

## 華潤置地 (1109 HK)

### 利潤率大幅提升帶動盈利增長

- ❖ **18 上半年核心利潤增長 152%**。18 年上半年公司收入和淨利潤分別增長 40.4% 至 438 億 (人民幣,下同) 和 96.1% 至 89 億。儘管結轉面積減少 21.7% 至 190 萬平,但由於高毛利的深圳及上海項目占物業銷售收入的比重提升至 33%,因此平均售價上升 82.1% 至 18,844 元/平。另一方面,租金收入增長 22.1% 至 43.7 億。因此,當期整體毛利率大幅上升 13.1 個百分點至 48.1%。除去投資物業重估的影響,核心利潤在 18 年上半年增長 151.8% 至 72.8 億,核心淨利潤率為 16.6%,同比提升 7.3 個百分點。董事會建議派發中期股息每股 0.11 元,同比增長 30.0%。
- ❖ **前 7 個月完成全年銷售目標的 63%**。今年前 7 個月,公司合約銷售增長 56.5% 至 1,157 億,銷售面積增長 56.5% 至 650 萬平,完成全年銷售目標 1,830 億的 63%。截至 2018 年 6 月 30 日,公司已售未結轉金額達 2,166 億,其中 965 億將於 2018 年結轉。管理層表示,預計 18 年結轉的物業銷售毛利率將在 45% 左右。
- ❖ **總土儲達 5,215 萬平**。截至 2018 年 6 月 30 日,公司擁有 5,215 萬平的土地儲備,其中物業銷售土儲 432 萬平,投資物業土儲 893 萬平。今年上半年公司加大了土地投資力度,期內共增加了 820 萬平的土地儲備,總代價 673 億,而 2016 和 2017 年全年的土地總款為 626 億和 1,044 億。我們認為上半年積極的土地投資可以有助於保證未來 2-3 年的增長。
- ❖ **到 2020 年將有 48 個購物開業運營**。截至 2018 年 6 月 30 日,公司已開業 28 個購物中心,總建築面積為 717 萬平方米,其中包括 16 個 Mixc 商場,12 個 Hi5 / Mixc One。平均出租率為 94.7%。18 年上半年,公司投資物業收入增長 22.1% 至 44 億,其中購物中心收入 31 億,辦公樓及酒店收入為 13 億。根據公司規劃,在 2018-2020 年,每年將分別有 8、7 和 6 個新購物中心開業,到 2020 年開業運營的購物中心將達到 48 個。
- ❖ **上調目標價至 32.93 港元**。由於公司加大了投資力度,淨負債比從 17 年底的 35.9% 上升至今年年中的 47.2%,但我們認為目前杠杆水準仍處於安全範圍內。由於報告貨幣的變化,我們相應地將我們的預測轉換為人民幣。因此我們預計 2018-2019 年的盈利將達到 238 億和 246 億。我們略微上調 18 年末預測每股資產淨值至 47.04 港元。基於 30% 的折讓,我們將目標價從 29.64 港元上調至 32.93 港元。維持買入評級。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	94,022	101,986	128,135	159,790	205,596
淨利潤 (百萬人民幣)	16,771	19,794	23,858	24,588	28,751
每股盈利 (人民幣)	2.42	2.86	3.44	3.55	4.15
每股盈利變動 (%)	7.5	18.0	20.5	3.1	16.9
市盈率 (x)	10.1	8.6	7.1	6.9	5.9
市帳率 (x)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	2.5	3.4	4.0	4.6	5.3
權益收益率 (%)	16.7	16.5	17.3	15.9	16.3
淨財務杠杆率 (%)	23.8	35.9	47.4	44.4	41.1

資料來源:公司及招銀國際研究預測,注\*:按 HK\$1 = Rmb0.86 轉換

#### 買入 (維持)

目標價	HK\$32.93
(過去目標價)	HK\$29.64)
潛在升幅	15.3%
當前股價	HK\$28.55

#### 文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto: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)	34.45/21.05
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	-1.3%	2.4%
3-月	-12.5%	0.5%
6-月	-12.9%	-0.4%

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](http://www.crland.com.hk)

**利潤表**

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>94,022</b>	<b>101,986</b>	<b>128,135</b>	<b>159,790</b>	<b>205,596</b>
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)
<b>毛利</b>	<b>31,725</b>	<b>41,054</b>	<b>56,098</b>	<b>64,232</b>	<b>76,956</b>
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)
<b>息稅前收益</b>	<b>29,591</b>	<b>35,834</b>	<b>49,688</b>	<b>56,486</b>	<b>67,474</b>
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	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>33,013</b>	<b>39,641</b>	<b>50,517</b>	<b>54,924</b>	<b>65,535</b>
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)
<b>淨利潤</b>	<b>16,771</b>	<b>19,794</b>	<b>23,858</b>	<b>24,588</b>	<b>28,751</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>13,655</b>	<b>15,937</b>	<b>22,335</b>	<b>24,588</b>	<b>28,751</b>

來源:公司資料,招銀國際則預測

註\*: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
<b>非流動資產</b>	<b>111,026</b>	<b>146,351</b>	<b>156,416</b>	<b>168,081</b>	<b>180,574</b>
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
<b>流動資產</b>	<b>256,232</b>	<b>334,099</b>	<b>424,168</b>	<b>466,104</b>	<b>511,286</b>
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
<b>流動負債</b>	<b>175,533</b>	<b>239,823</b>	<b>281,871</b>	<b>308,798</b>	<b>335,945</b>
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	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>72,049</b>	<b>96,387</b>	<b>129,171</b>	<b>135,630</b>	<b>142,411</b>
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
<b>少數股東權益</b>	<b>19,540</b>	<b>24,522</b>	<b>26,974</b>	<b>29,671</b>	<b>32,639</b>
永續債	-	-	5,000	5,000	5,000
<b>淨資產總值</b>	<b>100,136</b>	<b>119,718</b>	<b>137,568</b>	<b>155,086</b>	<b>175,866</b>
<b>股東權益</b>	<b>100,136</b>	<b>119,718</b>	<b>137,568</b>	<b>155,086</b>	<b>175,866</b>

來源:公司資料,招銀國際則預測

註\*:按 HK\$1=Rmb0.86 轉換

## 現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	29,591	35,834	49,688	56,486	67,474
折舊和攤銷	409	464	532	558	586
營運資金變動	(13,831)	(51,688)	(78,621)	(30,613)	(33,673)
稅務開支	(13,358)	(13,459)	(22,740)	(25,985)	(32,118)
其他	10,511	37,088	35,560	13,649	13,279
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>13,323</b>	<b>8,239</b>	<b>(15,581)</b>	<b>14,096</b>	<b>15,548</b>
購置固定資產	(8,130)	(10,191)	(10,984)	(12,029)	(13,177)
聯營公司	609	(14,889)	297	247	198
其他	(183)	(345)	388	(194)	97
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(7,703)</b>	<b>(25,425)</b>	<b>(10,299)</b>	<b>(11,977)</b>	<b>(12,882)</b>
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	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
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(3,565)</b>	<b>28,081</b>	<b>35,654</b>	<b>3,936</b>	<b>5,687</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>2,054</b>	<b>10,895</b>	<b>9,773</b>	<b>6,055</b>	<b>8,354</b>
年初現金及現金等價物	39,338	38,864	52,371	64,644	73,199
匯兌	(2,528)	2,611	2,500	2,500	2,500
年末現金及現金等價物	38,864	52,371	64,644	73,199	84,052
抵押現金	(1,275)	(1,403)	(1,483)	(1,483)	(1,483)
<b>年末資產負債表現金</b>	<b>40,140</b>	<b>53,774</b>	<b>66,127</b>	<b>74,682</b>	<b>85,535</b>

來源：公司資料，招銀國際則預測

註\*：按 HK\$1 = Rmb0.86 轉換

## 主要比率

年結:12月31日	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	90.3	88.2	89.0	90.1	91.4
物業投資	6.6	7.4	6.6	5.9	5.2
其他	3.1	4.4	4.4	4.0	4.4
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>101.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	33.7	40.3	43.8	40.2	37.4
稅前利率	35.1	38.9	39.4	34.4	31.9
息稅前收益	17.8	19.4	18.6	15.4	14.0
核心淨利潤率	14.5	15.6	17.4	15.4	14.0
有效稅率	41.4	44.9	47.0	49.2	50.7
<b>增長 (%)</b>					
收入	5.2	8.5	25.6	24.7	28.7
毛利	14.0	29.4	36.6	14.5	19.8
淨利潤率	19.1	21.1	38.7	13.7	19.5
淨利潤	10.2	18.0	20.5	3.1	16.9
核心淨利潤	13.9	16.7	40.1	10.1	16.9
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
平均應收賬款周轉天數	148	151	125	104	84
平均應付帳款周轉天數	296	384	331	255	193
平均存貨周轉天數	990	1,339	1,529	1,268	1,036
淨負債/總權益比率 (%)	23.8	35.9	47.4	44.4	41.1
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	16.7	16.5	17.3	15.9	16.3
資產回報率	4.6	4.5	4.6	4.4	4.7
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	2.42	2.86	3.44	3.55	4.15
每股股息(人民幣)	0.61	0.83	0.99	1.12	1.29
每股賬面值(人民幣)	14.45	17.27	19.85	22.38	25.37

來源：公司資料，招銀國際則預測

註\*：按 HK\$1 = Rmb0.86 轉換

## 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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 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。