

华润置地 (1109 HK)

深圳项目推动利润率上升

- ❖ **2017年核心净利润符合我们的预期。**2017年，华润置地实现收入1,186亿港元(下同)，增长8.5%，核心净利润增长18.0%至230亿。尽管物业销售收入仅增长5.9%至1,046亿，但由于较多深圳项目于在2017年贡献收入，因此毛利率提升6.5个百分点至40.3%。除去投资物业重估的影响，核心利润增长17.7%至192亿，较我们的预期低4.5%。公司宣派期末股息每股0.867港元，分红比率由2016年的30%上升至35%，预计在未来依然能够维持该分红比率。
- ❖ **2018年销售目标1,830亿人民币。**2017年，公司合约销售增长40.8%至1,521亿元人民币，销售面积954万平，增长23.0%。合约销售中，来自北方区域占25.5%，东部区域占22.2%，南方区域占24.3%，我们预计未来边际利润依然可观。截止到2017年底，公司已售未结转金额为1,260亿人民币，其中787亿人民币将在2018年结转。管理层也透露2018年结转项目的毛利率将达到45%。基于2018年3,110亿人民币的可售货值和60%的去化率，公司目标在今年完成1,830亿人民币的销售。
- ❖ **总土储4,898万平。**2017年，公司共获取64块土地，总建面1,197万平，总代价1,045亿人民币。公司目前在60个城市均有布局，截止到2017年底，公司总土储达4,898万平，其中4,082平为开发销售面积，816万平为投资物业面积。4,082平的开发销售面积中10%和63%分布在一线和二线城市，足够公司未来三年的发展。
- ❖ **目标2018年租金收入达100亿港元。**2017年，公司租金收入达88亿港元，增长21.1%。截止到2017年底，公司运营投资物业面积689万平，包括16个万象城，11个万象汇/五彩城。商城和写字楼平均出租率分别达94.1%和90.9%。在2018-2020年，公司将有8个、7个和6个商场开业。
- ❖ **上调目标价至32.86港元。**尽管净负债率由16年底的23.8%扩大至35.9%，但公司目前杠杆水平仍处在安全范围内。我们分别上调2018-2019年盈利预测6.4%、7.5%至236亿和263亿港元。我们同时推出18年底每股净资产为46.99港元，因此目标价由原来的32.45港元提高至32.89港元，相当于30%的净资产折让，维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	109,328	118,588	148,840	185,940	239,458
净利润(百万港元)	19,501	23,017	23,559	26,303	30,225
每股盈利(港元)	2.81	3.32	3.40	3.79	4.36
每股盈利变动(%)	7.5	18.0	2.4	11.6	14.9
市盈率(x)	10.1	8.6	8.4	7.5	6.5
市帐率(x)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	2.5	3.4	4.2	4.6	5.4
权益收益率(%)	16.7	16.1	14.7	14.7	15.0
净财务杠杆率(%)	23.8	35.9	27.1	22.0	22.2

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$32.86
(过去目标价)	HK\$32.45)
潜在升幅	15.2%
当前股价	HK\$28.55

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)	197,878
3月平均流通量(百万港元)	561
5周内股价高/低(港元)	34.45/19.86
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	-6.1%	-7.3%
3-月	30.0%	20.7%
6-月	4.6%	-6.5%

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 (百万港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	109,328	118,588	148,840	185,940	239,458
物业发展	98,727	104,559	132,600	167,440	218,500
物业投资	7,252	8,784	10,365	11,920	13,589
物业管理	3,348	5,245	5,875	6,580	7,369
销售成本	(72,439)	(70,851)	(87,342)	(115,807)	(155,859)
毛利	36,889	47,737	61,497	70,133	83,599
销售费用	(3,245)	(3,898)	(4,708)	(5,743)	(7,002)
行政费用	(3,083)	(4,219)	(4,847)	(5,743)	(6,776)
其他收益	3,847	2,048	2,114	2,529	2,805
息税前收益	34,408	41,668	54,057	61,176	72,626
融资成本	(1,452)	(1,790)	(1,744)	(1,865)	(2,044)
联营公司	601	236	1,035	860	690
特殊收入	4,831	5,980	-	-	-
税前利润	38,387	46,094	53,348	60,171	71,273
所得税	(15,888)	(20,686)	(26,727)	(30,348)	(37,207)
非控制股东权益	(2,998)	(2,392)	(3,062)	(3,520)	(3,840)
净利润	19,501	23,017	23,559	26,303	30,225
核心净利润	16,274	19,160	23,559	26,303	30,225

来源:公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	129,100	174,928	180,948	188,110	195,209
物业、厂房及设备	11,289	12,568	13,196	13,856	14,549
投资物业	95,141	118,683	124,617	130,848	137,391
联营公司	16,899	36,303	36,303	36,303	36,303
可供出售投资	57	70	70	70	70
无形资产	14	518	518	518	518
其他	5,701	6,785	6,243	6,514	6,378
流动资产	297,944	399,638	426,568	462,283	502,582
现金及现金等价物	46,674	64,323	79,567	98,399	107,205
应收贸易款项	44,291	50,269	51,525	52,813	55,454
关连款项	3,262	6,713	4,988	5,850	5,419
存货	196,425	268,500	281,926	296,022	325,624
其他	7,292	9,833	8,563	9,198	8,880
流动负债	204,108	286,835	288,757	295,662	302,386
借债	11,988	30,694	26,790	27,717	28,305
应付贸易账款	164,309	219,401	223,789	228,265	232,830
应付税项	15,526	23,463	24,636	25,868	27,161
关连款项	12,285	13,276	13,542	13,813	14,089
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	83,778	115,308	125,853	139,779	154,997
借债	67,763	95,583	105,141	118,032	132,162
递延税项	12,421	14,676	15,410	16,181	16,990
其他	3,594	5,049	5,302	5,567	5,845
少数股东权益	22,721	29,335	32,269	35,496	39,045
净资产总值	116,438	143,087	160,637	179,455	201,363
股东权益	116,438	143,087	160,637	179,455	201,363

来源:公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日(百万港元)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	34,408	41,668	54,057	61,176	72,626
折旧和摊销	476	540	628	660	693
营运资金变动	(16,082)	(60,102)	(13,150)	(13,822)	(30,649)
税务开支	(15,532)	(10,494)	(24,820)	(28,345)	(35,105)
其他	12,222	27,939	(3,293)	(5,856)	(5,463)
经营活动所得现金净额	15,491	(449)	13,423	13,813	2,102
购置固定资产	(9,453)	(739)	-	(0)	-
联营公司	708	(19,339)	345	287	230
其他	(213)	(1,084)	542	(271)	136
投资活动所得现金净额	(8,957)	(21,163)	887	16	366
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	6,008	46,526	5,654	13,818	14,719
股息	(4,189)	(4,935)	(6,841)	(8,352)	(9,218)
其他	(5,965)	(2,460)	1,991	(592)	708
融资活动所得现金净额	(4,146)	39,131	804	4,874	6,209
现金增加净额	2,389	17,519	15,114	18,702	8,676
年初现金及现金等价物	45,742	45,191	62,840	78,084	96,916
汇兑	(2,940)	130	130	130	130
年末现金及现金等价物	45,191	62,840	78,085	96,916	105,722
抵押现金	(1,483)	(1,483)	(1,483)	(1,483)	(1,483)
年末资产负债表现金及现金等价物	46,674	64,323	79,568	98,399	107,205

来源:公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业发展	90.3	88.2	89.1	90.1	91.2
物业投资	6.6	7.4	7.0	6.4	5.7
物业管理	3.1	4.4	3.9	3.5	4.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	33.7	40.3	41.3	37.7	34.9
税前利率	35.1	38.9	35.8	32.4	29.8
净利润率	17.8	19.4	15.8	14.1	12.6
核心净利润率	14.9	16.2	15.8	14.1	12.6
有效税率	41.4	44.9	50.1	50.4	52.2
增长(%)					
收入	5.2	8.5	25.5	24.9	28.8
毛利	14.0	29.4	28.8	14.0	19.2
净利润率	19.1	21.1	29.7	13.2	18.7
净利润	10.2	18.0	2.4	11.6	14.9
核心净利润	13.9	17.7	23.0	11.6	14.9
资产负债比率					
流动比率(x)	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	147.9	154.7	126.4	103.7	84.5
平均应付账款周转天数	827.9	1,130.3	935.2	719.4	545.3
平均存货周转天数	989.7	1,383.2	1,178.2	933.0	762.6
净负债/总权益比率(%)	23.8	35.9	27.1	22.0	22.2
回报率(%)					
资本回报率	16.7	16.1	14.7	14.7	15.0
资产回报率	4.6	4.0	3.9	4.0	4.3
每股数据					
每股盈利(港元)	2.81	3.32	3.40	3.79	4.36
每股股息(港元)	0.70	0.97	1.20	1.33	1.53
每股账面值(港元)	16.8	20.6	23.2	25.9	29.1

来源:公司及招银国际研究部预测

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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。