

華潤置地 (1109 HK)

深圳項目推動利潤率上升

- ❖ **2017 年核心淨利潤符合我們的預期。**2017 年，華潤置地實現收入 1,186 億港元(下同)，增長 8.5%，核心淨利潤增長 18.0%至 230 億。儘管物業銷售收入僅增長 5.9%至 1,046 億，但由於較多深圳項目於在 2017 年貢獻收入，因此毛利率提升 6.5 個百分點至 40.3%。除去投資物業重估的影響，核心利潤增長 17.7%至 192 億，較我們的預期低 4.5%。公司宣派期末股息每股 0.867 港元，分紅比率由 2016 年的 30%上升至 35%，預計在未來依然能夠維持該分紅比率。
- ❖ **2018 年銷售目標 1,830 億人民幣。**2017 年，公司合約銷售增長 40.8%至 1,521 億元人民幣，銷售面積 954 萬平，增長 23.0%。合約銷售中，來自北方區域占 25.5%，東部區域占 22.2%，南方區域占 24.3%，我們預計未來邊際利潤依然可觀。截止到 2017 年底，公司已售未結轉金額為 1,260 億人民幣，其中 787 億人民幣將在 2018 年結轉。管理層也透露 2018 年結轉專案的毛利率將達到 45%。基於 2018 年 3,110 億人民幣的可售貨值和 60%的去化率，公司目標在今年完成 1,830 億人民幣的銷售。
- ❖ **總土儲 4,898 萬平。**2017 年，公司共獲取 64 塊土地，總建面 1,197 萬平，總代價 1,045 億人民幣。公司目前在 60 個城市均有佈局，截止到 2017 年底，公司總土儲達 4,898 萬平，其中 4,082 平為開發銷售面積，816 萬平為投資物業面積。4,082 平的開發銷售面積中 10%和 63%分佈在一線和二線城市，足夠公司未來三年的發展。
- ❖ **目標 2018 年租金收入達 100 億港元。**2017 年，公司租金收入達 88 億港元，增長 21.1%。截止到 2017 年底，公司運營投資物業面積 689 萬平，包括 16 個萬象城，11 個萬象匯/五彩城。商城和寫字樓平均出租率分別達 94.1%和 90.9%。在 2018-2020 年，公司將有 8 個、7 個和 6 個商場開業。
- ❖ **上調目標價至 32.86 港元。**儘管淨負債率由 16 年底的 23.8%擴大至 35.9%，但公司目前杠杆水準仍處在安全範圍內。我們分別上調 2018-2019 年盈利預測 6.4%、7.5%至 236 億和 263 億港元。我們同時推出 18 年底每股淨資產為 46.99 港元，因此目標價由原來的 32.45 港元提高至 32.89 港元，相當於 30%的淨資產折讓，維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬港元)	109,328	118,588	148,840	185,940	239,458
淨利潤 (百萬港元)	19,501	23,017	23,559	26,303	30,225
每股盈利 (港元)	2.81	3.32	3.40	3.79	4.36
每股盈利變動 (%)	7.5	18.0	2.4	11.6	14.9
市盈率(x)	10.1	8.6	8.4	7.5	6.5
市帳率(x)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	2.5	3.4	4.2	4.6	5.4
權益收益率 (%)	16.7	16.1	14.7	14.7	15.0
淨財務杠杆率 (%)	23.8	35.9	27.1	22.0	22.2

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$32.86
(過去目標價)	HK\$32.45)
潛在升幅	15.2%
當前股價	HK\$28.55

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)	197,878
3 月平均流通量 (百萬港元)	561
5 周內股價高/低 (港元)	34.45/19.86
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	-6.1%	-7.3%
3-月	30.0%	20.7%
6-月	4.6%	-6.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: E&Y

公司網站: www.crland.com.hk

利潤表

年結:12月31日 (百萬港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	109,328	118,588	148,840	185,940	239,458
物業發展	98,727	104,559	132,600	167,440	218,500
物業投資	7,252	8,784	10,365	11,920	13,589
物業管理	3,348	5,245	5,875	6,580	7,369
銷售成本	(72,439)	(70,851)	(87,342)	(115,807)	(155,859)
毛利	36,889	47,737	61,497	70,133	83,599
銷售費用	(3,245)	(3,898)	(4,708)	(5,743)	(7,002)
行政費用	(3,083)	(4,219)	(4,847)	(5,743)	(6,776)
其他收益	3,847	2,048	2,114	2,529	2,805
息稅前收益	34,408	41,668	54,057	61,176	72,626
融資成本	(1,452)	(1,790)	(1,744)	(1,865)	(2,044)
聯營公司	601	236	1,035	860	690
特殊收入	4,831	5,980	-	-	-
稅前利潤	38,387	46,094	53,348	60,171	71,273
所得稅	(15,888)	(20,686)	(26,727)	(30,348)	(37,207)
非控制股東權益	(2,998)	(2,392)	(3,062)	(3,520)	(3,840)
淨利潤	19,501	23,017	23,559	26,303	30,225
核心淨利潤	16,274	19,160	23,559	26,303	30,225

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	129,100	174,928	180,948	188,110	195,209
物業、廠房及設備	11,289	12,568	13,196	13,856	14,549
投資物業	95,141	118,683	124,617	130,848	137,391
聯營公司	16,899	36,303	36,303	36,303	36,303
可供出售投資	57	70	70	70	70
無形資產	14	518	518	518	518
其他	5,701	6,785	6,243	6,514	6,378
流動資產	297,944	399,638	426,568	462,283	502,582
現金及現金等價物	46,674	64,323	79,567	98,399	107,205
應收貿易款項	44,291	50,269	51,525	52,813	55,454
關連款項	3,262	6,713	4,988	5,850	5,419
存貨	196,425	268,500	281,926	296,022	325,624
其他	7,292	9,833	8,563	9,198	8,880
流動負債	204,108	286,835	288,757	295,662	302,386
借債	11,988	30,694	26,790	27,717	28,305
應付貿易賬款	164,309	219,401	223,789	228,265	232,830
應付稅項	15,526	23,463	24,636	25,868	27,161
關連款項	12,285	13,276	13,542	13,813	14,089
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	83,778	115,308	125,853	139,779	154,997
借債	67,763	95,583	105,141	118,032	132,162
遞延稅項	12,421	14,676	15,410	16,181	16,990
其他	3,594	5,049	5,302	5,567	5,845
少數股東權益	22,721	29,335	32,269	35,496	39,045
淨資產總值	116,438	143,087	160,637	179,455	201,363
股東權益	116,438	143,087	160,637	179,455	201,363

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)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	34,408	41,668	54,057	61,176	72,626
折舊和攤銷	476	540	628	660	693
營運資金變動	(16,082)	(60,102)	(13,150)	(13,822)	(30,649)
稅務開支	(15,532)	(10,494)	(24,820)	(28,345)	(35,105)
其他	12,222	27,939	(3,293)	(5,856)	(5,463)
經營活動所得現金淨額	15,491	(449)	13,423	13,813	2,102
購置固定資產	(9,453)	(739)	-	(0)	-
聯營公司	708	(19,339)	345	287	230
其他	(213)	(1,084)	542	(271)	136
投資活動所得現金淨額	(8,957)	(21,163)	887	16	366
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	6,008	46,526	5,654	13,818	14,719
股息	(4,189)	(4,935)	(6,841)	(8,352)	(9,218)
其他	(5,965)	(2,460)	1,991	(592)	708
融資活動所得現金淨額	(4,146)	39,131	804	4,874	6,209
現金增加淨額	2,389	17,519	15,114	18,702	8,676
年初現金及現金等價物	45,742	45,191	62,840	78,084	96,916
匯兌	(2,940)	130	130	130	130
年末現金及現金等價物	45,191	62,840	78,085	96,916	105,722
抵押現金	(1,483)	(1,483)	(1,483)	(1,483)	(1,483)
年末資產負債表現金及現金等價物	46,674	64,323	79,568	98,399	107,205

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
物業發展	90.3	88.2	89.1	90.1	91.2
物業投資	6.6	7.4	7.0	6.4	5.7
物業管理	3.1	4.4	3.9	3.5	4.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	33.7	40.3	41.3	37.7	34.9
稅前利率	35.1	38.9	35.8	32.4	29.8
息稅前收益	17.8	19.4	15.8	14.1	12.6
核心淨利潤率	14.9	16.2	15.8	14.1	12.6
有效稅率	41.4	44.9	50.1	50.4	52.2

增長 (%)

收入	5.2	8.5	25.5	24.9	28.8
毛利	14.0	29.4	28.8	14.0	19.2
淨利潤率	19.1	21.1	29.7	13.2	18.7
淨利潤	10.2	18.0	2.4	11.6	14.9
核心淨利潤	13.9	17.7	23.0	11.6	14.9

資產負債比率

流動比率 (x)	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7
平均應收賬款周轉天數	147.9	154.7	126.4	103.7	84.5
平均應付帳款周轉天數	827.9	1,130.3	935.2	719.4	545.3
平均存貨周轉天數	989.7	1,383.2	1,178.2	933.0	762.6
淨負債/總權益比率 (%)	23.8	35.9	27.1	22.0	22.2

回報率 (%)

資本回報率	16.7	16.1	14.7	14.7	15.0
資產回報率	4.6	4.0	3.9	4.0	4.3

每股數據

每股盈利(港元)	2.81	3.32	3.40	3.79	4.36
每股股息(港元)	0.70	0.97	1.20	1.33	1.53
每股賬面值(港元)	16.8	20.6	23.2	25.9	29.1

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）發表於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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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責任。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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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，任何機構或個人於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。