

华润置地 (1109 HK, HK\$15.86, 目标价: HK\$18.18, 买入) — 注入资产后不利因素可除

- ❖ **受配股阴影下价格落后同行。**华润置地的股价在 2012 上半年上升 27%，但落后于同业。事实上，它的合同销售额在 2012 上半年增加 73% 至人民币 230 亿元，销售令人满意。我们相信，配股和注入资产的阴影增添华润置地股价表现的不确定性，但我们认为市场对增发股票或资产注入的影响是反应过敏。
- ❖ **期望尽快注入南宁项目。**母公司现在拥有 4 个项目。我们预计华润置地在中期业绩公布后将收购南宁项目。南宁项目总建筑面积为 120 万平方米及华润集团拥有其 55% 权益。我们估计是次收购总代价为人民币 24 亿元。华润置地可通过内部资源资助来进行这次收购，我们认为适当时机是 2012 年中期业绩公布的时候。因此，如果资产在未来 1-2 个月注入，我们认为影响股价的不利因素将被消除。
- ❖ **强劲的销售和租金增长。**合同销售总额在 2012 上半年增加 73% 至人民币 230 亿元或占全年销售目标的 58%。截至 2012 年 6 月，约人民币 543 亿元的物业已预售但仍未入账，为未来的盈利提供可观性。同时，租金收入在 2012 年首 5 月上涨 39%。展望未来，更多的投资物业竣工和贡献收入，有利租金收入增长。
- ❖ **在 40 个内地城市的拥有 3150 万平方米土地储备。**华润置地在全国 40 个城市开发物业项目。总土地储备及应占权益的土地储备分别为 3150 万平方米和 2890 万平方米。住宅物业占总土地储备的 81%。以住宅项目的建筑面积计算，成都占最大的份额和占总土地储备的 9.5%
- ❖ **下调未来 2 年预测，但长期仍乐观。**由于在交付的建筑面积和均价假设的改变，我们调整 2012-14 年的盈利预测-11.6%/-6.0%/ 10.4% 至 71.6 亿港元、87.4 亿港元及 117.7 亿港元。因为加权平均资本成本假设的变化，由 12.2% 下降至 9.0%，2012 年的每股资产净值估计从 24.0 港元提高至 26.0 港元。我们将继续使用 30% 的资产净值折让来计算目标价，目标价由 16.83 港元调高至 18.18 港元。升值潜力是 14.6%。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万港元)	25,729	35,795	50,067	60,554	78,250
净利润 (百万港元)	6,005	8,070	7,156	8,736	11,765
每股收益 (港元)	1.194	1.477	1.228	1.499	2.019
每股收益变动 (%)	35.5	23.7	(16.8)	22.1	34.7
市盈率 (x)	13.3	10.7	12.9	10.6	7.9
市帐率 (x)	1.9	1.5	1.4	1.2	1.0
股息率 (%)	2.0	1.6	1.9	2.3	2.6
权益收益率 (%)	13.0	13.4	10.5	11.2	13.1
净财务杠杆率 (%)	54.9	75.2	66.7	58.7	46.4

来源: 公司及招銀国际研究部

融创中国 (1918 HK)

评级	买入
收市价	HK\$15.86
目标价	HK\$18.18
市值 (港币百万)	92,421
过去 3 月平均交易 (港币百万)	161
52 周高/低 (港币)	16.82/7.28
发行股数 (百万)	5,827
主要股东	华润集团(68%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.9%	-0.3%
3 月	9.7%	17.2%
6 月	17.7%	18.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	25,729	35,795	50,067	60,554	78,250
物业发展	22,587	31,301	44,382	54,145	70,826
物业投资	2,064	3,222	4,385	4,910	5,624
物业管理	1,079	1,272	1,300	1,500	1,800
销售成本	(15,577)	(21,612)	(31,281)	(38,509)	(47,033)
毛利	10,152	14,182	18,786	22,045	31,217
销售费用	(728)	(1,546)	(1,903)	(2,119)	(2,660)
行政费用	(1,051)	(2,105)	(2,403)	(2,725)	(3,443)
其他收益	523	1,255	436	480	536
息税前收益	8,896	11,786	14,916	17,681	25,649
融资成本	(304)	(699)	(837)	(843)	(834)
联营公司	48	45	40	40	180
特殊收入	2,947	3,240	-	-	-
税前利润	11,587	14,373	14,119	16,878	24,995
所得税	(4,270)	(6,131)	(6,657)	(7,774)	(12,511)
非控制股东权益	(1,312)	(172)	(306)	(368)	(720)
净利润	6,005	8,070	7,156	8,736	11,765
核心净利润	4,246	5,617	7,156	8,736	11,765

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	30,226	43,827	39,280	41,880	46,080
物业、厂房及设备	26,101	34,799	37,500	40,000	44,000
联营公司	968	775	1,120	1,200	1,400
可供出售投资	189	180	180	180	180
无形资产	-	-	-	-	-
其他	2,968	8,073	480	500	500
流动资产	101,489	136,759	145,742	160,964	173,765
现金及现金等价物	12,554	15,368	12,332	14,354	13,355
应收贸易款项	24,095	20,957	23,800	25,000	26,800
关连款项	452	1,713	450	450	450
存货	63,228	98,266	108,000	120,000	132,000
其他	1,160	454	1,160	1,160	1,160
流动负债	49,681	71,230	65,750	71,850	78,300
借债	8,555	22,073	18,000	18,000	15,000
应付贸易账款	29,551	41,799	42,000	48,000	57,300
应付税项	3,387	5,206	3,500	3,600	3,750
关连款项	8,189	2,137	2,250	2,250	2,250
其他	-	15	-	-	-
非流动负债	32,476	42,993	44,600	46,700	44,900
借债	29,252	38,652	40,000	42,000	40,000
递延税项	3,071	4,259	4,500	4,600	4,800
其他	152	82	100	100	100
少数股东权益	3,540	6,046	6,250	6,500	6,800
净资产总值	46,018	60,316	68,422	77,794	89,845
股东权益	46,018	60,316	68,422	77,794	89,845

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息税前收益	8,896	11,786	14,916	17,681	25,649
折旧和摊销	243	318	418	450	480
营运资金变动	(23,231)	(17,496)	(17,728)	(11,200)	(11,000)
税务开支	(2,558)	(3,019)	(8,122)	(7,574)	(12,161)
其他	2,178	3,309	4,541	3,816	6,006
经营活动所得现金净额	(14,472)	(5,102)	(5,975)	3,173	8,975
购置固定资产	(4,167)	(8,801)	(2,283)	(2,050)	(3,520)
联营公司	32	(583)	(332)	(67)	(140)
其他	176	185	7,593	(20)	-
投资活动所得现金净额	(3,958)	(9,200)	4,978	(2,137)	(3,660)
股份发行	26	3	-	-	-
净银行借贷	9,943	21,454	(2,725)	2,000	(5,000)
股息	(1,392)	(1,710)	(1,490)	(1,864)	(2,214)
其他	1,300	(3,361)	1,376	-	-
融资活动所得现金净额	9,877	16,385	(2,839)	136	(7,214)
现金增加净额	(8,553)	2,083	(3,836)	1,172	(1,899)
年初现金及现金等价物	20,074	12,554	15,368	12,332	14,354
汇兑	1,033	731	800	850	900
年末现金及现金等价物	12,554	15,369	12,332	14,354	13,355

来源: 公司及招銀国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
物业发展	87.8	87.4	88.6	89.4	90.5
物业投资	8.0	9.0	8.8	8.1	7.2
物业管理	4.2	3.6	2.6	2.5	2.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	39.5	39.6	37.5	36.4	39.9
税前利率	45.0	40.2	28.2	27.9	31.9
净利润率	23.3	22.5	14.3	14.4	15.0
核心净利润率	16.5	15.7	14.3	14.4	15.0
有效税率	36.9	42.7	47.1	46.1	50.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.0	1.9	2.2	2.2	2.2
速动比率 (x)	0.8	0.5	0.6	0.6	0.5
平均应收账款周转天数	341.8	213.7	173.5	150.7	125.0
平均应付账款周转天数	692.4	705.9	490.1	455.0	444.7
平均存货周转天数	1,481.6	1,659.6	1,260.2	1,137.4	1,024.4
总负债/权益比率 (%)	82.2	100.7	84.8	77.1	61.2
净负债/权益比率 (%)	54.9	75.2	66.7	58.7	46.4
回报率 (%)					
资本回报率	14.3	15.2	11.1	11.9	14.0
资产回报率	5.2	5.2	3.9	4.5	5.6
每股数据					
每股盈利 (港元)	1.19	1.48	1.23	1.50	2.02
每股股息 (港元)	0.31	0.26	0.30	0.36	0.42
每股账面值 (港元)	8.5	10.4	11.7	13.4	15.4

来源: 公司及招銀国际研究部

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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法律责任。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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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。