

華潤置地 (1109 HK, HK\$20.45, 目標價: HK\$31.24, 買入) — 租金收入低于我們的預期

- ❖ **2016 年合約銷售達 1,080 億元人民幣，同比增長 27%。**華潤置地於 1 月 12 日公布了其 2016 年全年運營數據。2016 年公司合約銷售為 1,080 億元人民幣，同比增長 27%，順利完成全年 1,050 億元人民幣的銷售目標；對應合約銷售面積為 776 萬平方米，同比增長 15%。公司在全國範圍內擁有充足的土地儲備，因此我們相信公司能夠維持當前的銷售增長勢頭。此外，公司在 2017 年 1 月的合約銷售達 102 億元人民幣，同比增長 11%。我們預計公司 2017 年銷售目標將定在 1,300 億元人民幣。
- ❖ **2016 年投資物業租金收入為 71.5 億港元，同比增長 9.4%。**2016 年公司投資物業租金收入（包括酒店運營收入）為 71.5 億港元，同比增長 9.4%，較我們預期的 82.5 億港元低了 11 億元或 13.3%。我們認為該差異的主要原因是公司在 2016 年或 2015 年下半年期間新開業的購物商場主要集中在二三線城市，如溫州、合肥、贛州，而這些地區的租金收入貢獻低于我們的預期。
- ❖ **2016 年購入 1,050 萬平方米土地儲備。**2016 年公司一共購入 39 宗地塊，新購入土地總建築面積和權益面積分別達 1,052 萬平方米和 817 萬平方米，總代價為 626 億元人民幣。除一宗在 2016 年 1 月購入的上海地塊外，其餘地塊主要位於東北和東部的二三線城市。新購入土地的樓面價為每平方米 5,951 元人民幣。
- ❖ **是擁有最健康財務狀況的開發商之一。**公司 2016 年中期淨財務槓桿率為 27.9%。儘管公司在 2016 年下半年花費了 357 億元人民幣購買土地，但其資產負債表仍處於健康的水平，我們預計公司淨財務槓桿率在 2016 年年底將維持在 27.7%，而在 2017 年淨財務槓桿率將逐漸升至 31.4%，但華潤置地仍是擁有最健康財務狀況的開發商之一。
- ❖ **目標價由 31.63 港元下調至 31.24 港元。**由於租金收入低于我們的預期以及房屋交付延期，我們調整了 2016-18 的淨利潤預測，分別下調 8.6%、10.0% 和 13.1%，至 179 億港元、198 億港元和 221 億港元。此外，我們也下調了 2017 年底公司資產淨值預測，由每股 45.18 港元下調至 44.62 港元。目標價也因此由 31.63 港元輕微下調至 31.24 港元，相當於 30% 的每股資產淨值折讓。維持「買入」評級。

文幹森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

華潤置地 (1109 HK)

評級	買入
收市價	HK\$20.45
目標價	HK\$31.24
市值 (港幣百萬)	141,738
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	243
52 周高/低 (港幣)	23.85/16.5
發行股數 (百萬)	6,931
主要股東	華潤集團 (61.3%)
來源: 彭博	

股價表現

	絕對	相對
1 月	5.6%	3.7%
3 月	9.9%	5.0%
6 月	-8.3%	-9.4%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬港元)	89,705	103,393	111,511	119,053	135,363
淨利潤 (百萬港元)	15,141	17,527	17,904	19,759	22,085
每股收益 (港元)	2.318	2.592	2.583	2.851	3.186
每股收益變動 (%)	(8.0)	11.8	(0.3)	10.4	11.8
市盈率 (x)	8.8	7.9	7.9	7.2	6.4
市帳率 (x)	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	2.4	2.8	2.9	3.4	4.2
權益收益率 (%)	14.3	15.2	12.6	12.5	12.6
淨財務杠杆率 (%)	37.6	23.0	27.7	31.4	31.4

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	89,705	103,393	111,511	119,053	135,363
物業發展	81,759	93,536	102,061	108,513	123,792
物業投資	5,482	6,655	7,150	8,090	8,772
物業管理	2,463	3,202	2,300	2,450	2,800
銷售成本	(62,351)	(71,095)	(72,576)	(73,048)	(84,539)
毛利	27,353	32,298	38,935	46,006	50,824
銷售費用	(3,071)	(3,306)	(3,568)	(4,167)	(4,602)
行政費用	(2,253)	(3,006)	(3,122)	(3,572)	(3,790)
其他收益	1,139	2,556	1,268	1,325	1,305
息稅前收益	23,168	28,543	33,512	39,593	43,736
融資成本	(832)	(923)	(985)	(1,108)	(1,138)
聯營公司	62	298	607	452	1,175
特殊收入	4,967	4,602	2,055	-	-
稅前利潤	27,366	32,520	35,189	38,936	43,773
所得稅	(10,887)	(13,143)	(15,386)	(17,375)	(19,790)
非控制股東權益	(1,338)	(1,850)	(1,900)	(1,803)	(1,898)
淨利潤	15,141	17,527	17,904	19,759	22,085
核心淨利潤	11,915	14,206	16,524	19,759	22,085

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	93,802	110,568	120,313	125,813	138,613
物業、廠房及設備	9,200	9,257	10,000	10,800	11,600
投資物業	79,240	88,319	96,000	100,000	112,000
聯營公司	3,551	10,527	11,800	12,500	12,500
可供出售投資	191	13	13	13	13
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,620	2,451	2,500	2,500	2,500
流動資產	268,477	278,668	323,636	340,860	355,086
現金及現金等價物	44,857	45,875	51,836	46,860	41,086
應收貿易款項	27,590	27,564	30,000	32,000	35,000
關連款項	5,922	12,868	10,000	8,000	5,000
存貨	187,012	188,966	228,000	250,000	270,000
其他	3,097	3,395	3,800	4,000	4,000
流動負債	164,452	182,710	197,300	196,400	204,800
借債	21,219	14,143	16,800	16,800	16,800
應付貿易賬款	127,181	147,632	152,000	160,000	168,000
應付稅項	9,267	9,951	10,500	10,800	11,200
關連款項	6,785	10,985	18,000	8,800	8,800
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	80,704	74,701	91,600	98,300	99,000
借債	67,682	62,007	78,000	84,000	84,000
遞延稅項	9,924	11,197	11,600	11,800	12,000
其他	3,099	1,496	2,000	2,500	3,000
少數股東權益	11,492	16,858	13,500	14,200	14,200
淨資產總值	105,631	114,966	141,549	157,773	175,699
股東權益	105,631	114,966	141,549	157,773	175,699

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	23,168	28,543	33,512	39,593	43,736
折舊和攤銷	470	454	518	560	605
營運資金變動	(12,155)	4,708	(32,607)	(20,000)	(18,000)
稅務開支	(8,718)	(11,070)	(14,434)	(16,875)	(19,190)
其他	5,553	19,267	1,829	(2,167)	(11,344)
經營活動所得現金淨額	8,318	41,902	(11,182)	1,111	(4,193)
購置固定資產	(14,182)	(14,323)	(6,461)	(240)	(195)
聯營公司	(1,803)	(13,780)	(1,070)	(549)	392
其他	1,697	174	(49)	-	-
投資活動所得現金淨額	(14,289)	(27,929)	(7,580)	(789)	196
股份發行	-	10,058	-	-	-
淨銀行借貸	20,337	(11,081)	18,650	6,000	-
股息	(2,751)	(3,760)	(3,931)	(4,228)	(4,907)
其他	3,451	(4,293)	9,883	(7,200)	3,000
融資活動所得現金淨額	21,037	(9,077)	24,602	(5,428)	(1,907)
現金增加淨額	15,067	4,896	5,841	(5,106)	(5,904)
年初現金及現金等價物	28,194	42,989	44,703	50,664	45,688
匯兌	(272)	(3,182)	120	130	130
年末現金及現金等價物	42,989	44,703	50,664	45,688	39,914
抵押現金	(1,869)	(1,172)	(1,172)	(1,172)	(1,172)
年末資產負債表現金及現金等價物	44,857	45,875	51,836	46,860	41,086

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	91.1	90.5	91.5	91.1	91.5
物業投資	6.1	6.4	6.4	6.8	6.5
物業管理	2.8	3.1	2.1	2.1	2.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	30.5	31.2	34.9	38.6	37.5
稅前利率	30.5	31.5	31.6	32.7	32.3
息稅前收益	16.9	17.0	16.1	16.6	16.3
核心淨利潤率	13.3	13.7	14.8	16.6	16.3
有效稅率	39.8	40.4	43.7	44.6	45.2

增長 (%)

收入	25.7	15.3	7.9	6.8	13.7
毛利	36.0	18.1	20.5	18.2	10.5
淨利潤率	36.7	23.2	17.4	18.1	10.5
淨利潤	3.0	15.8	2.1	10.4	11.8
核心淨利潤	26.2	19.2	16.3	19.6	11.8

資產負債比率

流動比率 (x)	1.6	1.5	1.6	1.7	1.7
平均應收賬款周轉天數	112.3	97.3	98.2	98.1	94.4
平均應付帳款周轉天數	744.5	757.9	764.4	799.5	725.3
平均存貨周轉天數	1,094.8	970.1	1,146.7	1,249.2	1,165.7
淨負債/ 總權益比率 (%)	37.6	23.0	27.7	31.4	31.4

回報率 (%)

資本回報率	14.3	15.2	12.6	12.5	12.6
資產回報率	4.2	4.5	4.0	4.2	4.5

每股數據

每股盈利 (港元)	2.32	2.59	2.58	2.85	3.19
每股股息 (港元)	0.50	0.57	0.60	0.70	0.86
每股賬面值 (港元)	18.1	16.6	20.4	22.8	25.3

來源: 公司及招銀國際研究部

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) 發表于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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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，并可能會受標的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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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，任何機構或個人于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。接收本報告之行爲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。