

华润置地 (1109 HK)

恒指成份股内表现最佳的股份



- ❖ **2018年合约销售额目标超额完成。**根据 CRIC 的数据，华润置地 2018 年全年的合约销售额达到 2,106 亿元(人民币·下同)，截止 2018 年 11 月底，公司公告的合约销售额 1,716 亿元，按年增长 38%，已完成其 2018 年 1,830 亿元的销售目标的 94%。这或解释了华润置地成为 2018 年恒指成份股及内房股中表现最优异的原因。我们相信其表现亮眼的另一原因，是该公司在 2018 年首 11 个月的租金增长，较去年同期增加 27.9%。我们于上周五组织了一次小型会议，邀请公司管理层与我们的投资者分享公司愿景。其 2018 年全年业绩计划于 2019 年 3 月 26 日(星期二)公布。
- ❖ **对 2019 年前景审慎。**经历 2017 年和 2018 年的强劲增长后，华润置地预计 2019 年中国房地产市场的增长或会出现压力。一线或二线城市市场预料有稳定表现，但三线及四线城市市场今年则可能面临挑战。即使楼市下行压力加大，鉴于其过往持续稳健的经营策略，加以强大的股东背景支持，华润置地 will 比其他公司表现更好。
- ❖ **公司长期力争稳健增长。**虽然公司未确定其 2019 年销售目标，市场环境不确定因素增加，但管理层将力争在变化环境中实现稳健增长。2018 年首 11 个月，公司收购了 81 幅总建筑面积为 1,827 万平方米的土地，总土地价格为 1,192 亿元。在 2018 年下半年，公司于大湾区的土地收购数量较往年有所增加，包括东莞和肇庆等地。这些新收购的土地储备将推动公司未来增长。华润置地资产负债表稳健，目前未有出现因现金流压力而减价促销项目的现象，下半年项目平均去化率较上半年下降约 10 个百分点。公司加强现金流管理，预计全年现金回款率与过往年度相比基本持平。
- ❖ **料可录得 20-30% 的租金增长。**投资物业业务是华润置地的另一个增长动力。2018 年前 11 个月，公司租金收入总额上升 27.9% 至 86 亿元，其中商场租金增加 33.4% 至 61 亿元。连同新开张的购物中心计算在内，公司未来两至三年租金收入将以 20-30% 复合年均增长率增加。我们估计租金收入将占公司总收入 7-8%，但贡献毛利 12-13%。关于投资物业分拆的资本运作，鉴于目前公司现金流压力较小且多数投资物业尚处于培育期，为了实现物业价值的充分释放，分拆计划短期内暂无时间表。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	94,022	101,986	128,135	159,790	205,596
净利润(百万人民币)	16,771	19,794	23,858	24,588	28,751
每股盈利(人民币)	2.42	2.86	3.44	3.55	4.15
每股盈利变动(%)	7.5	18.0	20.5	3.1	16.9
市盈率(x)	10.0	8.4	8.2	7.4	6.4
市帐率(x)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	2.5	3.5	4.3	4.7	5.5
权益收益率(%)	16.7	16.5	17.3	15.9	16.3
净财务杠杆率(%)	23.8	35.9	47.4	44.4	41.1

资料来源：公司及招银国际研究预测 注*：按 HK\$1 = Rmb0.86 转换

买入(维持)

目标价	HK\$32.93
(过去目标价)	HK\$32.93
潜在升幅	10.6%
当前股价	HK\$29.75

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)	206,197
3月平均流通量(百万港元)	333
52周内股价高/低(港元)	34.45/21.05
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%

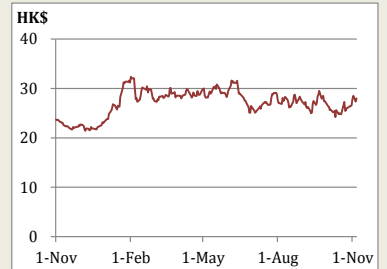
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.2%	8.8%
3-月	-2.5%	6.2%
6-月	-3.0%	12.2%

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

问答环节

- **Q：租金占收入比情况？**
A：去年租金收入，包括商场，酒店，写字楼，截止11月底是86亿人民币，18年全年占收入比不到10%，预计占毛利约10-12%的水准。虽然预期投资物业增长快于开发物业，但相对千亿级的开发物业体量，将近百亿级的投资物业也很难短时间在收入占比上有明显提升。
- **Q：19年销售目标？**
A：每年惯例是在3月份业绩会上公布销售目标，公司始终以实现稳健增长为长期目标。公司制定的销售目标是务实的，并且是有信心实现的。相比销售增长，公司更看重股东回报，即盈利(EPS)增长，从而带动分红(DPS)增长。
- **Q：未来的利润率指引？**
A：18年整体毛利润率在40%以上，19年35-40%，20年将回归到30-35%。即使在过去出现过拿地价格较高的时段，平均毛利润率也仍然能够在30%左右。
- **Q：18年拿地情况？**
A：18年前11个月，公司拿地81块，总地价1,192亿人民币，总建面1,821万平，平均楼面价6,500/平。因为部分项目位于香港及一线城市，拉高平均地价，其他线城市的地价相对较低。
- **Q：19年拿地的节奏？**
A：若市场条件允许，在自身财务情况允许和回报满足的前提下，公司还是希望多拿地，支持未来增长。即使在19年市场整体运行的难度增加，只要地价合理满足回报，公司还是会去拿地，结果上可能出现逆周期的操作。但公司过去到现在一直坚持有框架有纪律的拿地策略，动态管理拿地节奏，不会特别激进地拿地。
- **Q：净负债率(net gearing ratio)指引？**
A：守住BBB+，保持55-60%，不突破。
- **Q：今年的融资成本是什么水准？**
A：与18年中期水准相若，融资成本在境内外没有太大变化。公司融资成本是在行业内最低的几家之一。
- **Q：去年去化和回款情况？**
A：平均看，18年下半年开盘当日去化率较上半年下降10个百分点，在平衡去化率和利润率的前提下，目前去化率仍处在合理的水准。由于专案多处于高线城市核心地段，公司在售楼盘不需要主动大幅下调价格也可保证销售。下半年回款情况符合预期，全年回款率在85-86%。
- **Q：投资物业在未来分拆的计画？**
A：做过内部讨论和分析。长期来看，公司也会寻找机会实现资产价值的最大化。待资产组合的成熟度进一步提升，在市场视窗较有利的情况下，公司会从审慎的角度，寻找合适时机，在未来用好的方式来最大化投资物业的价值。
- **Q：对房地产销售面积和价格的判断？**
A：目前市场的共识是整体房地产市场体量很难实现大幅增长，一二线城市，经济和产业更强的城市需求更强，表现会更加稳，三四线则相对偏淡。

- **Q：未来投资物业增长 20-30%的预期是仅考虑到面积增长带动的吗？**
A：新开商场面积增长和租金水准提升共同推动，各占一半。
- **Q：租金涨价的压力大吗？**
A：目前租售比为 14.6%。相比电商获客成本 16-17%的水准，公司有一定优势。只要零售额逐步提升，即使租金不涨，收入也能依靠零售分成实现增长。公司认为 14.6%处在合理范围的下限，租户也很满意现在情况，公司亦会时时调整优化租户组合，以提升物业整体运营效率。
- **Q：商场的租约期限通常是多久？**
A：通常零售 2-3 年，根据不同租客类型，亦有更长时间租约的安排（如餐饮、电影院等）。华润万象城定位中高端，强调体验式购物，与线上零售形成差异化竞争优势，同时积极拥抱互联网，保持对客户的吸引力。在商业设计和策划方面，租户以国际与当地品牌结合，并不断根据市场需求优化租户结构。
- **Q：如何看待写字楼物业？**
A：核心城市核心地段的写字楼项目还是看好的。而非核心城市非核心地段，供大于求的地方，自然压力较大。写字楼项目的门槛较低，意味着竞争更激烈。
- **Q：未来分红派息的政策？**
A：核心净利润的 35%。
- **Q：中国人寿联合华润置地、上海地产设立 150 亿城市发展基金。是否会涉及公司目前的投资物业？**
A：不会涉及公司的投资物业，未来将会收购协力厂商物业。
- **Q：公司未来看好哪些区域？**
A：公司长期看好一线城市、省会城市及有产业和人口支撑的 3-4 线城市，其中 18 年在大湾区拿地数量比以往要多。公司在全国几个大区域都有布局，每个区域都存在机会，未来将在现有城市布局中进一步深耕。

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
收入	94,022	101,986	128,135	159,790	205,596
物業發展	84,905	89,920	114,036	143,998	187,910
物業投資	6,237	7,554	8,461	9,476	10,613
其他	2,879	4,511	5,639	6,315	7,073
銷售成本	(62,297)	(60,932)	(72,037)	(95,557)	(128,641)
毛利	31,725	41,054	56,098	64,232	76,956
其他收益	3,309	1,762	1,847	2,175	2,412
銷售費用	(2,791)	(3,352)	(4,069)	(4,960)	(6,044)
行政費用	(2,651)	(3,628)	(4,189)	(4,960)	(5,849)
息稅前收益	29,591	35,834	49,688	56,486	67,474
融資成本	(1,249)	(1,539)	(2,093)	(2,302)	(2,532)
聯營公司	517	203	890	740	593
特殊收入	4,154	5,143	2,032	-	-
稅前利潤	33,013	39,641	50,517	54,924	65,535
所得稅	(13,664)	(17,790)	(23,746)	(27,029)	(33,202)
非控制股東權益	(2,579)	(2,057)	(2,634)	(3,027)	(3,302)
永續債	-	-	(280)	(280)	(280)
淨利潤	16,771	19,794	23,858	24,588	28,751
核心淨利潤	13,655	15,937	22,335	24,588	28,751

來源:公司資料,招銀國際則預測

註*:按 HK\$1=Rmb0.86 轉換

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	111,026	146,351	156,416	168,081	180,574
物業、廠房及設備	9,709	10,633	11,165	11,723	12,309
投資物業	81,821	99,209	109,129	120,042	132,047
聯營公司	14,533	30,346	30,346	30,346	30,346
可供出售投資	49	52	52	52	52
無形資產	12	433	433	433	433
其他	4,902	5,679	5,291	5,485	5,388
流動資產	256,232	334,099	424,168	466,104	511,286
現金及現金等價物	40,140	53,774	66,127	74,682	85,535
應收貿易款項	38,091	42,050	43,732	45,481	47,301
關連款項	2,805	5,612	4,209	4,910	4,559
存貨	168,926	223,489	301,710	331,881	365,070
合同資產	-	-	668	701	736
其他	6,271	9,174	7,723	8,448	8,085
流動負債	175,533	239,823	281,871	308,798	335,945
借債	10,310	25,658	34,638	41,565	49,878
應付貿易賬款	50,435	64,109	65,391	66,699	68,033
應付稅項	90,871	119,373	-	-	-
關連款項	10,565	11,070	11,292	11,517	11,748
應付稅項	13,352	19,613	20,006	20,406	20,814
合同負債	-	-	150,545	168,611	185,472
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	72,049	96,387	129,171	135,630	142,411
借債	58,276	79,899	111,858	117,451	123,324
遞延稅項	10,682	12,268	12,881	13,526	14,202
其他	3,091	4,221	4,432	4,653	4,886
少數股東權益	19,540	24,522	26,974	29,671	32,639
永續債	-	-	5,000	5,000	5,000
淨資產總值	100,136	119,718	137,568	155,086	175,866
股東權益	100,136	119,718	137,568	155,086	175,866

來源:公司資料,招銀國際則預測

註*:按 HK\$1=Rmb0.86 轉換

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	29,591	35,834	49,688	56,486	67,474
折舊和攤銷	409	464	532	558	586
營運資金變動	(13,831)	(51,688)	(78,621)	(30,613)	(33,673)
稅務開支	(13,358)	(13,459)	(22,740)	(25,985)	(32,118)
其他	10,511	37,088	35,560	13,649	13,279
經營活動所得現金淨額	13,323	8,239	(15,581)	14,096	15,548
購置固定資產	(8,130)	(10,191)	(10,984)	(12,029)	(13,177)
聯營公司	609	(14,889)	297	247	198
其他	(183)	(345)	388	(194)	97
投資活動所得現金淨額	(7,703)	(25,425)	(10,299)	(11,977)	(12,882)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	5,167	34,502	40,940	12,520	14,186
股息	(3,603)	(5,034)	(6,910)	(8,109)	(9,080)
其他	(5,130)	(1,387)	1,624	(476)	581
融資活動所得現金淨額	(3,565)	28,081	35,654	3,936	5,687
現金增加淨額	2,054	10,895	9,773	6,055	8,354
年初現金及現金等價物	39,338	38,864	52,371	64,644	73,199
匯兌	(2,528)	2,611	2,500	2,500	2,500
年末現金及現金等價物	38,864	52,371	64,644	73,199	84,052
抵押現金	(1,275)	(1,403)	(1,483)	(1,483)	(1,483)
年末資產負債表現金	40,140	53,774	66,127	74,682	85,535

來源:公司資料,招銀國際則預測

註*:按 HK\$1=Rmb0.86 轉換

主要比率

年結:12月31日	FY16A*	FY17A*	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合(%)					
物業發展	90.3	88.2	89.0	90.1	91.4
物業投資	6.6	7.4	6.6	5.9	5.2
其他	3.1	4.4	4.4	4.0	4.4
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	33.7	40.3	43.8	40.2	37.4
稅前利率	35.1	38.9	39.4	34.4	31.9
息稅前收益	17.8	19.4	18.6	15.4	14.0
核心淨利潤率	14.5	15.6	17.4	15.4	14.0
有效稅率	41.4	44.9	47.0	49.2	50.7
增長(%)					
收入	5.2	8.5	25.6	24.7	28.7
毛利	14.0	29.4	36.6	14.5	19.8
淨利潤率	19.1	21.1	38.7	13.7	19.5
淨利潤	10.2	18.0	20.5	3.1	16.9
核心淨利潤	13.9	16.7	40.1	10.1	16.9
資產負債比率					
流動比率(x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
平均應收賬款周轉天數	148	151	125	104	84
平均應付帳款周轉天數	296	384	331	255	193
平均存貨周轉天數	990	1,339	1,529	1,268	1,036
淨負債/總權益比率(%)	23.8	35.9	47.4	44.4	41.1
回報率(%)					
資本回報率	16.7	16.5	17.3	15.9	16.3
資產回報率	4.6	4.5	4.6	4.4	4.7
每股數據					
每股盈利(人民幣)	2.42	2.86	3.44	3.55	4.15
每股股息(人民幣)	0.61	0.83	0.99	1.12	1.29
每股賬面值(人民幣)	14.45	17.27	19.85	22.38	25.37

來源:公司資料,招銀國際則預測

註*:按 HK\$1=Rmb0.86 轉換

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。