

## 華潤置地 (1109 HK)

### X 戰略推動長期增長

- ❖ **2018年盈利增長23%**。2018年，華潤置地收入和淨利潤分別增長18.9%至1,212億元(人民幣，下同)和23.1%至242億元，高出我們的預期1.6%。由於深圳高毛利項目在期內結轉，儘管交付面積下跌15.7%至608萬平，但確認銷售的平均售價大幅增長39.4%至17,294元/平。因此，2018年毛利率也上升3.2個百分點至43.4%。同時，公司在期內新開八家購物中心，租金收入增長24.5%至95.2億元。截至2018年12月，已售未結轉金額為幣1,874億元，其中992億元將於2019年確認。
- ❖ **到2021年將擁有850萬平的購物中心**。2018年經常性收入(包括購物中心、寫字樓和酒店)的收入增長24.5%至95.2億元。截至18年底，華潤置地擁有并經營921萬平的商業物業，包括23個萬象城/萬象天地和12個Hi5/萬象匯。此外，43家購物中心正在建設中。華潤置地還運營著17個資產輕型購物中心項目。據估計，到2021年公司將開業81個購物中心，2021年後將建成另外22個購物中心。
- ❖ **X 戰略推動長期增長**。除了房地產開發和投資物業業務外，華潤置地還通過實施“2+X”商業模式，實現新的增長。X業務包括城市更新、物業管理、長租公寓、養老之家、文化體育、產業基金和萬象影院。公司目前正在運營30多個城市更新項目，其中16個關鍵項目，建面達2,200萬平，可能在未來幾年實現。截至18年底，公司物業管理業務的合約面積達1億平，預計2020年將達到2億平方米。
- ❖ **優質土儲分布在70個城市**。2018年，公司合約銷售額增加22.3%至2,170億元。華潤置地的目標是2019年的銷售目標增長15%。去年公司共收購了103個新項目，總建面積2,213萬平，同比增長84.9%。截至18年底，公司土儲達5,957萬平，其中開發物業為5,014萬平，投資物業為943萬平。
- ❖ **股價已反映預期**。根據新的交付指引，我們將2019/20年盈利預測略微下調4.1%和0.3%至236億元和286億元。我們將預測每股資產淨值上調至每股47.40港元。我們將目標價從32.93港元改為33.18港元，相當於資產淨值折讓30%。我們將投資建議改為持有。

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	101,943	121,189	163,969	211,484	274,481
淨利潤(百萬人民幣)	19,690	24,238	23,570	28,674	36,110
每股盈利(人民幣)	2.84	3.50	3.40	4.14	5.21
每股盈利變動(%)	17.4	23.1	-2.8	21.7	25.9
市盈率(x)	10.2	8.3	8.5	7.0	5.5
市帳率(x)	1.7	1.4	1.3	1.1	1.0
股息率(%)	2.9	3.7	4.2	5.2	5.3
權益收益率(%)	16.4	17.5	15.2	16.2	17.7
淨財務杠杆率(%)	35.9	34.9	34.0	33.1	32.4

資料來源：公司及招銀國際研究預測

#### 持有(下調)

目標價	HK\$33.18
(過去目標價)	HK\$32.93
潛在升幅	-1.25%
當前股價	HK\$33.60

#### 文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

#### 黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

#### 房地產行業

市值(百萬港元)	232,880
3月平均流通量(百萬港元)	391.8
52周內股價高/低(港元)	34.05/23.8
總股本(百萬)	6,931

資料來源：彭博

#### 股東結構

華潤集團	61.3%
自由流通	38.7%

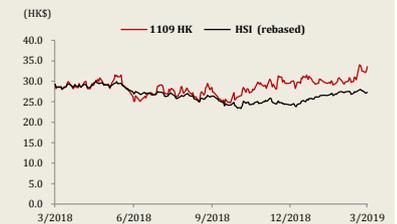
資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.4%	10.2%
3-月	10.7%	-0.6%
6-月	14.6%	11.6%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

#### 審計師: E&Y

公司網站: [www.crland.com.hk](http://www.crland.com.hk)

## 利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>101,943</b>	<b>121,189</b>	<b>163,969</b>	<b>211,484</b>	<b>274,481</b>
物业发展	89,511	105,148	145,040	189,000	248,400
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)	(100,735)	(135,626)	(178,764)
<b>毛利</b>	<b>40,962</b>	<b>52,582</b>	<b>63,234</b>	<b>75,858</b>	<b>95,717</b>
其他收益	1,751	1,023	2,529	2,805	749
销售费用	(3,381)	(4,177)	(4,869)	(5,865)	(7,076)
行政费用	(3,655)	(4,159)	(5,193)	(6,493)	(8,164)
<b>息税前收益</b>	<b>35,676</b>	<b>45,268</b>	<b>55,701</b>	<b>66,305</b>	<b>81,227</b>
融资成本	(1,603)	(1,743)	(2,258)	(2,431)	(2,631)
联营公司	202	1,297	860	690	765
特殊收入	5,150	6,904	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>39,425</b>	<b>51,726</b>	<b>54,303</b>	<b>64,563</b>	<b>79,361</b>
所得税	(17,675)	(24,449)	(26,918)	(31,366)	(38,348)
非控制股东权益	(2,060)	(2,752)	(3,520)	(4,230)	(4,610)
永续债	-	(288)	(295)	(294)	(293)
<b>净利润</b>	<b>19,690</b>	<b>24,238</b>	<b>23,570</b>	<b>28,674</b>	<b>36,110</b>
<b>核心净利润</b>	<b>16,379</b>	<b>19,296</b>	<b>23,570</b>	<b>28,674</b>	<b>36,110</b>

来源: 公司资料, 招银国际则预测

注\*: 按 HK\$1 = Rmb0.86 转换

## 資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流动资产</b>	<b>146,351</b>	<b>193,840</b>	<b>213,002</b>	<b>234,128</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	139,500	153,500	168,000
联营公司	28,420	41,340	48,200	54,200	58,300
可供出售投资	59	1,159	1,159	1,159	1,159
无形资产	433	419	419	419	419
其他	7,598	10,051	8,824	9,430	9,120
<b>流动资产</b>	<b>334,099</b>	<b>461,903</b>	<b>497,529</b>	<b>541,173</b>	<b>594,704</b>
现金及现金等价物	53,774	70,969	74,703	79,710	83,704
应收贸易款项	42,050	43,515	48,000	52,300	56,400
关连款项	5,612	29,011	17,200	19,300	20,210
存货	224,444	305,595	346,800	378,000	423,000
合同资产	-	561	590	620	650
其他	8,220	12,251	10,236	11,243	10,740
<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
应付税项	119,373	-	-	-	-
关连款项	11,070	22,930	23,388	24,520	26,300
应付税项	19,613	22,407	22,855	23,312	23,778
合同负债	-	192,265	215,337	236,870	260,560
其他	-	-	-	-	-
<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
递延税项	12,268	15,242	14,200	16,805	17,645
其他	4,221	1,737	1,824	1,915	2,011
<b>少数股东权益</b>	<b>24,522</b>	<b>37,329</b>	<b>41,060</b>	<b>45,168</b>	<b>49,685</b>
<b>永续债</b>	<b>-</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>
<b>净资产总值</b>	<b>119,718</b>	<b>138,376</b>	<b>155,368</b>	<b>176,695</b>	<b>203,517</b>
<b>股东权益</b>	<b>119,718</b>	<b>138,376</b>	<b>155,368</b>	<b>176,695</b>	<b>203,517</b>

来源: 公司资料, 招银国际则预测

注\*: 按 HK\$1 = Rmb0.86 转换

## 現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	30,681	45,268	55,701	66,305	81,227
折旧和摊销	464	565	700	745	771
营运资金变动	(51,688)	(58,480)	(43,936)	(33,700)	(47,250)
税务开支	(13,459)	(18,681)	(27,513)	(28,304)	(37,042)
其他	42,241	84,394	21,847	16,808	20,499
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>8,239</b>	<b>53,066</b>	<b>6,800</b>	<b>21,854</b>	<b>18,205</b>
购置固定资产	(10,191)	(31,593)	(14,230)	(15,265)	(15,951)
联营公司	(14,889)	(13,589)	(6,573)	(5,770)	(3,845)
其他	(345)	(2,453)	1,227	(606)	310
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(25,425)</b>	<b>(47,635)</b>	<b>(19,576)</b>	<b>(21,641)</b>	<b>(19,486)</b>
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	34,502	26,656	9,288	11,717	12,440
股息	(5,034)	(5,930)	(7,548)	(8,456)	(10,535)
其他	(1,387)	(11,540)	12,269	(968)	870
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>28,081</b>	<b>9,185</b>	<b>14,010</b>	<b>2,294</b>	<b>2,775</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>10,895</b>	<b>14,616</b>	<b>1,234</b>	<b>2,507</b>	<b>1,494</b>
年初现金及现金等价物	38,864	52,371	69,487	73,221	78,227
汇兑	2,611	2,500	2,500	2,500	2,500
年末现金及现金等价物	52,371	69,487	73,221	78,227	82,227
抵押现金	(1,403)	(1,483)	(1,483)	(1,483)	(1,483)
<b>年末资产负债表现金及现金等价物</b>	<b>53,774</b>	<b>70,969</b>	<b>74,703</b>	<b>79,710</b>	<b>83,704</b>

来源:公司资料,招銀国际则预测

注\*:按 HK\$1=Rmb0.86 转换

## 主要比率

年結:12月31日	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业发展	87.8	86.8	88.5	89.4	90.5
物业投资	7.5	7.9	6.9	6.4	5.7
其他	4.7	5.3	4.6	5.2	4.8
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>101.0</b>	<b>101.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	40.2	43.4	38.6	35.9	34.9
税前利率	38.7	42.7	33.1	30.5	28.9
息税前收益	19.3	20.0	14.4	13.6	13.2
核心净利润率	16.1	15.9	14.4	13.6	13.2
有效税率	44.8	47.3	49.6	48.6	48.3
<b>增长 (%)</b>					
收入	8.4	18.9	35.3	29.0	29.8
毛利	29.1	28.4	20.3	20.0	26.2
净利润率	20.6	26.9	23.0	19.0	22.5
净利润	17.4	23.1	(2.8)	21.7	25.9
核心净利润	19.9	17.8	22.1	21.7	25.9
<b>资产负债比率</b>					
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	151	131	107	90	75
平均应付账款周转天数	384	470	326	247	191
平均存货周转天数	1,343	1,626	1,257	1,017	864
净负债/总权益比率 (%)	35.9	33.9	33.2	32.4	31.7
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	16.4	17.5	15.2	16.2	17.7
资产回报率	4.5	4.2	3.9	4.3	4.8
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	2.84	3.50	3.40	4.14	5.21
每股股息(人民币)	0.72	0.91	1.03	1.29	1.31
每股账面值(人民币)	17.27	19.96	22.42	25.49	29.36

来源:公司资料,招銀国际则预测

注\*:按 HK\$1=Rmb0.86 转换

## 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，并可能會受目標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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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责任。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)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。