

买入

合同销售量价齐升，千亿规模更进一步

禹州集团 (1628.HK)

2020-07-20 星期一

投资要点

目标价: **4.89 港元**
 现价: 3.44 港元
 预计升幅: 42.2%

➤ 合同销售量价齐升，千亿规模更进一步：

公司 2020 年上半年合同销售金额为人民币 429 亿元，同比增长 50.5%；销售面积 261 万方，较去年同期上升 40.8%；销售均价为 16421 元/方，同比增幅为 6.9%。公司 6 月单月销售金额约 121 亿元，同比增长 69%；销售面积近 70 万方，较去年同期增长 47%；销售均价为人民币 17193 元/方，同比上升 15%，环比增长 2%。公司合同销售增速连续三年维持在较高水平，疫情期间表现依然亮眼，上半年销售呈量价齐升的趋势；1-6 月已完成今年千亿销售目标的 42.9%，从全年 1800 亿元的推货来看，下半年实现 41.6% 的去化率即可完成全年目标，签约额突破千亿大关难度不大。

重要数据

日期	2020-07-17
收盘价 (港元)	3.44
总股本 (百万股)	5,229
总市值 (百万港元)	17,988
净资产 (百万元)	28,728
总资产 (百万元)	146,435
52 周高低 (港元)	4.14/2.40
每股净资产 (元)	5.05

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 积极扩储二线城市，重点布局长三角城市群：

公司于良好的窗口期积极扩充土地储备，2020 年上半年累计拿地 11 幅，均为招拍挂方式获取，总建面约 146 万方，权益建面近 90 万方，权益比接近六成；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，11 幅地块均位于苏州、无锡、成都等热门二线城市。新增土地储备地理位置优越，城市布局能级良好，公司未来销售和利润的增长更有保障。

主要股东

林龙安、郭英兰 (57.38%)
 华昌国际有限公司 (9.93%)

➤ 维持目标价 4.89 港元，重申“买入”评级

公司高速增长势头不减，突破千亿难度较低；土地储备扩张持续，新增土储区位优势，城市能级良好，公司未来业绩增长更有保障。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 0.81、0.93 和 1.07 元，维持公司目标价 4.89 港元，重申“买入”评级：

相关报告

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

研究部

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

百万元人民币	2018A	2019E	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	0.76	0.81	0.93	1.07
CORE PE@3.44HKD	4.24	4.09	3.81	3.34	2.91

数据来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

合同销售量价齐升，千亿规模更近一步：

公司 2020 年上半年整体销售货值分布在长三角、海西、环渤海、华中、西南、大湾区等地，分别占比 62.5%、19.0%、11.3%、4.0%、1.9%、1.4%。累计合同销售金额为人民币 429 亿元，同比增长 50.5%，销售面积 261 万方，较去年同期上升 40.8%，销售均价为 16421 元/方，同比增幅为 6.9%，销售超过六成货值位于长三角地区；6 月单月销售金额约 121 亿元，同比增长 69%，销售面积近 70 万方，较去年同期增长 47%，销售均价为人民币 17193 元/方，同比上升 15%，环比增长 2%。公司合同销售增速连续三年维持在较高水平，疫情期间表现依然亮眼，上半年销售呈现量价齐升的特征；1-6 月已完成今年千亿销售目标的 42.9%，从全年 1800 亿元的推货来看，下半年实现 41.6% 的去化率即可完成全年目标，签约额突破千亿大关难度不大。

图 1：2018-2020 年 6 月合同销售金额

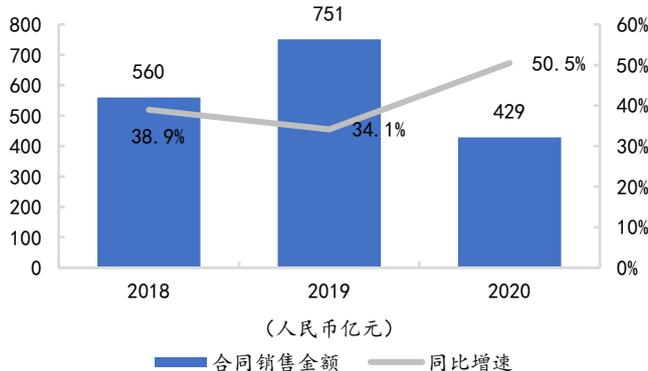
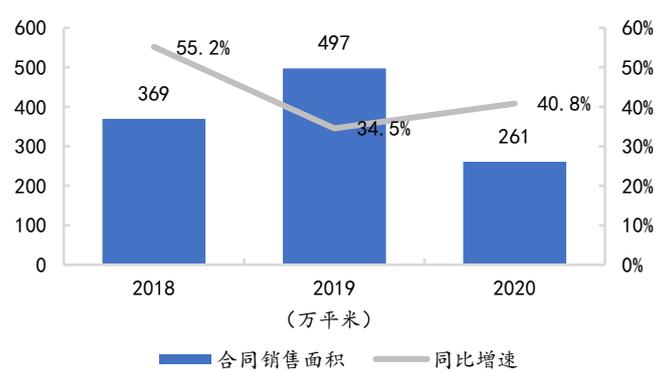


图 2：2018-2020 年 6 月合同销售面积



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

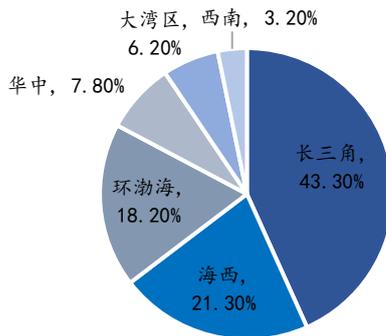
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

积极扩储二线城市，重点布局长三角城市群：

截至 2019 年末，公司累计土储面积近 2012 万方，货值约人民币 3661 亿元，按区域分布来看，长三角、海西、环渤海、华中、大湾区、西南各占比 43.3%、21.3%、18.2%、7.8%、6.2%、3.2%；按城市能级分布来看，一线、二线及准二线占比达 86%，为未来去化速度提供了一定保障。

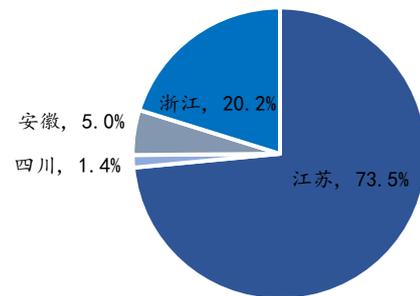
公司 2020 年上半年累计拿地 11 幅，均通过招拍挂方式获取，总建面约 146 万方，权益建面近 90 万方，权益比接近六成；新增货值约人民币 362 亿元，按区域分布来看，近 98.6%分布在长三角地区，仅 1.4%分布在华中地区；按城市能级划分，上半年所有新增土储均位于苏州、无锡、成都等热门二线城市。新增土储位置优越，城市布局能级良好，去化难度较低，对未来销售和利润的增长形成强有力的支撑。

图 8：截至 2019 年末土储货值分布



资料来源：公司业绩演示、国元证券经纪（香港）整理

图 9：2020 年上半年新增土储货值分布



资料来源：公司业绩演示、国元证券经纪（香港）整理

维持目标价 4.89 港元，重申“买入”评级：

公司高速增长势头不减，突破千亿难度较低；土地储备扩张持续，新增土储区位优势，城市能级良好，公司未来业绩增长更有保障。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 0.81、0.93 和 1.07 元，维持公司目标价 4.89 港元，重申“买入”评级：

百万元人民币	2018A	2019E	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	0.76	0.81	0.93	1.07
CORE PE@3.44HKD	4.24	4.09	3.81	3.34	2.91

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<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
营业额	24,306	23,241	29,464	34,813	40,165	增长率(%)					
-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	15.4
-其他	680	771	927	1,139	1,440	经营利润	0.9	(2.5)	32.5	13.0	14.9
销售成本	(16,839)	(17,149)	(21,656)	(25,761)	(29,722)	盈利分析(%)					
毛利	7,467	6,092	7,808	9,051	10,443	毛利	30.7	26.2	26.5	26.0	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	29.1
行政费用	(606)	(1,091)	(1,620)	(1,920)	(2,304)	净利润	14.4	15.5	16.7	15.7	15.7
其他费用	(514)	(970)	(979)	(1,200)	(1,440)	其他 (%)					
经营利润	6,909	6,494	7,451	8,272	9,186	有效税率	50.2	49.5	44.7	39.9	38.0
利息支出	(223)	(182)	(182)	(185)	(187)	流动比率	140.2	164.3	166.4	163.0	162.7
联营公司收入	(52)	166	1,386	1,696	2,251	派息比率	38.3	38.0	38.0	38.0	38.0
税前利润	6,633	6,478	8,655	9,784	11,250	ROE	19.9	17.2	18.0	16.3	15.8
税项	(3,009)	(2,638)	(3,349)	(3,892)	(4,482)	ROA	3.0	2.5	3.2	3.2	3.4
税后利润	3,726	3,967	5,464	6,087	7,010	估值					
少数股东权益	221	361	546	609	701	P/Sales (x)	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
净利润	3,505	3,606	4,917	5,478	6,309	PE (x)	4.2	4.1	3.8	3.3	2.9
						P/Cash flow (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
每股收益(元)	0.73	0.76	0.81	0.93	1.07	派息率 (%)	38.3	47.1	38.0	38.0	38.0
每股派息(元)	0.28	0.33	0.33	0.36	0.41						

资产负债表						现金流量表					
<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	11,492
应收帐款	0	0	0	0	0	折旧	83	77	232	243	255
存货	45,346	49,086	55,037	60,540	66,594	经营资产变动	3,077	(12,260)	(6,165)	(1,655)	(1,404)
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)	(3,892)
无形资产	1,133	726	606	506	422	预售楼款变动	3,484	(5,157)	3,438	3,008	3,760
其他流动资产	17,962	36,361	39,021	42,522	46,951	经营现金流	3,781	(12,925)	(4,105)	797	1,989
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)	(1,155)
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)	(1,463)
资产总额	115,063	141,495	153,327	170,056	186,885	其他	0	0	0	0	0
短期负债	16,430	15,272	15,272	15,272	15,272	投资现金流	(6,497)	(2,289)	(5,016)	(6,896)	(2,617)
应付帐款	29,817	40,881	40,140	44,181	48,594	新增股份	682	907	1,005	604	708
可转换债券	0	0	0	0	0	债务变动	16,064	12,037	96	969	533
长期借款	27,202	40,397	40,493	41,462	41,995	派息	(996)	(1,260)	(1,384)	(1,542)	(1,776)
递延税项	4,463	5,360	5,896	6,485	7,134	其他	0	0	0	0	0
其他负债	13,752	8,595	12,033	15,042	18,802	融资现金流	15,750	11,684	(284)	31	(535)
负债总额	93,633	112,768	116,323	125,142	134,809	现金变动	13,034	(3,530)	(9,404)	(6,068)	(1,163)
股东权益	17,575	20,991	27,316	33,558	39,826	汇兑改变	0	0	0	0	0
少数股东权益	1,944	5,824	6,731	7,540	8,241	期初现金	(7,842)	5,192	1,662	(7,742)	(13,810)
总权益	21,430	28,728	35,958	43,009	49,979	期末现金	5,192	1,662	(7,742)	(13,810)	(14,973)
净负债率	67%	66%	62%	52%	37%	调整	(21,970)	(27,747)	(35,386)	(42,284)	(47,149)
每股净资产(元)	4.10	5.05	5.82	6.84	7.75	现金及现金等价物	27,162	29,409	27,645	28,474	32,176

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