

华润置地 (1109 HK, HK\$20.45, 目标价: HK\$31.24, 买入) — 租金收入低于我们的预期

- ❖ **2016 年合约销售达 1,080 亿元人民币，同比增长 27%。**华润置地于 1 月 12 日公布了其 2016 年全年运营数据。2016 年公司合约销售为 1,080 亿元人民币，同比增长 27%，顺利完成全年 1,050 亿元人民币的销售目标；对应合约销售面积为 776 万平方米，同比增长 15%。公司在全国范围内拥有充足的土地储备，因此我们相信公司能够维持当前的销售增长势头。此外，公司在 2017 年 1 月的合约销售达 102 亿元人民币，同比增长 11%。我们预计公司 2017 年销售目标将定在 1,300 亿元人民币。
- ❖ **2016 年投资物业租金收入为 71.5 亿港元，同比增长 9.4%。**2016 年公司投资物业租金收入（包括酒店运营收入）为 71.5 亿港元，同比增长 9.4%，较我们预期的 82.5 亿港元低了 11 亿元或 13.3%。我们认为该差异的主要原因是公司在 2016 年或 2015 年下半年期间新开业的购物商场主要集中在二三线城市，如温州、合肥、赣州，而这些地区的租金收入贡献低于我们的预期。
- ❖ **2016 年购入 1,050 万平方米土地储备。**2016 年公司一共购入 39 宗地块，新购入土地总建筑面积和权益面积分别达 1,052 万平方米和 817 万平方米，总代价为 626 亿元人民币。除一宗在 2016 年 1 月购入的上海地块外，其余地块主要位于东北和东部的二线城市。新购入土地的楼面价为每平方米 5,951 元人民币。
- ❖ **是拥有最健康财务状况的开发商之一。**公司 2016 年中期净财务杠杆率为 27.9%。尽管公司在 2016 年下半年花费了 357 亿元人民币购买土地，但其资产负债表仍处于健康的水平，我们预计公司净财务杠杆率在 2016 年年底将维持在 27.7%，而在 2017 年净财务杠杆率将逐渐升至 31.4%，但华润置地仍是拥有最健康财务状况的开发商之一。
- ❖ **目标价由 31.63 港元下调至 31.24 港元。**由于租金收入低于我们的预期以及房屋交付延期，我们调整了 2016-18 的净利润预测，分别下调 8.6%、10.0% 和 13.1%，至 179 亿港元、198 亿港元和 221 亿港元。此外，我们也下调了 2017 年底公司资产净值预测，由每股 45.18 港元下调至 44.62 港元。目标价也因此由 31.63 港元轻微下调至 31.24 港元，相当于 30% 的每股资产净值折让。维持「买入」评级。

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

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

华润置地 (1109 HK)

评级	买入
收市价	HK\$20.45
目标价	HK\$31.24
市值 (港币百万)	141,738
过去 3 月平均交易 (港币百万)	243
52 周高/低 (港币)	23.85/16.5
发行股数 (百万)	6,931
主要股东	华润集团(61.3%)

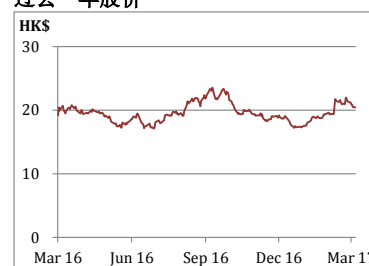
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	5.6%	3.7%
3 月	9.9%	5.0%
6 月	-8.3%	-9.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万港元)	89,705	103,393	111,511	119,053	135,363
净利润 (百万港元)	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
每股收益变动 (%)	(8.0)	11.8	(0.3)	10.4	11.8
市盈率 (x)	8.8	7.9	7.9	7.2	6.4
市帐率 (x)	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	2.4	2.8	2.9	3.4	4.2
权益收益率 (%)	14.3	15.2	12.6	12.5	12.6
净财务杠杆率 (%)	37.6	23.0	27.7	31.4	31.4

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	89,705	103,393	111,511	119,053	135,363
物业发展	81,759	93,536	102,061	108,513	123,792
物业投资	5,482	6,655	7,150	8,090	8,772
物业管理	2,463	3,202	2,300	2,450	2,800
销售成本	(62,351)	(71,095)	(72,576)	(73,048)	(84,539)
毛利	27,353	32,298	38,935	46,006	50,824
销售费用	(3,071)	(3,306)	(3,568)	(4,167)	(4,602)
行政费用	(2,253)	(3,006)	(3,122)	(3,572)	(3,790)
其他收益	1,139	2,556	1,268	1,325	1,305
息税前收益	23,168	28,543	33,512	39,593	43,736
融资成本	(832)	(923)	(985)	(1,108)	(1,138)
联营公司	62	298	607	452	1,175
特殊收入	4,967	4,602	2,055	-	-
税前利润	27,366	32,520	35,189	38,936	43,773
所得税	(10,887)	(13,143)	(15,386)	(17,375)	(19,790)
非控制股东权益	(1,338)	(1,850)	(1,900)	(1,803)	(1,898)
净利润	15,141	17,527	17,904	19,759	22,085
核心净利润	11,915	14,206	16,524	19,759	22,085

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	93,802	110,568	120,313	125,813	138,613
物业、厂房及设备	9,200	9,257	10,000	10,800	11,600
投资物业	79,240	88,319	96,000	100,000	112,000
联营公司	3,551	10,527	11,800	12,500	12,500
可供出售投资	191	13	13	13	13
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,620	2,451	2,500	2,500	2,500
流动资产	268,477	278,668	323,636	340,860	355,086
现金及现金等价物	44,857	45,875	51,836	46,860	41,086
应收贸易款项	27,590	27,564	30,000	32,000	35,000
关连款项	5,922	12,868	10,000	8,000	5,000
存货	187,012	188,966	228,000	250,000	270,000
其他	3,097	3,395	3,800	4,000	4,000
流动负债	164,452	182,710	197,300	196,400	204,800
借债	21,219	14,143	16,800	16,800	16,800
应付贸易账款	127,181	147,632	152,000	160,000	168,000
应付税项	9,267	9,951	10,500	10,800	11,200
关连款项	6,785	10,985	18,000	8,800	8,800
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	80,704	74,701	91,600	98,300	99,000
借债	67,682	62,007	78,000	84,000	84,000
递延税项	9,924	11,197	11,600	11,800	12,000
其他	3,099	1,496	2,000	2,500	3,000
少数股东权益	11,492	16,858	13,500	14,200	14,200
净资产总值	105,631	114,966	141,549	157,773	175,699
股东权益	105,631	114,966	141,549	157,773	175,699

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	23,168	28,543	33,512	39,593	43,736
折旧和摊销	470	454	518	560	605
营运资金变动	(12,155)	4,708	(32,607)	(20,000)	(18,000)
税务开支	(8,718)	(11,070)	(14,434)	(16,875)	(19,190)
其他	5,553	19,267	1,829	(2,167)	(11,344)
经营活动所得现金净额	8,318	41,902	(11,182)	1,111	(4,193)
购置固定资产	(14,182)	(14,323)	(6,461)	(240)	(195)
联营公司	(1,803)	(13,780)	(1,070)	(549)	392
其他	1,697	174	(49)	-	-
投资活动所得现金净额	(14,289)	(27,929)	(7,580)	(789)	196
股份发行	-	10,058	-	-	-
净银行借贷	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
融资活动所得现金净额	21,037	(9,077)	24,602	(5,428)	(1,907)
现金增加净额	15,067	4,896	5,841	(5,106)	(5,904)
年初现金及现金等价物	28,194	42,989	44,703	50,664	45,688
汇兑	(272)	(3,182)	120	130	130
年末现金及现金等价物	42,989	44,703	50,664	45,688	39,914
抵押现金	(1,869)	(1,172)	(1,172)	(1,172)	(1,172)
年末资产负债表现金及现金等价物	44,857	45,875	51,836	46,860	41,086

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	91.1	90.5	91.5	91.1	91.5
物业投资	6.1	6.4	6.4	6.8	6.5
物业管理	2.8	3.1	2.1	2.1	2.0
总额	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
税前利率	30.5	31.5	31.6	32.7	32.3
净利润率	16.9	17.0	16.1	16.6	16.3
核心净利润率	13.3	13.7	14.8	16.6	16.3
有效税率	39.8	40.4	43.7	44.6	45.2
增长 (%)					
收入	25.7	15.3	7.9	6.8	13.7
毛利	36.0	18.1	20.5	18.2	10.5
净利润率	36.7	23.2	17.4	18.1	10.5
净利润	3.0	15.8	2.1	10.4	11.8
核心净利润	26.2	19.2	16.3	19.6	11.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.5	1.6	1.7	1.7
平均应收账款周转天数	112.3	97.3	98.2	98.1	94.4
平均应付账款周转天数	744.5	757.9	764.4	799.5	725.3
平均存货周转天数	1,094.8	970.1	1,146.7	1,249.2	1,165.7
净负债/ 总权益比率 (%)	37.6	23.0	27.7	31.4	31.4
回报率 (%)					
资本回报率	14.3	15.2	12.6	12.5	12.6
资产回报率	4.2	4.5	4.0	4.2	4.5
每股数据					
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
每股账面值 (港元)	18.1	16.6	20.4	22.8	25.3

来源: 公司及招银国际研究部

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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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)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 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。