

華潤置地 (1109 HK, HK\$19.92, 目標價: HK\$28.24, 買入) — 股價回軟後價值湧現

- ❖ 中期業績後股價下跌 11%。中國房價在 2013 下半年上升，地方政府便推出措施來打壓房價上升，市場氣氛對內房股跟隨轉弱，多家內房股股價下跌。因為估值較高，我們在華潤置地公佈中期業績後下調公司評級，但經股價回軟後，現今變為吸引。
- ❖ 2013 年首 11 月合約銷售增加 36% 至 624 億元人民幣，並完成全年銷售目標。2013 年首 11 月，合同銷售金額和面積分別增長 35.6% 至 624 億元人民幣和 26.7% 至 539 萬平方米。現在，公司已完成今年銷售目標 570 億元，我們預計華潤置地在 2014 年可實現銷售額 800 億元人民幣，並預期在 2015 年銷售目標可達 1000 億元人民幣。在扣除 2013 下半年預期入賬的物業後，我們估計約 643 億元人民幣的物業已預售但仍未入賬，並將在 2014 年後確認。盈利可觀性高。
- ❖ 2013 年首 10 月租金收入加 35%。公司表示 2013 年首 10 月的租金收入增長 35.4% 至 39.9 億港元。除了租金上調外，一些新落成的投資物業(如成都及南寧的萬象城)開始在 2013 年貢獻收益。預計 2014-16 年新落成的投資物業將增加 83 萬平方米、135 萬平方米及 86 萬平方米，將可進一步推高租金收入。
- ❖ 年初至今增加 757 萬平方米土地儲備。華潤置地年初至今收購了 22 個項目，總建築面積為 757 萬平方米的土地儲備，總價為 322 億元人民幣。現在的總土地儲備及應佔權益的土地儲備分別為 3,430 萬平方米和 3,070 萬平方米，華潤置地土地儲備覆蓋著 46 個城市，新進入的城市包括廣州、煙台、太原及臨沂。
- ❖ 新購入項目增加資產淨值。我們輕微上調 2013-15 年的盈利預測至 116 億港元、114 億港元和 135 億港元。此外，我們給予 2014 年每股資產淨值預測為 35.3 港元，目前的估值相等於 10.0 倍 2014 年預測市盈率或 43.5% 資產淨值折讓。目標價由 24.77 港元上升至 28.24 港元，較資產淨值折讓 20%，升值潛力為 41.8%。評級上升至「買入」。

華潤置地 (1109 HK)

評級	買入
收市價	HK\$19.92
目標價	HK\$28.24
市值 (港幣百萬)	116,904
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	206
52 周高/低 (港幣)	24.7/18.12
發行股數 (百萬)	5,827
主要股東	華潤集團(68%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-8.2%	-8.4%
3 月	-15.2%	-15.0%
6 月	-8.4%	-15.8%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (百萬港元)	35,795	44,364	74,976	80,015	90,954
淨利潤 (百萬港元)	8,121	10,569	11,602	11,432	13,448
每股收益 (港元)	1.486	1.819	1.991	1.961	2.306
每股收益變動 (%)	24.5	22.4	9.4	(1.5)	17.6
市盈率(x)	13.4	11.0	10.0	10.2	8.6
市帳率(x)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
股息率 (%)	1.3	1.7	1.8	1.9	2.1
權益收益率 (%)	13.5	15.3	14.7	12.9	13.4
淨財務槓杆率 (%)	75.2	44.8	47.1	40.5	39.2

來源: 公司、招銀國際證券預測

利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	35,795	44,364	74,976	80,015	90,954
物業發展	31,301	38,522	67,815	71,661	80,783
物業投資	3,222	4,294	5,361	6,354	7,871
物業管理	1,272	1,548	1,800	2,000	2,300
銷售成本	(21,612)	(27,667)	(51,412)	(53,420)	(59,396)
毛利	14,182	16,696	23,565	26,595	31,558
銷售費用	(1,555)	(1,902)	(2,849)	(2,640)	(3,092)
行政費用	(2,126)	(1,809)	(2,999)	(3,041)	(3,820)
其他收益	1,255	764	771	513	538
息稅前收益	11,757	13,749	18,488	21,428	25,184
融資成本	(699)	(670)	(655)	(680)	(710)
聯營公司	45	414	182	40	40
特殊收入	3,372	4,001	3,557	-	-
稅前利潤	14,476	17,495	21,573	20,788	24,514
所得稅	(6,151)	(6,298)	(8,433)	(8,572)	(9,922)
非控制股東權益	(203)	(628)	(1,538)	(783)	(1,143)
淨利潤	8,121	10,569	11,602	11,432	13,448
核心淨利潤	5,613	7,249	9,226	11,432	13,448

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	45,702	54,143	62,238	65,804	69,180
物業、廠房及設備	36,674	50,881	59,000	62,000	65,000
聯營公司	775	2,353	2,500	3,000	3,500
可供出售投資	180	178	180	180	180
無形資產	-	-	-	-	-
其他	8,073	732	558	624	500
流動資產	138,888	174,112	191,682	208,716	225,938
現金及現金等價物	15,792	21,953	16,732	19,966	20,588
應收貿易款項	21,027	13,033	14,800	16,500	18,000
關連款項	1,713	947	950	950	950
存貨	99,925	137,077	158,000	170,000	185,000
其他	432	1,102	1,200	1,300	1,400
流動負債	71,916	98,947	114,800	124,300	130,800
借債	22,073	5,283	9,000	10,000	12,000
應付貿易賬款	42,376	75,542	88,000	96,000	100,000
應付稅項	5,206	6,746	5,800	5,800	5,800
關連款項	2,247	11,343	12,000	12,500	13,000
其他	15	33	-	-	-
非流動負債	45,617	52,809	51,000	52,000	54,000
借債	39,910	47,620	45,000	46,000	48,000
遞延稅項	4,448	5,189	6,000	6,000	6,000
其他	1,258	-	-	-	-
少數股東權益	6,361	7,391	9,000	9,300	9,700
淨資產總值	60,696	69,109	79,120	88,920	100,618
股東權益	60,696	69,109	79,120	88,920	100,618

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	11,757	13,749	18,488	21,428	25,184
折舊和攤銷	319	332	509	590	620
營運資金變動	(17,496)	(17,257)	(26,600)	(12,700)	(15,500)
稅務開支	(3,019)	(4,416)	(8,568)	(8,572)	(9,922)
其他	3,361	23,986	17,883	4,149	(142)
經營活動所得現金淨額	(5,077)	16,394	1,712	4,895	239
購買固定資產	(9,396)	(4,852)	(7,610)	(2,410)	(2,380)
聯營公司	(582)	(699)	(89)	(487)	(487)
其他	183	243	174	(66)	124
投資活動所得現金淨額	(9,794)	(5,307)	(7,525)	(2,963)	(2,743)
股份發行	112	172	3	-	-
淨銀行借貸	22,324	(8,975)	1,097	2,000	4,000
股息	(1,710)	(1,503)	(2,012)	(2,098)	(2,274)
其他	(3,559)	4,489	654	500	500
融資活動所得現金淨額	17,167	(5,817)	(258)	402	2,226
現金增加淨額	2,296	5,270	(6,071)	2,334	(278)
年初現金及現金等價物	12,751	15,792	21,165	15,944	19,178
匯兌	745	102	850	900	900
年末現金及現金等價物	15,792	21,165	15,944	19,178	19,800
抵押現金	-	(789)	(789)	(789)	(789)
年末資產負債表現金及現金等價物	15,792	21,953	16,732	19,966	20,588

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
物業發展	87.4	86.8	90.4	89.6	88.8
物業投資	9.0	9.7	7.2	7.9	8.7
物業管理	3.6	3.5	2.4	2.5	2.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	39.6	37.6	31.4	33.2	34.7
稅前利率	40.4	39.4	28.8	26.0	27.0
息稅前收益	22.7	23.8	15.5	14.3	14.8
核心淨利潤率	15.7	16.3	12.3	14.3	14.8
有效稅率	42.5	36.0	39.1	41.2	40.5

增長 (%)

收入	39.1	23.9	69.0	6.7	13.7
毛利	39.7	17.7	41.1	12.9	18.7
淨利潤率	32.2	16.9	34.5	15.9	17.5
淨利潤	35.2	30.1	9.8	(1.5)	17.6
核心淨利潤	32.2	29.1	27.3	23.9	17.6

資產負債比率

流動比率 (x)	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
速動比率 (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
平均應收賬款周轉天數	214.4	107.2	72.0	75.3	72.2
平均應付賬款周轉天數	715.7	996.6	624.8	655.9	614.5
平均存貨周轉天數	1,687.6	1,808.4	1,121.7	1,161.6	1,136.9
淨負債/ 權益比率 (%)	76.1	44.8	47.1	40.5	39.2

回報率 (%)

資本回報率	13.4	15.3	14.7	12.9	13.4
資產回報率	4.4	4.6	4.6	4.2	4.6

每股數據

每股盈利 (港元)	1.49	1.82	1.99	1.96	2.31
每股股息 (港元)	0.26	0.34	0.35	0.38	0.41
每股賬面值 (港元)	10.4	11.9	13.6	15.2	17.3

來源: 公司、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) 他們的新酬在過往、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。而過去的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。