

華潤置地 (1109 HK)

基礎盈利增長 11%

概要。2019年上半年營業額及基礎盈利分別增長4.7%至458億元(人民幣·下同)及11.3%至81.1億元。總土地儲備為6,737萬平方米，足夠公司未來5年發展。根據30%與資產淨值折讓，我們提升目標價由33.18港元至34.81港元，維持持有評級。

- **2019年上半年盈利增長43.6%至127億元。**因為深圳物業入賬金額減少，確認平均價下跌21.5%，令2019年上半年物業發展收入只增加0.3%；另一方面，新建購物中心貢獻收入，同期的租金收益上漲34.9%至50億元。毛利率由去年同期的48.1%下降至2019上半年的38.2%。投資物業重估收益由去年同期的20億元增加至2019上半年的63億元，2019年上半年盈利增加43.6%至127億元，而基礎盈利增長11.3%至81.1億元。
- **2019年上半年合同銷售增加26%。**2019年上半年物業合同銷售金額及面積分別上升26.0%至1,188億元及9.6%至626萬平方米。如計入七月份銷售金額127億元，華潤置地已完成2,420億元全年銷售目標的54.3%。截至2019年中，華潤置地已預售尚未結算的物業金額為2,733億元，其中1,169億元會在2019年內入賬確認，公司的2019及2020年的盈利可見性高。
- **2021年後開業的購物中心達83個。**截至2019年中，華潤置地經營35個購物中心，2019上半年來自購物中心的租金收益增加39%至42.9億元。公司在2019年下半年將會再有六個購物中心開業，估計至2021年末開業的購物中心總數達53個，而2021年及以後再有30個購物中心開業。豐盛的購物中心開業計劃將是公司未來增長的動力。
- **總土地儲備達6,737萬平方米。**華潤置地在上半年購入39幅地塊，總建築面積為1,021萬平方米。截至2019年中，公司已在全球75個城市經營業務。總及應佔權益的土地儲備分別為6,737萬平方米及5,056萬平方米。
- **重申持有評級。**淨負債比率由去年末的34.9%上升至2019年中的43.6%，但財政狀況仍然健康。2019上半年的借貸平均成本為4.45%，位於低廉水平。我們上調2019年盈利預測18.1%至278億元，但下調2020年盈利預測6.3%至269億元。我們預測2020年末的每股資產淨值為49.73港元，以30%資產淨值折讓計算，我們上調目標價由33.18港元至34.81港元。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	101,943	121,189	152,129	195,284	246,881
同比增長(%)	8.4	18.9	25.5	28.4	26.4
淨收入(百萬元人民幣)	19,690	24,238	27,836	26,882	33,807
每股盈利(元人民幣)	2.84	3.50	4.02	3.88	4.88
每股盈利變動(%)	17.4	23.1	14.8	-3.4	25.8
市盈率(倍)	9.9	8.1	7.0	7.3	5.8
市帳率(倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	2.9	3.8	4.2	5.2	5.8
權益收益率(%)	16.4	17.5	17.4	15.0	16.6
淨負債率(%)	35.9	34.9	35.0	33.7	34.9

資料來源：公司及招銀國際證券預測

持有(維持)

目標價	HK\$34.81
(此前目標價)	HK\$33.18
當前股價	HK\$31.45
潛在升幅	+10.7%

中國房地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	217,978
3月平均流通量(百萬元港元)	304
52周內股價高/低(港元)	37.35/23.8
總股本(百萬)	6,931

資料來源：彭博

股東結構

華潤集團	61.3%
流通股	38.7%

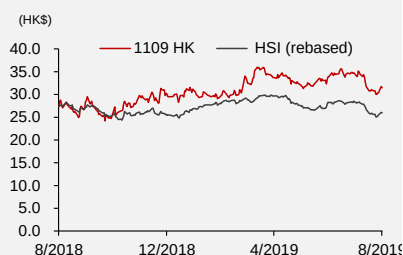
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.6%	0.0%
3-月	-2.2%	4.0%
6-月	6.9%	14.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

近期報告

X 戰略推動長期增長-2019年3月28日

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	101,943	121,189	152,129	195,284	246,881
物業發展	89,511	105,148	133,200	172,800	220,800
物業投資	7,646	9,519	11,233	13,480	15,636
其他	4,786	6,522	7,696	9,004	10,445
銷售成本	(60,981)	(68,607)	(93,394)	(125,096)	(160,548)
毛利	40,962	52,582	58,735	70,188	86,333
其他收益	1,751	1,023	2,444	2,805	749
銷售費用	(3,381)	(4,177)	(5,266)	(5,798)	(6,847)
行政費用	(3,655)	(4,159)	(5,266)	(5,991)	(7,336)
其他費用	0	0	0	0	0
息稅前收益	35,676	45,268	50,647	61,204	72,899
融資成本	(1,603)	(1,743)	(2,258)	(2,431)	(2,631)
聯營/合營公司	202	1,297	3,040	3,240	3,640
特殊收入	5,150	6,904	6,256	0	0
稅前利潤	39,425	51,726	57,685	62,013	73,908
所得稅	(17,675)	(24,449)	(25,734)	(30,606)	(35,197)
稅後利潤	21,750	27,277	31,951	31,407	38,712
非控制股東權益	(2,060)	(2,752)	(3,820)	(4,230)	(4,610)
永續債	0	(288)	(295)	(295)	(295)
淨利潤	19,690	24,238	27,836	26,882	33,807
基礎盈利	16,379	19,296	23,144	26,882	33,807

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	30,681	45,268	50,647	61,204	72,899
折攤和攤銷	464	565	700	745	771
營運資金變動	(11,846)	6,062	(22,064)	(10,967)	(30,560)
稅務開支	(13,561)	(24,009)	(26,329)	(27,544)	(33,890)
其他	3,572	(651)	6,108	(3,025)	(1,276)
經營活動所得現金淨額	9,311	27,235	9,063	20,412	7,944
資本開支	(10,928)	(14,526)	(16,730)	(17,265)	(11,451)
聯營/合營公司	(14,751)	(24,900)	(7,846)	(2,920)	(2,887)
其他	302	(5,692)	1,227	(606)	310
投資活動所得現金淨額	(25,376)	(45,118)	(23,349)	(20,791)	(14,028)
股份發行	0	0	0	0	0
淨銀行借貸	34,770	28,884	9,288	11,717	12,440
股息	(5,062)	(6,417)	(7,472)	(8,456)	(10,258)
其他	(1,524)	11,497	10,269	1,032	870
融資活動所得現金淨額	28,184	33,963	12,086	4,294	3,052
現金增加淨額	12,119	16,080	(2,200)	3,915	(3,032)
年初現金及現金等價物	40,429	52,410	69,246	69,546	75,961
匯兌	(138)	756	2,500	2,500	2,500
年末現金及現金等價物	52,410	69,246	69,546	75,961	75,429
受限制現金	1,364	1,723	1,723	1,723	1,723
資產負債表的現金	53,774	70,969	71,270	77,684	77,153

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
非流動資產	146,351	193,840	217,502	238,628	253,098
物業、廠房及設備	10,633	14,006	14,900	15,420	16,100
投資物業	99,209	126,864	142,000	158,000	168,000
聯營公司	28,420	41,340	50,200	54,200	58,300
無形資產	433	419	419	419	419
其他	7,657	11,210	9,983	10,589	10,279
流動資產	334,099	461,903	497,296	539,147	595,153
現金及現金等價物	53,774	70,969	71,270	77,684	77,153
應收貿易款項	42,050	43,515	48,000	52,300	56,400
存貨	224,444	305,595	348,000	378,000	430,000
其他	13,831	41,823	30,026	31,163	31,600
流動負債	239,823	347,948	378,080	408,322	442,478
借債	25,658	22,101	26,500	31,820	38,190
應付貿易賬款	64,109	88,246	90,000	91,800	93,650
合同負債	119,373	192,265	215,337	236,870	260,560
應付稅項	19,613	22,407	22,855	23,312	23,778
其他	11,070	22,930	23,388	24,520	26,300
非流動負債	96,387	127,090	131,024	140,117	147,123
借債	79,899	110,111	115,000	121,397	127,467
其他	16,489	16,979	16,024	18,720	19,656
股東權益	119,718	138,376	159,634	179,169	203,965
少數股東權益	24,522	37,329	41,060	45,168	49,685
永續債	0	5,000	5,000	5,000	5,000
總權益	144,240	180,705	205,694	229,337	258,650

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
物業發展	87.8	86.8	87.6	88.5	89.4
物業投資	7.5	7.9	7.4	6.9	6.3
其他	4.7	5.4	5.1	4.6	4.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	40.2	43.4	38.6	35.9	35.0
稅前利率	35.0	37.4	33.3	31.3	29.5
淨利潤率	19.3	20.0	18.3	13.8	13.7
有效稅率	44.8	47.3	44.6	49.4	47.6
資產負債比率					
流動比率(x)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
平均應收賬款周轉天數	150.6	131.1	115.2	97.8	83.4
平均應付賬款周轉天數	229.5	265.8	215.9	171.6	138.5
平均存貨周轉天數	1343.4	1625.8	1360.0	1102.9	977.6
淨負債比率(%)	35.9	34.9	35.0	33.7	34.9
回報率(%)					
資本回報率	16.4	17.5	17.4	15.0	16.6
資產回報率	4.1	3.7	3.9	3.5	4.0
每股數據					
每股盈利(人民幣)	2.84	3.50	4.02	3.88	4.88
每股股息(人民幣)	0.83	1.06	1.19	1.46	1.63
每股賬面值(人民幣)	17.27	19.96	23.03	25.85	29.43

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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，並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，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投資銀行相關業務聯繫。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。接收本報告之行爲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。