

華潤置地 (1109 HK)

租金收益增長超預期

華潤置地於2019年12月進行了管理層改組。我們認為這一變化不會對公司產生負面影響。公司的合同銷售額在2019年增長15%至2,425億元人民幣，位列中國第十大房地產公司。公司在2019年下半年收購1,000萬平新土地，因此我們將資產淨值估算上調至61.01港元。我們將目標價從36.02港元上調至42.15港元，上行空間16.0%，並上調評級至“買入”。

- **高管易帥。**公司宣布唐勇辭任董事會主席，並由王祥明接任。唐勇將轉任華潤電力(836 HK, 未評級)主席。另一方面，王祥明於2019年加入華潤(集團)。在此之前，他曾任中國建築工程總公司總經理。因此，我們認為唐勇的離任是內部安排，我們對此並不擔憂。
- **2019年合同銷售增長15%。**公司2019年的合同銷售金額和面積分別增長15.1%至2,425億元人民幣和10.5%至1,325萬平方米。2019年合同銷售均價上升4.2%至18,304元人民幣/平方米。華東和華北地區的銷售佔2019年合同銷售的30%和22%。根據克而瑞的數據，以2019年合同銷售計算，華潤置地被評為全球第十大開發商。我們預計因規模漸增，其合同銷售增長在2020年將放緩至13.4%。
- **2019年租金收益持續增長。**公司宣布其租金收益在2019年增長29.7%至124億元人民幣。目前公司經營32個購物中心，可出租面積1,020萬平方米。在2020年，西安萬象城一期，南寧五鄉萬象城一期和成都萬象城二期即將開業，將為公司帶來約26萬平方米的可出租面積。我們預計2020年公司租金收益將增長24.0%至153億元人民幣。此外，公司計劃分拆物業管理業務，這將成為短期催化劑。
- **上調至“買入”。**由於租金收益增長超預期，因此我們將2019-21年的盈利預測分別上調2.2%，3.3%和3.9%。華潤置地在配股67億港元後加強了其資金實力。公司於2019年下半年購入43幅土地，總建築面積1,003萬平方米。考慮到公司新增土儲，我們將2020年每股資產淨值預測上調至61.01港元。我們將目標價從36.02港元上調至42.15港元，較資產淨值折讓30%，並上調評級至“買入”。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	101,943	121,189	153,243	197,114	249,617
同比增長(%)	8.4	18.9	26.4	28.6	26.6
淨收入(百萬元人民幣)	19,690	24,238	28,460	27,772	35,118
每股盈利(元人民幣)	2.84	3.50	4.09	3.89	4.92
每股盈利變動(%)	17.4	23.1	16.9	-4.7	26.5
市盈率(倍)	11.6	9.4	8.0	8.4	6.7
市帳率(倍)	1.9	1.6	1.4	1.3	1.1
股息率(%)	2.5	3.2	3.6	4.4	5.0
權益收益率(%)	16.4	17.5	17.1	14.9	16.5
淨負債率(%)	35.9	34.9	30.7	29.5	30.6

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入(上調)

目標價	HK\$42.15
(此前目標價)	HK\$36.02
潛在升幅	+16.0%
當前股價	HK\$36.35

中國房地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元)	260,992
3月平均流通量(百萬元)	532
52周內股價高/低(港元)	50.45/28.80
總股本(百萬)	7,131

資料來源：彭博

股東結構

華潤集團	59.6%
流通股	40.4%

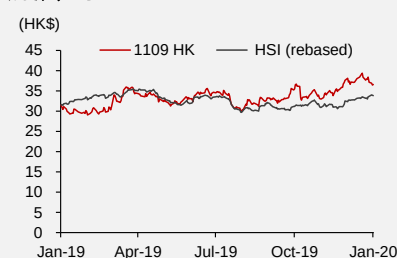
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.2%	-7.2%
3-月	3.4%	-5.1%
6-月	5.0%	3.5%
12-月	18.0%	7.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

近期報告

- 67億港元股份配售 - 2019年10月22日
- 基礎盈利增長11% - 2019年8月21日

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	101,943	121,189	153,243	197,114	249,617
物業發展	89,511	105,148	133,200	172,800	220,800
物業投資	7,646	9,519	12,347	15,310	18,372
其他	4,786	6,522	7,696	9,004	10,445
銷售成本	(60,981)	(68,607)	(93,817)	(125,791)	(161,587)
毛利	40,962	52,582	59,425	71,323	88,029
其他收益	1,751	1,023	2,444	2,805	749
銷售費用	(3,381)	(4,177)	(5,299)	(5,845)	(6,912)
行政費用	(3,655)	(4,159)	(5,299)	(6,039)	(7,406)
其他費用	0	0	0	0	0
息稅前收益	35,676	45,268	51,272	62,244	74,460
融資成本	(1,603)	(1,743)	(2,258)	(2,431)	(2,631)
聯營/合營公司	202	1,297	3,040	3,240	3,640
特殊收入	5,150	6,904	6,256	0	0
稅前利潤	39,425	51,726	58,309	63,052	75,470
所得稅	(17,675)	(24,449)	(25,734)	(30,756)	(35,446)
稅後利潤	21,750	27,277	32,575	32,297	40,023
非控制股東權益	(2,060)	(2,752)	(3,820)	(4,230)	(4,610)
永續債	0	(288)	(295)	(295)	(295)
淨利潤	19,690	24,238	28,460	27,772	35,118
基礎盈利	16,379	19,296	23,768	27,772	35,118

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	30,681	45,268	51,272	62,244	74,460
折攤和攤銷	464	565	700	745	771
營運資金變動	(11,846)	6,062	(22,064)	(10,967)	(30,560)
稅務開支	(13,561)	(24,009)	(26,329)	(27,694)	(34,140)
其他	3,572	(651)	6,081	(3,011)	(1,240)
經營活動所得現金淨額	9,311	27,235	9,660	21,317	9,291
資本開支	(10,928)	(14,526)	(16,730)	(17,265)	(11,451)
聯營/合營公司	(14,751)	(24,900)	(7,846)	(2,920)	(2,887)
其他	302	(5,692)	1,227	(606)	310
投資活動所得現金淨額	(25,376)	(45,118)	(23,349)	(20,791)	(14,028)
股份發行	0	0	6,028	0	0
淨銀行借貸	34,770	28,884	9,288	11,717	12,440
股息	(5,062)	(6,417)	(7,476)	(8,700)	(10,554)
其他	(1,524)	11,497	10,269	1,032	870
融資活動所得現金淨額	28,184	33,963	18,110	4,050	2,756
現金增加淨額	12,119	16,080	4,420	4,575	(1,980)
年初現金及現金等價物	40,429	52,410	69,246	76,167	83,242
匯兌	(138)	756	2,500	2,500	2,500
年末現金及現金等價物	52,410	69,246	76,167	83,242	83,762
受限制現金	1,364	1,723	1,723	1,723	1,723
資產負債表的現金	53,774	70,969	77,890	84,965	85,485

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
非流動資產	146,351	193,840	217,502	238,628	253,098
物業、廠房及設備	10,633	14,006	14,900	15,420	16,100
投資物業	99,209	126,864	142,000	158,000	168,000
聯營公司	28,420	41,340	50,200	54,200	58,300
無形資產	433	419	419	419	419
其他	7,657	11,210	9,983	10,589	10,279
流動資產	334,099	461,903	503,916	546,428	603,485
現金及現金等價物	53,774	70,969	77,890	84,965	85,485
應收貿易款項	42,050	43,515	48,000	52,300	56,400
存貨	224,444	305,595	348,000	378,000	430,000
其他	13,831	41,823	30,026	31,163	31,600
流動負債	239,823	347,948	378,080	408,322	442,478
借債	25,658	22,101	26,500	31,820	38,190
應付貿易賬款	64,109	88,246	90,000	91,800	93,650
合同負債	119,373	192,265	215,337	236,870	260,560
應付稅項	19,613	22,407	22,855	23,312	23,778
其他	11,070	22,930	23,388	24,520	26,300
非流動負債	96,387	127,090	131,024	140,117	147,123
借債	79,899	110,111	115,000	121,397	127,467
其他	16,489	16,979	16,024	18,720	19,656
股東權益	119,718	138,376	166,254	186,449	212,298
少數股東權益	24,522	37,329	41,060	45,168	49,685
永續債	0	5,000	5,000	5,000	5,000
總權益	144,240	180,705	212,314	236,617	266,982

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
物業發展	87.8	86.8	86.9	87.7	88.5
物業投資	7.5	7.9	8.1	7.8	7.4
其他	4.7	5.4	5.0	4.6	4.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	40.2	43.4	38.8	36.2	35.3
稅前利率	35.0	37.4	33.5	31.6	29.8
淨利潤率	19.3	20.0	18.6	14.1	14.1
有效稅率	44.8	47.3	44.1	48.8	47.0
資產負債比率					
流動比率(x)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
平均應收賬款周轉天數	150.6	131.1	114.3	96.8	82.5
平均應付賬款周轉天數	229.5	265.8	214.4	170.0	136.9
平均存貨周轉天數	1343.4	1625.8	1353.9	1096.8	971.3
淨負債比率(%)	35.9	34.9	30.7	29.5	30.6
回報率(%)					
資本回報率	16.4	17.5	17.1	14.9	16.5
資產回報率	4.1	3.7	3.9	3.5	4.1
每股數據					
每股盈利(人民幣)	2.84	3.50	4.09	3.89	4.92
每股股息(人民幣)	0.83	1.06	1.19	1.46	1.63
每股賬面值(人民幣)	17.27	19.96	23.31	26.15	29.77

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	：招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。