2019 年 10 月 14 日
证券研究报告•公司研究报告
禹洲地产（1628.HK）

买入 （首次）
当前价：3.20 港元
目标价：4.24 港元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

受益风险偏好抬升，低估值高分红典范

投资要点

- **业绩稳健增长，派息丰厚估值低 19 年预计股息率为 12.3%。**2012-2018 年，公司营业收入复合增速为 35.7%，2019 年上半年，公司实现营业收入 116.4 亿元（+25.9%）；2012-2018 年，公司归母净利润复合增速为 30.0%，2019 年上半年，公司实现归母净利润 16.4 亿元（+23.2%），上半年公司毛利率、净利率分别为 27%和 17%，盈利能力强。公司历年来派息丰厚，派息率均约 36%左右，2019 年中期派息率高达 46.8%，若 2019 年全年按中期派息比例计算，股息率预计将达到 12.3%。2018 年 8 月公司引入华侨城（亚洲）为第二大股东，华侨城（亚洲）占扩大后股本的 9.9%，此次战略入股利于双方在项目开发和产业方面更深入合作，国资背景的加入或为公司评级和融资方面带来诸优势。
- **销售高增长，回款良好，下半年可售货值充沛，销售提速。**2019 年上半年，公司合约销售金额为 284.7 亿元（+32.5%），销售回款约为 242 亿元，回款亮眼。下半年公司供货约 800 亿元，可售货值充沛，下半年公司销售提速，截至 2019 年 1-9 月，公司已实现销售金额 488.7 亿元，完成全年销售目标 670 亿元（按年同比+19.6%）的 73%，公司下半年推盘量加大，全年大概率完成销售目标。
- **土地储备低廉优质，聚焦一二线核心区域，稳步向千亿销售额迈进。**2019 年上半年拿地总建面 212 万方，总地价 236 亿元，上半年公司精准把握拿地机会，基本在土地市场回暖之前补充土储，新增 14 个项目其中 9 幅地块以底价或低溢价率成交。截止 2019 年上半年末，公司总土储约为 1918 万方，对应货值 3400 亿元，80.1%的货值位于一二线城市，平均楼面地价仅为 5580 元/平方米，楼面地价/1H2019 销售均价仅为 36%，土储单价低廉优质，未来可期。
- **负债率控制得当，负债结构优质安全性高。**截至 2019 年上半年，公司现金对短期有息负债的覆盖倍数达 2.9X，远高于行业内可比公司，短期偿债能力强。2012 年以来，公司净负债率均控制在 60-80%的区间，2019 年上半年，公司净负债率提升至 72.7%，较 2018 年末提升了 5.7 个百分点，但公司多年来净负债率控制得当，预计未来仍将维持在 80%以下水平。2019 年上半年末，公司加权平均融资成本为 7.47%，较 2018 年上升 0.24 个百分点。
- **盈利预测与评级。**预计公司 2019-2021 年营业收入分别为人民币 324、406 和 469 亿元，归母净利润分别为 43.0、54.3 和 61.7 亿元，EPS 分别为 0.86、1.08 和 1.23 元，对应 PE 分别为 3.4、2.7 和 2.4 倍。结合对标公司估值水平及公司的优质的土储资源，给公司予 2019 年 4.5 倍 PE，对应目标价 4.24 港元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：宏观调控风险、区域政策风险、项目合作风险、销售回款风险等。

指标/年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元人民币)	21701	24306	32398	40625	46904
增长率	59%	12%	33%	25%	15%
归属母公司净利润(百万元人民币)	2790	3505	4302	5426	6170
增长率	57%	26%	23%	26%	14%
每股收益 EPS	0.55	0.70	0.86	1.08	1.23
净资产收益率	21%	20%	20%	23%	20%
PE	5.2	4.2	3.4	2.7	2.4

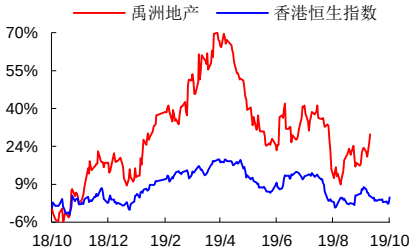
数据来源：公司资料，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如
执业证号：S1250517060001
电话：0755-23900571
邮箱：hhr@swsc.com.cn

联系人：尉鹏洁
电话：021-58351917
邮箱：ypj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	2.64-4.75
3 个月平均成交量(百万)	7.44
流通股数(亿)	50.32
市值(亿)	182.14

相关研究

目 录

1 业绩稳健增长，向千亿销售额迈进.....1

1.1 从海西起家，践行“区域深耕，全国领先”.....1

1.2 强强联合，引入华侨城（亚洲）为第二大股东.....1

1.3 公司盈利能力强，业绩进入释放阶段，派息丰厚慷慨分红.....2

2 可售货值优质充足，销售将不断迈入新台阶.....4

2.1 上半年销售回款亮眼，下半年推盘量大，可售货值充沛.....4

2.2 土地储备低廉优质，聚焦一二线核心区域.....7

3 负债率控制得当，负债结构优质安全性高.....8

4 盈利预测与估值.....10

5 风险提示.....11

图 目 录

图 1：公司 2006 年以来总资产（亿元）及增速 1
图 2：公司 2006 年以来总权益（亿元）及增速 1
图 3：公司股权架构图 2
图 4：公司 2006 年以来营业收入及增速 2
图 5：公司 2006 年以来归母净利润及增速 2
图 6：公司 2006 年以来毛利率和净利率 3
图 7：公司 2006 年以来三项费用率 3
图 8：公司 2012 年以来结算均价及销售均价 3
图 9：公司 2013 年以来结算均价及销售均价同比增速 3
图 10：公司 2006 年以来预收账款及增速 4
图 11：公司 2012 年以来销售金额及同比增速 4
图 12：公司 2012 年以来中期及末期股息（港仙） 4
图 13：公司 2012 年以来派息比率 4
图 14：公司 2012 年以来销售金额及同比增速 5
图 15：公司 2012 年以来销售面积（万方）及同比增速 5
图 16：公司 2012 年以来销售均价（元/平方米）及同比增速 5
图 17：公司 2012 年以来拿地金额及销售金额 5
图 18：公司 2019 年上半年销售金额结构按区域分布 6
图 19：公司 2019 年上半年销售面积结构按区域分布 6
图 20：公司 2012 年以来销售金额（亿元）按区域分布 6
图 21：公司 2012 年以来销售面积（万方）按区域分布 6
图 22：公司 2012 年以来销售单价（元/平方米）按区域分布 7
图 23：公司 2012 年以来销售面积(万方)按区域分布 7
图 24：公司 2012 年以来新增权益土储面积及新增土储单价 7
图 25：公司 2012 年以来销售金额及拿地金额 7
图 26：公司 2012 年以来土地储备面积及同比增速 8
图 27：公司 2012 年以来土地储备单价及销售单价对比 8
图 28：公司 2012 年以来土地储备（万方）区域分布 8
图 29：公司截至 2019 年上半年末土地储备区域分布 8
图 30：公司 2012 年以来净负债率及调整后净负债率 9
图 31：公司 2012 年以来现金及短期有息负债情况 9
图 32：公司 2012 年以来长短期有息负债 9
图 33：公司 2012 年以来有息负债及净负债 9
图 34：公司 2012 年以来加权融资成本 10
图 35：公司 2012 年以来利息资本化及占比 10

表 目 录

表 1：分业务收入及毛利率.....10
表 2：可比上市公司估值.....11
附：财务报表.....12

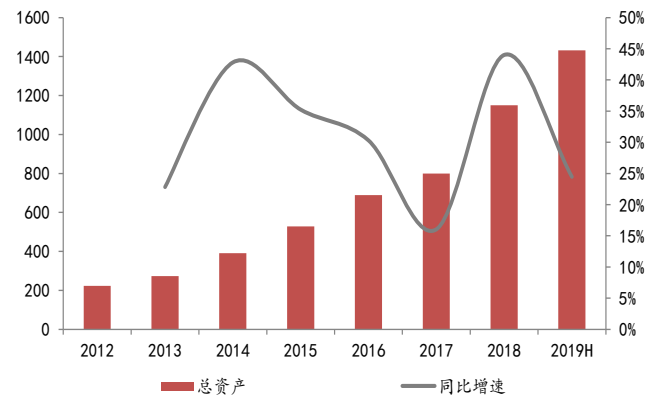
1 业绩稳健增长，向千亿销售额迈进

1.1 从海西起家，践行“区域深耕，全国领先”

禹洲地产股份有限公司，1994 年成立于厦门，专注于地产开发业务多年，公司从 2004 年启动全国拓展战略，成功深入布局福州、上海、合肥等城市，2009 年 11 月在香港联交所上市后，持续深耕厦门和福州为核心的海西区域，2010 年成功开拓环渤海区域，2014 年加强长三角区域布局，从南京、苏州等城市重点开拓，并将苏州定位于长三角中心，辐射苏南地区，并于 2016 年将总部搬迁至上海，2019 年是公司成立 25 周年以及上市 10 周年的里程碑。

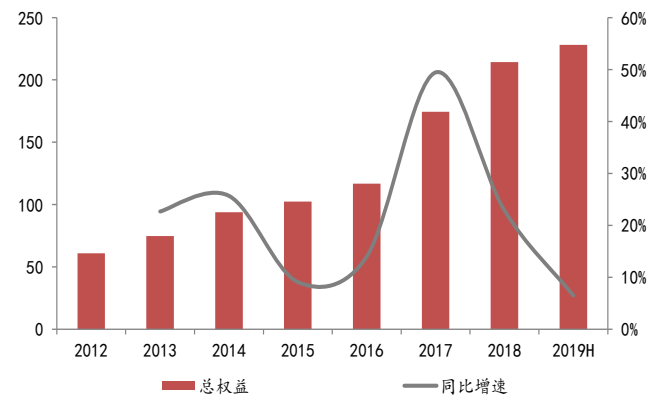
2017 年，公司全面启动“区域深耕，全国领先”的战略，坚持“进入一座城，深耕一座城”的发展原则，形成长三角、环渤海、大湾区、华中、海西、西南六大区域，进驻北京、上海、南京、杭州、苏州、合肥、天津、惠州、武汉、厦门、泉州、福州、香港等 30 个城市，截至 2019 年上半年末，公司总资产规模为 1432 亿元，同比增长 24%，2012-2018 年总资产复合增速为 26%。截至 2019 年上半年末，公司总权益规模为 228 亿元，同比增长 6%，2012-2018 年总权益复合增速为 20%。

图 1：公司 2006 年以来总资产（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2006 年以来总权益（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 强强联合，引入华侨城（亚洲）为第二大股东

2018 年 8 月，公司宣布以 3.96 港元/股向华侨城（亚洲）发行 4.6 亿股公司股份，华侨城（亚洲）控股有限公司为华侨城集团港股上市平台，总认购金额为 18.2 亿港元，认购完成后华侨城（亚洲）占扩大后股本的 9.9%，为公司第二大股东。而此前公司和华侨城在多个项目上均有深入合作，位于厦门的禹洲·华侨海景城以及禹洲·华侨金海岸均为双方合作的成功案例，此次战略入股利于双方在项目开发和产业方面更深入合作，同时国资背景的加入或为公司评级和融资方面带来诸多优势。

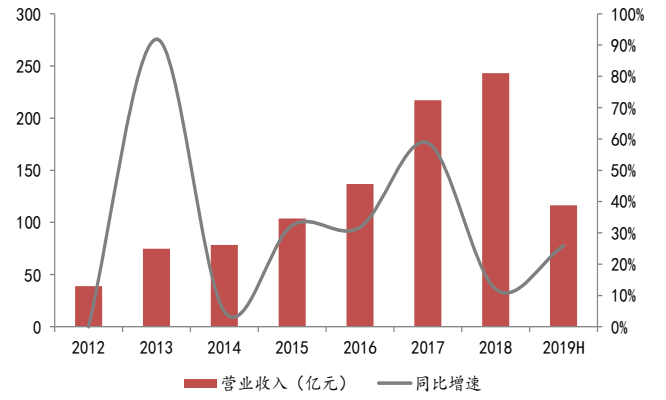
图 3：公司股权架构图

数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 公司盈利能力强，业绩进入释放阶段，派息丰厚慷慨分红

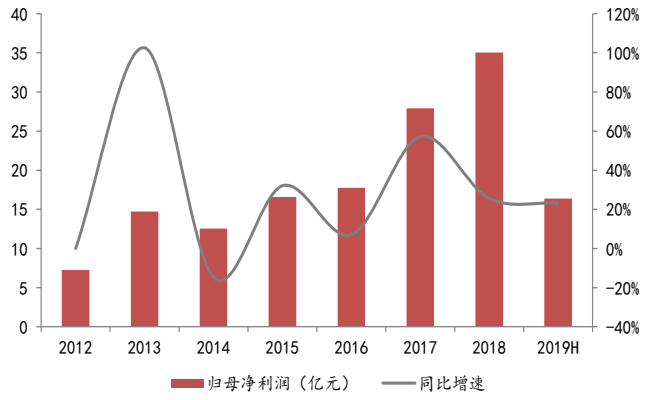
营业收入稳步增长。2012-2018 年，公司营业收入复合增速为 35.7%，2019 年上半年，公司实现营业收入 116.4 亿元，同比增长 25.9%；2012-2018 年，公司归母净利润复合增速为 30.0%，2019 年上半年，公司实现归母净利润 16.4 亿元，同比增长 23.2%。

图 4：公司 2006 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2006 年以来归母净利润及增速



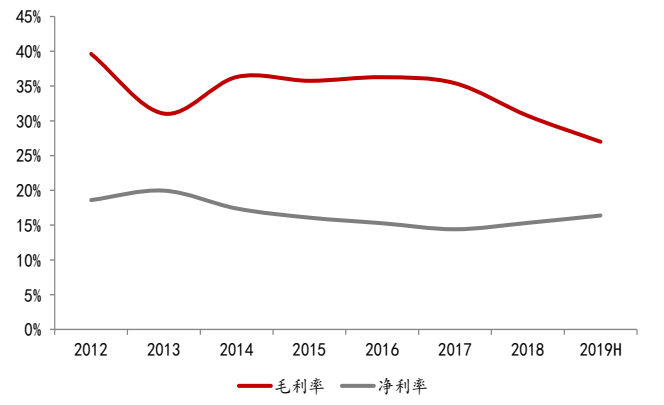
数据来源：Wind，西南证券整理

商业和物业管理业务将迎来较高增速成长期，多元化业务板块值得期待。在其他业务方面，2019 年上半年，公司实现租金收入 1.5 亿元，同比增长 44%，物业管理费收入 1.8 亿元，同比增长 12%。上半年，公司租金、物业管理费、酒店收入占营业收入的比例分别为 1.3%、1.5%、0.1%。商业方面，公司在上海、厦门、合肥、南京、武汉和杭州等一、二线城市，运营筹备项目共 27 个，均位于城市核心区域，随着商业项目的增加，公司预计 2020-2022 年商业板块预期收益复合增速将达 35%，在营面积复合增速达 30%。同时，物业管理业务方面，截至 2019 年上半年，公司已覆盖 22 城市，58 个项目，管理面积超 1300 万平米。

盈利能力强，净利率小幅提升，费用率平稳可控。2017 年以前公司毛利率均维持在 36% 左右，2019 年上半年公司毛利率为 27.0%，较 2018 年全年下滑了 3.7 个百分点，主要由于结算单价下滑以及部分利息资本化所致，而随着 2019 年上半年销售单价的提升，我们预计

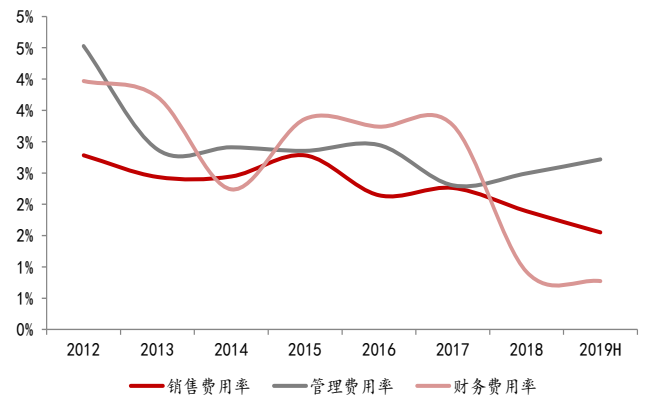
全年公司综合毛利率有待小幅提升。而 2012 年以来，公司净利率基本维持在 15-20%的区间，盈利能力稳定，2019 年上半年公司净利润率 16.4%，较 2018 末增加 1.1 个百分点，在毛利率降低的情况下，净利率表现靓丽，盈利能力强。期间费用率方面，2013-2018 年公司三项费用率较为平稳，2012 年以来，销售费用率均维持在 2%左右，管理费用率均维持在 2-3%，而 2018 年及 2019 年上半年财务费用率大幅降低，主要由于部分财务成本资本化计入营业成本所致。

图 6：公司 2006 年以来毛利率和净利率



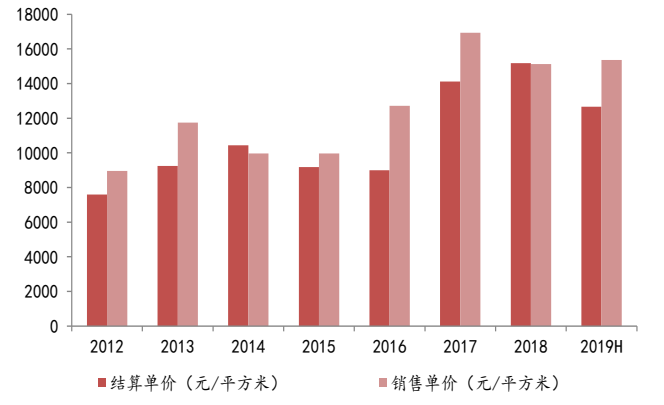
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2006 年以来三项费用率



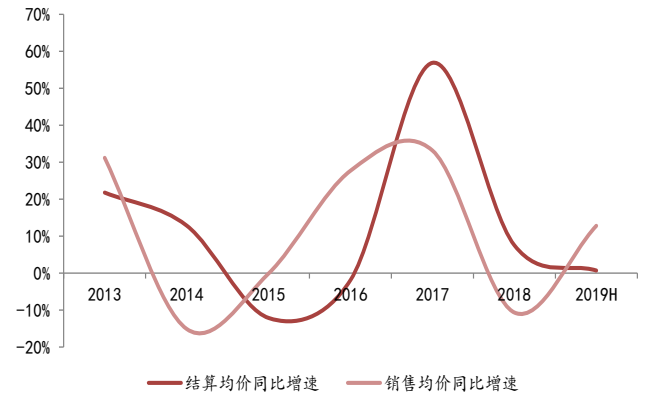
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2012 年以来结算均价及销售均价



数据来源：Wind，西南证券整理

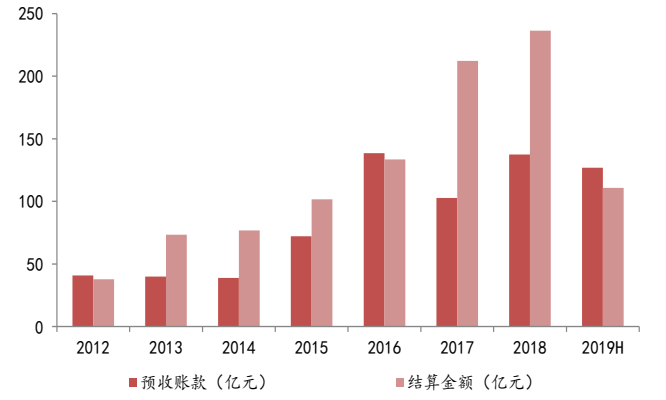
图 9：公司 2013 年以来结算均价及销售均价同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

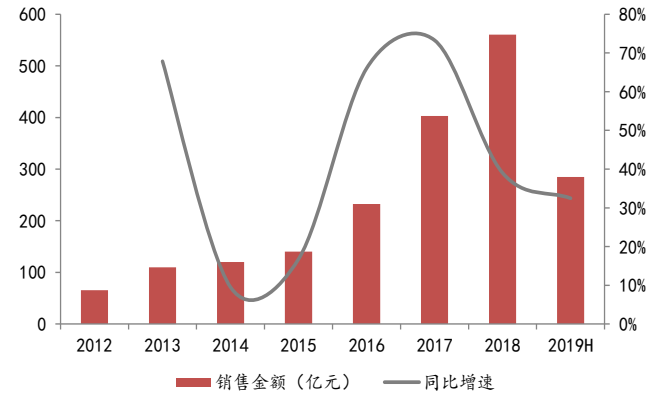
可结算资源充沛，未来业绩具备保障。2019 年上半年，公司合约负债 127 亿元，较 2018 年末下降了 7.7%。主要是由于公司近期降低了销售权益比例，整体上，公司全口径的已售未结算规模约超过 680 亿元，可结算资源非常充沛，为未来的项目结算提供保障。

图 10：公司 2006 年以来预收账款及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

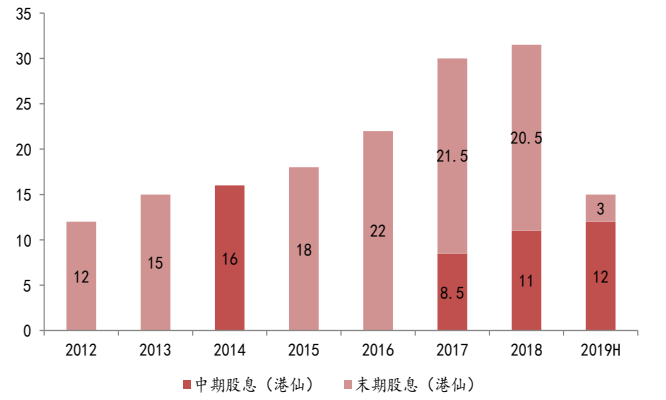
图 11：公司 2012 年以来销售金额及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

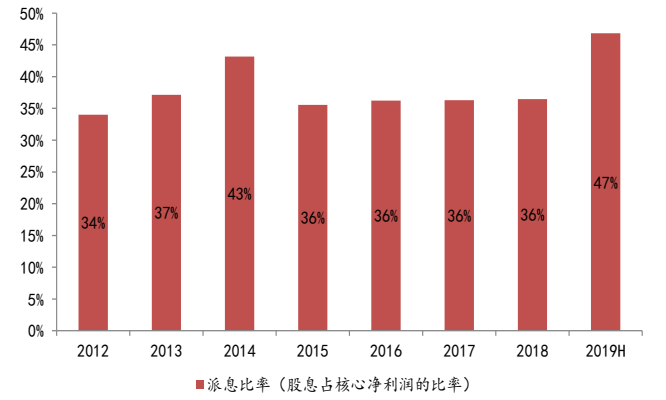
低估值高分红典范，预计 19 年股息率高达 12.3%。2019 年上半年，公司宣布发放 2019 年中期股息每股 12 港仙及上市十周年特别中期股息每股 3 港仙，派息比例约为上半年归母核心净利润的 46.8%，今年全年若按照中期派息比例测算，我们预计全年股息率约为 12.3%。回顾历年，公司每年均维持较高的分红比例，2012-2014 年，公司派息比例逐年提升，2014 年高达 43%，2015-2018 年公司派息比例均约为全年归母核心净利润的 36%左右。

图 12：公司 2012 年以来中期及末期股息（港仙）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：公司 2012 年以来派息比率



数据来源：Wind，西南证券整理

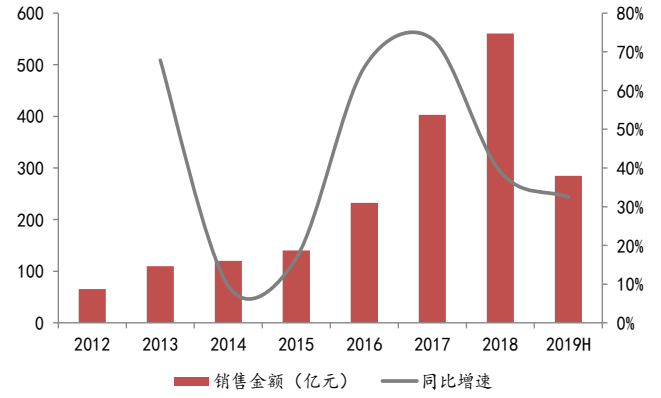
2 可售货值优质充足，销售将不断迈入新台阶

2.1 上半年销售回款亮眼，下半年推盘量大，可售货值充沛

下半年公司销售全面提速，预计完成全年销售目标无虞。2019 年上半年，公司合约销售金额为 284.7 亿元，同比大幅增长 32.5%，完成全年销售目标 670 亿元（按年同比增长 19.6%）的 43%，销售权益比为 60%，销售回款约为 242 亿元，全年公司预计将实现销售回款 412 亿元。2019 年上半年合约销售面积 185.3 万方，同比增长 17%，合约销售均价 15366 元/平方米，同比增长 13%。展望下半年，由于公司供货充足，整体下半年供货约 800 亿元，其中一二线占比约 90%，我们认为公司大概率完成销售目标。截至 2019 年 9 月，公司已实

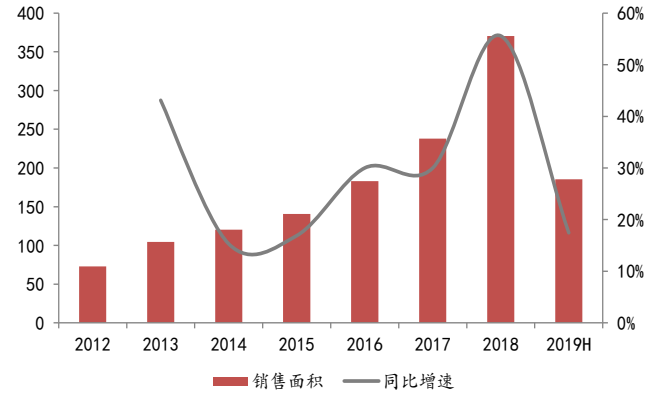
现销售金额 488.7 亿元，已完成全年销售目标的 73%，实现销售面积 326.1 万方，销售均价 14986 元/平方米。7-9 月，公司月均销售额 68 亿元，若后三个月按此销售规模，公司大概率超额完成全年 670 亿元的销售目标。

图 14：公司 2012 年以来销售金额及同比增速



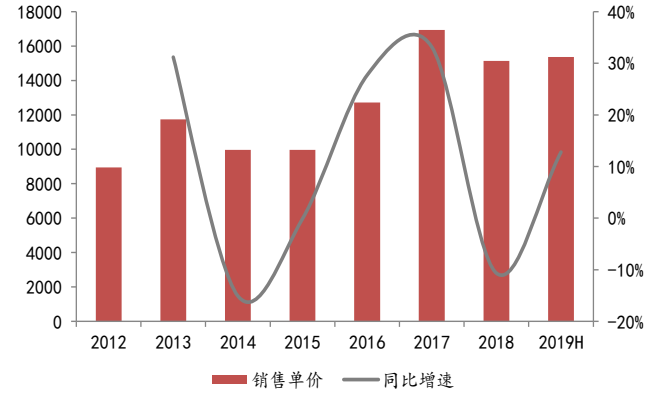
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：公司 2012 年以来销售面积（万方）及同比增速



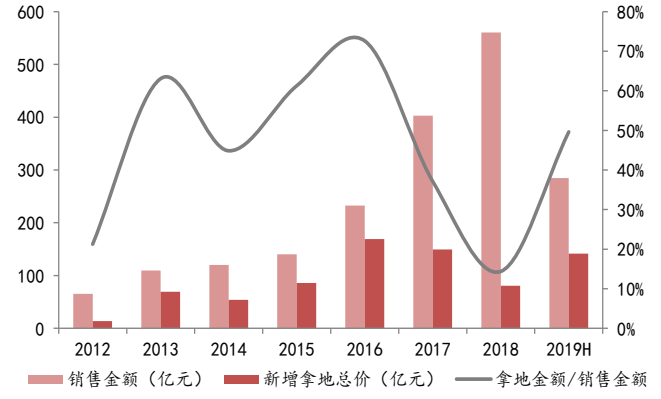
数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：公司 2012 年以来销售均价（元/平方米）及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

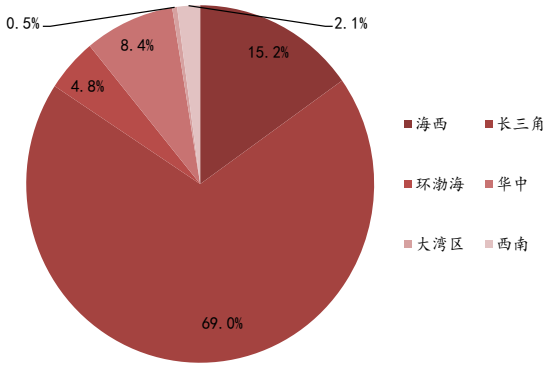
图 17：公司 2012 年以来拿地金额及销售金额



数据来源：Wind，西南证券整理

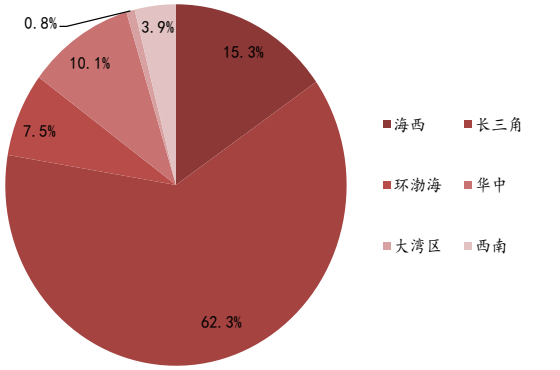
长三角为公司主要的供货区域，苏州、合肥、扬州单城销售业绩优异。2019 年上半年，公司销售金额按区域划分，长三角、海西、华中、大湾区、西南、环渤海销售金额分别为 196.6 亿元、43.2 亿元、23.8 亿元、1.3 亿元、6.1 亿元、13.7 亿元，占比分别为 69%、15.2%、8.4%、0.5%、2.1%、4.8%，长三角和海西地区是公司主要的推盘销售区域。2019 年上半年，公司所深耕城市取得优异销售表现，苏州、合肥、扬州分别位列市场第六、第七和第九，另外，2019 年上半年公司在合肥和南京的销售规模分别为 40.5 亿元和 35.3 亿元。

图 18：公司 2019 年上半年销售金额结构按区域分布



数据来源：Wind，西南证券整理

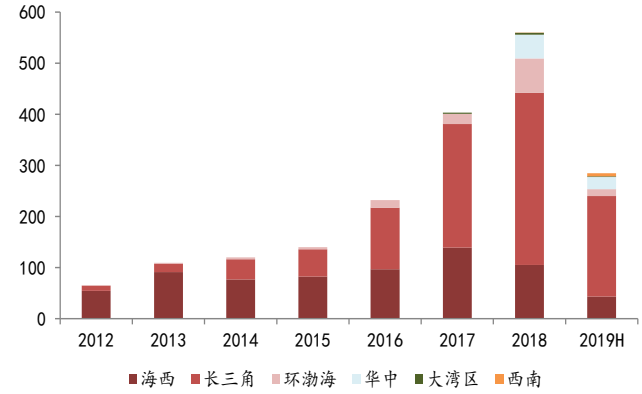
图 19：公司 2019 年上半年销售面积结构按区域分布



数据来源：Wind，西南证券整理

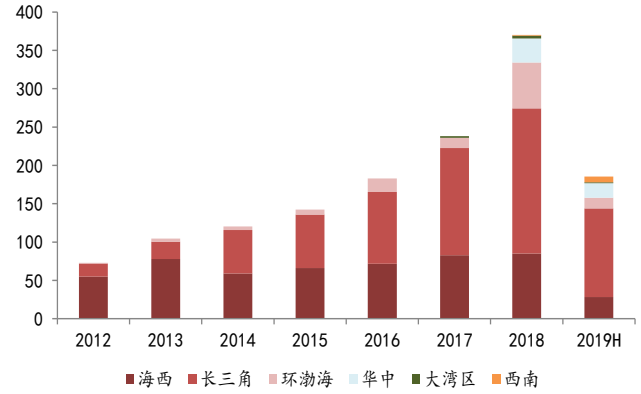
公司 2012 年以来的销售结构变化:(1)2012 年以来,海西区域维持一定量的供货力度,公司每年在海西区域销售面积约为 70 万方左右，同时近年来，海西区域销售单价小幅稳步上升；（2）2014 年以来，公司加大了在长三角地区的供货量，长三角区域销售面积持续高速增长，从 2012 年的 17 万方增长至 2018 年的 190 万方，2019 年上半年，公司在长三角区域的销售面积为 115 万方,整体上 2012-2018 年公司在长三角区域的销售面积复合增速高达 49%，销售单价复合增速为 20%；（3）2010 年成功开拓环渤海区域，并于 2017 年后逐步进入华中、大湾区、及西南区域核心城市，这些区域占供货量的比重较小。

图 20：公司 2012 年以来销售金额（亿元）按区域分布



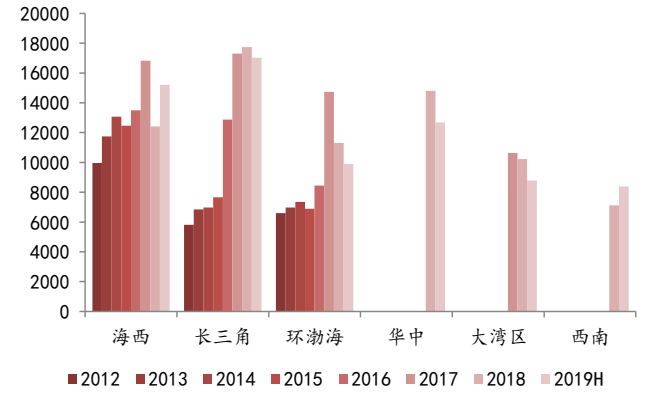
数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：公司 2012 年以来销售面积（万方）按区域分布



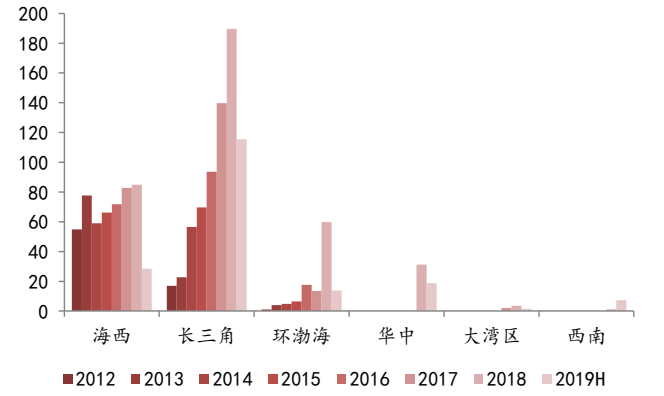
数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：公司 2012 年以来销售单价（元/平方米）按区域分布



数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：公司 2012 年以来销售面积(万方)按区域分布

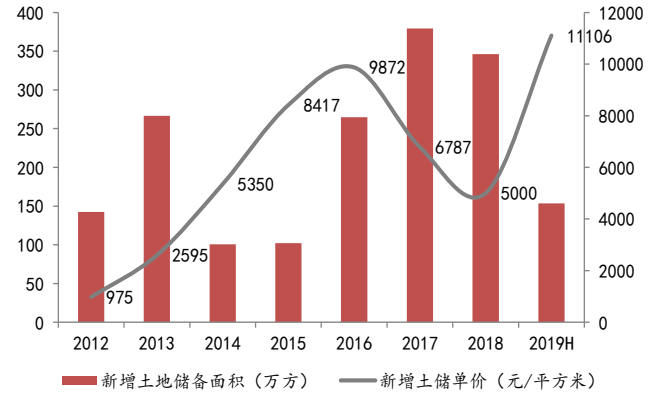


数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 土地储备低廉优质，聚焦一二线核心区域

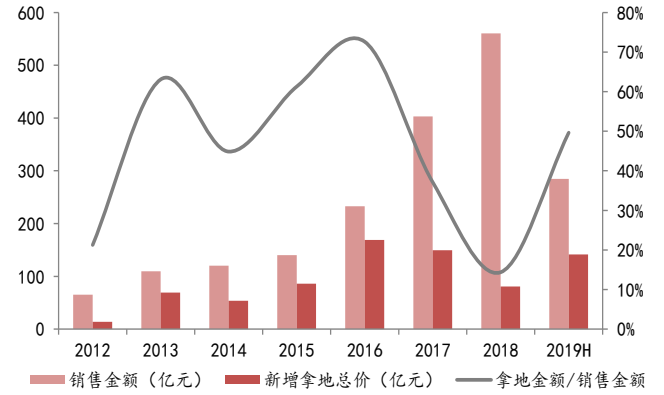
2019 年公司成功获取多处优质地块，一、二线占比 81.9%。2019 年上半年公司精准把握土地市场机会补充土储，在北京、上海、青岛、郑州、佛山等城市新增 14 个优质项目，其中 9 幅地块以底价或低溢价率成交，由于多在一二线城市拿地，平均楼面价为人民币 11106 元/平方米，上半年公司全口径拿地总建筑面积 212 万方，总地价 236 亿元，货值约为 503 亿元，其中权益拿地金额 141.3 亿元，权益拿地总建筑面积 153.4 万方，整体上拿地金额占销售金额的 50%左右，较 2018 年显著提升。从建筑面积分类，环渤海、大湾区、华中和长三角占比分别为 18.7%、18.8%、16.2%和 46.3%。

图 24：公司 2012 年以来新增权益土储面积及新增土储单价



数据来源：Wind，西南证券整理

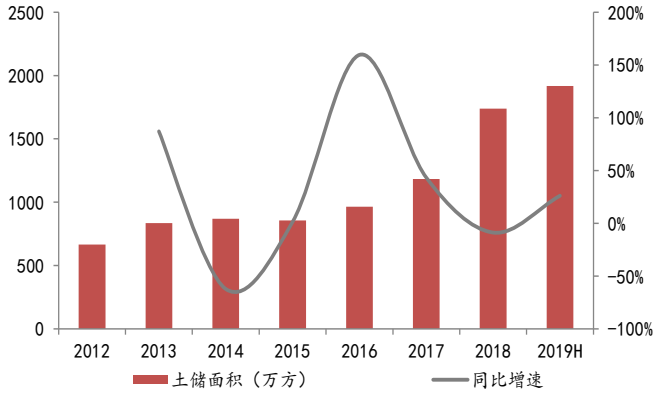
图 25：公司 2012 年以来销售金额及拿地金额



数据来源：Wind，西南证券整理

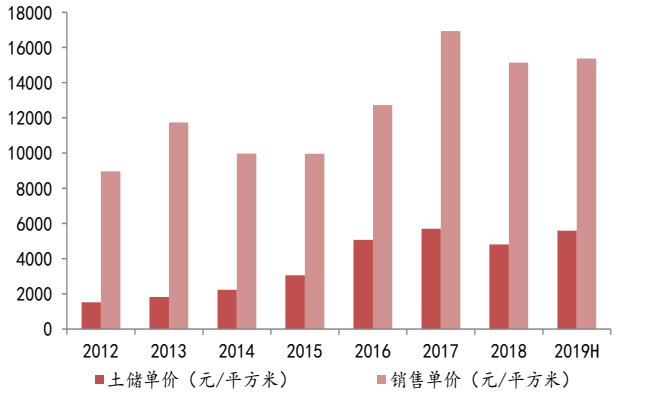
截止 2019 年上半年末，公司可供出售的土地储备面积约为 1918 万方，共计 138 个项目，货值 3400 亿元，按货值计算 80.1%位于一二线城市，平均楼面地价仅为 5580 元/平方米，平均楼面地价/2019 年上半年销售均价仅为 36%，土储单价较低也为未来销售和业绩提供较高保障。

图 26：公司 2012 年以来土地储备面积及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

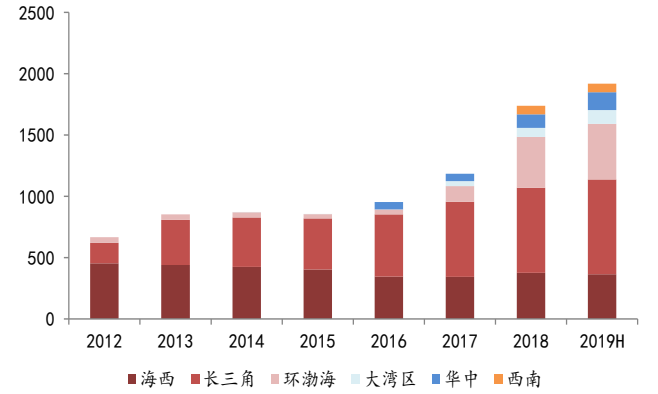
图 27：公司 2012 年以来土地储备单价及销售单价对比



数据来源：Wind，西南证券整理

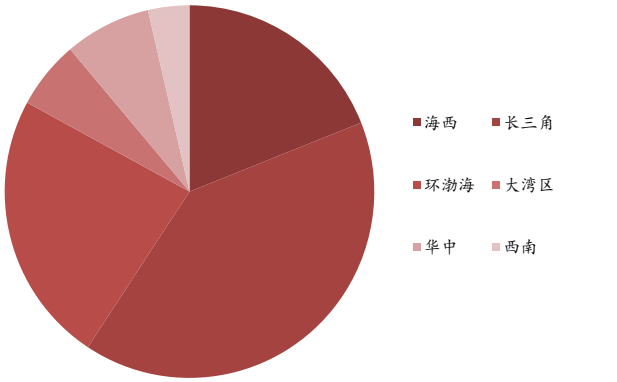
公司在长三角区域的土地储备自 2017 年以来显著增长，为公司最重要的战略区域，同时公司积极布局大湾区，并逐步拓展华中及环渤海区域。截至 2019 年上半年公司总土储建筑面积按照按区域分，华中、西南、大湾区、环渤海、长三角、海西土储占比分别为：7.6%、3.6%、5.9%、23.6%、40.3%和 19.0%；平均土地成本分别为 4348 元/平米，4263 元/平米，4433 元/平米、2805 元/平米、8087 元/平米和 4818 元/平米。同时，2019 年下半年，公司至少有 200 亿以上的旧改货值落地，公司非常重视大湾区项目的开发布局，旧改为公司大湾区土储来源的重要补充。

图 28：公司 2012 年以来土地储备（万方）区域分布



数据来源：Wind，西南证券整理

图 29：公司截至 2019 年上半年末土地储备区域分布

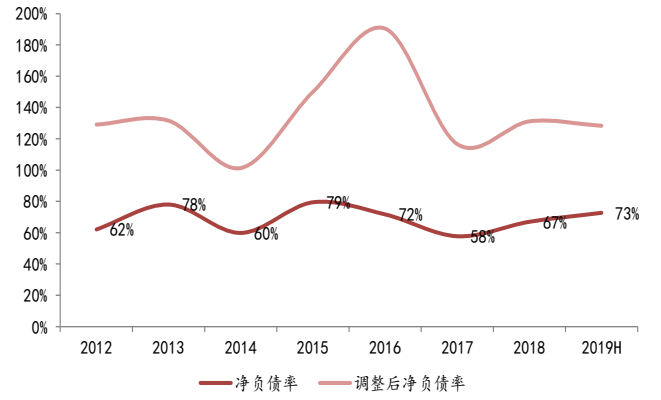


数据来源：Wind，西南证券整理

3 负债率控制得当，负债结构优质安全性高

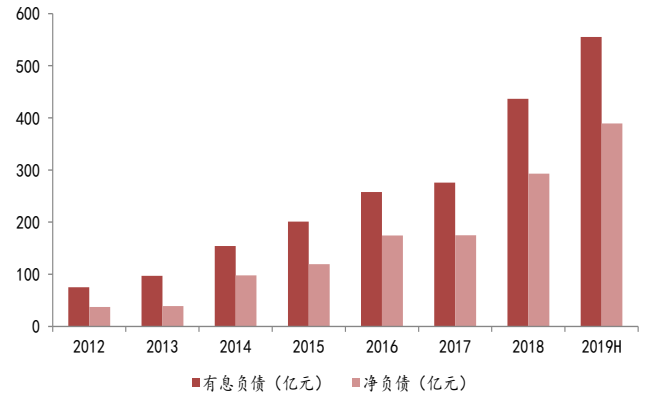
2012 年以来，公司净负债率均控制在 60-80%的区间，2019 年上半年，由于长期借款较 2018 末增加 53.9%，公司净负债率提升至 72.7%，较 2018 年末提升了 5.7 个百分点，但公司多年来净负债率控制得当，预计未来仍将维持在 80%以下水平。而 2019 年上半年预收账款调整的净负债率为 128%，较 2018 年末下降了 2.8 个百分点。截至 2019 年上半年，公司有息负债规模为 555 亿元，扣除现金的净负债规模为 389 亿元，占总有息负债的 70.1%，占比较 2018 年小幅提升。

图 30：公司 2012 年以来净负债率及调整后净负债率



数据来源：Wind，西南证券整理

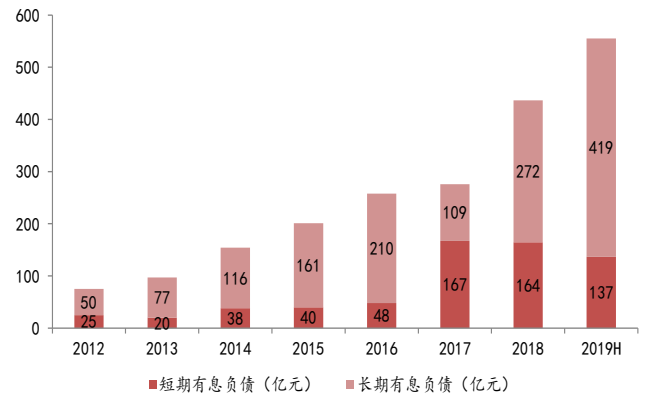
图 31：公司 2012 年以来现金及短期有息负债情况



数据来源：Wind，西南证券整理

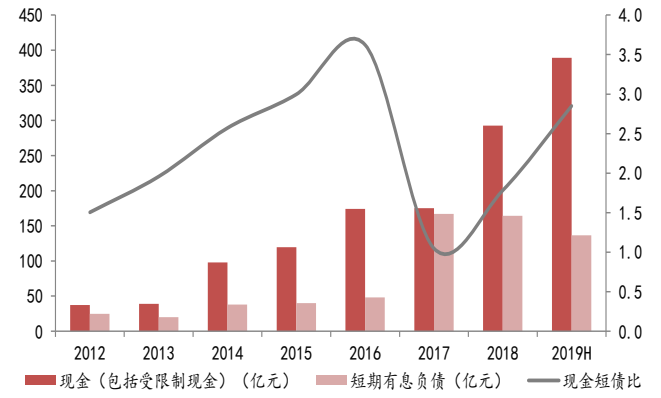
2019 年上半年，公司在手现金 389.3 亿元，较 2018 年末增加了 32.9%，公司短期偿债能力强，2017 年以来公司现金短债比逐年提升，截至 2019 年上半年，公司现金对短期有息负债的覆盖倍数达到 2.9X，远高于行业内可比公司。2019 年上半年，公司共计发行三笔 15 亿美元优先票据，并发行 35 亿元公司债和 6.4 亿元物业管理费 ABS。公司长短期债务结构优质，2019 年上半年末，公司长期有息负债 419 亿元，占比为 75%，短期有息负债 137 亿元，占比为 25%，除了 2017 年，公司长期有息负债占总有息负债的比例均为 60-80%。另外，截至 2019 年上半年，公司总有息负债中企业债为 125 亿元，银行及其他借款 213.5 亿元，优先票据 216.7 亿元，美元债占 46%，港元债占 3%；

图 32：公司 2012 年以来长短期有息负债



数据来源：Wind，西南证券整理

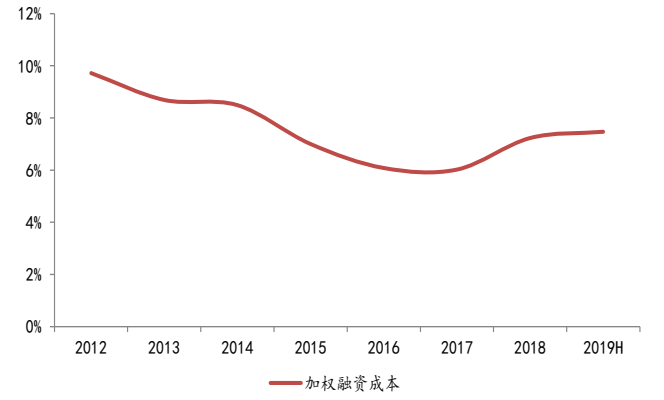
图 33：公司 2012 年以来有息负债及净负债



数据来源：Wind，西南证券整理

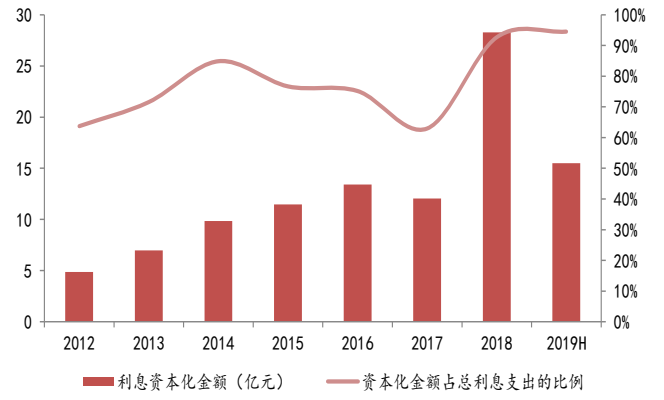
2012 年以来，公司加权平均融资成本呈现小幅下降趋势，2018 和 2019 年上半年由于整体市场融资收紧及成本上升的影响，公司加权平均融资成本较 2017 年小幅上升，但依旧处于可控区间，2019 年上半年末，公司加权平均融资成本为 7.47%，较 2018 年上升 0.24 个百分点。在利息资本化方面，2017 年之前公司资本化金额占总利息支出的比例约为 75% 左右，2018 年公司加大了利息资本化的力度，这也是导致公司毛利率小幅下降的原因，但同时公司盈利能力依旧维持强劲，净利率较之前年度维持平稳维持在高位。

图 34：公司 2012 年以来加权融资成本



数据来源：Wind，西南证券整理

图 35：公司 2012 年以来利息资本化及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

基于上述分析，我们做出如下假设：

假设 1：公司结转速度加快，2015-2018 年销售复合增速高达 58.7%，未来结转增速具备保障，可结算资源充沛，我们预计公司 2019-2021 年结算金额的增速分别为 33%、25%以及 15%；

假设 2：公司多布局于一二线而土储单价较低，预计公司 2019-2021 年综合毛利率维持稳定，分别为 31%、31%、31%；

假设 3：2019-2021 年，物业、商业物业不动产租金业务及酒店业务稳步发展，假设 2019-2021 年其他各项业务毛利率基本与 2018 年持平；

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2018A	2019E	2020E	2021E
地产开发	收入	23,626	31,423	39,278	45,170
	增速	11.4%	33%	25%	15%
	成本	16,396	21,807	27,259	31,348
	毛利率	31%	31%	31%	31%
物业管理	收入	417	584	759	911
	增速	26.7%	40%	30%	20%
	成本	271	379	493	592
	毛利率	35%	35%	35%	35%
物业投资	收入	245	392	588	823
	增速	75.0%	60%	50%	40%
	成本	159	255	382	535
	毛利率	35%	35%	35%	35%
酒店	收入	18	22	25	27
	增速	0.0%	20%	15%	10%

单位：百万元人民币		2018A	2019E	2020E	2021E
	成本	12	15	17	19
	毛利率	32%	32%	32%	32%
合计	收入	24,306	32,398	40,625	46,904
	增速	12%	33%	25%	15%
	成本	16,839	22,442	28,135	32,475
	毛利率	31%	31%	31%	31%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为人民币 324、406 和 469 亿元，归母净利润分别为 43.0、54.3 和 61.7 亿元，EPS 分别为 0.86、1.08 和 1.23 元，对应 PE 分别为 3.4、2.7 和 2.4 倍。结合对标公司估值水平及公司的优质的土储资源，给公司予 2019 年 4.5 倍 PE，对应目标价 4.24 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比上市公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
600325.SH	华发股份	6.89	1.08	1.56	2.19	2.93	6.4	4.4	3.1	2.3
000671.SZ	阳光城	6.46	0.75	1.02	1.28	1.74	8.6	6.3	5.0	3.7
1638.HK	佳兆业集团	3.28	0.45	0.56	0.65	0.72	7.3	5.9	5.0	4.6
1813.HK	合景泰富	6.51	1.27	1.63	1.96	2.19	5.1	4.0	3.3	3.0
0817.HK	中国金茂	4.20	0.45	0.66	0.92	1.04	9.3	6.4	4.6	4.0
1238.HK	宝龙地产	5.23	0.71	0.96	1.25	1.49	7.4	5.4	4.2	3.5
0884.HK	旭辉控股集团	4.19	0.69	0.95	1.2	1.43	6.1	4.4	3.5	2.9
6158.HK	正荣地产	4.81	0.51	0.74	0.98	1.14	9.4	6.5	4.9	4.2
3301.HK	融信中国	8.29	1.25	1.91	2.55	3.11	6.6	4.3	3.3	2.7
平均值							7.2	5.3	4.1	3.4

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

宏观调控风险、区域政策风险、项目合作风险、销售回款风险等。

附：财务报表

損益表

12月31年結(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	21,701	24,306	32,398	40,625	46,904
毛利	7,683	7,467	9,957	12,490	14,415
EBIT	7,191	7,013	9,146	11,317	12,836
財務收入(費用)	708	223	956	1,108	1,302
聯營公司	-293	-54	-162	-203	-235
非經常性項目	202	497	200	200	200
稅前利潤	6,190	6,735	8,028	10,005	11,300
稅項	3,063	3,009	3,452	4,202	4,520
非控股權益	337	221	275	377	610
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0
淨利潤(归屬母公司)	2,790	3,505	4,302	5,426	6,170

資產負債表

12月31年結(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
現金及現金等價物	17,498	29,279	32,400	40,625	56,284
應收賬款	0	0	0	0	0
存貨	10,264	26,614	29,174	36,575	42,236
其他流動資產	35,397	34,577	45,504	53,335	56,950
物業、廠房及設備	8,140	10,526	12,000	12,000	12,000
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	8,606	14,067	12,859	10,843	8,739
總資產	79,905	115,063	131,936	153,378	176,209
應付賬款	5,154	6,857	8,977	11,254	12,996
短期借款	6,704	8,680	8,566	3,452	2,098
其他流動負債	13,687	18,273	24,439	29,375	33,142
長期借款	10,863	27,202	32,202	42,202	52,202
遞延稅項負債	1,025	1,910	1,902	1,894	1,886
其他非流動負債	2,560	0	2,700	2,666	2,633
總負債	62,461	93,633	105,929	122,653	139,939
股本	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031
儲備	16,025	19,077	22,518	26,859	31,795
股東權益	16,381	19,487	23,788	28,129	33,065
非控股權益	1,062	1,944	2,218	2,596	3,206
總權益	17,443	21,430	26,007	30,724	36,270
淨現金（負債）					

現金流量表

12月31年結(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前利潤	6,190	6,735	4,576	5,803	6,780
稅項	402	-115	1,040	768	962
營運資本變動	-4,159	-3,540	-8,749	-3,353	-594
經營現金流量	2,432	3,080	-3,133	3,218	7,147
資本開支	1,925	6,907	-2,256	-880	-880
自由現金流量	508	-3,826	-878	4,098	8,027
股息	-1,441	-567	0	-1,085	-1,234
其他非流動資產變動	22,806	11,475	5,000	10,000	10,000
股本變動	0	0	860	0	0
其他	26,286	22,756	7,115	1,517	4,741
淨現金流量	329	11,683	5,238	8,225	15,659
期初淨現金（負債）	15,599	15,596	27,162	32,400	40,625
期終淨現金（負債）	15,596	27,162	32,400	40,625	56,284

財務比率

12月31年結	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
增長(%)					
收入	59	12	33	25	15
EBITDA	51	(3)	57	27	11
EBIT	49	(2)	30	24	13
淨利潤	50	19	23	27	17
每股盈利	57	26	23	26	14
利潤率(%)					
毛利	35	31	31	31	31
EBITDA	34	29	34	35	34
EBIT	33	29	28	28	27
淨利潤	14	15	14	14	14
其他比率					
ROE(%)	21	20	20	23	20
ROA(%)	4	4	3	4	4
淨負債率	58	67	63	46	46
利息覆蓋率(倍)	10	32	12	13	12
應收賬款周轉天數	0	0	0	0	0
應付賬款周轉天數	92	89	88	90	93
存貨周轉天數	403	394	447	421	437
有效稅率(%)	49	45	43	42	40

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn