

睿智投資

華潤置地 (1109 HK, HK\$22.3, 目標價: HK\$24.77, 持有) — 邊際利潤收縮超過預期

- ❖ **中期核心利潤飆升 77%。**2013 上半年收入和淨利潤分別增加 99.2%至 158 億港元和 18.9%至 43.8 億港元。期內入賬的建築面積及平均售價分別上漲了 129.8%至 93.3 萬平方米和 1.7%至每平方米 13,488 港元，因此，物業發展收入大幅上升 134%至 126 億港元，並佔總收入的 79.7%。新落成的投資物業貢獻全期收入，而且現有的投資物業租金上調，所以整體租金收入增長 31.4%至 22.2 億港元。由於入賬物業出售於 2011 及 2012 年初的低潮、銷售第一期發展物業和成本上升，整體毛利率收窄了 16.1 個百分點至 31.4%。撇除重估收益，基礎盈利上升 76.5%至 23.8 億港元。
- ❖ **截至 2013 年 8 月 18 日合約銷售增加 32%至 399 億元人民幣。**截至 2013 年 8 月 18 日，合同銷售金額和面積分別增長 31.7%至 399 億元人民幣和 23.5%至 343 萬平方米。現在，華潤置地完成今年銷售目標 570 億元的 70.0%，我們預計華潤置地在 2013 年可實現銷售額 600 億元人民幣，並預期在 2015 年銷售目標可達 1000 億元人民幣。此外，924 億元人民幣的物業已預售但仍未入賬，其中 506 億元人民幣將在 2013 年確認。受惠於強勁的物業銷售，淨負債比率從 2012 年底的 44.8%減少至 2013 年中的 42.6%。
- ❖ **3090 萬平方米的土地儲備。**華潤置地年初至今年收購了 10 個項目，總建築面積為 410 萬平方米的土地儲備，總價為 210 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 3,090 萬平方米和 2,740 萬平方米，華潤置地土地儲備覆蓋著 45 個城市，新進入的城市包括廣州、煙台及太原。母公司華潤集團持有 4 幅於深圳及濟南的土地，總建築面積為 515 萬平方米，未來適當時機將會注入公司，但不一定在今年進行。
- ❖ **2013 年的盈利可見性高。**由於公司鎖定約 94% 我們預算的 2013 年來自物業銷售的收入，其盈利能見度高。因為較低的毛利率假設、新的交付計劃和在 2013 年的重估收益，我們分別調整 2013-15 年的盈利預測 19.1%/-10.4%/5.6% 至 116 億港元、113 億港元和 133 億港元。此外，我們提高 2013 年每股資產淨值預測由 27.68 港元至 30.96 港元，我們的目標價由 22.14 港元上升至 24.77 港元，較資產淨值折讓 20%，升值潛力為 11.1%。評級下調至「持有」。

華潤置地 (1109 HK)

評級	持有
收市價	HK\$22.3
目標價	HK\$24.77
市值(港幣百萬)	129,993
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	203
52 周高/低(港幣)	24.7/14.86
發行股數(百萬)	5,827
主要股東	華潤集團(68%)

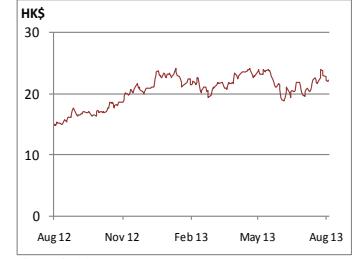
來源彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	8.3%	8.4%
3 月	-4.5%	-1.4%
6 月	1.8%	6.5%

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	74,301	80,015	90,954
淨利潤(百萬港元)	8,121	10,569	11,557	11,330	13,287
每股收益(港元)	1.486	1.819	1.983	1.944	2.279
每股收益變動(%)	24.5	22.4	9.0	(2.0)	17.3
市盈率(x)	15.0	12.3	11.2	11.5	9.8
市帳率(x)	2.1	1.9	1.6	1.5	1.3
股息率(%)	1.2	1.5	1.6	1.7	1.8
權益收益率(%)	13.5	15.3	14.6	12.8	13.2
淨財務槓杆率(%)	75.2	44.8	42.1	39.6	34.6

來源：公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	35,795	44,364	74,301	80,015	90,954
物業發展	31,301	38,522	67,140	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)	(50,911)	(53,579)	(59,635)
毛利	14,182	16,696	23,390	26,436	31,319
銷售費用	(1,555)	(1,902)	(2,823)	(2,640)	(3,092)
行政費用	(2,126)	(1,809)	(2,972)	(3,041)	(3,820)
其他收益	1,255	764	791	538	565
息稅前收益	11,757	13,749	18,386	21,292	24,972
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	21,471	20,652	24,302
所得稅	(6,151)	(6,298)	(8,376)	(8,540)	(9,872)
非控制股東權益	(203)	(628)	(1,538)	(783)	(1,143)
淨利潤	8,121	10,569	11,557	11,330	13,287
核心淨利潤	5,613	7,249	9,181	11,330	13,287

來源: 公司及招銀國際研究部

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	187,637	203,568	219,631
現金及現金等價物	15,792	21,953	20,687	20,818	25,281
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	150,000	164,000	174,000
其他	432	1,102	1,200	1,300	1,400
流動負債	71,916	98,947	110,800	119,300	124,800
借債	22,073	5,283	9,000	10,000	12,000
應付貿易賬款	42,376	75,542	84,000	91,000	94,000
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	79,075	88,772	100,311
股東權益	60,696	69,109	79,075	88,772	100,311

來源: 公司及招銀國際研究部

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	18,386	21,292	24,972
折舊和攤銷	319	332	509	590	620
營運資金變動	(17,496)	(17,257)	(18,600)	(14,700)	(10,500)
稅務開支	(3,019)	(4,416)	(8,511)	(8,540)	(9,872)
其他	3,361	23,986	13,886	3,149	(1,141)
經營活動所得現金淨額	(5,077)	16,394	5,670	1,792	4,079
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	-	-	-
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)	(2,273)
其他	(3,559)	4,489	654	500	500
融資活動所得現金淨額	17,167	(5,817)	(261)	402	2,227
現金增加淨額	2,296	5,270	(2,116)	(769)	3,563
年初現金及現金等價物	12,751	15,792	21,165	19,899	20,030
匯兌	745	102	850	900	900
年末現金及現金等價物	15,792	21,165	19,899	20,030	24,493
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	20,687	20,818	25,281

來源: 公司及招銀國際研究部

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	31.5	33.0	34.4
稅前利率	40.4	39.4	28.9	25.8	26.7
淨利潤率	22.7	23.8	15.6	14.2	14.6
核心淨利潤率	15.7	16.3	12.4	14.2	14.6
有效稅率	42.5	36.0	39.0	41.3	40.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8
速動比率 (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
平均應收賬款周轉天數	214.4	107.2	72.7	75.3	72.2
平均應付帳款周轉天數	715.7	996.6	602.2	619.9	575.3
平均存貨周轉天數	1,687.6	1,808.4	1,075.4	1,117.2	1,065.0
總負債/ 權益比率 (%)	102.1	76.6	68.3	63.1	59.8
淨負債/ 權益比率 (%)	76.1	44.8	42.1	39.6	34.6
回報率 (%)					
資本回報率	13.4	15.3	14.6	12.8	13.2
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	1.98	1.94	2.28
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	17.2

來源: 公司及招銀國際研究部

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。