

華潤置地 (1109 HK, HK\$18.18, 目標價: HK\$26.27, 買入) — 疲弱的銷售但高盈利預見性

- ❖ **中期基礎盈利增加 84%**。2014 年上半年的營業額及純利分別上升 75.5% 至 277 億港元及 13.4% 至 49.7 億港元；扣除投資物業重估，2014 年上半年的基礎純利增加 83.7% 至 36.9 億港元。受惠於 77% 的交付物業面積增加至 165 萬平方米，物業發展業務的營業額上升 91.2% 至 241 億港元。雖然 2014 年上半年確認均價上升 7.9% 至每平方米 14,560 港元，物業發展的毛利率只增加 0.6 個百分點至 28.2%。因為租金上調及新商場開始營運，2014 年上半年租金收入增加 21.9% 至 26.3 億港元。
- ❖ **簽定收購深圳及山東 4 個項目的諒解備忘錄**。華潤置地宣佈與母公司簽下收購深圳大涌村項目、深圳三九銀湖項目、濟南興隆項目及濟南檔案館東項目的諒解備忘錄。這 4 個項目的總建築面積為 556 萬平方米，收購的支付方法擬以現金及/或發行新股支付。
- ❖ **2014 年首 7 月的合同銷售金額下跌 22%**。因為疲弱的物業市場及有限的新推貨源，2014 年 1-7 月的合同銷售金額及面積分別下跌 22.2% 至 298 億元人民幣及 15.7% 至 276 萬平方米，即表示華潤置地至 7 月底完成全年銷售目標 700 億元人民幣的 42.6%。雖然銷售失望，但價值 972 億元人民幣的物業已預售及待 2014 年或以後交付及入賬，其中的 611 億元人民幣的物業會在 2014 年交付及入賬，即表示約 91.5% 我們估計的 2014 年物業發展收入已被鎖定，盈利前景可觀性高。
- ❖ **解開投資物業的價值**。2014 年上半年已有 3 個投資物業開始營運，另有 3 個將在下半年營業。總可出租面積由 2013 年的 227 萬平方米增至 2014 年的 298 萬平方米，而至 2016 年更增至 481 萬平方米，我們預期未來 3 年的租金收入年複合增長率為 19.5%，2016 年租金收入料達 90 億港元。
- ❖ **雙增長動力**。華潤置地在 2014 年上半年新購入 622 萬平方米的土地儲蓄，令總土地儲備達 3,653 萬平方米，並覆蓋國內 51 個城市。我們相信其獨特的經營方式可支持公司持續的增長。華潤置地財務健康，2014 年中的淨負債比率為 55.4%。因為 2014 年的投資物業重估及我們預期 2015 年 5% 的確認均價下跌的假設，我們調整盈利預測。我們將目標價由 25.04 港元調高至 26.27 港元，即較資產淨值 37.53 港元折讓 30%，升值潛力為 44.5%。重申為「買入」。

華潤置地 (1109 HK)

評級	買入
收市價	HK\$18.18
目標價	HK\$26.27
市值 (港幣百萬)	106,012
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	243
52 周高/低 (港幣)	23.9/13.62
發行股數 (百萬)	5,831
主要股東	華潤集團(68%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	10.2%	3.5%
3 月	14.5%	4.8%
6 月	-9.9%	-18.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬港元)	44,364	71,389	91,678	98,795	111,967
淨利潤 (百萬港元)	10,569	14,696	14,169	12,106	16,634
每股收益 (港元)	1.819	2.521	2.430	2.076	2.853
每股收益變動 (%)	22.4	38.6	(3.6)	(14.6)	37.4
市盈率 (x)	10.0	7.2	7.5	8.8	6.4
市帳率 (x)	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	1.8	2.4	2.9	2.8	3.9
權益收益率 (%)	15.3	17.3	14.6	11.4	13.8
淨財務槓桿率 (%)	40.5	39.2	48.4	48.0	44.7

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	44,364	71,389	91,678	98,795	111,967
物業發展	38,522	64,818	83,400	88,873	100,628
物業投資	4,294	5,291	6,278	7,621	9,040
物業管理	1,548	1,280	2,000	2,300	2,300
銷售成本	(27,667)	(51,282)	(62,715)	(69,396)	(74,786)
毛利	16,696	20,107	28,963	29,398	37,182
銷售費用	(1,902)	(2,106)	(2,567)	(2,964)	(3,471)
行政費用	(1,809)	(1,820)	(2,063)	(2,173)	(2,519)
其他收益	764	766	590	566	553
息稅前收益	13,749	16,946	24,923	24,826	31,745
融資成本	(670)	(146)	(830)	(895)	(919)
聯營公司	414	310	42	40	325
特殊收入	4,001	7,168	1,917	-	-
稅前利潤	17,495	24,278	26,052	23,971	31,151
所得稅	(6,298)	(9,091)	(10,423)	(9,664)	(12,508)
非控制股東權益	(628)	(491)	(1,461)	(2,202)	(2,009)
淨利潤	10,569	14,696	14,169	12,106	16,634
核心淨利潤	7,249	9,444	12,886	12,106	16,634

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	54,143	73,278	78,380	87,980	99,480
物業、廠房及設備	6,524	7,715	8,500	9,300	10,000
投資物業	44,357	59,611	65,000	74,000	85,000
聯營公司	2,353	2,921	3,200	3,500	3,800
可供出售投資	178	179	180	180	180
無形資產	-	-	-	-	-
其他	732	2,852	1,500	1,000	500
流動資產	174,112	208,478	225,268	231,450	246,535
現金及現金等價物	21,953	28,239	23,768	22,350	21,335
應收貿易款項	13,033	22,695	16,500	18,000	20,000
關連款項	947	4,424	4,000	3,500	2,700
存貨	137,077	150,458	178,000	185,000	200,000
其他	1,102	2,662	3,000	2,600	2,500
流動負債	98,947	131,760	134,500	139,400	148,800
借債	5,283	16,256	20,000	22,000	21,800
應付貿易賬款	75,542	103,128	103,000	105,000	115,000
應付稅項	6,746	8,341	7,500	8,800	9,000
關連款項	11,343	4,034	4,000	3,600	3,000
其他	33	-	-	-	-
非流動負債	52,809	56,410	63,200	64,000	66,300
借債	47,620	48,645	55,000	56,000	58,000
遞延稅項	5,189	7,765	8,200	8,000	8,300
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	7,391	8,785	9,100	9,700	10,400
淨資產總值	69,109	84,802	96,848	106,330	120,515
股東權益	69,109	84,802	96,848	106,330	120,515

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	13,749	16,946	24,923	24,826	31,745
折舊和攤銷	332	368	432	476	521
營運資金變動	(17,257)	(14,397)	(25,903)	(9,500)	(14,000)
稅務開支	(4,416)	(6,064)	(10,829)	(8,564)	(12,008)
其他	23,986	21,346	(2,598)	(9,456)	(7,270)
經營活動所得現金淨額	16,394	18,200	(13,975)	(2,217)	(1,012)
購置固定資產	(4,852)	(9,311)	(352)	(324)	(179)
聯營公司	(699)	(1,253)	(266)	(287)	(192)
其他	243	(2,101)	1,352	500	500
投資活動所得現金淨額	(5,307)	(12,666)	733	(111)	129
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	(8,975)	11,480	10,099	3,000	1,800
股息	(1,503)	(2,016)	(2,617)	(3,090)	(3,032)
其他	4,661	(8,797)	390	100	200
融資活動所得現金淨額	(5,817)	666	7,871	10	(1,032)
現金增加淨額	5,270	6,201	(5,371)	(2,318)	(1,915)
年初現金及現金等價物	15,792	21,164	27,531	23,060	21,642
匯兌	102	165	900	900	900
年末現金及現金等價物	21,164	27,530	23,060	21,642	20,627
抵押現金	(789)	(708)	(708)	(708)	(708)
年末資產負債表現金及現金等價物	21,953	28,239	23,768	22,350	21,335

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
物業發展	86.8	90.8	91.0	90.0	89.9
物業投資	9.7	7.4	6.8	7.7	8.1
物業管理	3.5	1.8	2.2	2.3	2.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	37.6	28.2	31.6	29.8	33.2
稅前利率	39.4	34.0	28.4	24.3	27.8
息稅前收益	23.8	20.6	15.5	12.3	14.9
核心淨利潤率	16.3	13.2	14.1	12.3	14.9
有效稅率	36.0	37.4	40.0	40.3	40.2
增長 (%)					
收入	23.9	60.9	28.4	7.8	13.3
毛利	17.7	20.4	44.0	1.5	26.5
淨利潤率	16.9	23.2	47.1	(0.4)	27.9
淨利潤	30.1	39.1	(3.6)	(14.6)	37.4
核心淨利潤	29.1	30.3	36.4	(6.1)	37.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
平均應收賬款周轉天數	107.2	116.0	65.7	66.5	65.2
平均應付帳款周轉天數	996.6	734.0	599.5	552.3	561.3
平均存貨周轉天數	1,808.4	1,070.9	1,036.0	973.0	976.1
淨負債/ 總權益比率 (%)	40.5	39.2	48.4	48.0	44.7
回報率 (%)					
資本回報率	15.3	17.3	14.6	11.4	13.8
資產回報率	4.6	5.2	4.7	3.8	4.8
每股數據					
每股盈利 (港元)	1.82	2.52	2.43	2.08	2.85
每股股息 (港元)	0.34	0.44	0.54	0.50	0.70
每股賬面值 (港元)	11.9	14.5	16.6	18.2	20.7

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: 香港中環夏愨道 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(1)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。