

华润置地 (1109 HK)

最佳内房股之一



- ❖ **年初至今股价上涨 21.5%**。市况低迷，然而华润置地表现良好，其股价年初至今已上涨 21.5%。投资者对其前景感到乐观。首先，因深圳高毛利项目结转，公司 2018 上半年录得毛利率 48.1%。其次，公司前三季合约销售和总租金收入分别增长 55.4% 至 1,564 亿元(人民币·下同)和 29.5% 至 69 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司已完成全年销售目标 1,830 亿元的 85.4%。我们最近参观了合肥和重庆的项目，并对公司的业务，特别是租赁物业继续感到乐观。
- ❖ **储备不足，合肥销售放缓**。自 2014 年 9 月成立以来，华润置地的合肥办事处已在安徽开发了 10 个项目。合肥办事处在 2011-14 年度合约销售额年复合增长率为 54.4%，2014 年录得 38.9 亿元，但其后逐步回落至 2017 年的 17.2 亿元。这是由于合肥办事处在过去三年未有增加足够的可销售用地，而目前安徽的土地储备则达到 225 万平方米。我们参观了合肥市中心的旗舰项目—华润中心。华润中心的楼面面积为 130 万平方米，包括 13 万平方米的办公室、70 万平方米的住宅项目、以及 33 万平方米的万象城(The Mixc)。公司保留购物中心及一幢办公大楼作为投资物业。住宅项目于 2011 年至 2018 年推出。总体销售均价约为 11,012 元/平方米，而平均地价则为 2,119 元/平方米。住宅项目的毛利率为 38.7%，回报令人满意。合肥万象城的租金收入在 2018 上半年增长 23.2% 至 1.1 亿元，截至 2018 年 6 月末，出租率维持在 97.4%。
- ❖ **重庆成中国西部的重心开发区**。华润置地于 2007 年走进重庆。重庆办事处于 2017-18 年在当地收购了四个项目。截至 2018 年 9 月末，重庆土地储备为 331 万平方米，占华润置地于中国西部的土地储备 35.5%。重庆办事处共开发了九个项目，总投资额为 401 亿元，其中包括两个购物中心。重庆办事处目标是在 2018 年获得合同销售额 90 亿元，并希望在 2019 年达到 100 亿元。重庆万象城的租金收入在 2018 上半年增长 28.4% 至 1.46 亿元，截至 2018 年 6 月末，出租率为 93.8%。重庆弹子石万象城可租赁面积为 47,000 平方米，并于 2018 年 9 月开始投入运作，开幕当天出租率达 96.6%。
- ❖ **维持买入评级**。投资物业，尤其是购物中心的经营，为华润置地的优势。公司预计于 2018 - 2020 年将分别有八/七/六个购物中心陆续开业。这将为公司带来强劲的租金收入增长。我们维持目标价和预测不变，预计 18 年末的每股净资产值为 47.04 港元。我们的目标价为 32.93 港元，相当于净资产值 30% 的折让。上行潜力为 17.6%。

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)	10.0	8.4	8.2	7.4	6.4
市帐率(x)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	2.5	3.5	4.3	4.7	5.5
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

数据源：公司及招銀国际研究预测 注*：按 HK\$1 = Rmb0.86 转换

买入 (维持)

目标价	HK\$32.93
(过去目标价)	HK\$32.93)
潜在升幅	17.6%
当前股价	HK\$28.00

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)	333
5周内股价高/低(港元)	34.45/21.05
总股本(百万)	6,931

数据源：彭博

股东结构

华润集团	61.3%
自由流通	38.7%

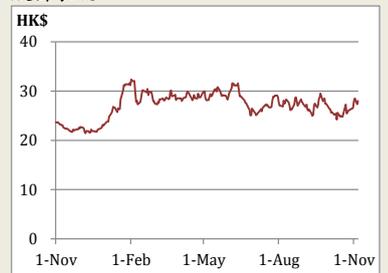
数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.2%	8.8%
3-月	-2.5%	6.2%
6-月	-3.0%	12.2%

数据源：彭博

股价表现



数据源：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
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
經營活動所得現金淨額	13,323	8,239	(15,581)	14,096	15,548
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
投資活動所得現金淨額	(7,703)	(25,425)	(10,299)	(11,977)	(12,882)
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
融資活動所得現金淨額	(3,565)	28,081	35,654	3,936	5,687
現金增加淨額	2,054	10,895	9,773	6,055	8,354
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)
年末資產負債表現金	40,140	53,774	66,127	74,682	85,535

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
銷售組合(%)					
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
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	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
增長(%)					
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
資產負債比率					
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
回報率(%)					
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
每股數據					
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于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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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上责任。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，请与我们联系。

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。