

# 华润置地 (1109 HK)

## 租金收益增长超预期

华润置地于2019年12月进行了管理层改组。我们认为这一变化不会对公司产生负面影响。公司的合同销售额在2019年增长15%至2,425亿元人民币，位列中国十大房地产公司。公司在2019年下半年收购1,000万平新土地，因此我们将资产净值估算上调至61.01港元。我们将目标价从36.02港元上调至42.15港元，上行空间16.0%，并上调评级至“买入”。

- **高管易帅。**公司宣布唐勇辞任董事会主席，并由王祥明接任。唐勇将转任华润电力(836 HK, 未评级)主席。另一方面，王祥明于2019年加入华润(集团)。在此之前，他曾任中国建筑工程总公司总经理。因此，我们认为唐勇的离任是内部安排，我们对此并不担忧。
- **2019年合同销售增长15%。**公司2019年的合同销售金额和面积分别增长15.1%至2,425亿元人民币和10.5%至1,325万平方米。2019年合同销售均价上升4.2%至18,304元人民币/平方米。华东和华北地区的销售占2019年合同销售的30%和22%。根据克而瑞的数据，以2019年合同销售计算，华润置地被评为全球十大开发商。我们预计因规模渐增，其合同销售增长在2020年将放缓至13.4%。
- **2019年租金收益持续增长。**公司宣布其租金收益在2019年增长29.7%至124亿元人民币。目前公司经营32个购物中心，可出租面积1,020万平方米。在2020年，西安万象城一期，南宁五乡万象城一期和成都万象城二期即将开业，将为公司带来约26万平方米的可出租面积。我们预计2020年公司租金收益将增长24.0%至153亿元人民币。此外，公司计划分拆物业管理业务，这将成为短期催化剂。
- **上调至“买入”。**由于租金收益增长超预期，因此我们将2019-21年的盈利预测分别上调2.2%，3.3%和3.9%。华润置地在配股67亿港元后加强了其资金实力。公司于2019年下半年购入43幅土地，总建筑面积1,003万平方米。考虑到公司新增土储，我们将2020年每股资产净值预测上调至61.01港元。我们将目标价从36.02港元上调至42.15港元，较资产净值折让30%，并上调评级至“买入”。

### 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	153,243	197,114	249,617
同比增长(%)	8.4	18.9	26.4	28.6	26.6
净收入(百万元人民币)	19,690	24,238	28,460	27,772	35,118
每股盈利(元人民币)	2.84	3.50	4.09	3.89	4.92
每股盈利变动(%)	17.4	23.1	16.9	-4.7	26.5
市盈率(倍)	11.6	9.4	8.0	8.4	6.7
市帐率(倍)	1.9	1.6	1.4	1.3	1.1
股息率(%)	2.5	3.2	3.6	4.4	5.0
权益收益率(%)	16.4	17.5	17.1	14.9	16.5
净负债率(%)	35.9	34.9	30.7	29.5	30.6

资料来源：公司及招银国际证券预测

### 买入(上调)

目标价	HK\$42.15
(此前目标价)	HK\$36.02
潜在升幅	+16.0%
当前股价	HK\$36.35

### 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)	260,992
3月平均流通量(百万港元)	532
52周内股价高/低(港元)	50.45/28.80
总股本(百万)	7,131

资料来源：彭博

### 股东结构

华润集团	59.6%
流通股	40.4%

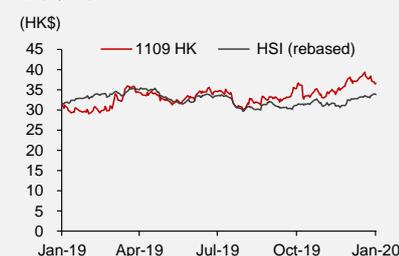
资料来源：港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.2%	-7.2%
3-月	3.4%	-5.1%
6-月	5.0%	3.5%
12-月	18.0%	7.4%

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

1. 67亿港元股份配售 - 2019年10月22日
2. 基础盈利增长11% - 2019年8月21日

## 财务分析

### 利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>101,943</b>	<b>121,189</b>	<b>153,243</b>	<b>197,114</b>	<b>249,617</b>
物业发展	89,511	105,148	133,200	172,800	220,800
物业投资	7,646	9,519	12,347	15,310	18,372
其他	4,786	6,522	7,696	9,004	10,445
销售成本	(60,981)	(68,607)	(93,817)	(125,791)	(161,587)
<b>毛利</b>	<b>40,962</b>	<b>52,582</b>	<b>59,425</b>	<b>71,323</b>	<b>88,029</b>
其他收益	1,751	1,023	2,444	2,805	749
销售费用	(3,381)	(4,177)	(5,299)	(5,845)	(6,912)
行政费用	(3,655)	(4,159)	(5,299)	(6,039)	(7,406)
其他费用	0	0	0	0	0
<b>息税前收益</b>	<b>35,676</b>	<b>45,268</b>	<b>51,272</b>	<b>62,244</b>	<b>74,460</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>39,425</b>	<b>51,726</b>	<b>58,309</b>	<b>63,052</b>	<b>75,470</b>
所得税	(17,675)	(24,449)	(25,734)	(30,756)	(35,446)
<b>税后利润</b>	<b>21,750</b>	<b>27,277</b>	<b>32,575</b>	<b>32,297</b>	<b>40,023</b>
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)
<b>净利润</b>	<b>19,690</b>	<b>24,238</b>	<b>28,460</b>	<b>27,772</b>	<b>35,118</b>
<b>基础盈利</b>	<b>16,379</b>	<b>19,296</b>	<b>23,768</b>	<b>27,772</b>	<b>35,118</b>

### 现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>息税前收益</b>	<b>30,681</b>	<b>45,268</b>	<b>51,272</b>	<b>62,244</b>	<b>74,460</b>
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)	(27,694)	(34,140)
其他	3,572	(651)	6,081	(3,011)	(1,240)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>9,311</b>	<b>27,235</b>	<b>9,660</b>	<b>21,317</b>	<b>9,291</b>
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
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(25,376)</b>	<b>(45,118)</b>	<b>(23,349)</b>	<b>(20,791)</b>	<b>(14,028)</b>
股份发行	0	0	6,028	0	0
净银行借贷	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
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>28,184</b>	<b>33,963</b>	<b>18,110</b>	<b>4,050</b>	<b>2,756</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>12,119</b>	<b>16,080</b>	<b>4,420</b>	<b>4,575</b>	<b>(1,980)</b>
年初现金及现金等价物	40,429	52,410	69,246	76,167	83,242
汇兑	(138)	756	2,500	2,500	2,500
年末现金及现金等价物	<b>52,410</b>	<b>69,246</b>	<b>76,167</b>	<b>83,242</b>	<b>83,762</b>
受限制现金	1,364	1,723	1,723	1,723	1,723
<b>资产负债表中的现金</b>	<b>53,774</b>	<b>70,969</b>	<b>77,890</b>	<b>84,965</b>	<b>85,485</b>

### 资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
<b>非流动资产</b>	<b>146,351</b>	<b>193,840</b>	<b>217,502</b>	<b>238,628</b>	<b>253,098</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>334,099</b>	<b>461,903</b>	<b>503,916</b>	<b>546,428</b>	<b>603,485</b>
现金及现金等价物	53,774	70,969	77,890	84,965	85,485
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
<b>流动负债</b>	<b>239,823</b>	<b>347,948</b>	<b>378,080</b>	<b>408,322</b>	<b>442,478</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>96,387</b>	<b>127,090</b>	<b>131,024</b>	<b>140,117</b>	<b>147,123</b>
借债	79,899	110,111	115,000	121,397	127,467
其他	16,489	16,979	16,024	18,720	19,656
<b>股东权益</b>	<b>119,718</b>	<b>138,376</b>	<b>166,254</b>	<b>186,449</b>	<b>212,298</b>
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
<b>总权益</b>	<b>144,240</b>	<b>180,705</b>	<b>212,314</b>	<b>236,617</b>	<b>266,982</b>

### 主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售组合(%)</b>					
物业发展	87.8	86.8	86.9	87.7	88.5
物业投资	7.5	7.9	8.1	7.8	7.4
其他	4.7	5.4	5.0	4.6	4.2
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率(%)</b>					
毛利率	40.2	43.4	38.8	36.2	35.3
税前利率	35.0	37.4	33.5	31.6	29.8
净利润率	19.3	20.0	18.6	14.1	14.1
有效税率	44.8	47.3	44.1	48.8	47.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
平均应收账款周转天数	150.6	131.1	114.3	96.8	82.5
平均应付帐款周转天数	229.5	265.8	214.4	170.0	136.9
平均存货周转天数	1343.4	1625.8	1353.9	1096.8	971.3
净负债比率(%)	35.9	34.9	30.7	29.5	30.6
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	16.4	17.5	17.1	14.9	16.5
资产回报率	4.1	3.7	3.9	3.5	4.1
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	2.84	3.50	4.09	3.89	4.92
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	23.31	26.15	29.77

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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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义务。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招银国际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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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个人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。