

华润置地 (1109 HK)

失望的中期业绩

- ❖ **2017 中期核心净利润下跌 48%**。因为来自一线城市的贡献下降，确认均价下跌而拖低营业额，2017 年上半年，华润置地营业额下跌 21.0%至 353 亿港元。期内物业销售收入下跌 25.9%至 353 亿港元，但同期租金收入增加 13.2%至 40 亿港元。期间毛利率同比提升 1 个百分点至 34.9%。不过期内录得约 16 亿港元因人民币银行贷款及熊猫债而出现的汇兑损失。2017 上半年纯利减少 33.1%至 51.1 亿港元；剔除投资物业重估后，核心净利润为 32.5 亿港元，减少 48.1%。
- ❖ **2017 全年销售目标提升至 1,320 亿人民币**。2017 年 1-6 月，公司累计销售面积为 437 万平方米，增长 1.7%；实现合约销售 632 亿人民币，增长 13.8%；合同销售均价由 2016 全年的每平方米 13,924 元人民币增加至 2017 上半年的每平方米 14,474 元人民币。约 31%及 53%的 2017 上半年合同销售由来自一线及二线城市贡献。华润置地将 2017 年全年销售目标由 1,000 亿提高至 1,320 亿元人民币。
- ❖ **应占权益土地储备达 4,098 万平方米**。2017 年上半年，华润置地新增 24 幅共 577 万平方米的土地储备，总代价为 437 亿元人民币。公司维持双增长引擎的发展模式，截至 2017 年 6 月，物业发展及投资物业的应占权益土地储备分别为 3,497 万平方米及 601 万平方米。目前，公司已渗透国内 57 个城市及香港。
- ❖ **投资物业为亮点**。约 547 万平方米的投资物业在经营中，2017 年上半年的商场零售金额同比增加 13%至 163 亿元人民币。此外，期内投资物业业务的毛利率增加 1.3 个百分点至 62.3%，商场、写字楼及酒店的 2017 年上半年平均出租率分别扩大 1.5 个百分点、1.7 个百分点及 2.9 个百分点至 94.2%、87.6%及 58.0%，而商场的数目估计在 2017-19 年分别增至 27、35 及 44 间。
- ❖ **维持预测及目标价不变**。虽然我们对华润置地 2017 年中期业绩失望，主要因为上半年及下半年的竣工量不平均，我们对其全年业绩仍感信心。公司目前仍有 959.4 亿港元的物业销售将在 2017 年结转，已经达到了我们 2017 年预测收入 1,085 亿港元的 88.4%。我们相信公司 2017 年的盈利有很高的确定性，维持之前预测不变，目标价仍为 HK\$32.45，相等于 30%的与净资产折让，重申买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	103,906	109,328	120,103	136,363	155,937
净利润(百万港元)	17,698	19,501	20,071	22,147	24,469
每股盈利(港元)	2.62	2.81	2.90	3.20	3.53
每股盈利变动(%)	12.9	7.5	2.9	10.3	10.5
市盈率(x)	9.0	8.4	8.2	7.4	6.7
市帐率(x)	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	2.4	3.0	3.1	3.4	3.6
权益收益率(%)	15.3	16.7	15.2	14.8	14.4
净财务杠杆率(%)	22.6	23.8	24.7	28.6	30.3

资料来源：公司及招銀国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$32.45
(过去目标价)	HK\$32.45)
潜在升幅	+37.2%
当前股价	HK\$23.65

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	163,917
3 月平均流通量(百万港元)	239.5
5 周内股价高/低(港元)	25.6/17.04
总股本(百万)	6,931

资料来源：彭博

股东结构

华润集团	61.3%
自由流通	38.7%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.5%	-4.4%
3-月	5.8%	-1.0%
6-月	7.5%	-5.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.crland.com.hk

利潤表

年結:12月31日 (百萬港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	103,906	109,328	120,103	136,363	155,937
物業發展	94,019	98,727	108,513	123,792	142,113
物業投資	6,685	7,252	8,090	8,772	9,824
其他	3,202	3,348	3,500	3,800	4,000
銷售成本	(71,562)	(72,439)	(73,972)	(85,419)	(98,644)
毛利	32,345	36,889	46,132	50,944	57,293
銷售費用	(3,337)	(3,245)	(3,963)	(4,636)	(5,302)
行政費用	(3,062)	(3,083)	(3,603)	(3,955)	(4,366)
其他收益	2,940	3,847	1,276	1,330	1,380
息稅前收益	28,887	34,408	39,842	43,683	49,005
融資成本	(1,186)	(1,452)	(946)	(1,003)	(1,089)
聯營公司	298	601	452	1,175	860
特殊收入	4,723	4,831	-	-	-
稅前利潤	32,722	38,387	39,347	43,855	48,776
所得稅	(13,160)	(15,888)	(17,473)	(19,810)	(22,365)
非控制股東權益	(1,864)	(2,998)	(1,803)	(1,898)	(1,942)
淨利潤	17,698	19,501	20,071	22,147	24,469
核心淨利潤	14,286	16,274	20,071	22,147	24,469

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	112,147	129,100	131,368	147,668	160,268
物業、廠房及設備	9,589	11,289	11,500	11,600	11,800
投資物業	89,550	95,141	100,000	116,000	128,000
聯營公司	11,513	16,899	15,800	16,200	16,800
可供出售投資	13	57	54	54	54
無形資產	-	14	14	14	14
其他	1,481	5,701	4,000	3,800	3,600
流動資產	285,470	297,944	308,999	328,780	358,397
現金及現金等價物	47,058	46,674	45,499	41,780	42,397
應收貿易款項	27,667	44,291	35,000	38,000	36,000
關連款項	13,611	3,262	3,500	4,000	5,000
存貨	193,729	196,425	220,000	240,000	270,000
其他	3,404	7,292	5,000	5,000	5,000
流動負債	188,922	204,108	202,000	213,400	226,600
借債	14,190	11,988	13,500	15,000	16,800
應付貿易賬款	148,509	164,309	165,000	173,000	183,000
應付稅項	9,979	15,526	13,500	14,200	15,000
關連款項	16,244	12,285	10,000	11,200	11,800
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	76,207	83,778	84,300	91,000	99,600
借債	62,855	67,763	70,000	76,000	84,000
遞延稅項	11,369	12,421	11,800	12,000	12,400
其他	1,983	3,594	2,500	3,000	3,200
少數股東權益	16,914	22,721	21,800	22,000	22,800
淨資產總值	115,574	116,438	132,267	150,048	169,665
股東權益	115,574	116,438	132,267	150,048	169,665

來源: 公司及招銀國際研究部預測

现金流量表

年結:12月31日 (百萬港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	28,887	34,408	39,842	43,683	49,005
折舊和攤銷	432	476	632	644	650
營運資金變動	4,546	(16,082)	(12,929)	(20,000)	(26,000)
稅務開支	(11,092)	(15,532)	(20,120)	(18,910)	(21,165)
其他	17,540	12,222	(8,394)	(13,087)	(6,139)
經營活動所得現金淨額	40,313	15,491	(970)	(7,670)	(3,649)
購買固定資產	(14,417)	(9,453)	421	544	450
聯營公司	(12,751)	708	1,252	(8)	(313)
其他	16	(213)	1,701	200	200
投資活動所得現金淨額	(27,152)	(8,957)	3,374	736	336
股份發行	10,058	-	-	-	-
淨銀行借貸	(10,277)	6,008	3,749	7,500	9,800
股息	(3,760)	(4,189)	(4,935)	(5,115)	(5,600)
其他	(3,906)	(5,965)	(2,523)	700	(400)
融資活動所得現金淨額	(7,886)	(4,146)	(3,709)	3,085	3,800
現金增加淨額	5,276	2,389	(1,305)	(3,849)	487
年初現金及現金等價物	43,359	45,742	45,192	44,017	40,298
匯兌	(2,893)	(2,940)	130	130	130
年末現金及現金等價物	45,742	45,191	44,017	40,298	40,915
抵押現金	(1,316)	(1,483)	(1,483)	(1,483)	(1,483)
年末資產負債表現金及現金等價物	47,058	46,674	45,499	41,780	42,397

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	90.5	90.3	90.3	90.8	91.1
物業投資	6.4	6.6	6.7	6.4	6.3
其他	3.1	3.1	3.0	2.8	2.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.1	33.7	38.4	37.4	36.7
稅前利率	31.5	35.1	32.8	32.2	31.3
息稅前收益	17.0	17.8	16.7	16.2	15.7
核心淨利潤率	13.7	14.9	16.7	16.2	15.7
有效稅率	40.2	41.4	44.4	45.2	45.9
增長 (%)					
收入	15.8	5.2	9.9	13.5	14.4
毛利	18.2	14.0	25.1	10.4	12.5
淨利潤率	24.7	19.1	15.8	9.6	12.2
淨利潤	16.9	10.2	2.9	10.3	10.5
核心淨利潤	19.9	13.9	23.3	10.3	10.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
平均應收賬款周轉天數	97.2	147.9	106.4	101.7	84.3
平均應付帳款周轉天數	757.5	827.9	814.2	739.2	677.1
平均存貨周轉天數	988.1	989.7	1,085.6	1,025.5	999.0
淨負債/總權益比率 (%)	22.6	23.8	24.7	28.6	30.3
回報率 (%)					
資本回報率	15.3	16.7	15.2	14.8	14.4
資產回報率	4.5	4.6	4.6	4.6	4.7

每股數據

每股盈利(港元)	2.62	2.81	2.90	3.20	3.53
每股股息(港元)	0.57	0.70	0.73	0.81	0.86
每股賬面值(港元)	16.7	16.8	19.1	21.6	24.5

來源: 公司及招銀國際研究部預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。