

华润置地 (1109 HK)

利润率大幅提升带动盈利增长

- ❖ **18 上半年核心利润增长 152%。** 18 年上半年公司收入和净利润分别增长 40.4%至 438 亿 (人民币,下同)和 96.1%至 89 亿。尽管结转面积减少 21.7%至 190 万平,但由于高毛利的深圳及上海项目占物业销售收入的比重提升至 33%,因此平均售价上升 82.1%至 18,844 元/平。另一方面,租金收入增长 22.1%至 43.7 亿。因此,当期整体毛利率大幅上升 13.1 个百分点至 48.1%。除去投资物业重估的影响,核心利润在 18 年上半年增长 151.8%至 72.8 亿,核心净利率为 16.6%,同比提升 7.3 个百分点。董事会建议派发中期股息每股 0.11 元,同比增长 30.0%。
- ❖ **前 7 个月完成全年销售目标的 63%。** 今年前 7 个月,公司合约销售增长 56.5%至 1,157 亿,销售面积增长 56.5%至 650 万平,完成全年销售目标 1,830 亿的 63%。截至 2018 年 6 月 30 日,公司已售未结转金额达 2,166 亿,其中 965 亿将于 2018 年结转。管理层表示,预计 18 年结转的物业销售毛利率将在 45%左右。
- ❖ **总土储达 5,215 万平。** 截至 2018 年 6 月 30 日,公司拥有 5,215 万平的土地储备,其中物业销售土储 432 万平,投资物业土储 893 万平。今年上半年公司加大了土地投资力度,期内共增加了 820 万平的土地储备,总代价 673 亿,而 2016 和 2017 年全年的土地总款为 626 亿和 1,044 亿。我们认为上半年积极的土地投资可以有助于保证未来 2-3 年的增长。
- ❖ **到 2020 年将有 48 个购物开业运营。** 截至 2018 年 6 月 30 日,公司已开业 28 个购物中心,总建筑面积为 717 万平方米,其中包括 16 个 Mixc 商场,12 个 Hi5 / Mixc One。平均出租率为 94.7%。18 年上半年,公司投资物业收入增长 22.1%至 44 亿,其中购物中心收入 31 亿,办公楼及酒店收入为 13 亿。根据公司规划,在 2018-2020 年,每年将分别有 8、7 和 6 个新购物中心开业,到 2020 年开业运营的购物中心将达到 48 个。
- ❖ **上调目标价至 32.93 港元。** 由于公司加大了投资力度,净负债比从 17 年底的 35.9%上升至今年年中的 47.2%,但我们认为目前杠杆水平仍处于安全范围内。由于报告货币的变化,我们相应地将我们的预测转换为人民币。因此,我们预计 2018-2019 年的盈利将达到 238 亿和 246 亿。我们略微上调 18 年末预测每股资产净值至 47.04 港元。基于 30%的折让,我们将目标价从 29.64 港元上调至 32.93 港元。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	94,022	101,986	128,135	159,790	205,596
净利润(百万人民币)	16,771	19,794	23,858	24,588	28,751
每股盈利(人民币)	2.42	2.86	3.44	3.55	4.15
每股盈利变动(%)	7.5	18.0	20.5	3.1	16.9
市盈率(x)	10.1	8.6	7.1	6.9	5.9
市帐率(x)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	2.5	3.4	4.0	4.6	5.3
权益收益率(%)	16.7	16.5	17.3	15.9	16.3
净财务杠杆率(%)	23.8	35.9	47.4	44.4	41.1

资料来源:公司及招银国际研究预测,注*:按 HK\$1 = Rmb0.86 转换

买入 (维持)

目标价	HK\$32.93
(过去目标价)	HK\$29.64)
潜在升幅	15.3%
当前股价	HK\$28.55

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)	197.878
3 月平均流通量(百万港元)	561
5 周内股价高/低(港元)	34.45/21.05
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	-1.3%	2.4%
3-月	-12.5%	0.5%
6-月	-12.9%	-0.4%

资料来源:彭博

股价表现



资料来源:彭博

审计师: E&Y

公司网站: www.crland.com.hk

利潤表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
收入	94,022	101,986	128,135	159,790	205,596
物業發展	84,905	89,920	114,036	143,998	187,910
物業投資	6,237	7,554	8,461	9,476	10,613
其他	2,879	4,511	5,639	6,315	7,073
銷售成本	(62,297)	(60,932)	(72,037)	(95,557)	(128,641)
毛利	31,725	41,054	56,098	64,232	76,956
其他收益	3,309	1,762	1,847	2,175	2,412
銷售費用	(2,791)	(3,352)	(4,069)	(4,960)	(6,044)
行政費用	(2,651)	(3,628)	(4,189)	(4,960)	(5,849)
息稅前收益	29,591	35,834	49,688	56,486	67,474
融資成本	(1,249)	(1,539)	(2,093)	(2,302)	(2,532)
聯營公司	517	203	890	740	593
特殊收入	4,154	5,143	2,032	-	-
稅前利潤	33,013	39,641	50,517	54,924	65,535
所得稅	(13,664)	(17,790)	(23,746)	(27,029)	(33,202)
非控制股東權益	(2,579)	(2,057)	(2,634)	(3,027)	(3,302)
永續債	-	-	(280)	(280)	(280)
淨利潤	16,771	19,794	23,858	24,588	28,751
核心淨利潤	13,655	15,937	22,335	24,588	28,751

來源：公司資料，招銀國際則預測

注*：按 HK\$1 = Rmb0.86 轉換

資產負債表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	111,026	146,351	156,416	168,081	180,574
物業、廠房及設備	9,709	10,633	11,165	11,723	12,309
投資物業	81,821	99,209	109,129	120,042	132,047
聯營公司	14,533	30,346	30,346	30,346	30,346
可供出售投資	49	52	52	52	52
無形資產	12	433	433	433	433
其他	4,902	5,679	5,291	5,485	5,388
流動資產	256,232	334,099	424,168	466,104	511,286
現金及現金等價物	40,140	53,774	66,127	74,682	85,535
應收貿易款項	38,091	42,050	43,732	45,481	47,301
關連款項	2,805	5,612	4,209	4,910	4,559
存貨	168,926	223,489	301,710	331,881	365,070
合同資產	-	-	668	701	736
其他	6,271	9,174	7,723	8,448	8,085
流動負債	175,533	239,823	281,871	308,798	335,945
借債	10,310	25,658	34,638	41,565	49,878
應付貿易賬款	50,435	64,109	65,391	66,699	68,033
應付稅項	90,871	119,373	-	-	-
關連款項	10,565	11,070	11,292	11,517	11,748
應付稅項	13,352	19,613	20,006	20,406	20,814
合同負債	-	-	150,545	168,611	185,472
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	72,049	96,387	129,171	135,630	142,411
借債	58,276	79,899	111,858	117,451	123,324
遞延稅項	10,682	12,268	12,881	13,526	14,202
其他	3,091	4,221	4,432	4,653	4,886
少數股東權益	19,540	24,522	26,974	29,671	32,639
永續債	-	-	5,000	5,000	5,000
淨資產總值	100,136	119,718	137,568	155,086	175,866
股東權益	100,136	119,718	137,568	155,086	175,866

來源：公司資料，招銀國際則預測

注*：按 HK\$1 = Rmb0.86 轉換

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	29,591	35,834	49,688	56,486	67,474
折旧和摊销	409	464	532	558	586
营运资金变动	(13,831)	(51,688)	(78,621)	(30,613)	(33,673)
税务开支	(13,358)	(13,459)	(22,740)	(25,985)	(32,118)
其他	10,511	37,088	35,560	13,649	13,279
经营活动所得现金净额	13,323	8,239	(15,581)	14,096	15,548
购置固定资产	(8,130)	(10,191)	(10,984)	(12,029)	(13,177)
联营公司	609	(14,889)	297	247	198
其他	(183)	(345)	388	(194)	97
投资活动所得现金净额	(7,703)	(25,425)	(10,299)	(11,977)	(12,882)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	5,167	34,502	40,940	12,520	14,186
股息	(3,603)	(5,034)	(6,910)	(8,109)	(9,080)
其他	(5,130)	(1,387)	1,624	(476)	581
融资活动所得现金净额	(3,565)	28,081	35,654	3,936	5,687
现金增加净额	2,054	10,895	9,773	6,055	8,354
年初现金及现金等价物	39,338	38,864	52,371	64,644	73,199
汇兑	(2,528)	2,611	2,500	2,500	2,500
年末现金及现金等价物	38,864	52,371	64,644	73,199	84,052
抵押现金	(1,275)	(1,403)	(1,483)	(1,483)	(1,483)
年末资产负债表现金及现金等价物	40,140	53,774	66,127	74,682	85,535

来源：公司资料，招银国际则预测

注*：按 HK\$1 = Rmb0.86 转换

主要比率

年结:12月31日	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业发展	90.3	88.2	89.0	90.1	91.4
物业投资	6.6	7.4	6.6	5.9	5.2
其他	3.1	4.4	4.4	4.0	4.4
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	33.7	40.3	43.8	40.2	37.4
税前利率	35.1	38.9	39.4	34.4	31.9
息税前收益	17.8	19.4	18.6	15.4	14.0
核心净利润率	14.5	15.6	17.4	15.4	14.0
有效税率	41.4	44.9	47.0	49.2	50.7

增长 (%)

收入	5.2	8.5	25.6	24.7	28.7
毛利	14.0	29.4	36.6	14.5	19.8
净利润率	19.1	21.1	38.7	13.7	19.5
净利润	10.2	18.0	20.5	3.1	16.9
核心净利润	13.9	16.7	40.1	10.1	16.9

资产负债比率

流动比率 (x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	148	151	125	104	84
平均应付账款周转天数	296	384	331	255	193
平均存货周转天数	990	1,339	1,529	1,268	1,036
净负债/总权益比率 (%)	23.8	35.9	47.4	44.4	41.1

回报率 (%)

资本回报率	16.7	16.5	17.3	15.9	16.3
资产回报率	4.6	4.5	4.6	4.4	4.7

每股数据

每股盈利(人民币)	2.42	2.86	3.44	3.55	4.15
每股股息(人民币)	0.61	0.83	0.99	1.12	1.29
每股账面值(人民币)	14.45	17.27	19.85	22.38	25.37

来源：公司资料，招银国际则预测

注*：按 HK\$1 = Rmb0.86 转换

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。