

## 买入

## 7月量价持续回升 千亿目标有望超额达成

禹洲集团 (1628.HK)

2020-08-31 星期一

## 投资要点

目标价: **5.05 港元**  
 现价: 3.62 港元  
 预计升幅: 40%

## ➤ 营收增长稳健，全年业绩可期：

公司上半年实现收入人民币 140.1 亿元，同比增长 20.4%。其中，物业销售同比增长 20.4% 至人民币 136.1 亿元；物业管理收入同比大幅增加 62.2% 至人民币 2.9 亿元；投资物业租金收入约为人民币 9723 万元，同比减少 34.1%。毛利约为人民币 32.8 亿元，毛利率为 23.4%，剔除非现金调整后，毛利率约为 27%；期内公司归母净利润为人民币 10.2 亿元，同比下降 37.8%，扣非溢利为 15.4 亿元，同比增长 5%。整体来看，公司上半年营收保持稳健增长，盈利表现不及预期，Q2 以来疫情影响的恢复情况较佳，我们预计公司全年业绩将有较好的表现，维持全年财务预测不变。

## 重要数据

日期	2020-08-31
收盘价 (港元)	3.62
总股本 (百万股)	5,542
总市值 (百万港元)	20,061
净资产 (百万元)	28,728
总资产 (百万元)	141,495
52 周高低 (港元)	4.45/2.58
每股净资产 (元)	5.05

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## ➤ 7月量价持续回升，千亿目标有望超额达成：

公司 2020 年前 7 个月累计实现合同销售 539 亿元，同比增长 56%，平均销售均价 16399 元/平米。7 月单月合同销售金额约为人民币 110 亿元，同比大幅增长 82%，并连续几个月实现高速增长；合同销售均价为 16311 元/平米，同比回升 16%，可见公司销售端受疫情影响的恢复情况良好，公司维持今年千亿销售目标不变。虽受疫情影响，公司前 7 个月已完成年度销售目标的 54%，千亿目标更进一步。过去三年销售目标占可售货值的比例超过 60%，按照目前完成进度，未来 5 个月只需达到 36.6% 的去化率即可完成全年目标。

## ➤ 上调目标价至 5.05 港元，维持“买入”评级

公司高速增长的势头不减，销售规模持续回升；在手可售货值充裕，突破千亿规模难度较低；土地储备扩张持续，新增土储区位优势，未来业绩增长更有保障；同时公司派息维持高位，股息回报极具吸引力。我们认为，公司合同销售的快速增长和土地储备的持续扩张将进一步加速公司整体规模和业绩的突破，从而带动估值的提升。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 0.81、0.93 和 1.07 元，上调目标价至 5.05 港元，维持“买入”评级：

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	24,306	23,241	29,464	34,813	40,165
同比增长(%)	12.0%	-4.4%	26.8%	18.2%	15.4%
毛利率	30.7%	26.2%	26.5%	26.0%	26.0%
核心归母净利润	3,514	3,960	4,638	5,338	6,219
同比增长(%)	25.6%	12.7%	17.1%	15.1%	16.5%
核心归母净利润率	14.5%	17.0%	15.7%	15.3%	15.5%
核心每股盈利	0.73	0.71	0.81	0.93	1.07
CORE PE@3.62HKD	4.39	4.49	3.94	3.46	3.01

数据来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

## 主要股东

林龙安、郭英兰 (57.38%)  
 华昌国际有限公司 (9.93%)

## 相关报告

首发报告-20190923  
 更新报告-20191211  
 更新报告-20200409  
 更新报告-20200720

## 研究部

姓名: 杨森  
 SFC: BJO644  
 电话: 0755-21519190  
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 营收增长稳健，全年业绩可期：

公司上半年实现收入人民币 140.1 亿元，同比增长 20.4%。其中：

- 由于物业交付面积的增加，物业销售同比增长 20.4%至人民币 136.1 亿元，约占总收入的 97.2%；
- 物业管理收入同比大幅增加 62.2%至人民币 2.9 亿元；
- 投资物业租金收入约为人民币 9723 万元，同比减少 34.1%，主要由于疫情期间商户租金的减免；
- 酒店经营收入为 605 万元，同比下降 29.2%。

图 1：2015H1-2020H1 营收及核心盈利增速（人民币百万）

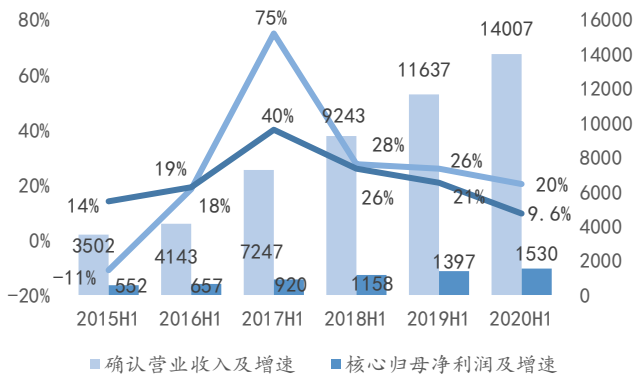
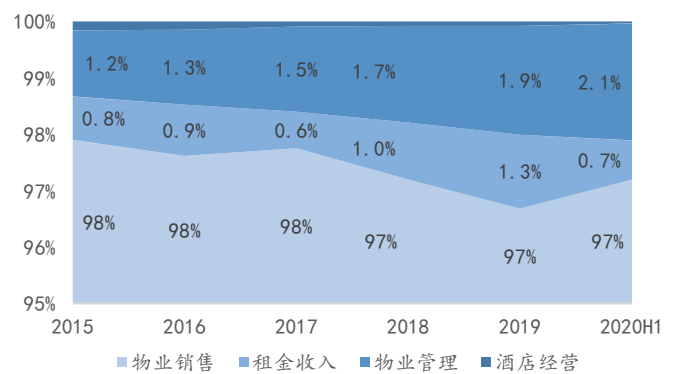


图 2：公司 2015-2020H1 各项业务占比 (%)



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

期内公司归母净利润为人民币 10.2 亿元，同比下降 37.8%，主要由于：

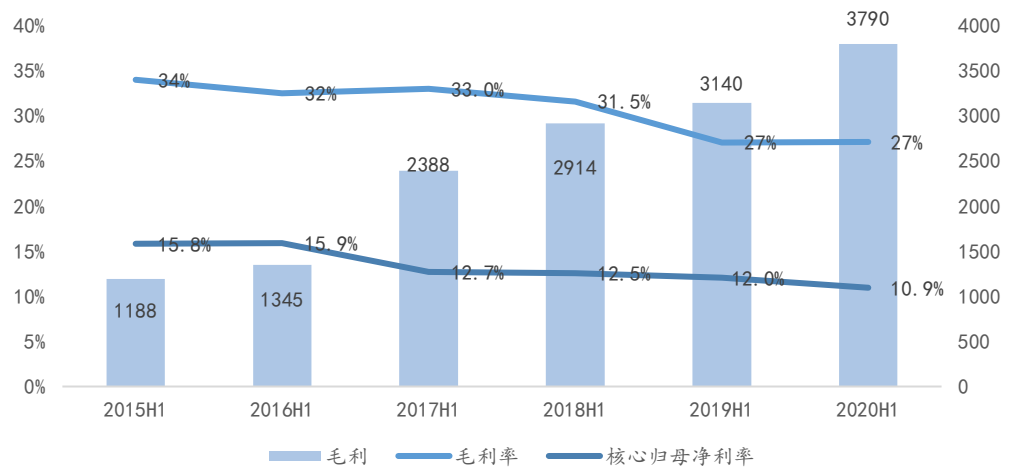
- 投资物业公允值的减少：厦门及龙岩物业公允价值亏损抵消合肥及上海物业公允价值收入；
- 应占合联营公司的亏损；
- 融资成本的增加。

如不包括投资物业公允价值收益及扣除递延税项等，核心归母净利润为 15.3 亿元，同比增长 9.6%。

毛利约为人民币 32.8 亿元，毛利率为 23.4%。毛利率下降主要由于武汉、苏州、青岛及合肥的部分项目结转而释放公允价值调整计入销售成本。上述项目原为合联营项目，由于增加并表权，部分合联营项目变为子公司，而评估值与结转收入有差异产生非现金的调整。

该项调整合计约人民币 5.095 亿元，如剔除上述非现金调整后，毛利率约为 27%，预计该类重估损失对未来盈利结转的影响相对较小。

**图 3：公司 2015H1-2020H1(经调整)各项盈利指标 (人民币百万元)**



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

- 净负债率为 63.7%，比去年同期下降 1.9 个百分点，加权平均融资成本为 7.22%；
- 同时，董事会宣派中期股息每股 12 港仙，上半年派息比率达 36.7%。

整体来看，公司上半年营收保持稳健增长，盈利表现不及预期，负债状况有所改善，派息维持高位。随着 Q2 以来疫情影响的逐步恢复，公司各项业务恢复情况较佳，4-7 月合同销售均实现高速增长，为公司未来业绩的增长提供保障。

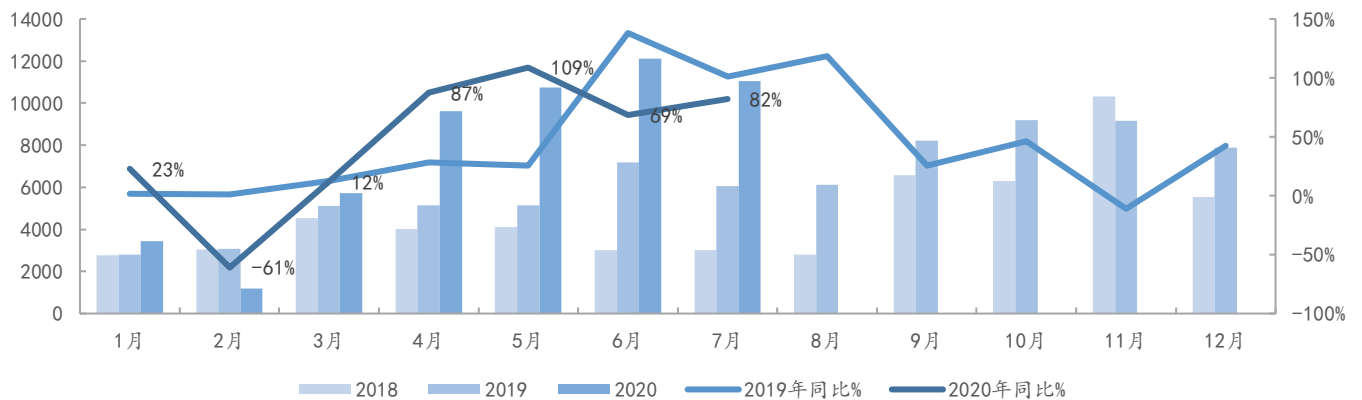
我们预计公司全年业绩将有较好的表现，维持公司未来年度财务预测不变。

**7月量价持续回升，千亿目标更进一步：**

公司2020年前7个月累计实现合同销售539亿元，同比增长56%；销售面积为329万方；平均销售均价16399元/平米。虽受疫情影响，公司前7个月已完成年度销售目标的54%，千亿目标更进一步。

从单月数据来看，公司2020年7月单月合同销售金额约为人民币110亿元，同比大幅增长82%，并连续几个月实现高速增长。

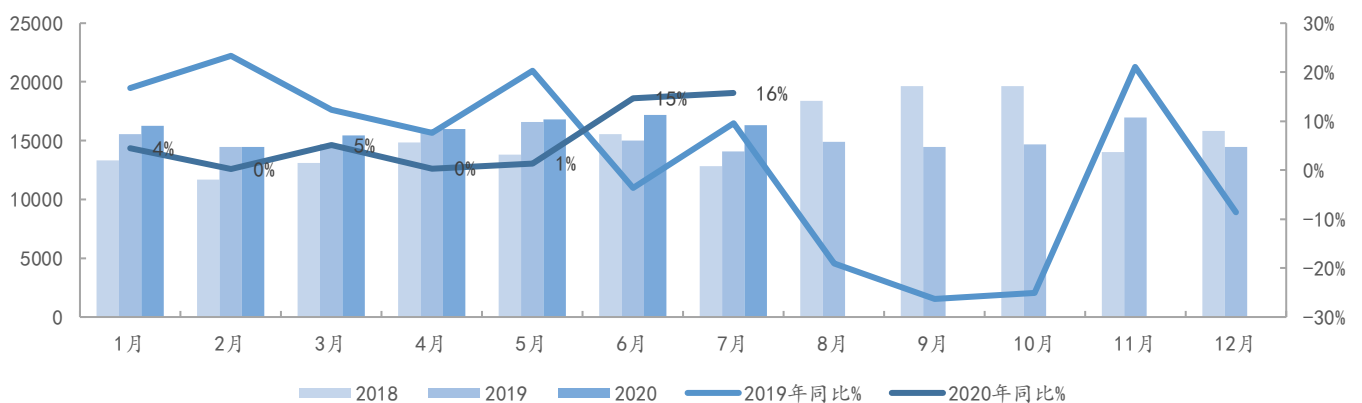
**图4：公司2018-2020年7月单月合同销售金额（人民币百万元）**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

合同销售均价为16311元/平米，同比回升16%，可见公司销售端受疫情影响的恢复情况良好，公司维持今年千亿销售目标不变。

**图5：公司2018-2020年7月单月合同销售均价（人民币元/平米）**

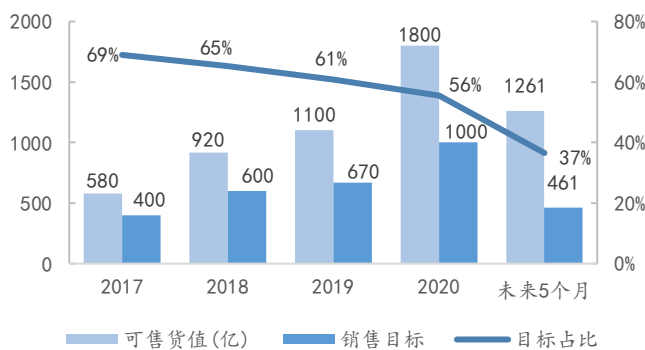


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

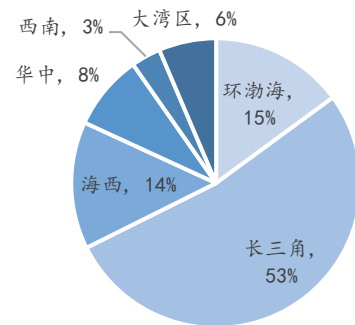
**可售货值充足，区位优势，千亿目标有望超额达成：**

公司销售端Q2开始恢复迅速，延后的需求迎来爆发，前7个月已完成全年目标的54%。全年预估可售货值约人民币1800亿元，一二线占比超90%，高一二线城市占比有效保障公司销售去化速度。公司过去三年销售目标占可售货值的比例超过60%，按照目前完成进度，未来5个月只需达到36.6%的去化率即可完成全年目标，整体难度不大，按照目前销售进度，公司千亿规模有望超额达成。

**图 6：公司 2017-2020 销售目标占比 (人民币亿元)**



**图 7：公司 2020 年可售货值区域分布 (%)**



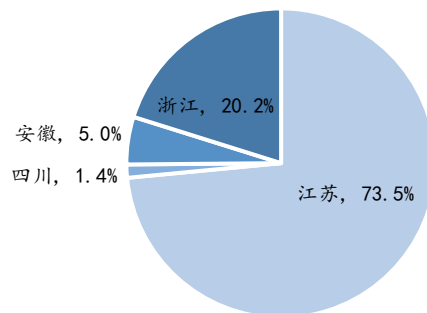
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**土地储备稳步提升，全国布局可见成效：**

2020年上半年累计拿地11幅，均通过招拍挂方式获取。总建面约146万方，权益建面近90万方，权益比近六成，新增货值约人民币362亿元。按区域分布来看，近98.6%分布在长三角地区，仅1.4%分布在华中地区；按城市能级划分，上半年新增土储均位于苏州、无锡、成都等热门二线城市。新增土储区位优势，城市能级良好，去化难度较低，对未来销售和利润的增长形成强有力的支撑。

**图 8：公司 2020 年可售货值区域分布 (%)**



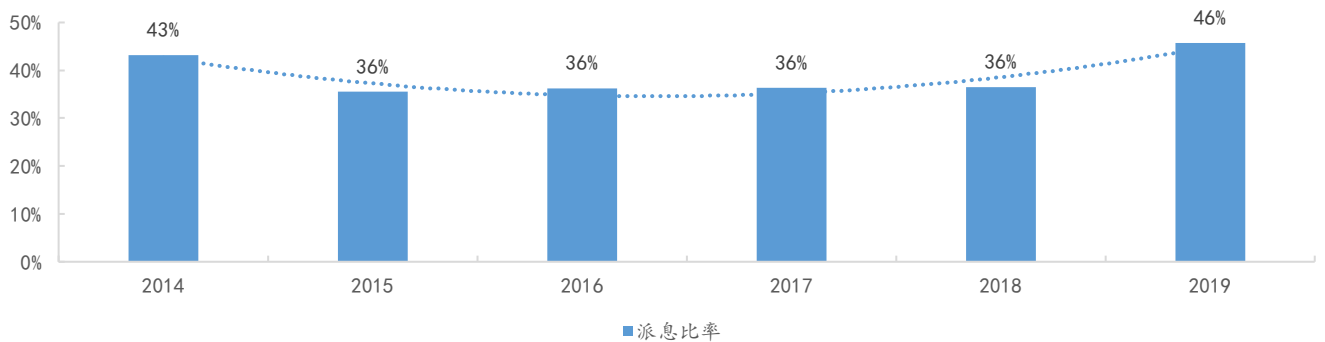
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**派息维持高位，高股息回报有望持续：**

公司 2019 全年派息每股 40 港仙，同比增长 25%；派息比例高达 46%，股息收益率达 14%；同时，董事会 2020 年中期宣派中期股息每股 12 港仙，上半年派息比率达 36.7%。公司 2014-2019 年平均派息比率达到 38.8%，历年派息比率均维持在行业高位；公司同时获纳入恒生高股息率指数成分股。

考虑到公司股东较高持股比例，及参考历年的实际派息情况，公司未来维持高派息率的可能性较高，高股息回报率有望持续。

**图 9：公司 2014-2019 年历史派息情况 (%)**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**上调目标价至 5.05 港元，维持“买入”评级：**

公司高速增长的势头不减，销售规模持续回升；在手可售货值充裕，千亿目标有望超额达成；土地储备扩张持续，新增土储区位优势，未来业绩增长更有保障；同时公司派息维持高位，股息回报极具吸引力。我们认为，公司合同销售的快速增长和土地储备的持续扩张将进一步加速公司整体规模和业绩的突破，从而带动估值的提升。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 0.81、0.93 和 1.07 元，上调目标价至 5.05 港元，维持“买入”评级：

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	24,306	23,241	29,464	34,813	40,165
同比增长(%)	12.0%	-4.4%	26.8%	18.2%	15.4%
毛利率	30.7%	26.2%	26.5%	26.0%	26.0%
核心归母净利润	3,514	3,960	4,638	5,338	6,219
同比增长(%)	25.6%	12.7%	17.1%	15.1%	16.5%
核心归母净利润率	14.5%	17.0%	15.7%	15.3%	15.5%
核心每股盈利	0.73	0.71	0.81	0.93	1.07
CORE PE@3.62HKD	4.39	4.49	3.94	3.46	3.01

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**

<b>损益表</b>						<b>财务分析</b>				
<百万元人民币>, 财务年度截至<十二月>										
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	实际	实际	预测	预测	预测	实际	实际	预测	预测	预测
<b>营业额</b>	24,306	23,241	29,464	34,813	40,165	<b>增长率(%)</b>				
-房地产业务	23,626	22,470	28,537	33,674	38,725	收入	12.0	(4.4)	26.8	18.2
-其他	680	771	927	1,139	1,440	经营利润	0.9	(2.5)	32.5	13.0
销售成本	(16,839)	(17,149)	(21,656)	(25,761)	(29,722)	<b>盈利分析(%)</b>				
<b>毛利</b>	7,467	6,092	7,808	9,051	10,443	毛利	30.7	26.2	26.5	26.0
其他收入	561	2,463	2,242	2,341	2,487	经营利润	28.6	29.2	30.5	29.2
行政费用	(606)	(1,091)	(1,620)	(1,920)	(2,304)	净利润	14.4	15.5	16.7	15.7
其他费用	(514)	(970)	(979)	(1,200)	(1,440)	<b>其他(%)</b>				
<b>经营利润</b>	6,909	6,494	7,451	8,272	9,186	有效税率	50.2	49.5	44.7	39.9
利息支出	(223)	(182)	(182)	(185)	(187)	流动比率	140.2	164.3	165.0	160.6
联营公司收入	(52)	166	1,386	1,696	2,251	ROE	38.3	38.0	38.0	38.0
<b>税前利润</b>	6,633	6,478	8,655	9,784	11,250	ROA	19.9	17.2	18.0	16.3
税项	(3,009)	(2,638)	(3,349)	(3,892)	(4,482)	<b>估值</b>				
<b>税后利润</b>	3,726	3,967	5,464	6,087	7,010	P/Sales (x)	0.6	0.8	0.6	0.5
少数股东权益	221	361	546	609	701	PE (x)	4.4	4.5	3.9	3.5
<b>净利润</b>	3,505	3,606	4,917	5,478	6,309	P/Cash flow (x)	0.6	0.6	0.7	0.6
<b>每股收益(元)</b>	0.73	0.71	0.81	0.93	1.07	派息率(%)	38.3	47.5	38.0	38.0
<b>每股派息(元)</b>	0.28	0.31	0.33	0.36	0.41					

<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>				
<百万元人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万元人民币>, 财务年度截至<十二月>				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	实际	实际	预测	预测	预测	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	27,162	29,409	27,645	28,474	32,176	经营利润	6,735	6,605	8,812	9,979
应收帐款	0	0	0	0	0	折旧	83	77	232	243
存货	45,346	49,086	53,995	58,706	64,577	经营资产变动	3,077	(12,260)	(5,119)	(797)
其他固定资产	2,921	3,710	3,940	4,187	4,452	税项	(3,063)	(3,009)	(2,638)	(3,349)
无形资产	1,133	726	606	506	422	预收款变动	3,484	(5,157)	3,438	3,008
其他流动资产	17,962	36,361	39,021	42,522	46,951	<b>经营现金流</b>	3,781	(12,925)	(3,059)	1,655
联营公司	10,013	9,339	13,215	18,963	20,426	资本支出	(3,474)	(2,962)	(1,140)	(1,147)
投资物业	10,526	12,864	13,864	14,864	15,864	联营公司投资	(3,023)	673	(3,875)	(5,749)
<b>资产总额</b>	115,063	141,495	152,285	168,222	184,867	其他	0	0	0	0
短期负债	16,430	15,272	15,272	15,272	15,272	<b>投资现金流</b>	(6,497)	(2,289)	(5,016)	(6,896)
应付帐款	29,817	40,881	40,144	44,252	48,673	新增股份	694	1,280	653	605
可转换债券	0	0	0	0	0	债务变动	16,064	12,037	96	969
长期借款	27,202	40,397	40,493	41,462	41,995	派息	(996)	(1,270)	(1,384)	(1,542)
递延税项	4,463	5,360	5,896	6,485	7,134	其他	0	0	0	0
其他负债	13,752	8,595	12,033	15,042	18,802	<b>融资现金流</b>	15,762	12,047	(635)	32
<b>负债总额</b>	93,633	112,768	116,327	125,213	134,889	现金变动	13,046	(3,168)	(8,710)	(5,209)
股东权益	17,575	20,991	27,316	33,558	39,826	汇兑改变	0	0	0	0
少数股东权益	1,944	5,824	6,731	7,540	8,241	期初现金	(7,835)	5,211	2,044	(6,666)
<b>总权益</b>	21,430	28,728	35,958	43,009	49,979	期末现金	5,211	2,044	(6,666)	(11,875)
净负债率	67%	66%	62%	52%	37%	调整	(21,951)	(27,365)	(34,310)	(40,349)
<b>每股净资产(元)</b>	3.87	5.05	5.82	6.84	7.75	现金及现金等价物	27,162	29,409	27,645	28,474

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313