

华润置地 (1109 HK)

X 战略推动长期增长

- ❖ **2018 年盈利增长 23%**。2018 年，华润置地收入和净利润分别增长 18.9% 至 1,212 亿元(人民币，下同)和 23.1% 至 242 亿元，高出我们的预期 1.6%。由于深圳高毛利项目在期内结转，尽管交付面积下跌 15.7% 至 608 万平，但确认销售的平均售价大幅增长 39.4% 至 17,294 元/平。因此，2018 年毛利率也上升 3.2 个百分点至 43.4%。同时，公司在期内新开八家购物中心，租金收入增长 24.5% 至 95.2 亿元。截至 2018 年 12 月，已售未结转金额为 1,874 亿元，其中 992 亿元将于 2019 年确认。
- ❖ **到 2021 年将拥有 850 万平的购物中心**。2018 年经常性收入（包括购物中心，写字楼和酒店）的收入增长 24.5% 至 95.2 亿元。截至 18 年底，华润置地拥有并经营 921 万平的商业物业，包括 23 个万象城/万象天地和 12 个 Hi5/万象汇。此外，43 家购物中心正在建设中。华润置地还运营着 17 个资产轻型购物中心项目。据估计，到 2021 年公司将开业 81 个购物中心，2021 年后将建成另外 22 个购物中心。
- ❖ **X 战略推动长期增长**。除了房地产开发和投资物业业务外，华润置地还通过实施“2 + X”商业模式，实现新的增长。X 业务包括城市更新、物业管理、长租公寓、养老之家、文化体育、产业基金和万象影院。公司目前正在运营 30 多个城市更新项目，其中 16 个关键项目，建面达 2,200 万平，可能在未来几年实现。截至 18 年底，公司物业管理业务的合约面积达 1 亿平，预计 2020 年将达到 2 亿平方米。
- ❖ **优质土储分布在 70 个城市**。2018 年，公司合约销售额增加 22.3% 至 2,170 亿元。华润置地的目标是 2019 年的销售目标增长 15%。去年公司共收购了 103 个新项目，总建面积 2,213 万平，同比增长 84.9%。截至 18 年底，公司土储达 5,957 万平，其中开发物业为 5,014 万平，投资物业为 943 万平。
- ❖ **股价已反映预期**。根据新的交付指引，我们将 2019/20 年盈利预测略微下调 4.1% 和 0.3% 至 236 亿元和 286 亿元。我们将预测每股净资产上调至每股 47.40 港元。我们将目标价从 32.93 港元改为 33.18 港元，相当于资产净值折让 30%。我们将投资建议改为持有。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	101,943	121,189	163,969	211,484	274,481
净利润(百万人民币)	19,690	24,238	23,570	28,674	36,110
每股盈利(人民币)	2.84	3.50	3.40	4.14	5.21
每股盈利变动(%)	17.4	23.1	-2.8	21.7	25.9
市盈率(x)	10.2	8.3	8.5	7.0	5.5
市帐率(x)	1.7	1.4	1.3	1.1	1.0
股息率(%)	2.9	3.7	4.2	5.2	5.3
权益收益率(%)	16.4	17.5	15.2	16.2	17.7
净财务杠杆率(%)	35.9	34.9	34.0	33.1	32.4

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有 (下调)

目标价	HK\$33.18
(过去目标价)	HK\$32.93
潜在升幅	-1.25%
当前股价	HK\$33.60

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853
 邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773
 邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	232,880
3 月平均流通量(百万港元)	391.8
52 周内股价高/低(港元)	34.05/23.8
总股本(百万)	6,931

资料来源：彭博

股东结构

华润集团	61.3%
自由流通	38.7%

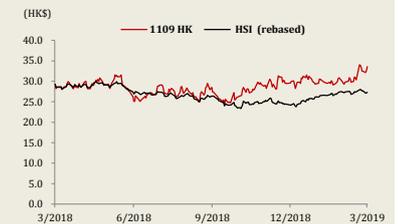
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.4%	10.2%
3-月	10.7%	-0.6%
6-月	14.6%	11.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: E&Y

公司网站: www.crland.com.hk

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
收入	101,943	121,189	163,969	211,484	274,481
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)
毛利	40,962	52,582	63,234	75,858	95,717
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)
息税前收益	35,676	45,268	55,701	66,305	81,227
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	-	-	-
税前利润	39,425	51,726	54,303	64,563	79,361
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)
净利润	19,690	24,238	23,570	28,674	36,110
核心净利润	16,379	19,296	23,570	28,674	36,110

来源: 公司资料, 招银国际则预测

注*: 按 HK\$1 = Rmb0.86 转换

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	146,351	193,840	213,002	234,128	253,098
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
流动资产	334,099	461,903	497,529	541,173	594,704
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
流动负债	239,823	347,948	378,080	408,322	442,478
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	-	-	-	-	-
非流动负债	96,387	127,090	131,024	140,117	147,123
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
少数股东权益	24,522	37,329	41,060	45,168	49,685
永续债	-	5,000	5,000	5,000	5,000
净资产总值	119,718	138,376	155,368	176,695	203,517
股东权益	119,718	138,376	155,368	176,695	203,517

来源: 公司资料, 招银国际则预测

注*: 按 HK\$1 = Rmb0.86 转换

现金流量表

年结: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
经营活动所得现金净额	8,239	53,066	6,800	21,854	18,205
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
投资活动所得现金净额	(25,425)	(47,635)	(19,576)	(21,641)	(19,486)
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
融资活动所得现金净额	28,081	9,185	14,010	2,294	2,775
现金增加净额	10,895	14,616	1,234	2,507	1,494
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)
年末资产负债表现金及现金等价物	53,774	70,969	74,703	79,710	83,704

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

年结:12月31日	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
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
总额	100.0	100.0	100.0	101.0	101.0
盈利能力比率 (%)					
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
增长 (%)					
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
资产负债比率					
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
回报率 (%)					
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
每股数据					
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关于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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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上责任。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士。