

2017年12月13日

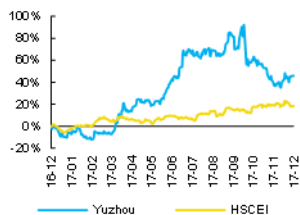
声明：本报告中的所有市场数据均截止于2017年12月5日。本报告为中文翻译缩略版，发布时间较英文版有所延迟，英文报告发布日期为2017年12月6日。如有差异之处请参考英文原版。

增持 首次覆盖

市场数据：2017年12月5日

收盘价 (港币)	3.90
目标价 (港币)	4.61
HSCEI	11,485
HSCCI	4,304
52周高/低 (港币)	5.26/2.44
市值 (亿美元)	20.89
市值 (亿港元)	163.22
流通股 (百万股)	4,185
汇率 (人民币/港币)	1.18

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

李虹

A0230511040076

ARG379

lihong@swsresearch.com
(+86) 21 2329 7223

联系人

张贝贝

A0230517060002

BGZ938

zhangbb@swsresearch.com
(+86) 21 2329 7444

城市布局清晰，规模利润平衡

禹洲地产 (1628.HK)

财务数据及盈利预测

人民币	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	10,376	13,672	18,841	24,510	31,815
同比增长率 (%)	32%	32%	38%	30%	30%
核心净利润 (百万元)	1,620	2,047	2,835	3,652	4,469
同比增长率 (%)	58%	26%	38%	29%	22%
每股收益 (元)	0.45	0.47	0.75	0.91	1.11
核心每股收益 (元)	0.44	0.54	0.72	0.87	1.07
净资产收益率 (%)	18.2%	20.2%	22.4%	22.8%	23.5%
净负债率 (%)	79.4%	71.7%	81.9%	84.7%	85.0%
股息率 (%)	9.8%	6.3%	6.9%	7.6%	9.3%
市盈率 (倍)	3.6	5.8	4.8	4.0	3.2
市净率 (倍)	0.6	1.1	1.1	0.9	0.8

注：“核心每股收益”是指剔除所有非经常性损益后的每股收益；“市盈率”是指目前股价除以各年核心每股收益。

投资要点：

1) 历史和目标：1994年福建人林龙安（现持股62%）于厦门建立禹洲集团从事房地产开发业务，并在十年间将其发展成厦门市占率最高，此后于2004年才将业务拓展至第二个临近省会城市福州，以及策略性进入长三角核心城市上海，并于2006年进一步拓展至其进行研究生深造的中国科技大学所在省会城市合肥。于2009年香港主板上市后的五年间，城市拓展上继续稳扎稳打，进入了厦门附近的泉州、漳州和龙岩以及合肥周边的蚌埠，核心城市中仅选择性进入天津以拓展环渤海区域。2014-2016年公司进入快速发展阶段，在这一波行业主升浪来临前进入了长三角核心城市南京、杭州、布局了中部城市武汉、以及进入了香港，并于2016年末苏州市场开始进入冷却期后进入。公司合约销售从2007年的14亿增至2017年的目标400亿（1-10月完成合约销售320亿，同比增长59%），十年年均复合增长率约40%。公司将2020年销售目标定在1200亿，但预计所属权益将从目前的八成降至七成，这意味着未来三年权益合约销售的目标增长率仍在接近40%左右。

2) 土储和布局：截至10月底，进入城市18个，拥有土地储备约1000万方，平均土地成本近5828元/平米，占当期销售价格的35%左右。其中持有面积100万方，可售面积约900万方。以权益可售面积计算，拥有土地储备排名前五的城市分别为漳州(16%)、合肥(14%)、武汉(10%)、苏州(10%)、泉州(9%)，以可售货值计算，排名前五的城市分别为武汉(13%)、漳州(11%)、苏州(11%)、厦门(10%)、合肥(10%)，排名5-10位的城市分别为上海(9%)、杭州(9%)、天津(7%)、南京(5%)、福州(4%)，也即这10个一二线城市合计贡献销售额接近九成。公司表示未来三年城市数可能增加到35个，将发力拓展粤港澳大湾区并继续看好长三角，今年通过收并购方式新进入了惠州和扬州两个城市，近期还新进入青岛和舟山，年底前有望完成于大湾区核心城市另一宗规模较大的收购。林主席表示将利用其在侨居的身份在海外华侨中拓展收并购机会，在千亿规模之前继续立足于开发业务，管理上未见有显著瓶颈。

3) 负债率水平：公司2013-2017年10月的权益土地金额大致为69亿，54亿，86亿，169亿和120亿，中期负债率水平约73%左右。公司于中报业绩披露后以每股4.53元港币（8%市价折价，1.4倍PB）配股融资15.86亿港币，令负债率下降约20个百分点。此后公司亦于9月末在离岸市场发行3亿美金（息率5.38%）永续债，并在11月初公告赎回2.5亿美金19年到期的息率9%的高息债。我们预计公司年底时现金规模在200亿人民币左右，有息负债规模略超300亿，其中美元债6.0亿美金，人民币公司债100亿，净负债率在80%附近，较公司历史负债率均值（65%）略高，且18-19年也将维持在这个较高的位置。

4) 财务预测：禹洲上市八年来营业收入经历年复合增长32%至2016年的137亿人民币，核心净利润经历年复合增长26%至2016年的略超20亿，毛利率平均水平约40%，净利率平均16%，公司每年保持平均派息比率34%。预计到今年底的已售未结金额接近500亿左右，可供17年及其以后陆续入账。我们认为公司17-18年毛利率仍将维持坚挺（35%附近），但随着16-17年部分高价地项目在18-19年开始销售而在19-20年之后开始入账，未来毛利率水平面临一定压力，但在同业中可能仍将属于偏上的企业。我们预测2017-2020年的营业收入增长率32%，核心净利润增长率29%，派息维持在30%以上，核心每股收益为0.72元（+34%），0.87元（+22%），1.07元（+22%），1.33元（+25%）。

5) 首次评级：公司股价自9月末触及52周高位后至今回落三成，期间房地产行业的持续调控为主因，而公司所在区域市场合肥和苏州表现略弱亦不可忽略。但公司未来两年业绩已高度锁定，目前以18年业绩衡量PE约四倍PB不足1倍，股息率约8%，且负债规模可控。我们也对公司在部分区域拍得的高价地（厦门、漳州）有所担心，但相对公司整体储备而言风险仍不大，且我们看好这些城市的长期远景。基于房价和利润率的保守估算，我们预测公司每股净资产值为7.10港币。我们给予目标净资产折价35%，12个月目标价4.61港币，相对目前股价有18%的升幅，首次覆盖给予增持评级。

公司概况

禹洲地产由现任董事长林龙安于 1994 年在厦门成立，按人口和国内生产总值计算，厦门是福建省第三大城市，位列泉州和福州之后。经过十年的发展，公司已成为福建省三大开发商之一，2004 年公司将业务扩展至第二个临近省会城市福州，以及策略性进入长三角核心城市上海。随着全国房地产市场的蓬勃发展，2006 年公司进一步将业务拓展至合肥。

2009 年底香港上市之前，禹洲地产在厦门共计完工 8 个项目，总建筑面积达 100 万平方米，成为当年厦门最大的开发商。公司还有 10 个在建项目，分别位于厦门（6 个），福州（2 个），上海（1 个）和合肥（1 个），总建筑面积 300 万平方米左右。

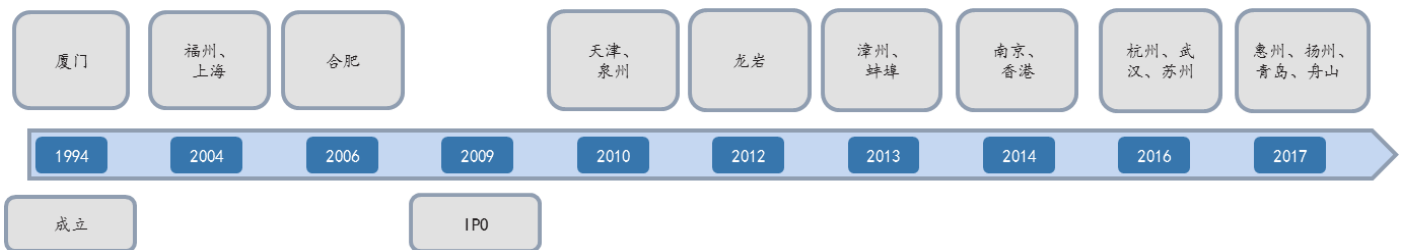
2010 年，禹洲地产开始了新一轮的城市扩张步伐。总体而言，公司主要布局已进入城市的周边区域，2012 年进入龙岩（福建省四线城市，厦门西北约 130 公里），2013 年进入漳州（福建省四线城市，厦门西约 45 公里）和蚌埠（安徽省四线城市，合肥以北约 125 公里）。另外，公司于 2010 年进入天津以开拓环渤海区域市场。

2014-16 年公司进入快速发展期，在这一波行业主升浪来临前进入了长三角核心城市南京、杭州、布局了中部城市武汉、进军香港，并于 2016 年末在当地市场开始进入冷却期后涉足苏州。得益于 2015 年以来房地产市场的持续火爆，公司布局的大部分城市都显示出了强劲的购房需求。

公司合约销售从 2007 年的 14 亿增至 2017 年的 400 亿，十年复合增长率约 40%。自上市以来，公司实现了良好的盈利和分红，核心净利从 2008 年的 2.11 亿元上涨到 2016 年的 20 亿元，毛利率维持在 30-40% 之间，派息率超过 35%。

截至 2017 年 10 月底，公司布局城市 18 个，拥有在建项目约 60 个，总土地储备约 1,000 万平方米。

图 1：禹洲地产城市布局



资料来源：公司数据，申万宏源研究

在已出台房价限涨措施的城市中，我们注意到大部分限制措施针对的是 2017 年上市的已有项目的新开楼盘，但对于 2018 年上市的新楼盘则允许约 5-10% 的售价涨幅。另外，所有新项目首期开盘定价通常仅允许开发商在剔除土地购置费、建设费以及资本化利息支出和增值税后获得约 10% 的毛利。

禹洲地产显著受益于其对核心二线城市进入时机的精准把握，2014-16 年公司准确把握时机布局了南京、杭州和武汉市场。

如图二所示，相较于历史平均购地成本，禹洲地产过去五年间新开盘项目的平均售价为公司带来了丰厚的利润。尤其是 2014 年进入南京市场后，2015 年购入的四个项

目快速帮助公司跻身南京市场合约销售额排行榜前十名。

图 2：2009-17 年购入项目统计，按城市分

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
厦门	4	3			2		1	1	1
福州						2		1	
漳州					1				3
泉州			1	1		1			
龙岩				1					
合肥				1	2	2	1	4	
蚌埠					1				
南京						1	4	1	2
苏州								2	4
上海	1	3	1		1		2	1	1
杭州								1	1
武汉								1	
天津		4						2	3
香港						1			
扬州									1
惠州									1
青岛									1
舟山									1
总计	5	10	2	3	7	7	8	14	19

资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 3：新项目定价

项目	城市	获取时间	平均楼面地价 (人民币/平方米)	总建筑面积 (平方米)	权益占比 (%)	开售时间	平均售价 (人民币/平方米)
禹洲·卢卡小镇	厦门	2013 年	12,059	136,000	100%	2015	21,179
禹洲·老城里	上海	2013 年	10,405	126,540	100%	2015	22,837
禹洲·中央广场	合肥	2013 年	1,421	918,698	100%	2014	6,116
禹洲·天玺	合肥	2013 年	2,825	470,000	49%	2014	6,299
禹洲·龙子湖郡	蚌埠	2013 年	660	668,333	100%	2014	4,932
禹洲城	合肥	2014 年	3,900	109,160	51%	2014	8,785
禹洲·中央城	合肥	2014 年	4,286	341,135	100%	2015	8,279
禹洲·剑桥学苑	福州	2014 年	4,256	136,268	100%	2015	8,998
禹洲·吉庆里	南京	2014 年	16,657	112,865	100%	2016	34,377
春江郦城	厦门	2015 年	8,979	305,160	51%	2015	21,616
禹洲·丁香里	上海	2015 年	9,104	56,051	100%	2016	31,007
禹洲·雍贤府	上海	2015 年	13,242	174,826	40%	2017	33,215
禹洲·映月溪山	南京	2015 年	13,567	30,957	100%	2016	28,151
禹洲·金陵铭著	南京	2015 年	16,389	61,626	40%	2016	30,600
禹洲·滨湖里	南京	2015 年	3,661	116,076	49%	2016	11,993
禹洲江宁项目 G59	南京	2015 年	3,717	134,520	51%	2017	13,999
禹洲府	上海	16 年 1 月	28,972	90,776	40%	2017	45,890
禹洲·金辉里	福州	16 年 2 月	12,590	137,409	66%	2017	28,209
禹洲·平湖秋月	合肥	16 年 6 月	11,086	100,981	36%	2017	16,923
禹洲·滨之江	杭州	16 年 7 月	13,738	298,733	49%	2017	28,070
禹洲西清项目	天津	16 年 7 月	7,246	96,600	40%	2017	21,081
禹洲相城项目	苏州	16 年 12 月	6,585	230,963	100%	2017	14,350

资料来源：公司数据，申万宏源研究

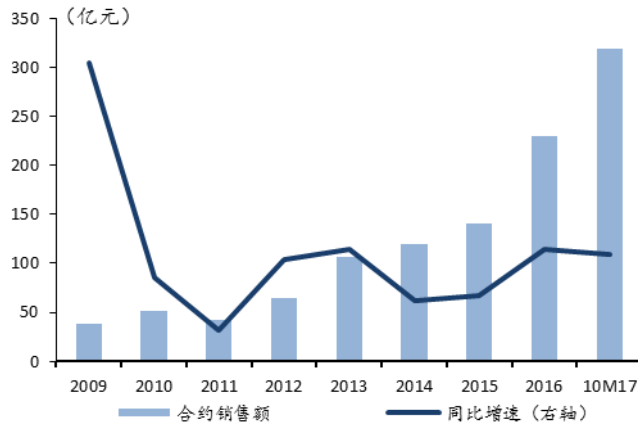
自 2009 年上市至 2016 年以来，禹洲地产的合约销售额年复合增长率为 29%，合约销售面积年复合增长率为 21%，同期合约平均售价年复合增长率 7%。随着公司在全国范围内扩张版图，2013 年进入漳州和蚌埠市场后销售额超过 100 亿（同比增长 68%），2016 年进入杭州、武汉和苏州市场后销售额达到 230 亿（同比增长 66%）。

2017 年前 10 个月，公司实现销售收入 320 亿（同比增长 59%，高于行业平均 48% 的同比增速），完成 2017 年全年销售目标 400 亿（同比增长 72%）的 80%。2017 年 8 月，公司将销售目标从 300 亿（同比增长 29%）提高至 400 亿。此外，通过并购在惠州和上海崇明获得的新项目也迅速实现了销售。因此，我们认为禹洲地产完成全年 400 亿元销售目标压力不大。

公司预计 2020 年合约销售额达到 1200 亿，不过权益占比预计由目前的 80-85% 下

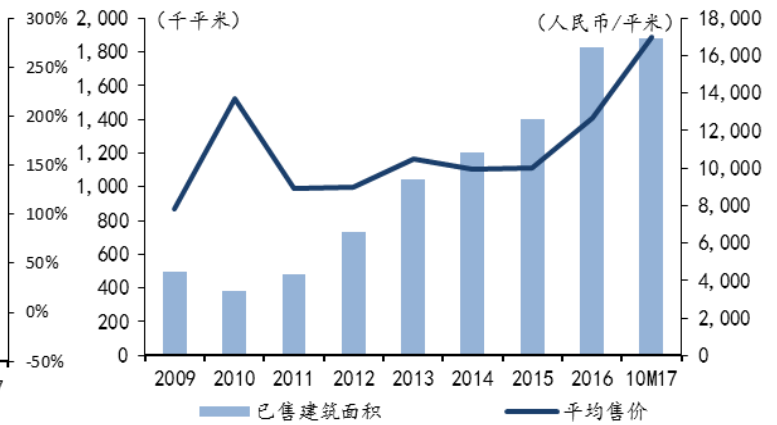
降至70%左右。按照总合约销售额计算，2018-20年的年复合增长率约为50%，按权益合约销售额计算，2018-20年的年复合增速约为40%。

图4：合约销售额及同比增速



资料来源：公司数据，申万宏源研究

图5：合约销售面积及平均售价



资料来源：公司数据，申万宏源研究

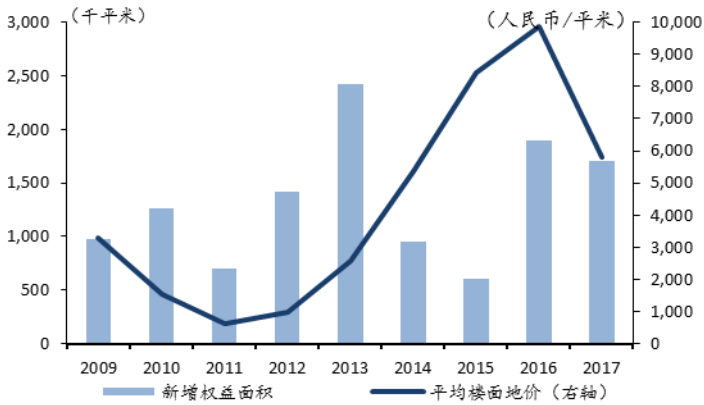
土地储备

2009年至2016年，公司共花费400亿用于补充土地储备，占同期合约销售额的60%左右，基本与行业平均水平一致。不过从2017年开始至11月中旬，公司新增19个项目（2016年全年新增14个项目），其中归属公司的权益建筑面积为170万平方米（2016年全年为190万平方米），支出为125亿元人民币（2016年为168亿人民币），平均楼面成本为7,313人民币/平方米（2016年为8,877人民币/平方米）。土地支出占同期权益合约销售额的比例由2016年的80%下降至2017年的不到50%。

截至目前，禹洲地产已经在全国18个城市布局，总土地储备达到了1000万平方米左右，平均土地成本为5,828元/平方米，占当期平均售价的35%左右。其中持有面积100万平方米，可售面积约900万平方米。

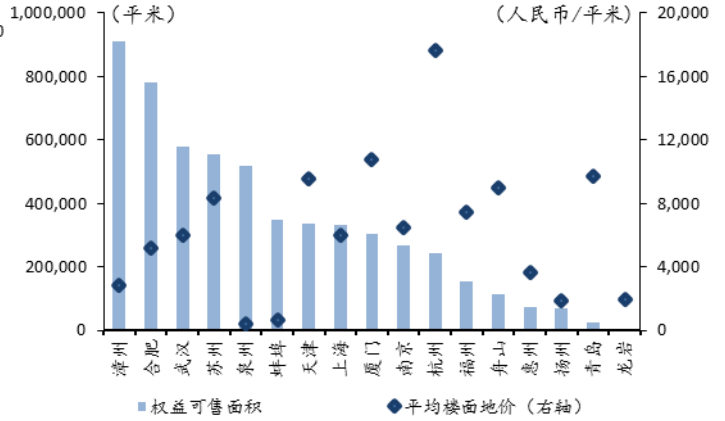
以权益可售面积计算，拥有土地储备排名前五的城市分别为漳州(16%)、合肥(14%)、武汉(10%)、苏州(10%)、泉州(9%)，以可售货值计算，排名前五的城市分别为武汉(13%)、漳州(11%)、苏州(11%)、厦门(10%)、合肥(10%)，排名5-10位的城市分别为上海(9%)、杭州(9%)、天津(7%)、南京(5%)、福州(4%)，也即这10个一二线城市合计贡献销售额接近九成。

图 6: 新增权益面积及平均楼面地价



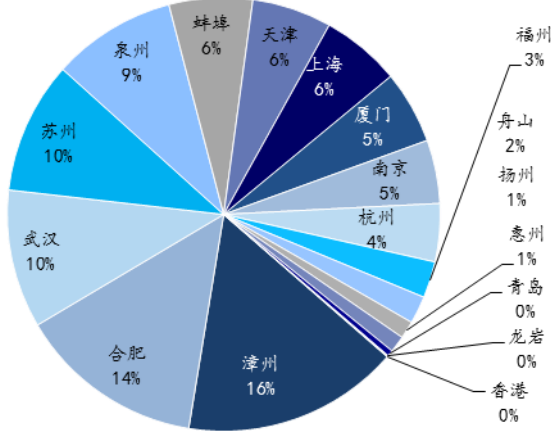
资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 7: 土地储备及成本, 按城市分, 截至 17 年 10 月底



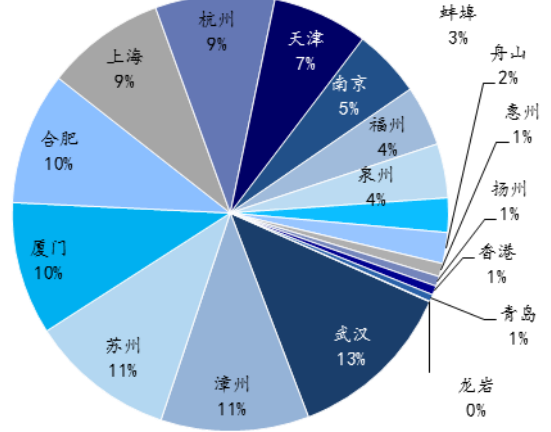
资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 8: 权益可售面积构成, 按城市分



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 9: 可售货值占比, 按城市分



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

必须承认的是, 在 2016-2017 年, 尽管核心城市的房地产市场处于严格调控, 但土地市场的热情并未减退, 禹洲亦在此期间拍得几块地价格略高, 以下为 2016-2017 年间获得而在 2017 年 11 月中尚未开盘的项目。较以往时间略长的开盘周期一方面是由于部分新拍土地在政府拍地新规下要求现房销售, 另外有部分原因是个别项目遭遇政府严格限价政策而延后开盘时间。

我们预计这些项目会在 2018 年开盘, 多数项目目前已经有明确的产品设计和目标客户定位, 但其中我们比较担心的是厦门和漳州的这 4 个地价较高的项目 (蓝色标注), 我们预计限价政策明年较难有明显松动, 届时项目的利润率水平可能承受一定压力。

图 10: 2016-17 年上半年获取但截至 2017 年 11 月中旬尚未上市的项目

项目	城市	获取时间	土地获取方式	平均楼面地价 (人民币/平方米)	权益土地成本 (百万元)	总建筑面积 (平方米)	权益
禹洲·郎溪上里	合肥	2016 年 4 月	公开市场	10,170	1,194	234,889	50%
禹洲·珑玥湾	合肥	2016 年 4 月	公开市场	12,121	359	59,263	50%
禹洲·银河 Park	合肥	2016 年 4 月	公开市场	5,100	892	357,069	49%
禹洲集美灌口项目	厦门	2016 年 8 月	公开市场	32,825	1,428	85,300	51%
禹洲·悦府	天津	2016 年 12 月	公开市场	4,456	340	76,296	100%
禹洲高新项目	苏州	2016 年 12 月	公开市场	8,866	1,967	221,847	100%
禹洲漳州下碑村项目	漳州	2017 年 4 月	公开市场	10,836	641	116,000	51%
禹洲漳州水乡项目	漳州	2017 年 4 月	公开市场	10,851	520	94,000	51%
禹洲天津津南项目 I 期	天津	2017 年 3 月	公开市场	13,902	455	54,525	60%
禹洲天津津南项目 II 期	天津	2017 年 4 月	公开市场	13,916	1,325	95,215	100%
禹洲吴江项目	苏州	2017 年 5 月	公开市场	12,942	440	66,679	51%
禹洲厦门海西项目	厦门	2017 年 5 月	公开市场	31,519	1,349	42,800	100%

禹洲萧山项目	杭州	2017年5月	公开市场	20,058	3,004	149,769	100%
禹洲南京强联南项目	南京	2017年6月	公开市场	7,035	298	83,157	51%
禹洲句容郭庄项目	南京	2017年6月	公开市场	3,873	424	182,307	60%
禹洲望亭镇项目	南京	2017年6月	公开市场	8,373	249	58,282	51%

资料来源：公司数据，申万宏源研究

为了实现公司规模化发展的目标，禹洲地产预计未来三年将城市布局扩大到 35 个左右，优先开拓粤港澳大湾区（包括广州、深圳、佛山、东莞、惠州、中山、珠海、江门、肇庆、香港和澳门等城市）和长三角地区（上海、江苏和浙江）。

董事长林龙安表示，公司将寻求包括海外市场在内的收并购机会。我们预计公司去年收购的武汉大型项目毛利率可能达到 30% 左右。而到今年为止，在 19 个新增项目中有 5 个是通过收并购获得，其中两个项目分别位于禹洲新进入的两个城市 - 惠州和扬州，另外三个项目分别位于上海、南京和漳州。值得注意的是，上海和惠州的项目在收购后即迅速实现了销售。

商业地产

而在开发业务以外，公司近年来在商业地产上亦小有投入。目前在整个土地储备中，商业地产占到十分之一左右，其中，12 个商业物业（办公楼或商场）已经在运营中，另有九个仍在筹备建设阶段。此外，酒店项目中，禹洲嘉美伦酒店公寓项目已于 2013 年 1 月开业，另有两个项目计划于 2018 年开业，有 3 个项目（分别位于泉州、合肥和武汉）还在筹备中。

林主席表示，公司开始着力持有一些核心地段的优质商业物业，也包括在限价政策或者土拍政策下，被动持有一些核心城市的住宅物业以供长期租赁，但整体而言未来三年的工作重心仍将在开发业务上，千亿规模目标先要完成。

图 11：运营期及筹备期项目

在运项目			在建项目		
所在城市	项目	商业形式	所在城市	项目	商业形式
厦门	禹洲世贸商城	购物中心	合肥	禹洲中央广场	购物中心
厦门	海沧禹洲生活广场	商业街	合肥	禹洲中央大街	商业街
厦门	金街杏林中央海岸	商业街	合肥	禹洲天河茂	购物中心
厦门	禹洲广场	写字楼	合肥	禹洲银河 PARK	购物中心
泉州	禹洲城市广场	购物中心	杭州	杭州滨之江	商墅、写字楼
泉州	惠安金街	商业街	苏州	禹洲望亭镇项目	购物中心
泉州	惠安写字楼	写字楼	厦门	禹洲星海城	商墅、酒店配套商业
上海	禹洲商业广场	购物中心	南京	南京 G71 项目	购物中心
上海	禹洲广场	写字楼	武汉	武汉太子湖项目	购物中心、办公
上海	科研大楼	写字楼			
上海	禹洲金桥国际	公寓底商			
上海	禹洲蓝爵	公寓底商			

资料来源：公司数据，申万宏源研究

盈利预测

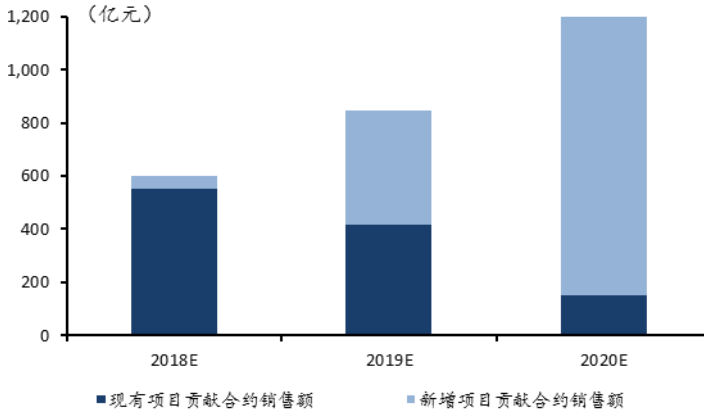
我们预计未来三年公司收益将来自现有项目和未来项目的建设，销售以及收入的确认。不过为了估算公司股票的内在价值，我们采用了净资产价值法（NAV），仅考虑公司现有的土地储备销售均价。

我们估计公司现有项目储备 2018 年将贡献合约销售额 550 亿（同比增长约 40%），加上新增项目贡献的 50 亿销售，公司销售总额同比增速将达 50%。不过，假设 2019 年销售额同比增速放缓至 41% 至 850 亿，则公司现有项目仅能贡献合约销售面积的五成，其余部分将需要由新获得的项目补充。到 2020 年，大部分销售额将由 2018-19 年

新获得项目贡献。

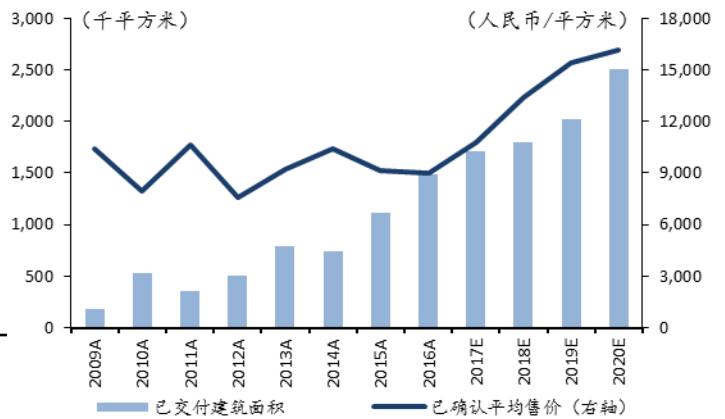
根据我们的估算，禹洲地产目前持有的土地储备足以产生约 1200 亿元的合约销售，其中归属于公司的权益合约销售约 840 亿元。不过这远低于公司计划 2020 年将销售额提高至 1200 亿元的目标，因此公司需要不断补充土地储备。我们的预测基于公司实现 2020 年合约销售达到 1200 亿的目标。根据这个假设，我们预计禹洲地产现有的土地储备将在 2022 年全部去化。

图 12: 现有及新增项目销售贡献明细



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 13: 已交付建筑面积和销售均价



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

关于房价预测, 我们预计 2018 年房价整体将保持平稳。相较三四线城市, 我们预计一二线城市的房价将更为坚挺, 主要由于过去一年一二线城市新开工增速有所放缓 (2% VS 三四线城市的 20%)。可喜的是, 禹洲地产约 90% 的可销售项目位于一二线城市, 不过明年这些城市放松房地产调控政策的可能性较低。

整体而言, 2018 年大多数城市的房地产市场将走弱, 基于历史价格增速并根据每个城市的限价政策和供求状况, 我们预测未来三年房价年均增长率为 4%, 其中一二线城市同比增长 5%, 三四线城市同比增长 3%。

图 14: 禹洲地产布局城市房价走势预测

房价年增速	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	房价限制力度	城市分级
厦门	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	严格	2
福州	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	一般	2
上海	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	严格	1
合肥	-5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	严格	2
泉州	0.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	宽松	3
天津	-5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	一般	2
龙岩	0.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	宽松	4
蚌埠	0.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	宽松	4
漳州	0.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	一般	3
香港	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	宽松	1
南京	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	严格	2
杭州	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	严格	2
武汉	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	一般	2
苏州	-5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	严格	2
惠州	0.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	宽松	3
扬州	0.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	宽松	3
青岛	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	一般	2
舟山	0.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	宽松	3
平均	0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%		

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

根据我们对开发面积年增长约 30% 的假设, 2022 年禹洲地产现有土地储备将耗尽。我们预测 2017 年合约销售额 400 亿元 (同比增长 73.0%), 2018 年 600 亿元 (同比增长 50.0%), 2019 年 850 亿元 (同比增长 41.0%), 对应年复合增长率为 45% 左右。

图 15: 现有项目储备贡献的合约销售额

城市	已售建筑面积 (平方米)					合约销售额 (百万元)				
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
厦门	263,321	62,769	28,440	0	0	6,616	2,608	1,221	0	0
福州	115,632	46,321	28,047	0	0	2,558	1,363	859	0	0
上海	259,785	163,386	10,247	0	0	6,954	3,935	497	0	0
合肥	381,446	397,854	211,052	34,869	0	5,161	5,636	3,076	433	0
泉州	320,668	199,332	0	0	0	2,006	1,297	0	0	0
天津	244,922	129,247	0	0	0	4,296	2,675	0	0	0
龙岩	3,509	0	0	0	0	31	0	0	0	0
蚌埠	194,636	155,364	0	0	0	1,145	951	0	0	0
漳州	320,000	411,000	277,600	307,580	249,626	3,999	5,278	2,586	2,431	2,052
香港	2,214	0	0	0	0	555	0	0	0	0
南京	270,876	158,740	0	0	0	4,070	2,257	0	0	0
杭州	241,353	98,416	0	0	0	7,090	3,019	0	0	0
武汉	150,000	195,000	235,000	0	0	2,557	3,458	4,335	0	0
苏州	310,616	346,662	43,583	0	0	4,932	5,741	728	0	0
惠州	61,398	79,817	2,715	0	0	659	891	32	0	0
扬州	80,000	94,100	0	0	0	682	834	0	0	0
青岛	50,000	22,772	0	0	0	903	428	0	0	0
舟山	50,000	65,000	84,500	30,971	0	903	1,221	1,651	629	0
总计	3,320,376	2,625,778	921,185	373,420	249,626	55,116	41,591	14,984	3,493	2,052

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

根据已售未结项目及交付节奏, 我们预计公司 2017 年确认物业销售额为 184 亿元 (同比增长 38%), 2018 年 240 亿元 (同期增长 30%), 2019 年 312 亿元 (同比增长 30%), 2016-19 年年均复合增长率 33%, 略高于 2009-16 年的 32%。物业销售仍然是公司收入的最主要来源, 占总销售额的 97% 左右。

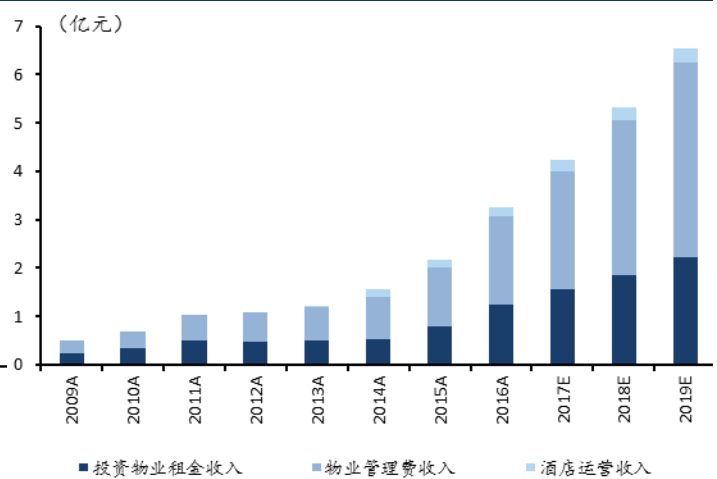
除了物业销售外, 禹洲地产的收入还包括投资物业租金收入, 物业管理费收入及酒店运营收入。但是, 这三个分部合计占公司总收入的比重不到 3%。假设现有投资物业的租金收入录得每年 5-10% 的内生性增长, 我们预测公司 2017-19 年总收入为 188 亿/245 亿/318 亿元, 分别同比增长 37.8%/30.1%/29.8%。

图 16: 收入构成, 2009-19 年



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 17: 其他三项业务收入贡献, 2009-19 年



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

就公司现有项目而言, 根据我们对各城市的销售均价增速以及项目土地成本的假设, 我们预计公司物业销售的毛利率将从 2017 年的 30% 下降至 2018 年的 25%, 2019 年的 20% 和 2020 年的 22%。我们预测的毛利率与地方政府许可的范围大致一致, 尽管公司预期更加乐观。即使在漳州、武汉、天津等限价较宽松的城市, 我们对销售均价的预测也偏谨慎, 以防调控趋严的情况出现。相比之下, 按照公司给出的 2018 年新项目平均售价, 2018 年物业销售毛利率将达 28%, 2019 年下降到 25%, 2020 年回升至 29%。

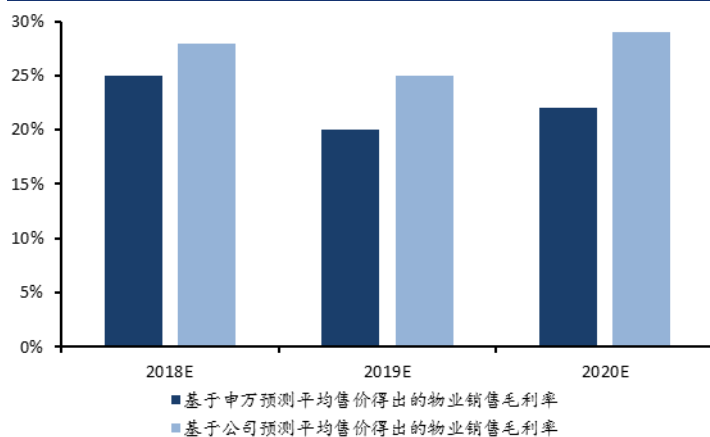
图 18: 2018 年新项目申万预测初始售价对比公司指导价

项目	渠道	建筑面积 (千平方米)	权益	城市	获取时间	平均楼面地价 (人民币 /平方米)	公司预测		申万预测	
							2018 年售价 (人民币 /平方米)	毛利率	2018 年售 价 (人民币 /平方米)	毛利率
禹洲郎溪上里	公开市场	235	50%	合肥	2016 年 4 月	10,170	18,927	14%	18,000	9%
禹洲珑玥湾	公开市场	59	50%	合肥	2016 年 4 月	12,121	20,239	7%	20,000	6%
禹洲银河 Park	公开市场	357	49%	合肥	2016 年 4 月	5,100	15,000	33%	11,000	11%
禹洲集美灌口项目	公开市场	85	51%	厦门	2016 年 8 月	32,825	50,000	11%	45,000	11%
禹洲厦门海西项目	公开市场	43	100%	厦门	2017 年 5 月	31,519	50,000	11%	45,000	11%
禹洲漳州下碑村项目	公开市场	116	51%	漳州	2017 年 4 月	16,805	28,000	16%	25,000	7%
禹洲漳州水乡项目	公开市场	94	51%	漳州	2017 年 4 月	15,987	27,500	18%	25,000	10%
漳州漳浦东南花都地块	并购	1,116	50%	漳州	2017 年 11 月	493	9,200	44%	7,000	29%
禹洲高新项目	公开市场	222	100%	苏州	2016 年 12 月	8,866	18,500	16%	16,000	10%
禹洲吴江项目	公开市场	67	51%	苏州	2017 年 5 月	12,942	26,000	17%	20,000	9%
禹洲望亭镇项目	公开市场	58	51%	苏州	2017 年 6 月	8,373	18,900	20%	15,000	11%
禹洲望亭镇项目	公开市场	52	100%	苏州	2017 年 9 月	9,393	19,500	17%	16,000	10%
苏州太仓项目	公开市场	111	23%	苏州	2017 年 10 月	9,170	20,500	25%	16,000	11%
禹洲悦府	公开市场	76	100%	天津	2016 年 12 月	4,456	17,060	32%	13,000	29%
禹洲天津津南项目 I 期	公开市场	55	60%	天津	2017 年 3 月	13,902	26,000	17%	22,000	13%
禹洲天津津南项目 II 期	公开市场	95	100%	天津	2017 年 4 月	13,916	27,000	20%	22,000	13%
禹洲天津津南项目 III 期	公开市场	74	100%	天津	2017 年 8 月	13,033	25,500	19%	21,000	13%
禹洲萧山项目	公开市场	150	100%	杭州	2017 年 5 月	20,058	35,000	17%	30,000	10%
禹洲南京溧水强联南项目	公开市场	83	51%	南京	2017 年 6 月	7,035	16,500	24%	13,000	9%
禹洲句容郭庄项目	并购	182	60%	南京	2017 年 6 月	3,873	16,000	41%	11,000	22%
金狮 788 项目	并购	174	40%	扬州	2017 年 9 月	1,838	9,000	28%	8,500	24%
青岛胶东项目	公开市场	73	35%	青岛	2017 年 11 月	9,745	20,000	25%	18,000	17%
舟山新城项目	公开市场	230	50%	舟山	2017 年 11 月	9,000	18,000	22%	18,000	22%
武汉项目	并购	598	100%	武汉	2017 年 12 月	6,000	18,000	33%	17,000	29%

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

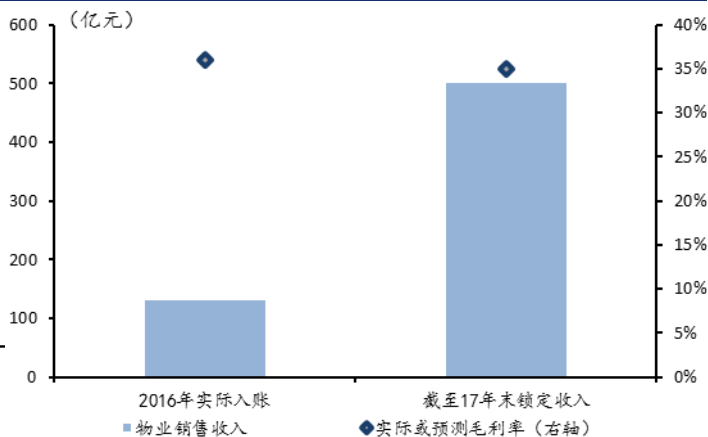
预计到今年底的已售未结金额接近 500 亿左右 (毛利率超过 30%) 可供 17 年及其以后陆续入账, 我们认为公司 2017-18 年毛利率仍将维持坚挺 (35%附近), 但随着 2016-17 年部分高价地项目在 2018-19 年开始销售而在 2019-20 年之后开始入账, 未来毛利率水平面临一定压力, 但在同业中可能仍将属于偏上的水平。我们预计 2017-20 年综合毛利率分别为 36.8% (同比增长 2.1 个百分点) /35.8%/32.7%/31.1%。

图 19: 毛利率预测比较



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 20: 待确认物业销售毛利率

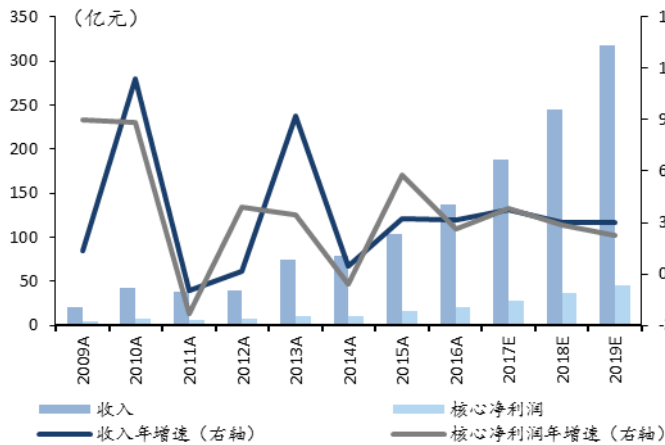


资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

我们预计 2017 年净利润为 30 亿元 (同比增长 67.8%), 2018 年为 38 亿元 (同比增长 27.7%) 和 2019 年为 46 亿元 (同比增长 21.7%), 对应 2017-19 年每股收益为 0.75 元 (+62.2%), 0.91 元 (+20.6%) 和 1.11 元 (+21.7%)。

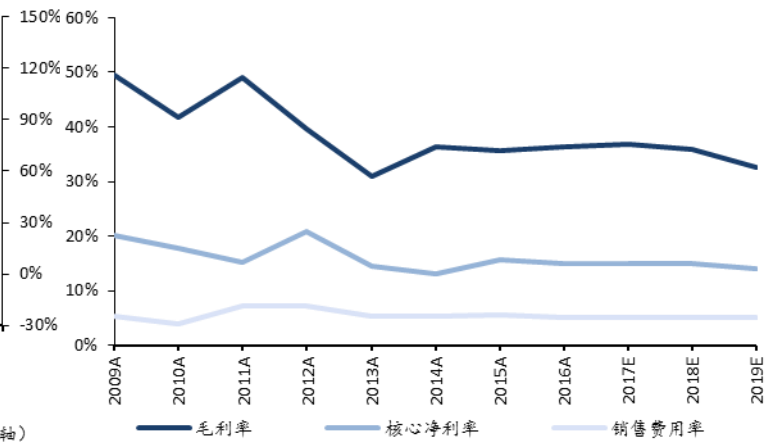
剔除税后重估收益, 我们预测 2017-19 年核心净利润分别为 28 亿元 (+38.5%), 37 亿元 (+28.8%) 和 45 亿元 (+22.4%), 对应核心每股收益分别为 0.72 元 (+34%), 0.87 元 (+22%) 和 1.07 元 (+22%)。

图 21: 收入和核心净利润预测



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 22: 毛利率、净利率及销售费用率预测



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

资产负债表

随着规模的扩大, 禹洲地产的净负债率从 2009 年的历史低位 17% 上升至近期的 70% 以上, 而平均借贷成本则从 2012 年高位的 9.7% 下降至 2017 年上半年的 6.0% 左右。

在披露中报业绩后, 公司于 2017 年 9 月宣布以每股 4.53 元港币 (8% 市价折价, 1.4 倍 PB) 配售 3.5 亿股 (扩大公司股本 9.1%), 融资 14 亿人民币。此后公司亦于 9 月末在离岸市场发行 3 亿美金 (息率 5.38%) 永续债, 并在 11 月初公告赎回 2.5 亿美金 19 年到期的优先票据 (息率 9%), 进一步降低借贷成本。

截至 2016 年末, 公司手持现金达 174 亿元, 我们预计随着未来三年现金流的改善, 公司手持现金有望在 2019 年底增加至 214 亿元。负债方面, 我们预测总有息负债规模将从 2016 年的 258 亿元增加到 2019 年的 383 亿元 (含 20 亿元永续债)。随着总权益从 2016 年的 117 亿元增加到 2019 年的 198 亿元 (剔除 20 亿元永续债), 我们预计净负债率将从 2016 年的 72% 上升到 2017 年的约 80%, 考虑到大量的收并购支出, 我们预计 2018-19 年净负债率也将维持在这个较高的位置。不过, 总体来看, 我们认为公司的总债务规模仍然可控, 现金流风险很小。

图 23: 禹洲地产 2017-17 年在海外发行的以美元计价的优先票据和永续债

发行日期	年限	到期时间	息率	货币	金额 (亿元)	类型
2014 年 1 月	5	2019	8.63%	US\$	3.0	优先票据
2014 年 12 月	5	2019	9.00%	US\$	2.5	优先票据 (已赎回)
2016 年 10 月	7	2023	6.00%	US\$	2.5	优先票据
2017 年 1 月	5	2022	6.00%	US\$	3.5	优先票据
2017 年 9 月	--	--	5.38%	US\$	3.0	永续债

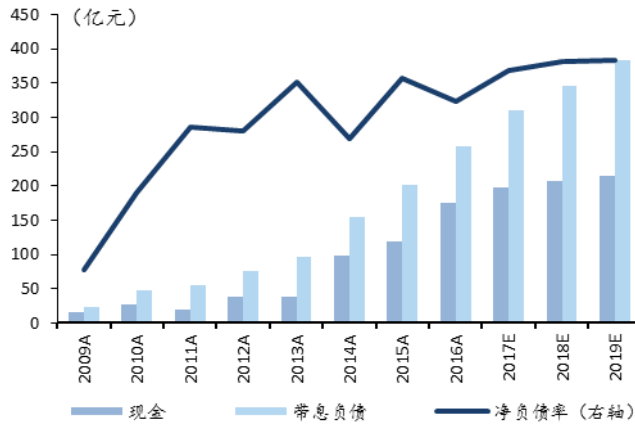
资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 24: 禹洲地产自 2015 年中在国内市场发行的以人民币计价的公司债

发行日期	年限	到期时间	息率	货币	金额 (亿元)	类型
2015 年 10 月	3	2018	6.70%	人民币	20	公司债券
2015 年 12 月	5	2020	5.10%	人民币	30	公司债券
2016 年 6 月	3	2019	6.28%	人民币	20	公司债券
2016 年 9 月	3	2019	5.30%	人民币	30	公司债券

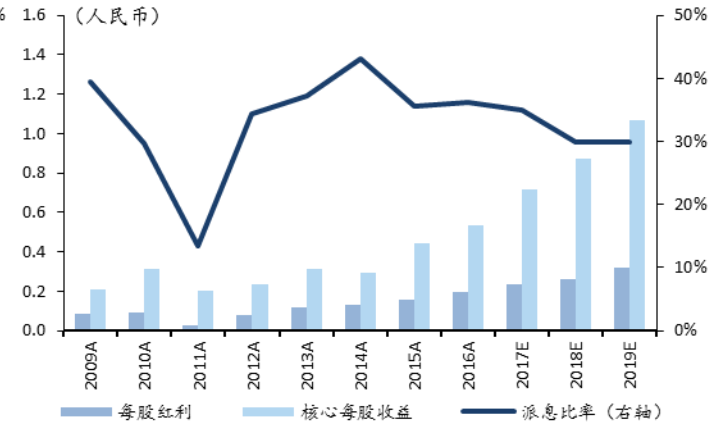
资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 25: 现金, 负债及净负债率预测



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 26: 每股股利, 核心每股收益及派息比率预测



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

估值

物业销售仍是禹洲地产最大的收入来源, 占公司总收入比例高达 98%, 2009-16 年年复合增速达 32%。2009-16 年, 公司总收入年复合增长率为 32%, 核心净利润年复合增长率为 26%。同期, 禹洲地产的平均毛利率保持在 40% 以上, 核心净利率为 16%。虽然 2017 年上半年公司毛利率回落至 33.0%, 但仍高于行业 28.8% 的平均水平, 在我们覆盖的上市开发商之中位列前五。

自 2009 年上市以来, 公司一直保持着相对稳定的派息政策, 每年平均派息比率 34%。公司承诺 2017 年保持 35% 的派息比率, 管理层计划将未来的派息比率保持在核心净利的 30% 以上。鉴于公司未来的购地计划和净负债率, 我们认为 2018-20 年派息率很可能降至 30% 以上的水平。公司目前的股价对应悦 8% 的股息率。

我们使用资产净值法预测禹洲地产的内在价值。我们预测公司现有物业的营业收入, 并使用加权平均资本成本 7% 作为折现率, 将其折现成现值。我们的核心假设包括 6% 的费用比率, 5% 的单位建筑成本年增长率以及 30% 的开发和销售面积年增速, 我们认为这些假设是较为合理的, 但相比公司定下的 2020 年目标销售增长可能略为谨慎。

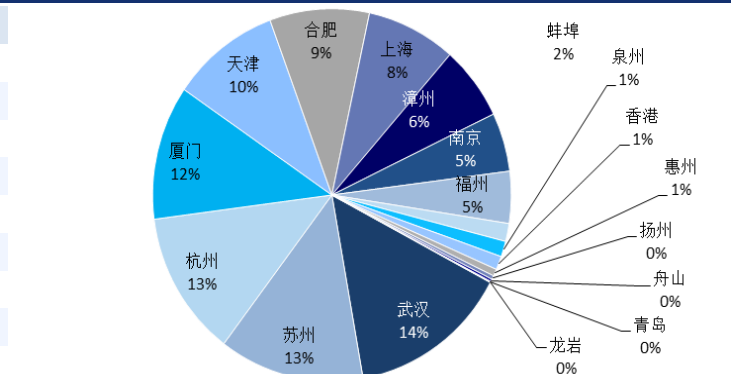
我们预测公司每股净资产值为 7.10 港币, 其中开发物业贡献总资产值的 76%, 投资物业贡献剩余的 24%。

图 27: 资产净值计算

	(人民币百万元)
开发物业	33,878
投资物业	8,853
未付土地溢价	6,000
总资产值	36,731
现金	21,014
负债	31,325
资产净值	26,420
每股资产净值 (人民币)	6.31
每股资产净值 (港币)	7.1

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 28: 预测资产净值构成, 按城市分



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

我们注意到投资者担忧禹洲地产的增速目标过于乐观，认为土地储备不足以支撑如此快速的增长，且担心在地价较高时继续大幅购买土地可能导致公司利润率承压。

但基于敏感性分析，我们发现公司目前的股价已经反映了市场的悲观预期（对应市场预计2018年房价下跌约15%，随后两年平均每年下降约15%），我们认为这一观点过度悲观。虽然公司在厦门和漳州收购的个别项目地价较高，但我们认为相对于土地总储备和总债务规模而言，风险仍然可控。

图 29：敏感性分析

		2018年房价同比增速						
		-15%	-10.0%	-5%	0.0%	5%	10.0%	15%
房价年化走势%，2019-20年	-15%	3.8	4.5	5.2	5.8	6.4	7.0	7.5
	-10%	4.2	4.9	5.6	6.2	6.8	7.3	7.9
	-5%	4.5	5.2	5.9	6.5	7.1	7.7	8.2
	0%	4.8	5.5	6.2	6.8	7.4	7.9	8.5
	5%	5.1	5.8	6.5	7.1	7.7	8.2	8.8
	10%	5.4	6.1	6.8	7.4	8.0	8.5	9.1
	15%	5.7	6.4	7.0	7.6	8.3	8.8	9.4

资料来源：公司数据，申万宏源研究

值得注意的是，从2009年到2016年，公司资产周转率保持在20%以上，最高达到30%以上（平均25%），同期净资产收益率为12-20%（平均为16%）。过去三年公司净资产收益率持续改善，从2014年的13%上升到2015年的18%和2016年的20%。展望未来，我们预测公司2017年ROE为22.4%，2018年为22.8%，2019年为23.5%。

我们给予目标净资产折价35%，得到12个月目标价为4.61港币（4.0x 18年PE，0.9x 18年PB），相对目前股价有18%的升幅，首次覆盖给予增持评级。

图 30：同业比较

公司	代码	市值 (亿港元)	评级	目标价 (港币)	PE (x)			PB (x)			资产 净值 折价	股息 率	股价表现		
					16A	17E	18E	16A	17E	18E			2015	2016	2017
中国海外发展	688 HK	2,720	增持	28.6	7.8	7.5	6.5	1.1	1.1	0.9	-26%	3.4%	22%	-22%	23%
碧桂园	2007 HK	2,790	持有	11.8	5.8	15.7	12.0	1.0	3.0	2.6	21%	1.8%	11%	43%	203%
华润置地	1109 HK	1,550	增持	26.3	8.3	8.4	6.8	1.2	1.1	1.0	-32%	3.6%	13%	-20%	32%
龙湖地产	960 HK	1,090	增持	20.5	7.1	10.4	8.6	0.9	1.4	1.2	-18%	3.4%	19%	-11%	97%
融创中国	1918 HK	1,460	卖出	12.2	9.4	78.5	42.2	0.8	4.5	4.3	129%	0.2%	-22%	13%	454%
富力地产	2777 HK	540	减持	10.5	5.6	8.9	9.6	0.7	1.0	0.9	-3%	4.0%	6%	12%	93%
世茂房地产	813 HK	520	中性	15.4	5.2	6.9	6.1	0.6	0.8	0.7	-30%	5.1%	-15%	-21%	56%
远洋集团	3377 HK	370	增持	5.5	8.8	8.7	7.1	0.5	0.6	0.6	-50%	4.7%	18%	-27%	49%
合景泰富	1813 HK	260	增持	6.9	4.4	7.1	6.0	0.5	0.8	0.7	-27%	5.0%	15%	-18%	110%
保利置业	119 HK	140	买入	4.9	101.7	27.2	19.0	0.3	0.5	0.5	-45%	0.0%	-19%	2%	49%
禹洲地产	1628 HK	160	增持	4.6	5.8	4.8	4.0	1.1	1.1	0.9	-45%	6.8%	24%	48%	63%
平均					6.8	15.7	10.9	0.8	1.5	1.4	-11%	3.4%	5%	-5%	117%

资料来源：Bloomberg，公司数据，申万宏源研究

附录 1：禹洲地产布局 10 大城市房地产市场调控政策

图 31：禹洲地产布局 10 大城市房地产调控政策

城市	分级	最低首付比例	住房限购政策	住房限售政策
武汉	二线	首套房最低首付比例由 25% 提升至 30%；二套 144 平米(含)及以下住房，首付比例五成起，144 平米以上由五成提高到七成	拥有 2 套及以上住房的本市户籍家庭及拥有一套住房或者社保或纳税证明不满 2 年的外地户籍家庭不得购房	长江新城区域内产证满 3 年的住房可以上市交易
漳州	三线	-	-	-
苏州	二线	首套房最低首付比例由 20% 提高至 30%；已结清购房贷款记录的二套房由 30% 提高至 50%，未结清的由 50% 提高至 80%	拥有 2 套及以上住房的本市户籍家庭及拥有一套住房或者社保或纳税证明不满 1 年的外地户籍家庭不得购房	张家港县产证满 2 年的住房可以上市交易
厦门	二线	首套房最低首付比例由 20-25% 提高至 30-35%，二套房由 50-60% 提高至 50-70%（具体比例根据贷款记录和贷款余额确定）	拥有 2 套及以上住房的本市户籍家庭，以及拥有一套住房和社保或纳税证明不满 3 年的外地户籍家庭不得购买 180 平米以下的住房；本市户籍单身人士不得购买二套房	产证满 2 年的住房允许上市交易；住房转让超过 3 年的家庭可再次购房
合肥	二线	首套房最低首付比例由 20% 提高至 30%；已结清购房贷款记录的二套房由 30% 提高至 40%，未结清的由 30% 提高至 50%	拥有 2 套及以上住房的本市户籍家庭不得购买新房；拥有一套住房或社保或纳税证明不满 1 年的外地户籍家庭不得购房。	-
上海	一线	首套房最低首付比例由 30% 提高至 35%（居民家庭名下在本市无住房且无商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的）；二套房面积小于 144 平米的由 40% 提高至 50%，大于 144 平米的由 40% 提高至 70%	继续执行 2011 年 3 月实施的住房限购政策（本市户籍家庭不得购买三套房，外地户籍家庭购买住房的社保或纳税证明由满 2 年提高至满 5 年）	-
杭州	二线	首套房最低首付比例由 20% 提高至 30%；二套房由 30% 提高至 60%（具体比例根据贷款记录和贷款余额确定）	拥有 2 套及以上住房的本市户籍家庭，以及社保或纳税证明不满 2 年的外地户籍家庭不得购房；本地户籍单身人士不能购买二套房；桐庐、建德、临安、淳安地区的本地户籍家庭需在取得户籍满 2 年后才能在中心城区购买住房	企业购买本市限购区域的住房，需满 3 年方可上市交易
天津	二线	本地户籍家庭购买首套房最低首付比例由 20% 提高至 30%，外地户籍提高至 40%；二套房由 30% 提高至 40%	拥有 2 套及以上住房的本市户籍家庭，拥有一套住房的本地户籍单身人士，以及拥有 1 套住房或社保或纳税证明不满 2 年的外地户籍家庭不得购房	-
南京	二线	首套房最低首付比例由 20-25% 提高至 30%；已结清购房贷款记录的二套房由 35% 提高至 50%，未结清的由 50% 提高至 80%，高淳、溧水由 30% 提高至 40%	拥有 2 套及以上住房的本市户籍家庭，拥有一套住房或社保或纳税证明不满 2 年的外地户籍家庭，以及本地户籍单身人士不得购买二套房	取得产证满 3 年的住房可以上市交易
福州	二线	本地户籍家庭购买首套房最低首付比例由 20% 提高至 30%，外地户籍提高至 40%；二套房由 30% 提高至 50%	拥有 2 套及以上住房的本市户籍家庭，拥有一套住房或社保或纳税证明不满 1 年的外地户籍家庭不得购买面积小于 144 平米的住房	本地户籍家庭购买的二套房或非本市户籍家庭购买的首套房产证满 2 年后可上市交易

资料来源：地方官网，媒体报道，申万宏源研究

附录 2: 财务报表

利润表

人民币百万元	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,839	3,894	7,471	7,837	10,376	13,672	18,841	24,510	31,815
物业销售	3,735	3,784	7,349	7,681	10,158	13,345	18,417	23,979	31,160
投资物业租赁收入	51	48	49	52	80	124	155	186	223
物业管理费收入	52	61	71	88	122	182	245	319	402
酒店运营收入	0	0	1	16	16	20	23	26	29
销售成本	(1,955)	(2,351)	(5,152)	(4,992)	(6,666)	(8,713)	(11,907)	(15,738)	(21,412)
毛利	1,884	1,543	2,319	2,845	3,709	4,959	6,934	8,772	10,403
重估收益	478	(132)	680	493	248	183	192	202	212
其他收入和收益	93	68	142	75	235	301	316	332	348
销售及分销费用	(116)	(108)	(182)	(192)	(289)	(293)	(440)	(572)	(715)
管理费用	(160)	(176)	(215)	(228)	(296)	(403)	(524)	(681)	(885)
其他费用	(5)	(4)	(2)	(127)	(73)	(190)	(200)	(210)	(220)
EBIT	2,175	1,190	2,743	2,867	3,534	4,556	6,278	7,843	9,143
财务成本	(156)	(155)	(277)	(175)	(349)	(443)	(531)	(595)	(657)
应占合营公司损益	0	(3)	(3)	0	(42)	83	92	105	126
除税前利润	2,018	1,033	2,463	2,692	3,143	4,197	5,839	7,354	8,612
所得税	(1,025)	(308)	(971)	(1,329)	(1,475)	(2,108)	(2,515)	(3,154)	(3,509)
公司所得税	(424)	(290)	(466)	(645)	(967)	(1,083)	(1,460)	(1,838)	(2,153)
土地增值税	(529)	(136)	(345)	(616)	(471)	(985)	(1,013)	(1,271)	(1,309)
递延所得税	(73)	118	(160)	(68)	(37)	(40)	(42)	(45)	(47)
期内利润	993	725	1,492	1,363	1,668	2,088	3,324	4,200	5,104
少数股东损益	52	(2)	20	109	11	314	345	397	476
归属于母公司股东的净利润	942	726	1,471	1,254	1,657	1,775	2,979	3,803	4,628
股息	(78)	(278)	(405)	(443)	(576)	(742)	(992)	(1,096)	(1,341)
基本每股收益 (人民币)	0.33	0.21	0.43	0.36	0.45	0.47	0.75	0.91	1.11
摊薄每股收益 (人民币)	0.33	0.21	0.43	0.36	0.45	0.46	0.75	0.91	1.11
每股股利 (人民币)	0.03	0.08	0.12	0.13	0.16	0.19	0.24	0.26	0.32
核心每股收益 (人民币)	0.20	0.23	0.32	0.30	0.44	0.54	0.72	0.87	1.07
核心净利润	583	810	1,090	1,025	1,620	2,047	2,835	3,652	4,469

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

资产负债表

人民币百万元	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
物业、厂房及设备	207	205	454	795	871	1,062	1,274	1,529	1,835
投资物业	3,445	3,643	4,851	5,960	6,471	7,518	8,270	9,097	10,007
持作物业开发销售用途的土地	444	437	0	0	0	215	226	237	249
预付款、按金及其他应收款项	0	0	0	0	0	209	219	230	242
商誉	0	0	0	0	265	100	105	111	116
于合营公司投资	157	176	0	2,508	89	7,392	9,610	12,013	13,814
递延税项资产	276	227	209	252	413	371	409	441	468
非流动资产	4,530	4,688	5,515	9,515	8,107	16,868	20,114	23,658	26,731
持作物业开发销售用途的土地	658	420	2,197	665	646	883	972	1,069	1,176
在建物业	8,345	9,391	7,874	12,276	20,849	21,156	28,211	36,901	45,598
持作销售用途的物业	2,030	2,024	3,979	4,037	7,418	7,369	8,106	8,917	9,808
收购土地预付款项	53	1,155	2,131	985	1,460	1,659	1,791	1,917	2,032
预付款、按金及其他应收款项	652	788	1,630	1,679	2,163	2,877	3,740	4,675	5,609
预付企业所得税	15	30	33	29	57	267	361	451	541
预付土地增值税	13	32	43	19	151	276	373	466	559
衍生金融工具	0	21	77	85	46	87	92	96	101
其他	0	0	0	0	0	0	0	0	0
受限制现金	516	398	376	489	976	1,819	2,274	2,615	2,876
现金及现金等价物	1,440	3,330	3,508	9,296	10,973	15,599	17,426	18,057	18,558
流动资产	13,724	17,590	21,847	29,560	44,739	51,992	63,345	75,163	86,859
资产总计	18,253	22,278	27,362	39,075	52,846	68,861	83,458	98,821	113,590
已发行股本	212	251	296	296	324	324	324	324	324
储备	5,140	5,750	7,065	7,877	9,297	10,342	12,328	15,036	18,323
多数股东权益合计	5,351	6,001	7,362	8,173	9,622	10,666	12,653	15,360	18,647
少数股东权益	305	91	110	1,216	620	1,007	1,057	1,110	1,165
永续证券	0	0	0	0	0	0	2,040	2,040	2,040
股东权益合计	5,656	6,091	7,472	9,390	10,241	11,673	15,750	18,510	21,852
计息银行和其他借款	4,222	2,302	4,457	4,860	10,629	15,474	19,474	22,474	25,474
优先票据		2,728	3,269	6,739	5,467	5,505	3,805	3,805	3,805
递延税项负债	706	539	681	808	883	882	970	1,048	1,132
非流动负债	4,928	5,569	8,407	12,407	16,979	21,861	24,249	27,327	30,411
预收款项	1,951	4,083	4,003	3,893	7,221	13,858	17,322	21,480	25,131
贸易应付款项	1,919	1,992	2,504	3,690	6,297	5,979	7,474	9,268	10,843
其他应付款项及应计项目	579	378	1,358	3,878	5,855	7,657	9,570	11,995	14,008
计息银行和其他借款	1,335	2,479	1,984	3,805	3,987	4,808	5,608	6,308	6,958
应付企业所得税	716	766	788	998	1,103	1,577	1,892	2,214	2,546
土地增值税拨备	1,170	920	846	1,014	1,163	1,448	1,593	1,720	1,841
其他	1	0	0	0	0	0	0	0	0
流动负债	7,669	10,617	11,483	17,279	25,626	35,327	43,459	52,984	61,327
负债总额	12,597	16,186	19,890	29,685	42,605	57,188	67,709	80,311	91,738
股东权益及负债合计	18,253	22,278	27,362	39,075	52,846	68,861	83,458	98,821	113,590

资料来源：公司数据，申万宏源研究

现金流量表

人民币百万元	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	43	2,895	1,703	2,240	2,097	9,022	2,919	5,515	6,459
已付所得税	(280)	(660)	(876)	(817)	(1,355)	(1,644)	(2,336)	(2,574)	(3,014)
已付利息	(489)	(611)	(815)	(1,076)	(1,210)	(1,479)	(1,856)	(2,078)	(2,297)
经营活动产生的现金流量净额	(726)	1,624	12	348	(468)	5,900	(1,272)	864	1,148
收购	(154)	(337)	(285)	(849)	(1,115)	(2,771)	(637)	(764)	(917)
其他	(1,013)	(1,234)	(1,531)	77	(286)	(5,182)	(2,073)	(2,177)	(2,285)
投资活动产生的现金流量净额	(1,167)	(1,571)	(1,816)	(772)	(1,401)	(7,954)	(2,710)	(2,941)	(3,203)
非控股股东出资	0	0	0	1,112	25	74	0	0	0
收购非控股权益	0	0	0	0	(737)	0	0	0	0
银行借款净额	777	436	1,664	2,166	5,695	6,849	4,800	3,700	3,650
发行权证所得款项	1	0	0	0	0	0	0	0	0
发行永续证券所得款项	0	0	0	0	0	0	2,040	0	0
发行优先票据所得款项	0	1,517	1,802	3,318	0	1,670	0	0	0
赎回优先票据	0	0	(1,289)	0	(1,638)	(2,120)	(1,700)	0	0
发行股份所得款项	0	0	0	0	623	0	1,411	0	0
股票发行费用	0	0	0	0	0	0	0	0	0
已付股息	(224)	(125)	(231)	(405)	(443)	(158)	(742)	(992)	(1,096)
其他	0	0	0	0	0	0	0	0	1
筹资活动产生的现金流量净额	553	1,827	1,946	6,190	3,525	6,315	5,809	2,708	2,555
现金及现金等价物净增加额	(1,340)	1,881	142	5,766	1,656	4,261	1,828	631	501
期初现金及现金等价物	2,719	1,440	3,330	3,508	9,296	10,973	15,599	17,426	18,057
汇率变动对现金的影响	61	9	35	22	22	365			
期末现金及现金等价物	1,440	3,330	3,508	9,296	10,973	15,599	17,426	18,057	18,558

资料来源：公司数据，申万宏源研究

Information Disclosure:

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst. The analyst declares that neither he/she nor his/her associate serves as an officer of nor has any financial interests in relation to the listed corporation reviewed by the analyst. None of the listed corporations reviewed or any third party has provided or agreed to provide any compensation or other benefits in connection with this report to any of the analyst, the Company or the group company(ies). A group company(ies) of the Company confirm that they, whether individually or as a group (i) are not involved in any market making activities for any of the listed corporation reviewed; or (ii) do not have any individual employed by or associated with any group company(ies) of the Company serving as an officer of any of the listed corporation reviewed; or (iii) do not have any financial interest in relation to the listed corporation reviewed or (iv) do not, presently or within the last 12 months, have any investment banking relationship with the listed corporation reviewed.

Undertakings of the Analyst

I (We) am (are) conferred the Professional Quality of Securities Investment Consulting Industry by the Securities Association of China and have registered as the Securities Analyst. I hereby issue this report independently and objectively with due diligence, professional and prudent research methods and only legitimate information is used in this report. I am also responsible for the content and opinions of this report. I have never been, am not, and will not be compensated directly or indirectly in any form for the specific recommendations or opinions herein.

Disclosure with respect to the Company

The company is a subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities. The company is a qualified securities investment consulting institute approved by China Securities Regulatory Commission with the code number ZX0065.

Releasing securities research reports is the basic form of the securities investment consulting services. The company may analyze the values or market trends of securities and related products or other relevant affecting factors, provide investment analysis advice on securities valuation/ investment rating, etc. by issuing securities research reports solely to its clients.

The Company fulfills its duty of disclosure within its sphere of knowledge. The clients may contact compliance@swsresearch.com for the relevant disclosure materials or log into www.swsresearch.com for the analysts' qualifications, the arrangement of the quiet period and the affiliates' shareholdings.

Introduction of Share Investment Rating

Security Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the security and that of the market's benchmark within six months after the release of this report, we define the terms as follows:

Trading BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 6-month period.

BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 12-month period.

Outperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% upside over a 12-month period.

Hold: Share price performance is expected to generate between 10% downside to 10% upside over a 12-month period.

Underperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% downside over a 12-month period.

SELL: Share price performance is expected to generate more than 20% downside over a 12-month period.

Industry Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the industry index and that of the market's benchmark within six months after the release of the report, we define the terms as follows:

Overweight: Industry performs better than that of the whole market;

Equal weight: Industry performs about the same as that of the whole market;

Underweight: Industry performs worse than that of the whole market.

We would like to remind you that different security research institutions adopt different rating terminologies and rating standards. We adopt the relative rating method to recommend the relative weightings of investment. The clients' decisions to buy or sell securities shall be based on their actual situation, such as their portfolio structures and other necessary factors. The clients shall read through the whole report so as to obtain the complete opinions and information and shall not rely solely on the investment ratings to reach a conclusion. The Company employs its own industry classification system. The industry classification is available at our sales personnel if you are interested.

HSCEI is the benchmark employed in this report.

Disclaimer:

This report is to be used solely by the clients of SWS Research Co., Ltd. (subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities, hereinafter referred to as the "Company"). The Company will not deem any other person as its client notwithstanding his receipt of this report.

This report is based on public information, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not warranted by the Company. The materials, tools, opinions and speculations contained herein are for the clients' reference only, and are not to be regarded or deemed as an invitation for the sale or purchase of any security or other investment instruments.

The clients understand that the text message reminder and telephone recommendation are no more than a brief communication of the research opinions, which are subject to the complete report released on the Company's website (<http://www.swsresearch.com>). The clients may ask for follow-up explanations if they so wish.

The materials, opinions and estimates contained herein only reflect the judgment of the Company on the day this report is released. The prices, values and investment returns of the securities or investment instruments referred to herein may fluctuate. At different periods, the Company may release reports which are inconsistent with the materials, opinions and estimates contained herein.

Save and except as otherwise stipulated in this report, the contactor upon the first page of the report only acts as the liaison who shall not provide any consulting services.

The clients shall consider the Company's possible conflict of interests which may affect the objectivity of this report, and shall not base their investment decisions solely on this report. The clients should make investment decisions independently and solely at your own risk. Please be reminded that in any event, the company will not share gains or losses of any securities investment with the clients. Whether written or oral, any commitment to share gains or losses of securities investment is invalid. The investment and services referred to herein may not be suitable for certain clients and shall not constitute personal advice for individual clients. The Company does not ensure that this report fully takes into consideration of the particular investment objectives, financial situations or needs of individual clients. The Company strongly suggests the clients to consider themselves whether the opinions or suggestions herein are suitable for the clients' particular situations; and to consult an independent investment consultant if necessary.

Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein forms an investment recommendation to anyone. Under no circumstances shall the Company be held responsible for any loss caused by the use of any contents herein by anyone. Please be particularly cautious to the risks and exposures of the market via investment.

Independent investment consultant should be consulted before any investment decision is rendered based on this report or at any request of explanation for this report where the receiver of this report is not a client of the Company.

The Company possesses all copyrights of this report which shall be treated as non-public information. The Company reserves all rights related to this report. Unless otherwise indicated in writing, all the copyrights of all the materials herein belong to the Company. In the absence of any prior authorization by the Company in writing, no part of this report shall be copied, photocopied, replicated or redistributed to any other person in any form by any means, or be used in any other ways which will infringe upon the copyrights of the Company. All the trademarks, service marks and marks used herein are trademarks, service marks or marks of the Company, and no one shall have the right to use them at any circumstances without the prior consent of the Company.

This report may be translated into different languages. The Company does not warrant that the translations are free from errors or discrepancies.

This report is for distribution in Hong Kong only to persons who fall within the definition of professional investors whether under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the laws of Hong Kong) (the "SFO") or the Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Chapter 571D of the laws of the Hong Kong under the SFO).

This report is for distribution in the United Kingdom only to persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001 (as amended) (the "Order") or (ii) are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("High Net Worth Companies, Unincorporated Associations, etc") of the Order (All such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This document is directed only at Relevant Persons. Other Persons who are not Relevant Persons must not act or rely upon this document or any of its contents.

Distribution in Singapore

If distributed in Singapore, this report is meant only for Accredited Investors and Institutional Investors as defined under Section 4A of the Securities and Futures Act of Singapore. If you are not an Accredited Investor or an Institutional Investor, you shall ignore the report and its contents. The Singapore recipients of the report are to contact the Singapore office of Shenwan Hongyuan Singapore Private Limited at 65-6323-5208, or 65-6323-5209 in respect of any matters arising from, or in connection with, the report.