

引入战略股东，销售蓄势待发 增持（首次）

2018年10月25日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,700.67	28,409.68	36,804.32	48,302.83
同比(%)	58.73%	30.92%	29.55%	31.24%
净利润(百万元)	2,790.05	3,894.20	5,152.57	6,701.80
同比(%)	57.19%	39.57%	32.31%	30.07%
每股收益(元/股)	0.70	0.84	1.11	1.44
P/E(倍)	4.03	2.89	2.18	1.68

股价走势



投资要点

- 战略引进央企华侨城，强强联合、协同效应彰显。**禹洲地产于2018年8月31日与央企华侨城签订认购协议，禹洲地产按照每股3.96港元的价格配发及发行约4.60亿股股份予华侨城（亚洲）控股有限公司，相当于配售后已发行股本的9.90%，配售完成后华侨城（亚洲）成为公司第二大股东。华侨城（亚洲）主要以“文化+旅游+城镇化”为发展模式，是其母公司华侨城集团唯一的境外上市平台。华侨城集团是国务院国资委直接管理的大型中央企业。公司战略引进华侨城，有利于双方在开发运营上相互协作，有效提升各项主营业务的开发和运营能力，对公司未来战略布局、土地市场规模化发展以及融资成本上均有较大利处。
- 投资积极，土储充沛。**公司土地储备充沛，截至2018年上半年末，公司土地储备可销售面积1725万平方米，平均楼面成本约4995元/平米，遍布6大都市圈，布局25个城市，目前公司土地储备足够满足3-4年的发展需求。2018年公司持续布局长三角和西南区域。公司在2018上半年新增16幅土地储备，总建筑面积223.44万平方米，拿地总成本达118.37亿元，同比增长4%；权益总地价55.24亿元，平均楼面均价仅5297元/平米，占同期销售均价的39%，未来毛利空间持续可期。
- 积极布局国内各大都市圈，静待销售放量。**禹洲地产2018年上半年实现销售金额214.94亿元，与去年同期基本持平；销售面积157.78万平方米，同比增长22.95%。销售均价13623元/平米，均价有所下滑主要系公司推盘结构有所变化所致。1-9月公司实现销售金额338.69亿元，同比增长17%。预计公司随着推盘节奏的加速，未来销售能够持续提速。
- 融资成本保持低位。**截止2018年上半年末，公司资产负债率82.5%，净负债率63.0%，较2017年末略有回升，但仍处于较低水平。公司融资成本仅6.5%。公司融资结构分布合理，截至2018年上半年，企业债券、优先票据、银行及其他贷款合计365.48亿元；其中发行在外企业债券合计100亿元，2018年到期仅20亿元；优先票据77亿元，均在2021年后到期；银行及其他借款188亿元，1年内到期仅74亿元；短期偿债压力较小。
- 投资建议：**禹洲地产坚持“住宅+商业”双轮驱动，产品多样化满足各阶层需求，踩准周期、多元化拿地，围绕六大都市圈积极布局，土地储备丰富。公司财务杠杆稳健，推盘加速推动销售进入快速增长期。我们预计2018-2020年公司EPS分别为0.84、1.11、1.44元人民币，对应PE分别为2.89、2.18、1.68倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险（棚改、调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）；企业运营风险（人员变动、施工、拿地等）；汇率波动风险；棚改货币化不达预期。

市场数据

收盘价(港元)	2.73
一年最低/最高价	2.56/5.71
市净率(倍)	0.60
港股流通市值(百万港元)	12695.62

基础数据

每股净资产(元)	4.01
资产负债率(%)	82.45
总股本(百万股)	4650.41
流通股本(百万股)	4650.41

相关研究

内容目录

1. 禹洲地产：战略引进央企华侨城，有效彰显协同效应	4
2. 多元布局，投资积极，资源充沛保障持续发展	6
2.1. 投资积极，楼面均价保持低位	6
2.2. 资源充沛，深耕六大都市圈	8
3. 未来销售蓄势待发	9
4. 多元融资，融资成本可控	11
5. 盈利预测与估值	12
5.1. 核心假设	12
5.2. 盈利预测	12
5.3. 估值	13
5.4. 投资建议	14
6. 风险提示	14

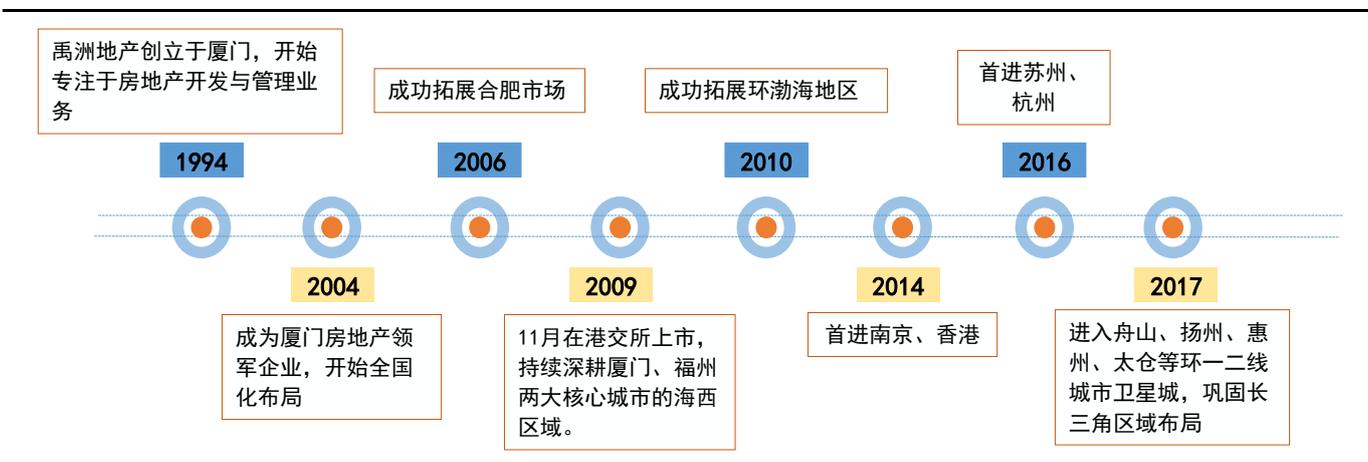
图表目录

图 1: 禹洲地产发展历程	4
图 2: 2013 年以来禹洲地产营业收入及增速	5
图 3: 2013 年以来禹洲地产净利润及增速	5
图 4: 截至 2018 年 10 月 2 日禹洲地产股权结构图	5
图 5: 2013 年以来禹洲地产新增土储建筑面积 (万平方米) 及增速	6
图 6: 2013 年以来禹洲地产新增土储项目个数	6
图 7: 2013 年以来禹洲地产拿地成本 (亿元) 及增速	6
图 8: 2013 年以来禹洲地产新增土储平均楼面价	6
图 9: 2013 年以来禹洲地产销售金额 (亿元) 及增速	9
图 10: 2013 年以来禹洲地产销售面积 (万方) 及增速	9
图 11: 2018H1 禹洲地产各区域销售金额占比	9
图 12: 2018H1 禹洲地产各区域销售面积占比	9
图 13: 2017 年以来禹洲地产月度累计销售金额 (亿元) 及增速	10
图 14: 2017 年以来禹洲地产月度累计销售面积 (万平方米) 及增速	10
图 15: 2017 年以来禹洲地产合约销售均价 (元/平方米)	10
图 16: 2013 年以来禹洲地产资产负债率及净负债率	11
图 17: 2013 年以来禹洲地产平均融资成本	11
图 18: 截至 2018 年上半年禹洲地产融资情况 (亿元)	11
图 19: 内地和香港市场房地产板块上市公司 PE 值走势	13
表 1: 2018 年上半年禹洲地产新增项目情况	7
表 2: 禹洲地产土地储备分布情况 (截至 2018 年上半年)	8
表 3: 禹洲地产 2018-2020 年各业务板块收入增速预测	12
表 4: 禹洲地产 2018-2020 年盈利预测	13
表 5: 重点房地产可比上市公司估值	13

1. 禹洲地产：战略引进央企华侨城，有效彰显协同效应

禹洲地产股份有限公司（以下简称“禹洲地产”或公司）于 1994 年在厦门创立，总部位于上海，秉承“以诚建城、以爱筑家”的经营理念，专注于房地产开发和销售业务。经过 10 年发展，2004 年禹洲地产已经成为厦门房地产市场领军企业，并着手开始全国化拓展布局，公司成功布局福州、上海市场，并在 2006 年顺利开拓合肥市场。2009 年 11 月，禹洲地产在香港联交所上市，持续深耕厦门和福州两大核心城市为中心的海西区域，并于 2010 年成功拓展环渤海地区，2014 年后禹洲地产首进南京、苏州、杭州、扬州、太仓等城市，进一步巩固长三角区域战略布局。

图 1：禹洲地产发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

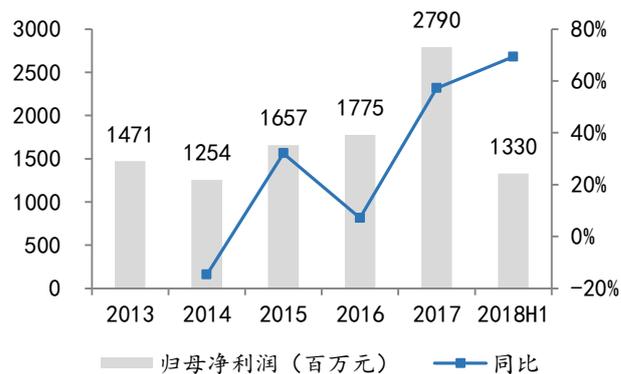
目前公司已完成长三角、环渤海、大湾区、华中、海西、西南六大区域布局，形成“以住宅开发为主、商业为辅”双轮驱动模式。2018 年上半年公司实现营业收入 92.43 亿元，同比增长 27.54%；归母净利润 13.30 亿元，同比增长 69.33%；归母核心利润 11.58 亿元，同比增长 25.9%。

图 2：2013 年以来禹洲地产营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2013 年以来禹洲地产净利润及增速

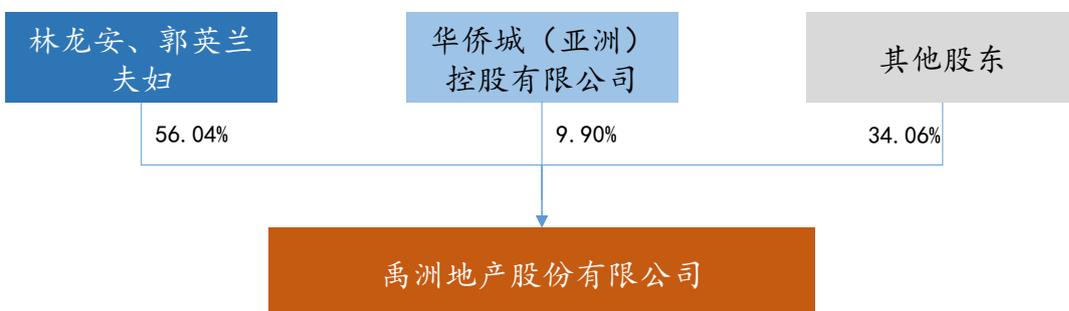


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

禹洲地产在上市时，公司创始人林龙安、郭英兰夫妇合计持有公司 75% 股权，是公司的实际控制人，股权结构清晰，是典型的家族化企业。但为保障公司持续快速发展，公司大力引入职业经理人，公司运营治理水平有明显提升。截至 2018 年 10 月 2 日，林龙安、郭英兰夫妇合计持有公司 56.04% 股权。

战略引进央企华侨城，强强联合、协同效应彰显。公司于 2018 年 8 月 31 日与央企华侨城签订认购协议，禹洲地产按照每股 3.96 港元的价格配发及发行约 4.60 亿股股份予华侨城（亚洲）控股有限公司（以下简称“华侨城亚洲”），相当于配售后已发行股本的 9.90%，配售总额约 18.24 亿港元。配售完成后华侨城（亚洲）成为公司第二大股东。华侨城主要采用“文化+旅游+城镇化”的发展模式，在旅游综合板块具备得天独厚的优势。公司战略引进华侨城，有利于双方在开发运营上相互协作，对公司未来战略布局、土地市场规模化发展有较大利处。

图 4：截至 2018 年 10 月 2 日禹洲地产股权结构图



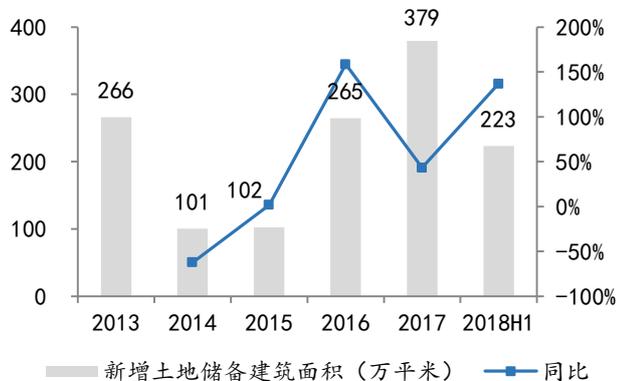
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 多元布局，投资积极，资源充沛保障持续发展

2.1. 投资积极，楼面均价保持低位

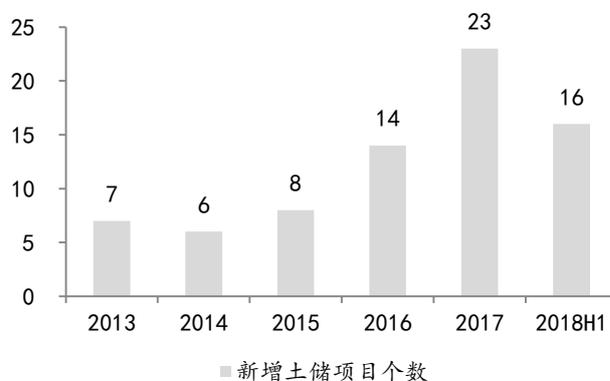
投资积极，楼面均价保持低位。公司上半年新增 16 幅土地储备，总建筑面积达 223.44 万平方米，拿地总成本达 118.37 亿元，同比增长 4%；权益总地价 55.24 亿元，平均楼面均价仅 5297 元/平方米，占同期销售均价的 39%，未来毛利空间持续可期。

图 5: 2013 年以来禹洲地产新增土储建筑面积(万平方米)及增速



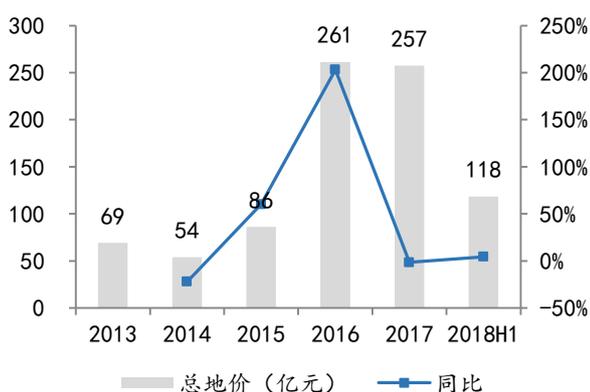
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6: 2013 年以来禹洲地产新增土储项目个数



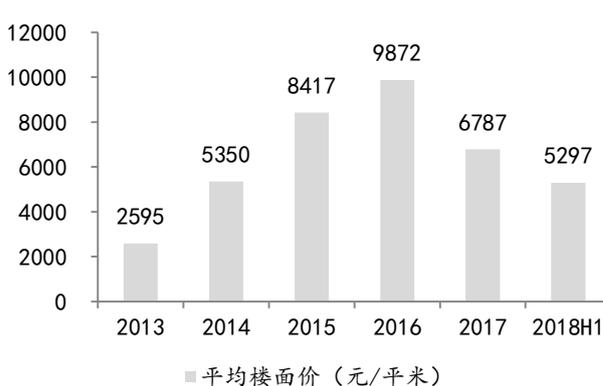
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7: 2013 年以来禹洲地产拿地成本(亿元)及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8: 2013 年以来禹洲地产新增土储平均楼面价



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从区域布局来看，公司上半年新增项目主要布局在长三角、华中城市圈。公司在长三角、西南、海西、华中及粤港澳大湾区新增项目建筑面积分别占比 44%、31%、11%、12%及 2%，总地价占比 63%、25%、8%、3%、2%。为有效控制公司拿地成本，16 幅地块中有 12 幅地均采用了合作拿地的方式。尤其是在地价较高的长三角区域，公司项目全部通过合作方式获取。上半年新增项目权益比例 47%，较 2017 年全年下降 11 个百分点。

表 1：2018 年上半年禹洲地产新增项目情况

	城市	权益比	总建筑面积 (万平米)	总地价 (百万元)	权益地价 (百万元)	土地成本 (元/平米)
泉州南安霞美 2017P18	泉州	100%	5.24	161.00	161.00	3071
安溪官桥镇 2013-21 地块	泉州	100%	14.04	225.00	225.00	1603
福州高新 2018-01 项目	福州	100%	5.85	559.08	559.08	9558
海西经济区			25.13	945.08	945.08	3761
苏州 WG58 项目	苏州	20%	7.65	1032.29	206.46	13500
苏州 WG59 项目	苏州	19%	20.18	2753.94	523.25	13649
金华浦国 2018-6 地块	杭州	34%	12.21	922.16	313.54	7555
南京高淳区 2018G02-03	南京	20%	14.39	577.00	115.40	4010
南京高淳区 2018G04-06	南京	49%	26.69	972.00	476.28	3641
金华双龙南街地块	杭州	49%	5.59	857.45	420.15	15350
涡阳 GY2017-92 地块	亳州	50%	11.34	284.22	142.11	2506
长三角区域			98.04	7399.06	2197.18	7547
重庆北碚区项目	重庆	100%	25.10	1290.00	1290.00	5140
重庆璧山项目	重庆	51%	5.38	72.50	36.98	1347
重庆两江 18040 号地	重庆	49%	38.77	1589.48	778.85	4100
西南区域			69.25	2951.98	2105.82	4263
新乡市 2018-2 号地块	郑州	51%	25.84	326.00	166.26	1262
华中区域			25.84	326.00	166.26	1262
惠州 GZK2018-1 地块	惠州	51%	1.58	37.59	19.17	2383
惠州 GZK2018-3 地块	惠州	51%	3.62	177.02	90.28	4894
粤港澳大湾区			5.19	214.61	109.45	4131
总计			223.44	11836.73	5523.79	5297

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同时公司于2018年1月15日，与沿海绿色家园有限公司签订协议，收购沿海集团旗下7个优质资产，分别位于北京、天津、武汉、佛山、沈阳，总代价38亿元，权益可售面积310万平方米，权益货值超400亿元。通过收购，公司首次进入了北京、佛山、沈阳三大城市，进一步强化公司在京津冀、粤港澳大湾区的布局，推动了全国化布局的进程。

2.2. 资源充沛，深耕六大都市圈

公司土地储备资源丰富。截至2018年上半年，公司土地储备合计118个项目，可销售面积1725万平方米，平均楼面成本约4995元/平方米，遍布6大都市圈，布局25个城市。目前公司土地储备足够满足3-4年的发展需求。

表2：禹洲地产土地储备分布情况（截至2018年上半年）

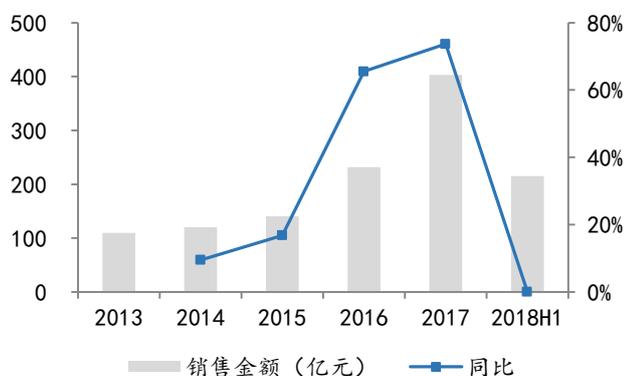
地区	项目个数	可售面积 (百万平方米)	平均土地成本 (元/平方米)	占可售面积比例
华中	4	1.00	5387	6%
环渤海	13	4.16	2287	24%
长三角	52	7.21	6917	42%
海西	40	3.73	4481	22%
粤港澳大湾区	6	0.46	3774	3%
西南	3	0.69	4263	4%
总计	118	17.25	4995	100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 未来销售蓄势待发

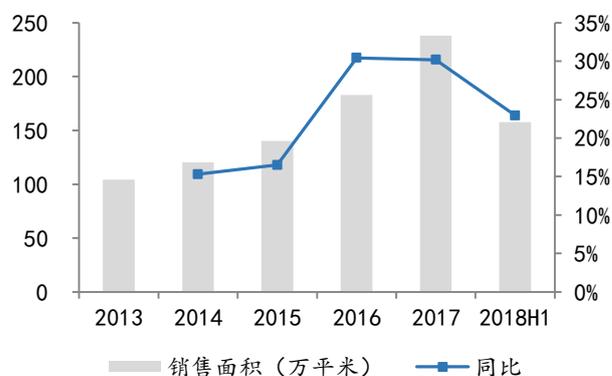
销售积极布局国内各大都市圈。禹洲地产 2018 年上半年实现销售金额 214.94 亿元，同比与去年持平；销售面积 157.78 万平方米，同比增长 22.95%。销售均价 13623 元/平米，均价有所下滑主要系公司推盘结构有所变化所致。从区域布局来看，公司始终围绕各大都市圈积极布局，上半年公司在长三角、海西、环渤海、华中、粤港澳大湾区的销售金额分别占比 49%、23%、16%、11%、0.3%；销售面积分别占比 43%、28%、19%、10%、0.4%。

图 9：2013 年以来禹洲地产销售金额（亿元）及增速



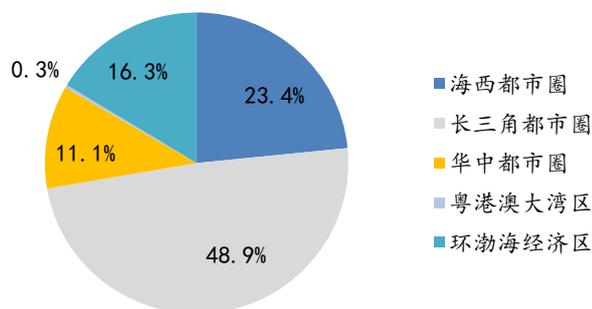
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2013 年以来禹洲地产销售面积（万方）及增速



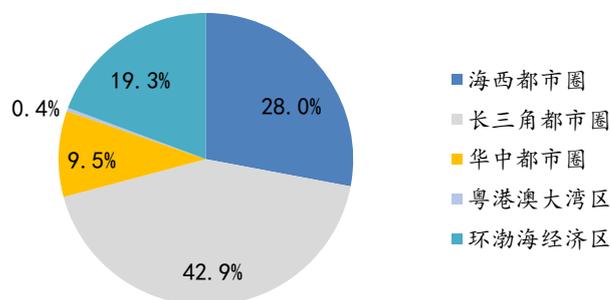
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2018H1 禹洲地产各区域销售金额占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

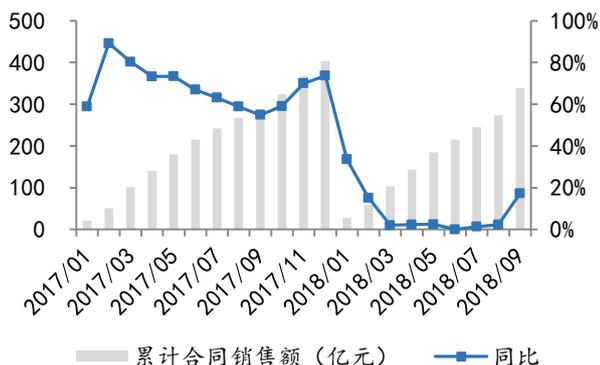
图 12：2018H1 禹洲地产各区域销售面积占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

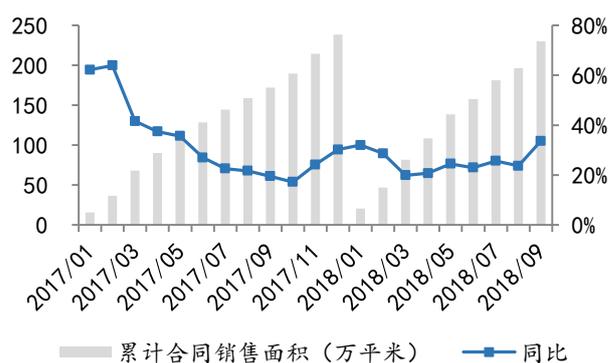
推盘增加，销售提速可期。公司全年销售目标达 600 亿元，上半年完成全年目标的 35.8%，符合上下半年 35%：65%的推盘节奏。预计随着推盘节奏的加速，公司销售能够持续提速。9 月公司销售金额 65.61 亿元，同比增长 198.22%。1-9 月累计实现销售金额 338.69 亿元，同比增长 17%。

图 13：2017 年以来禹洲地产月度累计销售金额（亿元）及增速



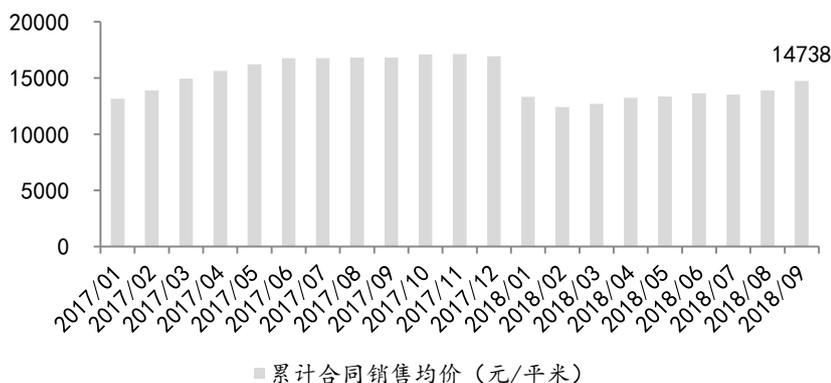
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：2017 年以来禹洲地产月度累计销售面积（万平方米）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：2017 年以来禹洲地产合约销售均价（元/平方米）

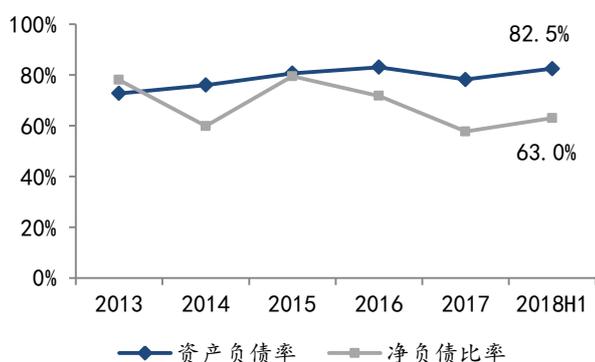


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 多元融资，融资成本可控

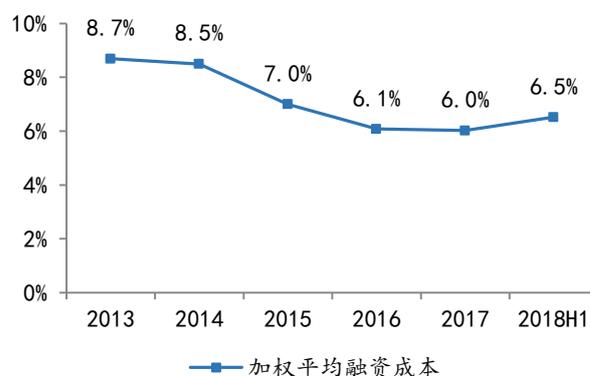
公司融资成本保持低位。上半年公司资产负债率 82.5%，净负债率 63.0%，较 2017 年末略有回升，但仍处于较低水平。公司融资成本仅 6.5%。上半年公司成功发行 3.75 亿美元的三年期优先票据，票面利率 6.375%；2 亿美元的三年期优先票据，票面利率 7.9%。公司融资结构分布合理，截至 2018 年上半年，企业债券、优先票据、银行及其他贷款合计 365.48 亿元；其中发行在外企业债券合计 100 亿元，2018 年到期仅 20 亿元；优先票据 77 亿元，均在 2020 年后到期；银行及其他借款 188 亿元，1 年内到期仅 74 亿元；短期偿债压力较小。

图 16：2013 年以来禹洲地产资产负债率及净负债率



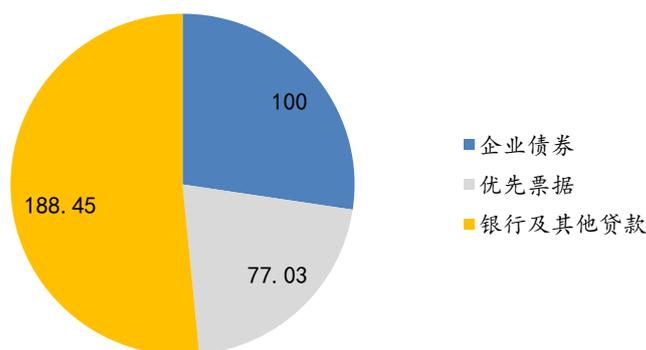
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 17：2013 年以来禹洲地产平均融资成本



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18：截至 2018 年上半年禹洲地产融资情况（亿元）



数据来源：公司业绩会路演材料，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 核心假设

我们对禹洲地产未来的盈利预测基于以下假设：

(1) 2018-2019 年房地产市场销售整体稳定，销售规模不会大幅下降。2017 年 12 月 25 日全国住房城乡建设工作会议召开，会上提出“针对各类需求实行差异化调控政策，满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房”。我们预计 2018、2019 年房地产市场销售规模将呈现整体稳定、小幅波动的走势，销售规模不会大幅下降。

(2) 我们预计公司 2018 年能够达到人民币 600 亿元销售规模。公司土地储备充足，继续深耕长三角区域，坚持“1+N”拿地策略。

(3) 公司在售及在建项目能够顺利竣工交付。一般房地产行业从预售到竣工入伙，周期在 1.5-2.5 年左右，禹洲地产 2016-2017 年总预售额分别为 232、403 亿元，这些销售的产品将陆续在 2018-2019 年结算。

(4) 公司物业服务进行差别化管理，针对不同客户群，能够很好提供精细化服务。随着物业销售面积迅猛提升(2015-2017 年预售额增速分别 17%、66%、74%)，2018-2020 年交付面积可期，进而推动公司物业管理面积实现快速内生性增长，有效保障物管业务收入实现高速增长。

(5) 物业投资业务受益于物业出租面积及租金单价有效提升，2018 年上半年公司物业投资收入已达 1.02 亿元，同比增长 43%，下半年有望保持原有增长态势。

5.2. 盈利预测

我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.84、1.11、1.44 元人民币，对应 PE 分别为 2.89、2.18、1.68 倍

表 3：禹洲地产 2018-2020 年各业务板块收入增速预测

单位：人民币	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	21701	28410	36804	48303
增长率	59%	31%	30%	31%
其中：物业开发	21213	27732	35869	47028
物业管理服务收入	329	460	644	901
物业投资	140	198	271	352
酒店	18	20	21	21

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 4：禹洲地产 2018-2020 年盈利预测

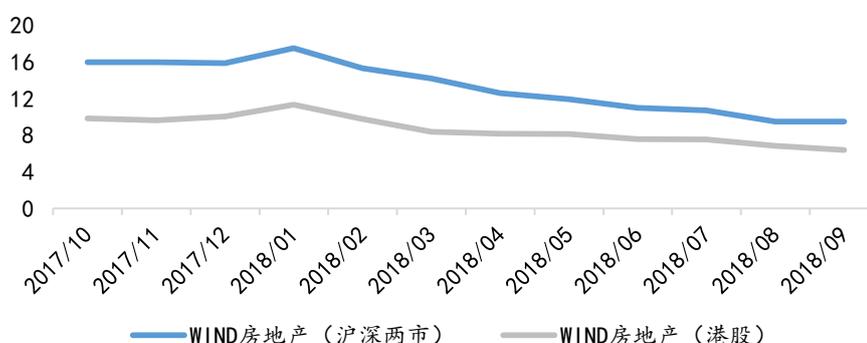
单位：人民币	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	21,700.67	28,409.68	36,804.32	48,302.83
同比增速	58.73%	30.92%	29.55%	31.24%
归母净利润（百万元）	2,790.05	3,894.20	5,152.57	6,701.80
同比增速	57.19%	39.57%	32.31%	30.07%
EPS（元）	0.70	0.84	1.11	1.44

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5.3. 估值

我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.84、1.11、1.44 元人民币，对应 PE 分别为 2.89、2.18、1.68 倍。与主流地产公司相比，公司 PE 低于行业平均水平。

图 19：内地和香港市场房地产板块上市公司 PE 值走势



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（备注：市盈率采用历史 TTM、整体法、剔除负值）

表 5：重点房地产可比上市公司估值

代码	公司简称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000002.SZ	万科 A	22.6	3.24	4.00	4.91	7.0	5.6	4.6
600048.SH	保利地产	11.5	1.69	2.11	2.60	6.8	5.5	4.4
600383.SH	金地集团	8.2	1.82	2.14	2.49	4.5	3.8	3.3
001979.SZ	招商蛇口	17.6	1.99	2.46	3.01	8.9	7.2	5.8
601155.SH	新城控股	23.1	3.99	5.33	6.82	5.8	4.3	3.4
2007.HK	碧桂园	7.1	1.62	2.20	2.70	4.4	3.2	2.6
1918.HK	融创中国	17.7	3.56	5.74	7.81	5.0	3.1	2.3
3333.HK	中国恒大	16.7	3.97	4.80	5.73	4.2	3.5	2.9
0960.HK	龙湖集团	15.3	2.52	3.12	3.84	6.1	4.9	4.0
0884.HK	旭辉控股集团	2.7	0.78	1.00	1.25	3.5	2.7	2.2

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（备注：上述公司盈利预测 EPS 均使用 Wind 一致预期。A 股、港股单位均为人民币，港币兑人民币汇率取 1 港币=0.8848 人民币，股价数据截至 2018 年 10 月 24 日。）

5.4. 投资建议

禹洲地产坚持“住宅+商业”双轮驱动，产品多样化满足各阶层需求，踩准周期、多元化拿地，围绕六大都市圈积极布局，土地储备丰富。公司财务杠杆稳健，推盘加速推动销售进入快速增长期。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.84、1.11、1.44 元人民币，对应 PE 分别为 2.89、2.18、1.68 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

