

華潤置地 (1109 HK)

失望的中期業績

- ❖ **2017 中期核心淨利潤下跌 48%**。因為來自一線城市的貢獻下降，確認均價下跌而拖低營業額，2017 年上半年，華潤置地營業額下跌 21.0% 至 353 億港元。期內物業銷售收入下跌 25.9% 至 353 億港元，但同期租金收入增加 13.2% 至 40 億元。期間毛利率同比提升 1 個百分點至 34.9%。不過期內錄取約 16 億港元因人民幣銀行貸款及熊貓債而出現的匯兌損失。2017 上半年純利減少 33.1% 至 51.1 億港元；剔除投資物業重估後，核心淨利潤為 32.5 億港元，減少 48.1%。
- ❖ **2017 全年銷售目標提升至 1,320 億人民幣**。2017 年 1-6 月，公司累計銷售面積為 437 萬平方米，增長 1.7%；實現合約銷售 632 億人民幣，增長 13.8%；合同銷售均價由 2016 全年的每平方米 13,924 元人民幣增加至 2017 上半年的每平方米 14,474 元人民幣。約 31% 及 53% 的 2017 上半年合同銷售由來自一線及二線城市貢獻。華潤置地將 2017 年全年銷售目標由 1,000 億提高至 1,320 億元人民幣。
- ❖ **應占權益土地儲備達 4,098 萬平方米**。2017 年上半年，華潤置地新增 24 幅共 577 萬平方米的土地儲備，總代價為 437 億元人民幣。公司維持雙增長引擎的發展模式，截至 2017 年 6 月，物業發展及投資物業的應占權益土地儲備分別為 3,497 萬平方米及 601 萬平方米。目前，公司已滲透國內 57 個城市及香港。
- ❖ **投資物業為亮點**。約 547 萬平方米的投資物業在經營中，2017 年上半年的商場零售金額同比增加 13% 至 163 億元人民幣。此外，期內投資物業業務的毛利率增加 1.3 個百分點至 62.3%，商場、寫字樓及酒店的 2017 年上半年平均出租率分別擴大 1.5 個百分點、1.7 個百分點及 2.9 個百分點至 94.2%、87.6% 及 58.0%，而商場的數目估計在 2017-19 年分別增至 27、35 及 44 間。
- ❖ **維持預測及目標價不變**。雖然我們對華潤置地 2017 年中期業績失望，主要因為上半年及下半年的竣工量不平均，我們對其全年業績仍感信心。公司目前仍有 959.4 億港元的物業銷售將在 2017 年結轉，已經達到了我們 2017 年預測物業銷售收入 1,085 億港元的 88.4%。我們相信公司 2017 年的盈利有很高的確定性，維持之前盈利預測不變，目標價仍為 HK\$32.45，相等於 2017 年底之淨資產折讓 30%，重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	103,906	109,328	120,103	136,363	155,937
淨利潤 (百萬港元)	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
每股盈利變動 (%)	12.9	7.5	2.9	10.3	10.5
市盈率 (x)	9.0	8.4	8.2	7.4	6.7
市帳率 (x)	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	2.4	3.0	3.1	3.4	3.6
權益收益率 (%)	15.3	16.7	15.2	14.8	14.4
淨財務杠杆率 (%)	22.6	23.8	24.7	28.6	30.3

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$32.45
(過去目標價)	HK\$32.45)
潛在升幅	+37.2%
當前股價	HK\$23.65

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值 (百萬港元)	163,917
3 月平均流通量 (百萬港元)	239.5
5 周內股價高/低 (港元)	25.6/17.04
總股本 (百萬)	6,931

資料來源：彭博

股東結構

華潤集團	61.3%
自由流通	38.7%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.5%	-4.4%
3-月	5.8%	-1.0%
6-月	7.5%	-5.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte

公司網站: 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

現金流量表

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)
購置固定資產	(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

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。