

禹洲地产 (1628 HK)

布局提升，估值吸引

- ❖ **2018年销售额560亿元人民币。**尽管禹洲在2018年未达到其原来600亿元（人民币·下同）的销售目标，但公司仍在期内完成其修订后目标550亿元，增长38.9%至560亿元。一些主要项目在2018年四季度才推出市场，其中包括苏州的五个项目和武汉的一个项目，但房地产市场在四季度放缓，影响了全年销售进度。然而，与2017年同期相比，2018下半年的销售额仍实现了83.4%的增长。
- ❖ **销售目标温和。**禹洲将2019年销售目标定为670亿元，较2018年的销售额高出19.6%。可售资源金额1,103亿元，当中40%将于2019上半年推出，60%于下半年推出，其中一半可售资源位于珠江三角洲。我们认为670亿元目标保守（60.7%的销售率），反映公司对房地产市场持谨慎态度。我们预计地方政府将在2019年会适度放宽地方住房政策，以吸引人才和保持经济增长。考虑到公司项目区位和3月份一些二线城市的市场有复苏迹象，我们认为禹洲很大机会完成670亿元的销售目标。今年首三个月，禹洲录得销售额110亿元，同比增长6.3%。3月分单月销售额51亿元，同比增长12.7%。
- ❖ **布局更合理。**2018年公司增添了23块土地或346万平土储（不包括从沿海集团收购的土地）。自2016年总部搬迁至上海以来，禹洲开始全国扩张，并重点深耕多个核心城市圈，业务重心也从厦门海西区域转向长三角。截至2018年12月31日，禹洲已深耕六个大都市区，合共28个城市或1,738万平土储。39.9%的土储位于珠三角，23.9%在环渤海地区，21.6%在西海峽。可售金额80%来自一线/二线城市。禹洲的地理布局更趋合理和多元化。
- ❖ **利润率恢复正常水平。**毛利率从17财年的35.4%下降至18财年的30.7%。在新房售价受限和土地市场价格上升的情况下，我们认为30.7%的毛利率属合理水平。禹洲是利润率为考量的发展商，管理层透露，今年首季度新收购的项目仍有超过30%毛利率，长远而言公司将维持高于同业平均3-5%的水平。
- ❖ **估值吸引。**2018年8月，禹洲引进华侨城（亚洲）（3366 HK，未评级）作为第二大股东。华侨城（亚洲）持股9.90%，并安排一位执行董事进入禹洲董事会。我们相信引进华侨城（亚洲）将进一步加强禹洲的资产负债表。更重要的是，与国有企业华侨城（亚洲）的战略合作将提升禹洲的公司背景，在融资和土地收购方面的市场认可度提高。由于销售增长温和，我们下调19/20财年的盈利预测5.9%/6.8%至41.96亿/52.46亿元。现公司股价对应4.5/3.6倍19/20财年预测市盈率，相对同业的5.9/4.9倍。考虑到布局有所改善和股东背景增强，公司目前估值偏低。我们估计19财年每股净资产值为7.84港元。我们将目标价从5.19港元上调至5.48港元，相当于净资产值折让30%。

财务资料

| (截至12月31日) | FY16A | FY17E | FY18E | FY19E | FY20E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额(百万人民币) | 21,701 | 24,306 | 34,246 | 41,092 | 55,717 |
| 净利润(百万人民币) | 2,762 | 3,398 | 4,196 | 5,246 | 7,164 |
| EPS(人民币) | 0.70 | 0.78 | 0.87 | 1.09 | 1.49 |
| EPS变动(%) | 48.9 | 11.4 | 12.1 | 25.0 | 36.6 |
| 市盈率(x) | 5.6 | 5.0 | 4.5 | 3.6 | 2.6 |
| 市帐率(x) | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 0.7 |
| 股息率(%) | 6.5 | 6.6 | 7.8 | 9.8 | 13.3 |
| 权益收益率(%) | 19.1 | 19.3 | 20.8 | 22.3 | 25.5 |
| 净财务杠杆率(%) | 71.7 | 57.7 | 46.3 | 60.9 | 54.0 |

资料来源：公司及招银国际研究

买入（维持）

| | |
|---------|----------|
| 目标价 | HK\$5.48 |
| (过去目标价) | HK\$5.19 |
| 潜在升幅 | +20.2% |
| 当前股价 | HK\$4.56 |

黄程宇

电话: (852) 3761 8773
 邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文干森, 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) | 21,890 |
| 3月平均流通量(百万港元) | 41.90 |
| 52周内股价高/低(港元) | 6.00/2.56 |
| 总股本(百万) | 4,800 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|---------|--------|
| 林龙安 | 56.25% |
| 华侨城（亚洲） | 9.90% |
| 自有流通 | 33.85% |

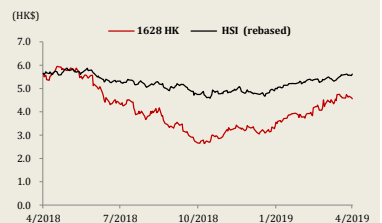
资料来源：彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 6.5% | 3.6% |
| 3-月 | 35.2% | 21.7% |
| 6-月 | 72.7% | 47.4% |

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) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 21,701 | 24,306 | 34,246 | 41,092 | 55,717 |
| 物业开发 | 21,213 | 23,626 | 33,437 | 40,135 | 54,583 |
| 投资物业租金 | 140 | 245 | 293 | 352 | 423 |
| 物业管理费 | 329 | 417 | 492 | 581 | 686 |
| 酒店运营 | 18 | 18 | 23 | 24 | 26 |
| 销售成本 | (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 |
| 销售费用 | (491) | (459) | (753) | (863) | (1,170) |
| 行政费用 | (500) | (606) | (788) | (945) | (1,282) |
| 其他费用 | (293) | (54) | (411) | (493) | (669) |
| 息税前收益 | 6,532 | 6,786 | 8,815 | 10,426 | 14,068 |
| 联营和合营公司收益 | (83) | (52) | 72 | 94 | 128 |
| 净财务费用 | (708) | (223) | (708) | (439) | (499) |
| 特殊收入 | 450 | 224 | - | - | - |
| 税前利润 | 6,190 | 6,735 | 8,179 | 10,081 | 13,697 |
| 所得税 | (3,063) | (3,009) | (3,650) | (4,447) | (6,044) |
| 本年利润 | 3,127 | 3,726 | 4,529 | 5,634 | 7,653 |
| 非控制股东权益 | (337) | (221) | (226) | (282) | (383) |
| 永续债利息 | (28) | (107) | (107) | (107) | (107) |
| 净利润 | 2,762 | 3,398 | 4,196 | 5,246 | 7,164 |
| 核心净利润 | 2,464 | 3,245 | 4,196 | 5,246 | 7,164 |

来源:公司资料,招银国际预测

资产负债表

| 年结:12月31日(百万元人民币) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 65,061 | 92,588 | 109,135 | 129,290 | 159,434 |
| 存货 | 27,559 | 45,346 | 52,042 | 62,797 | 85,160 |
| 贸易及其他应收账款 | 15,630 | 14,683 | 20,547 | 24,655 | 33,430 |
| 现金及现金等价物 | 15,596 | 27,162 | 31,149 | 36,441 | 35,447 |
| 受限制现金 | 1,902 | 2,117 | 2,117 | 2,117 | 2,117 |
| 其他 | 4,373 | 3,279 | 3,279 | 3,279 | 3,279 |
| 非流动资产 | 16,746 | 24,592 | 24,591 | 24,618 | 24,685 |
| 物业、厂房及设备 | 875 | 934 | 861 | 794 | 732 |
| 投资型房地产 | 8,140 | 10,526 | 10,526 | 10,526 | 10,526 |
| 联营及合营公司的权益 | 6,990 | 10,013 | 10,084 | 10,179 | 10,307 |
| 无形资产 | - | 1,133 | 1,133 | 1,133 | 1,133 |
| 其他 | 741 | 1,987 | 1,987 | 1,987 | 1,987 |
| 流动负债 | 48,013 | 64,520 | 75,164 | 86,801 | 108,743 |
| 合同负责 | 10,269 | 13,752 | 16,290 | 19,005 | 23,136 |
| 应付帐款 | 5,154 | 6,857 | 9,462 | 11,418 | 15,484 |
| 其他应付帐款 | 12,468 | 22,960 | 26,343 | 31,609 | 42,860 |
| 短期借款 | 16,704 | 16,430 | 18,548 | 20,248 | 22,742 |
| 即期税项 | 1,893 | 2,552 | 2,552 | 2,552 | 2,552 |
| 其他 | 1,524 | 1,968 | 1,968 | 1,968 | 1,968 |
| 非流动负债 | 14,449 | 29,113 | 32,167 | 37,127 | 40,464 |
| 长期借款 | 10,863 | 27,202 | 30,257 | 35,217 | 38,554 |
| 递延税项 | 1,025 | 1,910 | 1,910 | 1,910 | 1,910 |
| 其他 | 2,560 | - | - | - | - |
| 资产净额 | 16,371 | 19,692 | 22,313 | 25,616 | 30,166 |
| 非控股权益 | 1,062 | 1,944 | 2,170 | 2,452 | 2,835 |
| 永续债 | 1,912 | 1,912 | 1,912 | 1,912 | 1,912 |
| 权益股东应占总权益 | 14,469 | 17,575 | 20,195 | 23,499 | 28,049 |

来源:公司资料,招银国际预测

现金流量表

| 年结:12月31日(百万元人民币) | FY17A | FY18A | 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，请与我们联系。

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。