

華潤置地 (1109 HK)

恒指成份股內表現最佳的股份

- ❖ **2018年合約銷售額目標超額完成。**根據CRIC的數據，華潤置地2018年全年的合約銷售額達到2,106億元(人民幣·下同)，截止2018年11月底，公司公告的合約銷售額1,716億元，按年增長38%，已完成其2018年1,830億元的銷售目標的94%。這或解釋了華潤置地成為2018年恒指成份股及內房股中表現最優異的原因。我們相信其表現亮眼的另一原因，是該公司在2018年首11個月的租金增長，較去年同期增加27.9%。我們於上週五組織了一次小型會議，邀請公司管理層與我們的投資者分享公司願景。其2018年全年業績計劃於2019年3月26日(星期二)公佈。
- ❖ **對2019年前景審慎。**經歷2017年和2018年的強勁增長後，華潤置地預計2019年中國房地產市場的增長或會出現壓力。一線或二線城市市場預料有穩定表現，但三線及四線城市市場今年則可能面臨挑戰。即使樓市下行壓力加大，鑑於其過往持續穩健的經營策略，加以強大的股東背景支持，華潤置地將比其他公司表現更好。
- ❖ **公司長期力爭穩健增長。**雖然公司未確定其2019年銷售目標，市場環境不確定因素增加，但管理層將力爭在變化環境中實現穩健增長。2018年首11個月，公司收購了81幅總建築面積為1,827萬平方米的土地，總土地價格為1,192億元。在2018年下半年，公司於大灣區的土地收購數量較往年有所增加，包括東莞和肇慶等地。這些新收購的土地儲備將推動公司未來增長。華潤置地資產負債表穩健，目前未有出現因現金流壓力而減價促銷項目的現象，下半年項目平均去化率較上半年下降約10個百分點。公司加強現金流管理，預計全年現金回款率與過往年度相比基本持平。
- ❖ **料可錄得20-30%的租金增長。**投資物業業務是華潤置地的另一個增長動力。2018年前11個月，公司租金收入總額上升27.9%至86億元，其中商場租金增加33.4%至61億元。連同新開張的購物中心計算在內，公司未來兩至三年租金收入將以20-30%複合年均增長率增加。我們估計租金收入將佔公司總收入7-8%，但貢獻毛利12-13%。關於投資物業分拆的資本運作，鑒於目前公司現金流壓力較小且多數投資物業尚處於培育期，為了實現物業價值的充分釋放，分拆計畫短期內暫無時間表。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	94,022	101,986	128,135	159,790	205,596
淨利潤(百萬人民幣)	16,771	19,794	23,858	24,588	28,751
每股盈利(人民幣)	2.42	2.86	3.44	3.55	4.15
每股盈利變動(%)	7.5	18.0	20.5	3.1	16.9
市盈率(x)	10.0	8.4	8.2	7.4	6.4
市帳率(x)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	2.5	3.5	4.3	4.7	5.5
權益收益率(%)	16.7	16.5	17.3	15.9	16.3
淨財務杠杆率(%)	23.8	35.9	47.4	44.4	41.1

資料來源：公司及招銀國際研究預測 注*：按 HK\$1 = Rmb0.86 轉換

買入(維持)

目標價	HK\$32.93
(過去目標價)	HK\$32.93)
潛在升幅	10.6%
當前股價	HK\$29.75

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)	206,197
3月平均流通量(百萬港元)	333
52周內股價高/低(港元)	34.45/21.05
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%

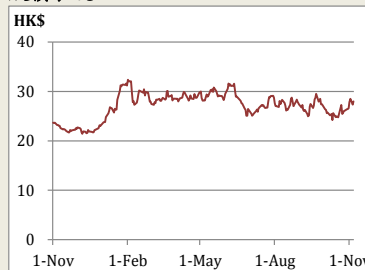
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.2%	8.8%
3-月	-2.5%	6.2%
6-月	-3.0%	12.2%

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

問答環節

- **Q：租金佔收入比情況？**
A：去年租金收入，包括商場，酒店，寫字樓，截止 11 月底月是 86 億人民幣，18 年全年佔收入比不到 10%，預計佔毛利約 10-12% 的水準。雖然預期投資物業增長快於開發物業，但相對千億級的開發物業體量，將近百億級的投資物業也很難短時間在收入佔比上有明顯提升。
- **Q：19 年銷售目標？**
A：每年慣例是在 3 月份業績會上公佈銷售目標，公司始終以實現穩健增長為長期目標。公司制定的銷售目標是務實的，並且是有信心實現的。相比銷售增長，公司更看重股東回報，即盈利(EPS)增長，從而帶動分紅(DPS)增長。
- **Q：未來的利潤率指引？**
A：18 年整體毛利潤率在 40% 以上，19 年 35-40%，20 年將回歸到 30-35%。即使在過去出現過拿地價格較高的時段，平均毛利潤率也仍然能夠在 30% 左右。
- **Q：18 年拿地情況？**
A：18 年前 11 個月，公司拿地 81 塊，總地價 1,192 億人民幣，總建面 1,821 萬平，平均樓面價 6,500/平。因為部分項目位於香港及一線城市，拉高平均地價，其他二線城市的地價相對較低。
- **Q：19 年拿地的節奏？**
A：若市場條件允許，在自身財務情況允許和回報滿足的前提下，公司還是希望多拿地，支持未來增長。即使在 19 年市場整體運行的難度增加，只要地價合理滿足回報，公司還是會去拿地，結果上可能出現逆週期的操作。但公司過去到現在一直堅持有框架有紀律的拿地策略，動態管理拿地節奏，不會特別激進地拿地。
- **Q：淨負債率(net gearing ratio)指引？**
A：守住 BBB+，保持 55-60%，不突破。
- **Q：今年的融資成本是什麼水準？**
A：與 18 年中期水準相若，融資成本在境內外沒有太大變化。公司融資成本是在行業內最低的幾家之一。
- **Q：去年去化和回款情況？**
A：平均看，18 年下半年開盤當日去化率較上半年下降 10 個百分點，在平衡去化率和利潤率的前提下，目前去化率仍處在合理的水準。由於專案多處於高線城市核心地段，公司在售樓盤不需要主動大幅下調價格也可保證銷售。下半年回款情況符合預期，全年回款率在 85-86%。
- **Q：投資物業在未來分拆的計畫？**
A：做過內部討論和分析。長期來看，公司也會尋找機會實現資產價值的最大化。待資產組合的成熟度進一步提升，在市場視窗較有利的情況下，公司會從審慎的角度，尋找合適時機，在未來用好的方式來最大化投資物業的價值。
- **Q：對房地產銷售面積和價格的判斷？**
A：目前市場的共識是整體房地產市場體量很難實現大幅增長，一二線城市，經濟和產業更強的城市需求更強，表現會更加穩，三四線則相對偏淡。

- **Q：未來投資物業增長 20-30% 的預期是僅考慮到面積增長帶動的嗎？**
A：新開商場面積增長和租金水準提升共同推動，各佔一半。
- **Q：租金漲價的壓力大嗎？**
A：目前租售比為 14.6%。相比電商獲客成本 16-17% 的水準，公司有一定優勢。只要零售額逐步提升，即使租金不漲，收入也能依靠零售分成實現增長。公司認為 14.6% 處在合理範圍的下限，租戶也很滿意現在情況，公司亦會時時調整優化租戶組合，以提升物業整體運營效率。
- **Q：商場的租約期限通常是多久？**
A：通常零售 2-3 年，根據不同租客類型，亦有更長時間租約的安排（如餐飲、電影院等）。華潤萬象城定位中高端，強調體驗式購物，與線上零售形成差異化競爭優勢，同時積極擁抱互聯網，保持對客戶的吸引力。在商業設計和策劃方面，租戶以國際與當地品牌結合，並不斷根據市場需求優化租戶結構。
- **Q：如何看待寫字樓物業？**
A：核心城市核心地段的寫字樓項目還是看好的。而非核心城市非核心地段，供大於求的地方，自然壓力較大。寫字樓項目的門檻較低，意味著競爭更激烈。
- **Q：未來分紅派息的政策？**
A：核心淨利潤的 35%。
- **Q：中國人壽聯合華潤置地、上海地產設立 150 億城市發展基金。是否會涉及公司目前的投資物業？**
A：不會涉及公司的投資物業，未來將會收購協力廠商物業。
- **Q：公司未來看好哪些區域？**
A：公司長期看好一線城市、省會城市及有產業和人口支撐的 3-4 線城市，其中 18 年在大灣區拿地數量比以往要多。公司在全國幾個大區域都有佈局，每個區域都存在機會，未來將在現有城市佈局中進一步深耕。

利潤表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
收入	94,022	101,986	128,135	159,790	205,596
物業發展	84,905	89,920	114,036	143,998	187,910
物業投資	6,237	7,554	8,461	9,476	10,613
其他	2,879	4,511	5,639	6,315	7,073
銷售成本	(62,297)	(60,932)	(72,037)	(95,557)	(128,641)
毛利	31,725	41,054	56,098	64,232	76,956
其他收益	3,309	1,762	1,847	2,175	2,412
銷售費用	(2,791)	(3,352)	(4,069)	(4,960)	(6,044)
行政費用	(2,651)	(3,628)	(4,189)	(4,960)	(5,849)
息稅前收益	29,591	35,834	49,688	56,486	67,474
融資成本	(1,249)	(1,539)	(2,093)	(2,302)	(2,532)
聯營公司	517	203	890	740	593
特殊收入	4,154	5,143	2,032	-	-
稅前利潤	33,013	39,641	50,517	54,924	65,535
所得稅	(13,664)	(17,790)	(23,746)	(27,029)	(33,202)
非控制股東權益	(2,579)	(2,057)	(2,634)	(3,027)	(3,302)
永續債	-	-	(280)	(280)	(280)
淨利潤	16,771	19,794	23,858	24,588	28,751
核心淨利潤	13,655	15,937	22,335	24,588	28,751

來源：公司資料，招銀國際則預測

註*：按 HK\$1 = Rmb0.86 轉換

資產負債表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	111,026	146,351	156,416	168,081	180,574
物業、廠房及設備	9,709	10,633	11,165	11,723	12,309
投資物業	81,821	99,209	109,129	120,042	132,047
聯營公司	14,533	30,346	30,346	30,346	30,346
可供出售投資	49	52	52	52	52
無形資產	12	433	433	433	433
其他	4,902	5,679	5,291	5,485	5,388
流動資產	256,232	334,099	424,168	466,104	511,286
現金及現金等價物	40,140	53,774	66,127	74,682	85,535
應收貿易款項	38,091	42,050	43,732	45,481	47,301
關連款項	2,805	5,612	4,209	4,910	4,559
存貨	168,926	223,489	301,710	331,881	365,070
合同資產	-	-	668	701	736
其他	6,271	9,174	7,723	8,448	8,085
流動負債	175,533	239,823	281,871	308,798	335,945
借債	10,310	25,658	34,638	41,565	49,878
應付貿易賬款	50,435	64,109	65,391	66,699	68,033
應付稅項	90,871	119,373	-	-	-
關連款項	10,565	11,070	11,292	11,517	11,748
應付稅項	13,352	19,613	20,006	20,406	20,814
合同負債	-	-	150,545	168,611	185,472
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	72,049	96,387	129,171	135,630	142,411
借債	58,276	79,899	111,858	117,451	123,324
遞延稅項	10,682	12,268	12,881	13,526	14,202
其他	3,091	4,221	4,432	4,653	4,886
少數股東權益	19,540	24,522	26,974	29,671	32,639
永續債	-	-	5,000	5,000	5,000
淨資產總值	100,136	119,718	137,568	155,086	175,866
股東權益	100,136	119,718	137,568	155,086	175,866

來源：公司資料，招銀國際則預測

註*：按 HK\$1 = Rmb0.86 轉換

現金流量表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	29,591	35,834	49,688	56,486	67,474
折舊和攤銷	409	464	532	558	586
營運資金變動	(13,831)	(51,688)	(78,621)	(30,613)	(33,673)
稅務開支	(13,358)	(13,459)	(22,740)	(25,985)	(32,118)
其他	10,511	37,088	35,560	13,649	13,279
經營活動所得現金淨額	13,323	8,239	(15,581)	14,096	15,548
購置固定資產	(8,130)	(10,191)	(10,984)	(12,029)	(13,177)
聯營公司	609	(14,889)	297	247	198
其他	(183)	(345)	388	(194)	97
投資活動所得現金淨額	(7,703)	(25,425)	(10,299)	(11,977)	(12,882)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	5,167	34,502	40,940	12,520	14,186
股息	(3,603)	(5,034)	(6,910)	(8,109)	(9,080)
其他	(5,130)	(1,387)	1,624	(476)	581
融資活動所得現金淨額	(3,565)	28,081	35,654	3,936	5,687
現金增加淨額	2,054	10,895	9,773	6,055	8,354
年初現金及現金等價物	39,338	38,864	52,371	64,644	73,199
匯兌	(2,528)	2,611	2,500	2,500	2,500
年末現金及現金等價物	38,864	52,371	64,644	73,199	84,052
抵押現金	(1,275)	(1,403)	(1,483)	(1,483)	(1,483)
年末資產負債表現金	40,140	53,774	66,127	74,682	85,535

來源：公司資料，招銀國際則預測

註*：按 HK\$1 = Rmb0.86 轉換

主要比率

年結:12月31日	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
物業發展	90.3	88.2	89.0	90.1	91.4
物業投資	6.6	7.4	6.6	5.9	5.2
其他	3.1	4.4	4.4	4.0	4.4
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	33.7	40.3	43.8	40.2	37.4
稅前利率	35.1	38.9	39.4	34.4	31.9
息稅前收益	17.8	19.4	18.6	15.4	14.0
核心淨利潤率	14.5	15.6	17.4	15.4	14.0
有效稅率	41.4	44.9	47.0	49.2	50.7
增長 (%)					
收入	5.2	8.5	25.6	24.7	28.7
毛利	14.0	29.4	36.6	14.5	19.8
淨利潤率	19.1	21.1	38.7	13.7	19.5
淨利潤	10.2	18.0	20.5	3.1	16.9
核心淨利潤	13.9	16.7	40.1	10.1	16.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
平均應收賬款周轉天數	148	151	125	104	84
平均應付帳款周轉天數	296	384	331	255	193
平均存貨周轉天數	990	1,339	1,529	1,268	1,036
淨負債/總權益比率 (%)	23.8	35.9	47.4	44.4	41.1
回報率 (%)					
資本回報率	16.7	16.5	17.3	15.9	16.3
資產回報率	4.6	4.5	4.6	4.4	4.7
每股數據					
每股盈利(人民幣)	2.42	2.86	3.44	3.55	4.15
每股股息(人民幣)	0.61	0.83	0.99	1.12	1.29
每股賬面值(人民幣)	14.45	17.27	19.85	22.38	25.37

來源：公司資料，招銀國際則預測

註*：按 HK\$1 = Rmb0.86 轉換

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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。