

禹洲地產 (1628 HK)

布局提升，估值吸引

- ❖ **2018年銷售額560億元人民幣。**儘管禹洲在2018年未達到其原來600億元（人民幣·下同）的銷售目標，但公司仍在期內完成其修訂後目標550億元，增長38.9%至560億元。一些主要項目在2018年四季度才推出市場，其中包括蘇州的五個項目和武漢的一個項目，但房地產市場在四季度放緩，影響了全年銷售進度。然而，與2017年同期相比，2018下半年的銷售額仍實現了83.4%的增長。
- ❖ **銷售目標溫和。**禹洲將2019年銷售目標定為670億元，較2018年的銷售額高出19.6%。可售資源金額1,103億元，當中40%將於2019上半年推出，60%於下半年推出，其中一半可售資源位於珠江三角洲。我們認為670億元目標保守（60.7%的銷售率），反映公司對房地產市場持謹慎態度。我們預計地方政府將在2019年會適度放寬地方住房政策，以吸引人才和保持經濟增長。考慮到公司項目區位和3月份一些二線城市的市場有復蘇跡象，我們認為禹洲很大機會完成670億元的銷售目標。今年首三個月，禹洲錄得銷售額110億元，同比增長6.3%。3月分單月銷售額51億元，同比增長12.7%。
- ❖ **布局更合理。**2018年公司增添了23塊土地或346萬平土儲（不包括從沿海集團收購的土地）。自2016年總部搬遷至上海以來，禹洲開始全國擴張，并重點深耕多個核心城市圈，業務重心也從廈門海西區域轉向長三角。截至2018年12月31日，禹洲已深耕六個大都市區，合共28個城市或1,738萬平土儲。39.9%的土儲位於珠三角，23.9%在環渤海地區，21.6%在西海峽。可售金額80%來自一線/二線城市。禹洲的地理布局更趨合理和多元化。
- ❖ **利潤率恢復正常水平。**毛利率從17財年的35.4%下降至18財年的30.7%。在新房售價受限和土地市場價格上升的情況下，我們認為30.7%的毛利率屬合理水平。禹洲是利潤率為考量的發展商，管理層透露，今年首季度新收購的項目仍有超過30%毛利率，長遠而言公司將維持高於同業平均3-5%的水平。
- ❖ **估值吸引。**2018年8月，禹洲引進華僑城（亞洲）（3366 HK，未評級）作為第二大股東。華僑城（亞洲）持股9.90%，并安排一位執行董事進入禹洲董事會。我們相信引進華僑城（亞洲）將進一步加強禹洲的負債表。更重要的是，與國有企業華僑城（亞洲）的戰略合作將提升禹洲的公司背景，在融資和土地收購方面的市場認可度提高。由於銷售增長溫和，我們下調19/20財年的盈利預測5.9%/6.8%至41.96億/52.46億元。現公司股價對應4.5/3.6倍19/20財年預測市盈率，相對同業的5.9/4.9倍。考慮到布局有所改善和股東背景增強，公司目前估值偏低。我們估計19財年每股淨資產值為7.84港元。我們將目標價從5.19港元上調至5.48港元，相當於淨資產值折讓30%。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	21,701	24,306	34,246	41,092	55,717
淨利潤(百萬人民幣)	2,762	3,398	4,196	5,246	7,164
EPS(人民幣)	0.70	0.78	0.87	1.09	1.49
EPS變動(%)	48.9	11.4	12.1	25.0	36.6
市盈率(x)	5.6	5.0	4.5	3.6	2.6
市帳率(x)	1.1	1.1	1.0	0.8	0.7
股息率(%)	6.5	6.6	7.8	9.8	13.3
權益收益率(%)	19.1	19.3	20.8	22.3	25.5
淨財務杠杆率(%)	71.7	57.7	46.3	60.9	54.0

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$5.48
(過去目標價)	HK\$5.19)
潛在升幅	+20.2%
當前股價	HK\$4.56

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)	21,890
3月平均流通量(百萬港元)	41.90
52周內股價高/低(港元)	6.00/2.56
總股本(百萬)	4,800

資料來源：彭博

股東結構

林龍安	56.25%
華僑城（亞洲）	9.90%
自有流通	33.85%

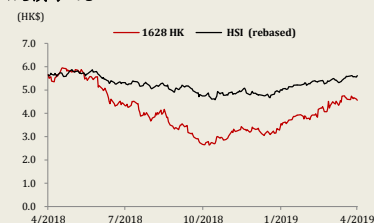
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.5%	3.6%
3-月	35.2%	21.7%
6-月	72.7%	47.4%

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	21,701	24,306	34,246	41,092	55,717
物業開發	21,213	23,626	33,437	40,135	54,583
投資物業租金	140	245	293	352	423
物業管理費	329	417	492	581	686
酒店運營	18	18	23	24	26
銷售成本	(14,018)	(16,839)	(23,655)	(28,544)	(38,709)
毛利	7,683	7,467	10,590	12,548	17,008
其他收入	132	439	177	179	180
銷售費用	(491)	(459)	(753)	(863)	(1,170)
行政費用	(500)	(606)	(788)	(945)	(1,282)
其他費用	(293)	(54)	(411)	(493)	(669)
息稅前收益	6,532	6,786	8,815	10,426	14,068
聯營和合營公司收益	(83)	(52)	72	94	128
淨財務費用	(708)	(223)	(708)	(439)	(499)
特殊收入	450	224	-	-	-
稅前利潤	6,190	6,735	8,179	10,081	13,697
所得稅	(3,063)	(3,009)	(3,650)	(4,447)	(6,044)
本年利潤	3,127	3,726	4,529	5,634	7,653
非控制股東權益	(337)	(221)	(226)	(282)	(383)
永續債利息	(28)	(107)	(107)	(107)	(107)
淨利潤	2,762	3,398	4,196	5,246	7,164
核心淨利潤	2,464	3,245	4,196	5,246	7,164

來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流動資產	65,061	92,588	109,135	129,290	159,434
存貨	27,559	45,346	52,042	62,797	85,160
貿易及其他應收賬款	15,630	14,683	20,547	24,655	33,430
現金及現金等价物	15,596	27,162	31,149	36,441	35,447
受限制現金	1,902	2,117	2,117	2,117	2,117
其他	4,373	3,279	3,279	3,279	3,279
非流動資產	16,746	24,592	24,591	24,618	24,685
物業、廠房及設備	875	934	861	794	732
投資型房地產	8,140	10,526	10,526	10,526	10,526
聯營及合營公司的權益	6,990	10,013	10,084	10,179	10,307
無形資產	-	1,133	1,133	1,133	1,133
其他	741	1,987	1,987	1,987	1,987
流動負債	48,013	64,520	75,164	86,801	108,743
合同負債	10,269	13,752	16,290	19,005	23,136
應付賬款	5,154	6,857	9,462	11,418	15,484
其他應付賬款	12,468	22,960	26,343	31,609	42,860
短期借款	16,704	16,430	18,548	20,248	22,742
即期稅項	1,893	2,552	2,552	2,552	2,552
其他	1,524	1,968	1,968	1,968	1,968
非流動負債	14,449	29,113	32,167	37,127	40,464
長期借款	10,863	27,202	30,257	35,217	38,554
遞延稅項	1,025	1,910	1,910	1,910	1,910
其他	2,560	-	-	-	-
資產淨額	16,371	19,692	22,313	25,616	30,166
非控股權益	1,062	1,944	2,170	2,452	2,835
永續債	1,912	1,912	1,912	1,912	1,912
權益股東應占總權益	14,469	17,575	20,195	23,499	28,049

來源：公司資料，招銀國際預測

现金流量表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	6,532	6,786	8,815	10,426	14,068
折旧和摊销	83	39	73	67	62
营运资金变动	(10,508)	(1,161)	(4,035)	(4,926)	(11,691)
税务开支	(3,063)	(3,009)	(3,650)	(4,447)	(6,044)
其他	9,469	(724)	-	-	-
经营活动所得现金净额	2,512	1,932	1,204	1,120	(3,605)
购置固定资产	33	(3,315)	-	-	-
联营公司	(115)	(3,075)	(0)	0	(0)
其他	(10,075)	133	(1,575)	(1,943)	(2,613)
投资活动所得现金净额	(10,157)	(6,257)	(1,575)	(1,943)	(2,613)
股份发行	(4)	(3)	(2)	(1)	-
净银行借贷	1,781	16,064	5,173	6,660	5,831
股息	(1,061)	(330)	(815)	(546)	(606)
其他	5,247	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	5,962	15,731	4,356	6,114	5,225
现金增加净额	(1,683)	11,406	3,985	5,290	(993)
年初现金及现金等价物	15,599	15,596	27,162	31,149	36,441
汇兑	(4)	(3)	(2)	(1)	-
年末现金及现金等价物	15,596	27,162	31,149	36,441	35,447

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业开发	97.8	97.2	97.6	97.7	98.0
投资物业租金	0.6	1.0	0.9	0.9	0.8
物业管理费	1.5	1.7	1.4	1.4	1.2
酒店运营	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
总额	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	35.4	30.7	30.9	30.5	30.5
税前利率	28.5	27.7	23.9	24.5	24.6
净利润率	12.7	14.0	12.3	12.8	12.9
核心净利润率	11.4	13.4	12.3	12.8	12.9
有效税率	49.5	44.7	44.6	44.1	44.1

增长 (%)

收入	58.7	12.0	40.9	20.0	35.6
毛利	54.9	(2.8)	41.8	18.5	35.5
净利润率	55.4	3.9	29.9	18.3	34.9
净利润	49.7	19.2	21.5	24.4	35.8
核心净利润	55.6	23.0	23.5	25.0	36.6

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	262.9	220.5	219.0	219.0	219.0
平均应付账款周转天数	134	149	146	146	146
平均存货周转天数	718	983	803	803	803
净负债/总权益比率 (%)	57.7	67.0	64.0	60.7	72.4

回报率 (%)

资本回报率	19.1	19.3	20.8	22.3	25.5
资产回报率	3.9	3.2	3.4	3.7	4.2

每股数据

每股盈利(人民币)	0.70	0.78	0.87	1.09	1.49
每股股息(人民币)	0.25	0.26	0.31	0.38	0.52
每股账面值(人民币)	3.46	3.43	3.97	4.66	5.61

来源：公司资料，招银国际预测

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）發表於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並無直接或間接關係。

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）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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。而過去的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，並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，並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。

本報告基於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並不時自行及/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，任何機構或個人於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。接收本報告之行爲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。