	HK\$5.60)
潜在升幅	+82.1%
当前股价	HK\$2.85

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)	13,254
3 月平均流通量 (百万港元)	37.7
5 周内股价高/低 (港元)	6.18/2.56
总股本 (百万)	4,651.4

资料来源：彭博

股东结构

林龙安	56.28%
华侨城 (亚洲)	9.90%
林龙安	33.85%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.8%	0.5%
3-月	-29.3%	-21.6%
6-月	-51.0%	-40.5%

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	27,514	35,315	43,693
物业开发	13,345	21,213	26,888	34,600	42,875
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)	(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
销售费用	(293)	(491)	(633)	(812)	(1,005)
行政费用	(403)	(500)	(633)	(812)	(1,005)
其他费用	(190)	(293)	(330)	(424)	(524)
息税前收益	4,374	6,602	8,214	9,908	12,157
联营和合营公司收益	83	(83)	605	692	1,072
净财务费用	(443)	(708)	(708)	(731)	(891)
特殊收入	183	380	86	-	-
税前利润	4,197	6,190	8,197	9,869	12,338
所得税	(2,108)	(3,063)	(4,064)	(5,067)	(6,305)
本年利润	2,088	3,127	4,132	4,802	6,034
非控制股东权益	(314)	(337)	(207)	(240)	(302)
永续债务利息	-	-	(103)	(103)	(103)
净利润	1,775	2,790	3,823	4,459	5,629
核心净利润	2,047	2,924	3,758	4,459	5,629

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	86,838	105,420	124,850
存货	29,409	27,559	39,736	52,305	64,848
贸易及其他应收账款	2,877	15,630	17,196	17,658	21,846
现金及现金等价物	15,599	15,596	25,837	31,389	34,087
受限制现金	1,819	1,902	1,500	1,500	1,500
其他	2,290	2,471	2,568	2,568	2,568
非流动资产	16,868	16,746	19,022	19,728	20,516
物业、厂房及设备	1,062	875	807	744	686
投资型房地产	7,518	8,140	9,736	9,736	9,736
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	60,728	71,121	85,722
预收款项	13,858	10,269	14,636	16,043	20,541
应付帐款	5,979	5,154	8,941	11,769	14,591
其他应付帐款	7,657	12,468	15,722	20,180	24,967
银行借款	4,808	16,704	18,548	20,248	22,742
即期税项	1,577	1,893	1,354	1,354	1,354
其他	1,448	1,524	1,527	1,527	1,527
非流动负债	21,861	14,449	24,998	30,754	32,410
银行借款	20,979	10,863	23,172	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	1,268	1,508	1,810
永续债	-	1,912	1,912	1,912	1,912
资产净额	10,666	14,469	16,955	19,853	23,512
权益股东应占总权益	10,666	14,469	16,955	19,853	23,512

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	8,214	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
平均应付账款周转天数	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风险。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。