

禹洲地产：短期内平衡利润率与规模增长是关键

文 / 研究员 朱一鸣、贡显扬

导读：

规模增速放缓、毛利率显著降低、一二线货值占比约 80%

前言：

禹洲自 2016 年将总部迁至上海后，积极推进全国化布局与规模扩张。2018 年，禹洲实现合约销售金额 560.03 亿元，同比增长 38.9%。受自身推货节奏及市场环境的影响，禹洲 2018 年未能实现 600 亿元的业绩目标，业绩增速也略低于同规模房企。

2018 年，无论从销售结构、新增投资还是土储分布来看，长三角仍然是禹洲核心布局的区域。虽然年内禹洲通过收购资产包获取了环渤海与粤港澳大湾区的大量土地储备。但综合考虑市场因素我们认为，这些位于北京、天津、沈阳等城市的新增土地短期内对销售业绩的贡献会比较有限。

2019 年，禹洲地产合约销售目标 670 亿元，目标增长率 20% 左右相对较为保守。但同时，林龙安也表示计划 2020 年冲击千亿的目标保持不变。结合禹洲 2018 年的业绩表现和布局结构来看，我们认为，2020 年的千亿目标对禹洲近两年的货量安排和推货节奏都提出了较高的要求。

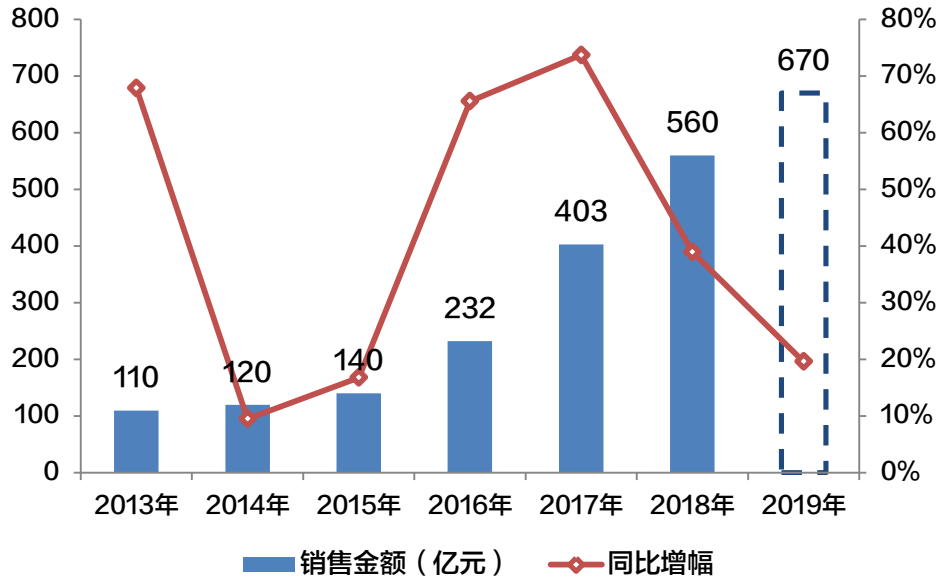
另外，2018 年禹洲的毛利率水平显著降低，从 2017 年的 35.4% 下降 4.68 个百分点至 30.72%。我们认为，禹洲的土地储备集中在长三角区域的一二线城市，目前热点城市限价的市场背景对这部分项目的整体推盘节奏和预期毛利率的实现都有较大影响。对于禹洲而言，在投资布局的过程中，如何在保证项目利润率的基础上实现规模增长的目标显得尤为重要。

一、销售业绩：规模增速显著降低，2019 年目标增长率 20%

禹洲地产 2018 年实现合约销售金额 560.03 亿元，销售面积 370.27 万平方米，分别同比增长 38.9% 和 55.5%。虽然在行业集中度不断提升的竞争压力下，近年来禹洲加速规模化扩张。但 2018 年禹洲受自身推货节奏及市场环境的影响，未能成功冲击 600 亿元的业绩目标，其 38.9% 的业绩同比增速也略低于同规模房企。

业绩会上,禹洲地产提出了2019年670亿元的合约销售目标,较2018年业绩增幅20%左右,相对较为保守。同时,林龙安也表示计划2020年冲击千亿的目标保持不变。

图：禹洲地产2013-2018年销售情况及2019年业绩目标

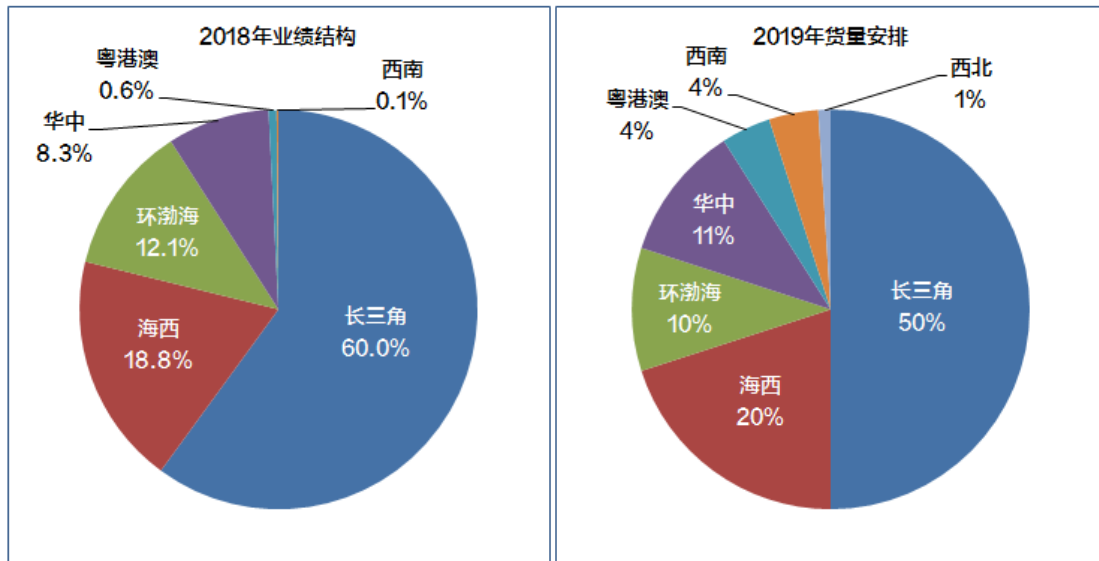


数据来源：企业公告，CRIC

从销售结构上来看,2018年长三角仍然是禹洲地产业绩贡献度最高的区域,销售金额占比达60%。海西和环渤海区域销售金额占比也分别达到了18.8%和12.1%。长三角区域中,合肥、上海全年销售均超600亿元,杭州、南京、苏州的业绩贡献也在10%左右,业绩来源较为集中。

值得注意的是,禹洲2019年预计可售货值为1103亿元,目标去化率约为60.7%。其中,上半年和下半年的货量安排分别为4成和6成。长三角和海西经济圈的可售货值分别占到了总可售货值的50%和20%。结合禹洲2018年的业绩表现和布局结构来看,我们认为,2020年的千亿目标对禹洲近两年的货量安排和推货节奏都提出了较高的要求。

图：禹洲地产 2018 年业绩结构及 2019 年货量安排（金额）



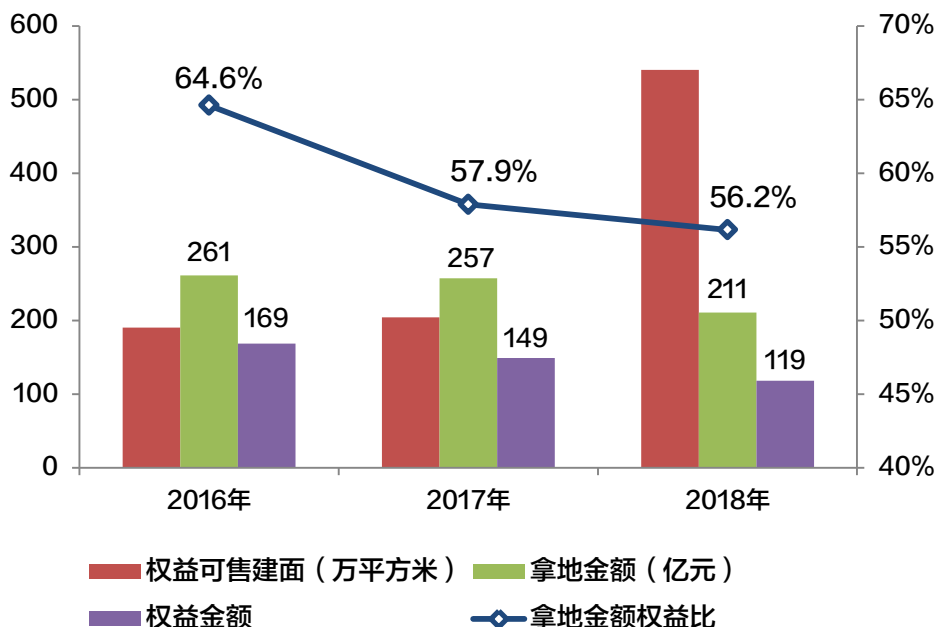
数据来源：企业公告，CRIC 整理

二、土地投资：收并购比例逐步加大，土地投资权益走低

2018 年，禹洲地产合计新增土地投资 23 幅，分别位于泉州、福州、苏州、金华、南京、亳州、徐州、合肥、蚌埠、重庆、新乡、惠州及中山。新增土地投资权益地价约 80.5 亿元，总建筑面积 346.1 万平方米，平均土地成本为 5000 元/平方米。另外，禹洲于 2018 年 8 月以总价 38 亿元完成了对沿海绿色家园 7 幅地块及项目的收购，分别位于北京、佛山、沈阳、天津及武汉。权益可售建面达 334.46 万平方米，平均土地成本约为 1600 元/平方米。

禹洲地产坚持收并购与招拍挂并举，收并购比例逐步加大，2018 年按可售面积计算收并购项目比例达 58%。同时，禹洲新增土地投资金额的权益占比也在逐年走低，在 23 幅新增地块中仅有 7 幅地块的权益高于 51%。

图：禹洲地产 2013-2018 年新增土地投资情况



注：2018 年新增土地投资中，包含收购沿海绿色家园资产包的 334.46 万平方米权益可售建面

数据来源：企业公告，CRIC

三、土储布局：深耕长三角，明确大湾区、京津冀布局

截止 2018 年末，禹洲地产土地储备的总可供销售建筑面积达 1738.37 万平方米，得益于对沿海绿色家园资产包的收购，总土储较 2017 年末有显著增长。平均土地成本 4812 元/平方米，分布于六大都市圈的 28 个城市，共计项目 123 个。

近年来，禹洲全国化布局加速，聚焦核心城市圈扩大土地储备。2018 年，禹洲通过资产包收购进入北京、佛山、沈阳三城，并获取天津、武汉的优质地块及项目。截止 2018 年末，禹洲总土地储备合计货值超过 3000 亿元，其中一二线城市占比约 80%。长三角区域、环渤海区域、海西经济区的总可售面积占比分别达到 39.9%、23.9%和 21.6%。

表：禹洲地产 2017-2018 年土地储备可供销售建筑面积结构（万平方米）

面积	2017 年	2018 年	面积占比	2017 年	2018 年
长三角区域	612.7	694.0	长三角区域	51.7%	39.9%
环渤海区域	127.9	415.0	环渤海区域	10.8%	23.9%
海西经济区	343.3	375.5	海西经济区	29.0%	21.6%
华中区域	59.8	110.8	华中区域	5.1%	6.4%
粤港澳大湾区	40.7	73.8	粤港澳大湾区	3.4%	4.2%
西南区域	-	69.2	西南区域	-	4.0%
合计	1184.4	1738.4	合计	100.0%	100.0%

数据来源：企业公告，CRIC

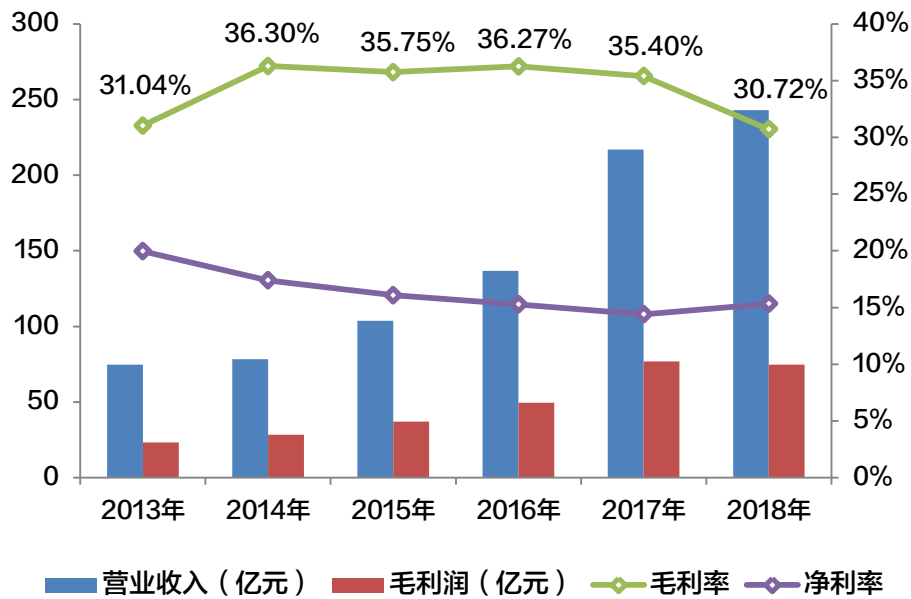
我们认为，通过对京津冀都市圈、粤港澳大湾区及华中区域的投资，在加速全国纵深布局的过程中，一定程度上也缓解了长三角区域土储占比过高的现状。但综合考虑市场因素，其位于北京、天津、沈阳等城市的新增土地并不一定能很快的投入周转，短期内对销售业绩的贡献会比较有限。

四、财务表现：毛利率降至 30.7%，融资成本上升 1.2 个百分点

2018 年，禹洲地产实现营业收入 243.06 亿元，同比增长 12%，其中物业销售收入占比为 97.2%。全年实现毛利润 74.67 亿元，同比下降 2.8%。受毛利润下降影响，禹洲 2018 年的毛利率水平也较去年有显著降低，从 2017 年的 35.4% 下降 4.68 个百分点至 30.72%。

我们认为，禹洲的土地储备集中在长三角区域的一二线城市，目前热点城市限价的市场背景对这部分项目的整体推盘节奏和预期毛利率的实现都有较大影响。对于禹洲而言，在投资布局的过程中，如何在保证项目利润率的基础上实现规模增长的目标显得尤为重要。

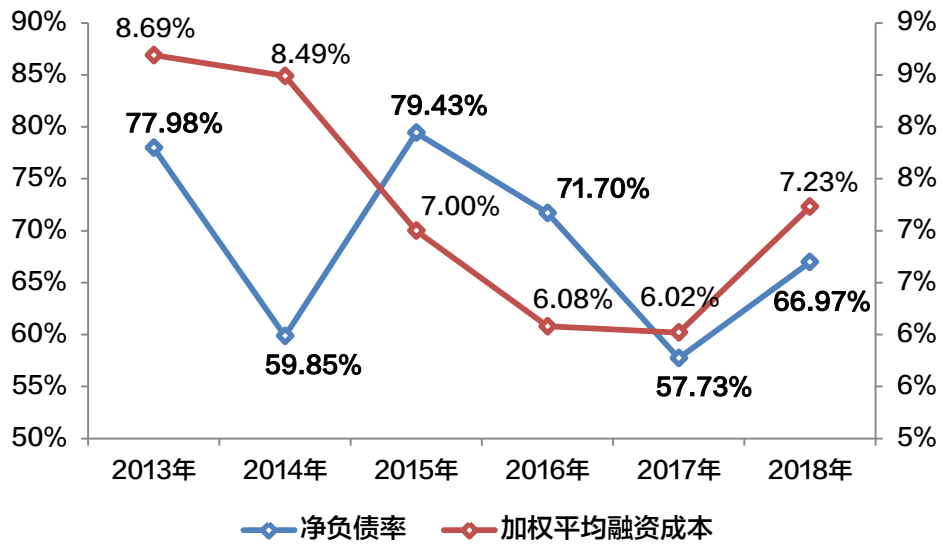
图：禹洲地产 2013-2018 年利润规模及盈利能力



数据来源：企业公告，CRIC

截止 2018 年末，禹洲持有货币资金 292.8 亿元，同比增长 67.3%。现金短债比为 1.78，短期偿债压力较 2017 年末有所减轻，长短期债务比 1.66。净负债率较 2017 年末上升 9.25 个百分点至 66.97%，位于行业合理区间。期内，禹洲地产的加权平均融资成本为 7.23%，较 2017 年上升 1.21 个百分点，这主要是因为禹洲于 2018 年发行了多项公司债及美元优先票据，票面利率较高普遍在 7.85%左右。

图：禹洲地产 2013-2018 年净负债率及加权平均融资成本



数据来源：企业公告，CRIC