

## 華潤置地 (1109 HK, HK\$19.00, 目標價: HK\$31.63, 買入) — 成為中華企業第二大股東

- ❖ **認購中華企業新股。**華潤置地宣佈以每股 5.23 元(人民幣·下同)認購中華企業(600675 CH)13.99 億股新股，發行股價相等於中華企業在 6 月 23 日停牌前的 20 個交易天的平均收市價，總金額為 73.15 億元，發行新股要待有關機構批准。完成交易後，華潤置地持有的股份有 36 個月的禁售期。此外，華潤置地將會成為中華企業的第二大股東，第一大股東為上海地產，其實際控制人為上海市國有資產監督管理委員會。華潤置地期望能與中華企業產生協同效應，產生雙贏局面，認購新股預期在 2017 上半年完成。
- ❖ **中華企業重組的一部份。**認購新股是中華企業重組的一部份，中華企業將向其大股東(上海地產)購入位於 6 個城市面積共 200 萬平方米的物業資產，總代價為 185 億元，其中 85%將以新股支付，餘下的 15%以現金支付。中華企業將發行 30.1 億股新股給上海地產，另發行共 18.16 億新股與包括華潤置地在內的 6 個獨立投資者。在完成發行所有新股，上海地產在中華企業的持股量由 36.8%增加至 55.2%，而華潤置地的持股量則為 20.9%
- ❖ **2016 年料能達成 1,000 億元的銷售。**2016 年 1-10 月合同銷售金額及面積分別上升 26.2%至 909 億元及 11.4%至 655 萬平方米，目前完成全年銷售目標 1,056 億元的 86.1%。雖然調控政策加強，但如華潤置地在 11 月及 12 月能維持每月銷售金額 75 億元，公司將可完成全年銷售目標。
- ❖ **購入 619 萬平方米應佔權益土地儲備。**除了在 8 月份的深圳灣項目注入及中華企業的投資，華潤置地由年初至今共購入 30 幅土地，總建築面積為 818 萬平方米或應佔權益建築面積為 619 萬平方米，買地總金額為 468 億元，平均地價為每平方米 5,723 元。
- ❖ **以 2017 年資產淨值計算目標價。**因為人民幣匯價偏弱，我們將 2016-18 年盈利預測輕微下調至 196 億港元、220 億港元及 254 億港元。此外，我們引入 2017 年末的每股資產淨值為 45.18 港元，目標價因此由 30.58 港元調高至 31.63 港元，相等於 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](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

### 華潤置地 (1109 HK)

評級	買入
收市價	HK\$19.00
目標價	HK\$31.63
市值(港幣百萬)	131,688
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	317
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%)

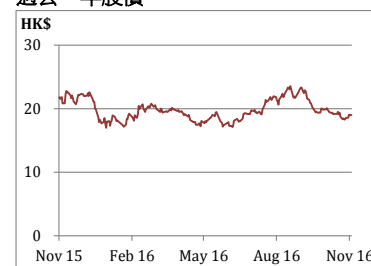
來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-5.6%	-1.6%
3 月	-11.5%	-10.3%
6 月	6.3%	-4.1%

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	119,326	133,185	156,387
淨利潤(百萬港元)	15,141	17,527	19,590	21,963	25,403
每股收益(港元)	2.318	2.592	2.826	3.169	3.665
每股收益變動(%)	(8.0)	11.8	9.0	12.1	15.7
市盈率(x)	8.2	7.3	6.7	6.0	5.2
市帳率(x)	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	2.6	3.0	3.2	3.7	4.5
權益收益率(%)	14.3	15.2	13.7	13.6	13.9
淨財務槓桿率(%)	37.6	23.0	26.3	28.5	26.6

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
<b>收入</b>	<b>89,705</b>	<b>103,393</b>	<b>119,326</b>	<b>133,185</b>	<b>156,387</b>
物業發展	81,759	93,536	108,777	121,033	143,253
物業投資	5,482	6,655	8,249	9,702	10,334
物業管理	2,463	3,202	2,300	2,450	2,800
銷售成本	(62,351)	(71,095)	(76,996)	(81,970)	(93,875)
<b>毛利</b>	<b>27,353</b>	<b>32,298</b>	<b>42,331</b>	<b>51,215</b>	<b>62,512</b>
銷售費用	(3,071)	(3,306)	(3,818)	(4,661)	(5,270)
行政費用	(2,253)	(3,006)	(3,341)	(3,996)	(4,340)
其他收益	1,139	2,556	1,280	1,367	1,388
<b>息稅前收益</b>	<b>23,168</b>	<b>28,543</b>	<b>36,452</b>	<b>43,925</b>	<b>54,291</b>
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	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>27,366</b>	<b>32,520</b>	<b>38,129</b>	<b>43,269</b>	<b>54,328</b>
所得稅	(10,887)	(13,143)	(16,548)	(19,341)	(27,077)
非控制股東權益	(1,338)	(1,850)	(1,991)	(1,965)	(1,847)
<b>淨利潤</b>	<b>15,141</b>	<b>17,527</b>	<b>19,590</b>	<b>21,963</b>	<b>25,403</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>11,915</b>	<b>14,206</b>	<b>18,210</b>	<b>21,963</b>	<b>25,403</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>93,802</b>	<b>110,568</b>	<b>120,313</b>	<b>125,813</b>	<b>138,613</b>
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
<b>流動資產</b>	<b>268,477</b>	<b>278,668</b>	<b>325,322</b>	<b>344,750</b>	<b>362,295</b>
現金及現金等價物	44,857	45,875	53,522	50,750	48,295
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
<b>流動負債</b>	<b>164,452</b>	<b>182,710</b>	<b>197,300</b>	<b>196,400</b>	<b>204,800</b>
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	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>80,704</b>	<b>74,701</b>	<b>91,600</b>	<b>98,300</b>	<b>99,000</b>
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
<b>少數股東權益</b>	<b>11,492</b>	<b>16,858</b>	<b>13,500</b>	<b>14,200</b>	<b>14,200</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>105,631</b>	<b>114,966</b>	<b>143,235</b>	<b>161,663</b>	<b>182,908</b>
<b>股東權益</b>	<b>105,631</b>	<b>114,966</b>	<b>143,235</b>	<b>161,663</b>	<b>182,908</b>

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	36,452	43,925	54,291
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)	(15,596)	(18,841)	(26,477)
其他	5,553	19,267	1,738	(2,329)	(11,292)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>8,318</b>	<b>41,902</b>	<b>(9,496)</b>	<b>3,315</b>	<b>(874)</b>
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)	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(14,289)</b>	<b>(27,929)</b>	<b>(7,580)</b>	<b>(789)</b>	<b>196</b>
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
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>21,037</b>	<b>(9,077)</b>	<b>24,602</b>	<b>(5,428)</b>	<b>(1,907)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>15,067</b>	<b>4,896</b>	<b>7,527</b>	<b>(2,902)</b>	<b>(2,585)</b>
年初現金及現金等價物	28,194	42,989	44,703	52,350	49,578
匯兌	(272)	(3,182)	120	130	130
年末現金及現金等價物	42,989	44,703	52,350	49,578	47,123
抵押現金	(1,869)	(1,172)	(1,172)	(1,172)	(1,172)
<b>年末資產負債表現金及現金等價物</b>	<b>44,857</b>	<b>45,875</b>	<b>53,522</b>	<b>50,750</b>	<b>48,295</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	91.1	90.5	91.2	90.9	91.6
物業投資	6.1	6.4	6.9	7.3	6.6
物業管理	2.8	3.1	1.9	1.8	1.8
<b>總額</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	30.5	31.2	35.5	38.5	40.0
稅前利率	30.5	31.5	32.0	32.5	34.7
息稅前收益	16.9	17.0	16.4	16.5	16.2
核心淨利潤率	13.3	13.7	15.3	16.5	16.2
有效稅率	39.8	40.4	43.4	44.7	49.8
<b>增長 (%)</b>					
收入	25.7	15.3	15.4	11.6	17.4
毛利	36.0	18.1	31.1	21.0	22.1
淨利潤率	36.7	23.2	27.7	20.5	23.6
淨利潤	3.0	15.8	11.8	12.1	15.7
核心淨利潤	26.2	19.2	28.2	20.6	15.7
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.6	1.8	1.8
平均應收賬款周轉天數	112.3	97.3	91.8	87.7	81.7
平均應付帳款周轉天數	744.5	757.9	720.6	712.5	653.2
平均存貨周轉天數	1,094.8	970.1	1,080.8	1,113.2	1,049.8
淨負債/ 總權益比率 (%)	37.6	23.0	26.3	28.5	26.6
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	14.3	15.2	13.7	13.6	13.9
資產回報率	4.2	4.5	4.4	4.7	5.1
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (港元)	2.32	2.59	2.83	3.17	3.67
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	20.7	23.3	26.4

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並無直接或間接關係。

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，並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，並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。

本報告基於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並不時自行及/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。