

买入 (维持)

禹洲地产 (1628.HK)

目标价: 2.6 港元

现价: 1.88 港元

发展更加平衡, 合肥市场优势显现

预期升幅: 38%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2014-12-11

收盘价(港元)	1.88
总股本(百万股)	3456
流通股本(百万股)	3456
总市值(亿港元)	63.94
流通市值(亿港元)	63.94
净资产(亿元)	80.6
总资产(亿元)	334
每股净资产(元)	2.33

数据来源: 彭博资讯

## 相关报告

《禹洲地产(1628.HK)更新报告: 土地储备优良, 推盘量增加》2014. 8. 30

《禹洲地产(1628.HK)首发报告: 海西龙头、发展稳健》2014. 6. 5

兴业(香港)研究部  
(0755) 23826013  
(852) 3509 5999  
research@xyzq.com.hk

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	7,471	9,180	12,191	19,384
同比增长	91.86%	22.88%	32.79%	59.00%
净利润(百万元)	1,008	1,192	1,425	2,596
同比增长	34.49%	18.26%	19.54%	82.15%
毛利率	31.04%	36.00%	35.00%	34.00%
净利润率	13.50%	12.99%	11.69%	13.39%
净资产收益率	19.97%	21.66%	17.60%	23.92%
每股收益(元)	0.43	0.54	0.52	0.88
市盈率	3.5	2.8	2.9	1.7
市净率	0.7	0.6	0.5	0.4
股息收益率	8.0%	10.8%	10.4%	17.6%

数据来源: 公司资料、兴证香港

## 投资要点

- **合肥市场竞争优势提升:** 公司在合肥市场的市场份额和品牌影响力逐步上升, 按销售面积算, 预计公司能进入合肥市前 5 名, 公司在合肥禹山区和经开区市场份额分别达到 18% 和 11%; 公司单盘销售额在合肥处于领先地位, 单盘平均销售额超过 10 亿元。
- **合肥项目销售超预期:** 今年公司中央广场项目预计全年合同销售额达到 10 亿元, 远超出我们年中对该项目年合同销售额 5 亿元的预期。项目一期今年 6 月份推出后, 目前已经基本售罄, 公司保持较快的开发和去化速度。今年公司在合肥新增两块土地, 预计将在明年进入市场, 届时公司在合肥的可售资源进一步增加, 销售预计将继续保持增长。
- **厦门市场继续保持市场份额第一:** 公司厦门土地储备足够公司未来 5 年开发需求, 公司在厦门市场的市场份额仍然将保持第一名, 全年厦门合同销售额预计将达到 45 亿元。由于厦门市场土地供应较为紧张, 我们认为在厦门市场采取做高产品溢价的策略符合当地市场的具体情况, 尽管短期内将会略微拉低公司的合同销售额的增长速度。公司位于集美区的中央海岸项目, 今年全年的合同销售额略低于我们的预期, 但我们认为该项目未来价格上升空间较大, 销售放缓反而有益于公司整体价值提升。
- **利率下行和福建自贸区推出公司受益最大:** 公司产品以刚性需求为主, 对利率敏感性较高, 同时公司在福建区域土地储备占比较高, 我们预计利率下行和福建自贸区推出公司收益最大。
- **买入评级, 提高目标价至 2.6 港元:** 由于公司新增加了 3 块土地, 我们略微调高公司 2016 年的盈利预测, 由于公司合肥市场表现超预期, 短期内受益于政策放松、利率下降和福建自贸区的推出, 公司销售有较大的弹性, 我们提高公司目标价至 2.6 港币, 相对 2014 年预测的 NAV 折让 56%, 与行业主要公司估值水平一致, 相对目前股价有 38% 的涨幅, 给予公司买入评级。

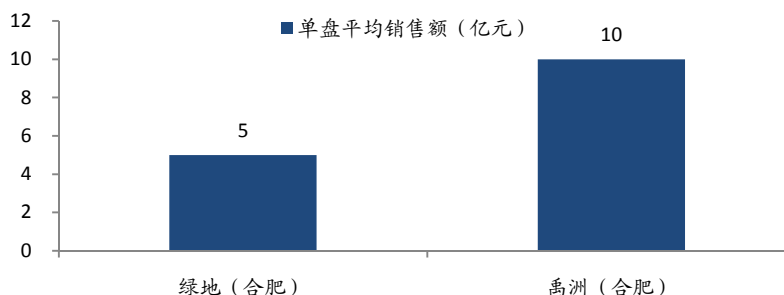
## 1、公司发展更加平衡

我们于12月8日至10日参加了禹洲的地产的反向路演，实地参观了公司位于厦门和合肥的5个主要项目，并与公司高管进行交流。

公司目前在厦门市场和合肥市场均居于市场领先地位，两个市场土地供应均较为紧张，市场前景较为看好，公司在合肥市场主打高周转刚需类楼盘，可以做大公司的销售规模，在厦门则主要追求较高的溢价率，通过区域的平衡，公司在规模与利润之间能够取得较好的平衡，预计公司未来3年收入增速能保持在20%-30%，而毛利率能保持在35%以上，公司将取得更加均衡的发展。

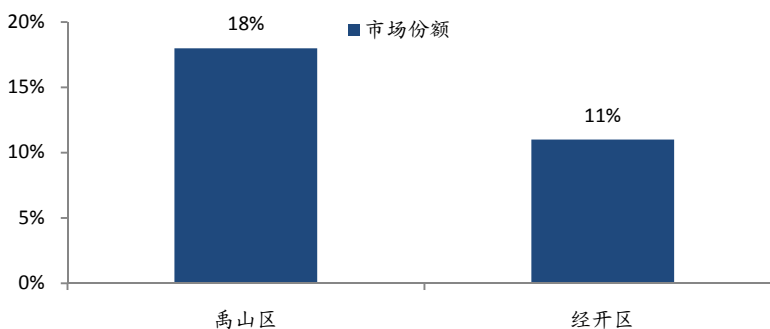
进入合肥后，公司在合肥市场的市场份额和品牌影响力逐步上升，按销售面积算，预计公司能进入合肥市前5名，公司在禹山区和经开区市场份额分别达到18%和11%；公司单盘销售额在合肥处于领先地位，市场销售额第一名绿地集团共推出16个楼盘，合同销售额约80亿元，单盘销售额约5亿元，公司合肥共有3个楼盘在售，单盘销售额约10亿元。

图 1、公司单盘销售规模大



数据来源：公司资料、兴证香港

图 2、公司在合肥当地市场居于领先地位



数据来源：公司资料、兴证香港

合肥市场目前占公司合同销售的比重逐步上升，从而使公司的发展更加均衡。预计合肥市场2014年全年能贡献合同销售收入约35亿元，占公司全年合同销售额约30%，今年公司在合肥新增两块土地，预计将在明年进入市场，届时公司在合

肥的可售资源进一步增加，销售预计将继续保持增长。

图 3、公司合肥主要项目分布



数据来源：公司资料、兴证香港

经过实地参观，我们认为公司合肥项目的品质和性价比在当地市场处于领先的地位，从而保证公司在合肥的市场影响力逐步上升，项目销售好于市场平均，今年公司中央广场项目预计全年合同销售额达到 10 亿元，远超出我们年中对该项目年合同销售额 5 亿元的预期。项目一期今年 6 月份推出后，目前已经基本售罄，公司保持较快的开发和去化速度。

图 4、公司合肥主要项目实景



数据来源：公司资料、兴证香港

图 5、公司合肥主要项目实景

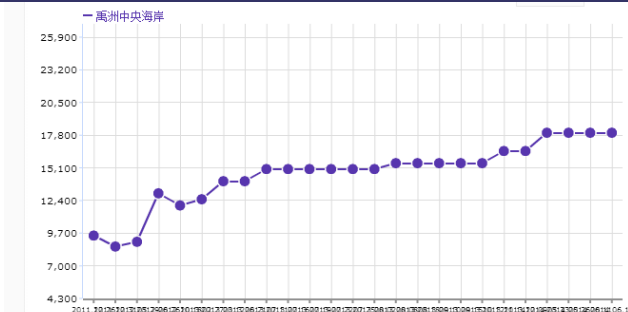


数据来源：公司资料、兴证香港

公司在厦门市场的市场份额仍然将保持第一名，全年厦门合同销售额预计将达到 45 亿元，公司在厦门约 200 万平方米建筑面积的土地储备将保证公司在未来 5 年的开发需求。由于厦门市场土地供应较为紧张，我们认为在厦门市场采取做高产品溢价的策略符合当地市场的具体情况，尽管短期内将会略微拉低公司的合同销

售额的增长速度。公司位于集美区的中央海岸项目，今年全年的合同销售额略低于我们的预期，但我们认为该项目未来价格上升空间较大，销售放缓反而有益于公司整体价值提升。

图 6、中央海岸项目历史销售价格



数据来源：搜房网、兴证香港

公司在厦门的产品品质也在逐步提升，除刚需产品外，公司主要项目之一同安香溪里，主要产品将以花园洋房和 mini 别墅为主，产品性价比较高，盈利空间较大，预计项目毛利率将在 40% 以上。

图 7、公司香溪里项目实景



数据来源：公司资料、兴证香港

## 2、短期利率下行和福建自贸区的可能推出将提升公司价值

我们认为公司产品以刚性需求为主，刚性需求客户对于价格及利率敏感度较高，房贷利率下行将最有利于公司销售的回升，同时，公司主要土地储备位于厦门、泉州和福州等福建省内主要城市，预计福建自贸区的推出，将进一步带动福建区域经济的发展，从而有利于公司项目所在城市的住宅需求提升。

我们预计房贷利率从基准利率上浮 10% 到基准利率九折，将提升需求约 7 个百分点，同时央行于 11 月 21 日将 5 年以上贷款基准利率从 6.55% 下降至 6.15%，预计整体将提升需求约 10 个百分点。考虑到居民收入及城镇常住人口的增长，我们预计 2015 年市场需求将有 20% 以上的增长。

图 8、利率与住房需求敏感性分析

	房贷利率						
	4.7%	5.3%	5.7%	6.0%	6.3%	6.7%	7.3%
-5%	31%	22%	17%	13%	9%	5%	-1%
-2%	27%	18%	14%	10%	6%	2%	-4%
0%	25%	16%	11%	7%	<b>4%</b>	0%	-6%
2%	22%	13%	9%	5%	2%	-2%	-8%
5%	19%	10%	6%	2%	-1%	-5%	-11%
10%	13%	5%	1%	-2%	-6%	-9%	-15%

数据来源：搜房网、兴证香港

### 3、估值及盈利预测

公司下半年新获取了三个项目，预计将提高公司每股 NAV0.34 元，同时按照公司的开发速度，预计这三个项目都将在 2016 年开始贡献结算收入，因此我们调高了对于公司 2016 年的业绩预测。我们预计公司未来三年核心每股收益分别为 0.35、0.41 和 0.75 元/股，对应动态市盈率分别为 4.5 倍、3.8 倍和 2 倍。我们预计公司 2014 年每股 NAV 为 5.75 港币，目前股价对应公司每股 NAV 折让 68%。由于公司合肥市场表现超预期，短期内受益于政策放松、利率下降和福建自贸区的推出，公司销售有较大的弹性，我们提高公司目标价至 2.6 港币，相对 NAV 折让 56%，与行业主要公司估值水平一致，相对目前股价有 38% 的涨幅，给予公司买入评级。

图 9、主要公司估值比较

公司代码	公司名称	股票价格			PB	NAV
		2014/12/10	2014E	2015E	2014E	折价/溢价
1628.HK	禹洲地产	1.9	4.4	4.6	0.6	-67%
1238.HK	宝龙地产	1.1	2.0	1.4	0.2	-77%
0832.HK	建业地产	1.7	3.4	2.7	0.5	-78%
1030.HK	新城发展	0.7	2.9	2.3	0.4	-77%
1966.HK	中骏置业	1.4	5.3	3.4	0.6	-51%
0884.HK	旭辉控股集团	1.6	4.1	3.3	0.7	-36%
1233.HK	时代地产	3.2	4.0	2.4	0.8	-68%
0081.HK	中国海外宏洋集团	4.0	2.8	2.3	0.6	-72%
1813.HK	合景泰富	5.4	5.4	4.4	0.6	-29%
1777.HK	花样年控股	0.9	3.2	2.9	0.4	-72%
1638.HK	佳兆业集团	2.3	2.8	2.2	0.5	-65%
3883.HK	中国奥园	1.3	2.8	1.6	0.3	-70%
0123.HK	越秀地产	1.5	7.9	6.2	0.5	-22%
0817.HK	方兴地产	2.2	5.3	4.2	0.5	-56%
2868.HK	首创置业	2.8	3.3	3.0	0.5	-60%
0604.HK	深圳控股	2.2	4.8	3.9	0.5	-64%
1918.HK	融创中国	7.0	4.4	3.5	0.9	-30%
3900.HK	绿城中国	7.7	3.3	3.2	0.5	-73%
0688.HK	中国海外发展	23.1	7.9	7.0	1.3	-16%
2007.HK	碧桂园	3.1	5.2	4.7	0.8	-27%
1109.HK	华润置地	20.0	10.0	8.8	1.1	-31%

数据来源：搜房网、兴证香港

报表预测

资产负债表					利润表				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元					单位: 百万元				
现金及限制性存款	3,884	3,536	5,269	4,616	收入	7,471	9,180	12,191	19,384
按金及预付款	4,328	2,740	6,124	9,494	毛利	2,319	3,305	4,267	6,590
可供出售的物业	11,853	15,636	15,451	16,083	其他收入	205	0	0	0
其他流动资产	1,782	1,032	2,307	3,576	销售费用	182	204	367	427
<b>总流动资产</b>	<b>21,847</b>	<b>22,944</b>	<b>29,152</b>	<b>33,768</b>	行政开支	215	283	510	593
固定资产	454	432	403	317	其他开支	0	0	0	0
投资性房地产	4,851	7,751	9,251	10,851	<b>经营利润</b>	<b>2,127</b>	<b>2,818</b>	<b>3,389</b>	<b>5,570</b>
递延所得税资产	209	209	209	209	融资成本	277	476	540	655
其他	1	0	0	0	公允价值变动收益	617	900	500	600
<b>总非流动资产</b>	<b>5,515</b>	<b>8,392</b>	<b>9,863</b>	<b>11,377</b>	<b>税前利润</b>	<b>2,463</b>	<b>3,241</b>	<b>3,349</b>	<b>5,515</b>
<b>总资产</b>	<b>27,362</b>	<b>31,336</b>	<b>39,015</b>	<b>45,145</b>	所得税	971	1,347	1,523	2,426
短期借款	1,984	2,175	2,875	3,475	<b>税后利润</b>	<b>1,492</b>	<b>1,894</b>	<b>1,826</b>	<b>3,090</b>
应付款项	2,504	3,297	3,956	4,748	少数股东权益	21	27	26	43
预收帐款	4,003	4,530	8,166	9,494	<b>归母净利润</b>	<b>1,471</b>	<b>1,867</b>	<b>1,800</b>	<b>3,046</b>
其他流动负债	2,992	2,692	2,746	2,114	<b>EBITDA</b>	<b>2,692</b>	<b>3,653</b>	<b>3,813</b>	<b>6,071</b>
<b>总流动负债</b>	<b>11,483</b>	<b>12,694</b>	<b>17,743</b>	<b>19,831</b>	<b>财务比率</b>				
长期借款	7,726	9,216	10,216	11,716					
递延税项	681	681	681	681	<b>盈利能力</b>				
<b>总长期负债</b>	<b>8,407</b>	<b>9,897</b>	<b>10,897</b>	<b>12,397</b>	每股收益(元)	0.43	0.54	0.52	0.88
<b>总负债</b>	<b>19,890</b>	<b>22,591</b>	<b>28,640</b>	<b>32,228</b>	毛利率(%)	31.04%	36.00%	35.00%	34.00%
股东权益	7,472	8,745	10,374	12,917	净利率(%)	19.97%	20.63%	14.98%	15.94%
其中: 少数股东权益	110	137	158	175	营业利润率(%)	28.47%	30.69%	27.80%	28.73%
<b>总负债权益</b>	<b>27,362</b>	<b>31,336</b>	<b>39,014</b>	<b>45,145</b>	<b>营运表现</b>				
<b>现金流量表</b>									
单位: 亿元									
除税前经营利润	2,463	3,241	3,349	5,515	SG&A/收入(%)	5.31%	5.31%	7.20%	5.27%
利息支出	-868	-958	-1,113	-1,296	实际税率(%)	13.00%	14.68%	12.49%	12.51%
营运资金变化	1,849	-86	274	-2,984	存货周转率	0.63	0.59	0.79	1.21
所得税	-876	-1,347	-1,523	-2,426	<b>财务状况</b>				
<b>营运现金流</b>	<b>2,144</b>	<b>448</b>	<b>1,034</b>	<b>-1,108</b>	负债/权益	266%	258%	276%	250%
资本开支	-4,274	-2,050	-1,050	-1,050	收入/总资产	27%	29%	31%	43%
其他投资活动	326	134	135	152	总资产/权益	3.66	3.58	3.76	3.50
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,948</b>	<b>-1,916</b>	<b>-915</b>	<b>-898</b>	盈利对利息倍数	20.99	3.98	3.38	4.72
已付股息	0	-560	-540	-914	总资产收益率	5%	6%	5%	7%
其他融资活动	2,177	1,490	1,700	2,100	净资产收益率	20%	22%	18%	24%
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,946</b>	<b>930</b>	<b>1,160</b>	<b>1,186</b>	<b>估值比率(倍)</b>				
<b>现金变化</b>	<b>142</b>	<b>-538</b>	<b>1,279</b>	<b>-820</b>	PE	3.5	2.8	2.9	1.7
期初持有现金	3,330	3,508	2,970	4,250	PB	0.71	0.60	0.51	0.41
期末持有现金	3,508	2,970	4,250	3,432					

数据来源: 公司资料、兴证香港

## 投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 涨幅大于 15%
- 增持: 涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中性: 涨幅在-5% ~ 5%之间
- 减持: 涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

- 香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室
- 总机: (852) 35095999
- 传真: (852) 35095900

**【免责声明】**

本研究报告乃由兴证(香港)证券经纪有限公司(持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、4(就证券提供意见)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告,则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证(香港)证券经纪有限公司、兴证(香港)期货有限公司、兴证(香港)资产管理有限公司及兴证(香港)融资有限公司(统称「兴证香港」)违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告仅提供予收件人,其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途,当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述,并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可,收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠,惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定,兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制,因此所提述的证券不一定(或在相关时候不一定持续)适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场,分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变,惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断,收件人在作出投资决定前,应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外),将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人,进行该等证券之买卖。此外,兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务,或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时,应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

**【分析师声明】**

本研究报告由兴证(香港)证券经纪有限公司之分析员撰写。(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点;(2)该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系;(3)对于提述之证券,该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。