

华润置地 (1109 HK)

基础盈利增长 11%

概要。2019年上半年营业额及基础盈利分别增长4.7%至458亿元(人民币·下同)及11.3%至81.1亿元。总土地储备为6,737万平方米,足够公司未来5年发展。根据30%与资产净值折让,我们提升目标价由33.18港元至34.81港元,维持持有评级。

- **2019年上半年盈利增长43.6%至127亿元。**因为深圳物业入账金额减少,确认平均价下跌21.5%,令2019上半年物业发展收入只增加0.3%;另一方面,新建购物中心贡献收入,同期的租金收益上涨34.9%至50亿元。毛利率由去年同期的48.1%下降至2019上半年的38.2%。投资物业重估收益由去年同期的20亿元增加至2019上半年的63亿元,2019上半年盈利增加43.6%至127亿元,而基础盈利增长11.3%至81.1亿元。
- **2019年上半年合同销售增加26%。**2019上半年物业合同销售金额及面积分别上升26.0%至1,188亿元及9.6%至626万平方米。如计入七月份销售金额127亿元,华润置地已完成2,420亿元全年销售目标的54.3%。截至2019年中,华润置地已预售尚未结算的物业金额为2,733亿元,其中1,169亿元会在2019年内入账确认,公司的2019及2020年的盈利可见性高。
- **2021年后开业的购物中心达83个。**截至2019年中,华润置地经营35个购物中心,2019上半年来自购物中心的租金收益增加39%至42.9亿元。公司在2019下半年将会再有六个购物中心开业,估计至2021年末开业的购物中心总数达53个,而2021年及以后再有30个购物中心开业。丰盛的购物中心开业计划将是公司未来增长的动力。
- **总土地储备达6,737万平方米。**华润置地在上半年购入39幅地块,总建筑面积为1,021万平方米。截至2019年中,公司已在全球75个城市经营业务。总及应占权益的土地储备分别为6,737万平方米及5,056万平方米。
- **重申持有评级。**净负债比率由去年末的34.9%上升至2019年中的43.6%,但财政状况仍然健康。2019上半年的借贷平均成本为4.45%,位于低廉水平。我们上调2019年盈利预测18.1%至278亿元,但下调2020年盈利预测6.3%至269亿元。我们预测2020年末的每股资产净值为49.73港元,以30%资产净值折让计算,我们上调目标价由33.18港元至34.81港元。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	101,943	121,189	152,129	195,284	246,881
同比增长(%)	8.4	18.9	25.5	28.4	26.4
净收入(百万元人民币)	19,690	24,238	27,836	26,882	33,807
每股盈利(元人民币)	2.84	3.50	4.02	3.88	4.88
每股盈利变动(%)	17.4	23.1	14.8	-3.4	25.8
市盈率(倍)	9.9	8.1	7.0	7.3	5.8
市帐率(倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	2.9	3.8	4.2	5.2	5.8
权益收益率(%)	16.4	17.5	17.4	15.0	16.6
净负债率(%)	35.9	34.9	35.0	33.7	34.9

资料来源:公司及招银国际证券预测

持有(维持)

目标价	HK\$34.81
(此前目标价)	HK\$33.18
当前股价	HK\$31.45
潜在升幅	+10.7%

中国房地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	217,978
3月平均流通量(百万港元)	304
52周内股价高/低(港元)	37.35/23.8
总股本(百万)	6,931

资料来源:彭博

股东结构

华润集团	61.3%
流通股	38.7%

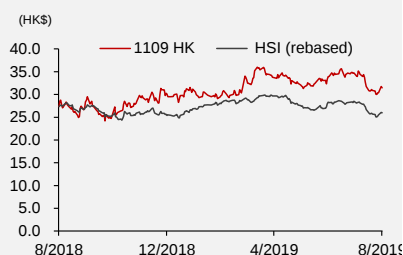
资料来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.6%	0.0%
3-月	-2.2%	4.0%
6-月	6.9%	14.8%

资料来源:彭博

股份表现



资料来源:彭博

审计师:安永

近期报告

X 战略推动长期增长-2019年3月28日

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	101,943	121,189	152,129	195,284	246,881
物业发展	89,511	105,148	133,200	172,800	220,800
物业投资	7,646	9,519	11,233	13,480	15,636
其他	4,786	6,522	7,696	9,004	10,445
销售成本	(60,981)	(68,607)	(93,394)	(125,096)	(160,548)
毛利	40,962	52,582	58,735	70,188	86,333
其他收益	1,751	1,023	2,444	2,805	749
销售费用	(3,381)	(4,177)	(5,266)	(5,798)	(6,847)
行政费用	(3,655)	(4,159)	(5,266)	(5,991)	(7,336)
其他费用	0	0	0	0	0
息税前收益	35,676	45,268	50,647	61,204	72,899
融资成本	(1,603)	(1,743)	(2,258)	(2,431)	(2,631)
联营/合营公司	202	1,297	3,040	3,240	3,640
特殊收入	5,150	6,904	6,256	0	0
税前利润	39,425	51,726	57,685	62,013	73,908
所得税	(17,675)	(24,449)	(25,734)	(30,606)	(35,197)
税后利润	21,750	27,277	31,951	31,407	38,712
非控制股东权益	(2,060)	(2,752)	(3,820)	(4,230)	(4,610)
永续债	0	(288)	(295)	(295)	(295)
净利润	19,690	24,238	27,836	26,882	33,807
基础盈利	16,379	19,296	23,144	26,882	33,807

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	30,681	45,268	50,647	61,204	72,899
折摊和摊销	464	565	700	745	771
营运资金变动	(11,846)	6,062	(22,064)	(10,967)	(30,560)
税务开支	(13,561)	(24,009)	(26,329)	(27,544)	(33,890)
其他	3,572	(651)	6,108	(3,025)	(1,276)
经营活动所得现金净额	9,311	27,235	9,063	20,412	7,944
资本开支	(10,928)	(14,526)	(16,730)	(17,265)	(11,451)
联营/合营公司	(14,751)	(24,900)	(7,846)	(2,920)	(2,887)
其他	302	(5,692)	1,227	(606)	310
投资活动所得现金净额	(25,376)	(45,118)	(23,349)	(20,791)	(14,028)
股份发行	0	0	0	0	0
净银行借贷	34,770	28,884	9,288	11,717	12,440
股息	(5,062)	(6,417)	(7,472)	(8,456)	(10,258)
其他	(1,524)	11,497	10,269	1,032	870
融资活动所得现金净额	28,184	33,963	12,086	4,294	3,052
现金增加净额	12,119	16,080	(2,200)	3,915	(3,032)
年初现金及现金等价物	40,429	52,410	69,246	69,546	75,961
汇兑	(138)	756	2,500	2,500	2,500
年末现金及现金等价物	52,410	69,246	69,546	75,961	75,429
受限制现金	1,364	1,723	1,723	1,723	1,723
资产负债表中的现金	53,774	70,969	71,270	77,684	77,153

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
非流动资产	146,351	193,840	217,502	238,628	253,098
物业、厂房及设备	10,633	14,006	14,900	15,420	16,100
投资物业	99,209	126,864	142,000	158,000	168,000
联营公司	28,420	41,340	50,200	54,200	58,300
无形资产	433	419	419	419	419
其他	7,657	11,210	9,983	10,589	10,279
流动资产	334,099	461,903	497,296	539,147	595,153
现金及现金等价物	53,774	70,969	71,270	77,684	77,153
应收贸易款项	42,050	43,515	48,000	52,300	56,400
存货	224,444	305,595	348,000	378,000	430,000
其他	13,831	41,823	30,026	31,163	31,600
流动负债	239,823	347,948	378,080	408,322	442,478
借债	25,658	22,101	26,500	31,820	38,190
应付贸易账款	64,109	88,246	90,000	91,800	93,650
合同负债	119,373	192,265	215,337	236,870	260,560
应付税项	19,613	22,407	22,855	23,312	23,778
其他	11,070	22,930	23,388	24,520	26,300
非流动负债	96,387	127,090	131,024	140,117	147,123
借债	79,899	110,111	115,000	121,397	127,467
其他	16,489	16,979	16,024	18,720	19,656
股东权益	119,718	138,376	159,634	179,169	203,965
少数股东权益	24,522	37,329	41,060	45,168	49,685
永续债	0	5,000	5,000	5,000	5,000
总权益	144,240	180,705	205,694	229,337	258,650

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
物业发展	87.8	86.8	87.6	88.5	89.4
物业投资	7.5	7.9	7.4	6.9	6.3
其他	4.7	5.4	5.1	4.6	4.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	40.2	43.4	38.6	35.9	35.0
税前利率	35.0	37.4	33.3	31.3	29.5
净利润率	19.3	20.0	18.3	13.8	13.7
有效税率	44.8	47.3	44.6	49.4	47.6
资产负债比率					
流动比率(x)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
平均应收账款周转天数	150.6	131.1	115.2	97.8	83.4
平均应付账款周转天数	229.5	265.8	215.9	171.6	138.5
平均存货周转天数	1343.4	1625.8	1360.0	1102.9	977.6
净负债比率(%)	35.9	34.9	35.0	33.7	34.9
回报率(%)					
资本回报率	16.4	17.5	17.4	15.0	16.6
资产回报率	4.1	3.7	3.9	3.5	4.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	2.84	3.50	4.02	3.88	4.88
每股股息(人民币)	0.83	1.06	1.19	1.46	1.63
每股账面值(人民币)	17.27	19.96	23.03	25.85	29.43

资料来源:公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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投资银行相关业务联系。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年证券交易法规则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。