

華潤置地 (1109 HK, HK\$19.90, 目標價: HK\$29.28, 買入) — 預期中的收購

- ❖ **向母公司收購 5 個項目。**華潤置地週二公佈向華潤集團收購 5 個位於深圳及濟南的物業項目，總建築面積 404 萬平方米，其中住宅為 214 萬平方米、商業 78 萬平方米及寫字樓 73 萬平方米。總收購價為 186 億港元，較調整後的資產淨值折讓 35.7%。付款方式分 2 部份，當收購在 2015 年 2 月完成後，公司將會以每股 18.01 港元發行 7.0 億新股，另加 10 億港元現金；第二部份為 50 億港元的免息的延後付款，期限為 2016 年 12 月或之前。此外，華潤集團給予其他股東回補發售，以維持其他股東的持股量。以每 9 份現有股份可認購 2 份股份，華潤集團以每股 18.01 港元提供不多於 4.15 億股給其他股東認購。
- ❖ **明年沒有項目注入。**在項目注入後，母公司仍擁有深圳灣的項目，深圳灣項目的總建築面積為 21 萬平方米，其預售計劃在 2015 年底進行，因此我們預計華潤置地明年並沒有計劃向母公司購入資產。
- ❖ **5 個新項目可為 2015 年銷售貢獻 140 億元人民幣。**2014 年 1-11 月的合同銷售金額輕微下跌 3.5% 至 602 億元人民幣，而同期的銷售面積增加 5.3% 至 567 萬平方米，即表示華潤置地至 11 月底完成全年銷售目標 700 億元人民幣的 86.0%。雖然華潤城及濟南中央花園在截至 2014 年 10 月底的過去 12 個月的合同銷售分別為 11 億元人民幣及 16 億元人民幣，但收購計劃料在明年 2 月才完成，所以此 2 個項目的銷售並不能算在華潤置地的 2014 年銷售內。但我們料此 5 個新收購項目可在 2015 年貢獻約 140 億元人民幣的銷售。
- ❖ **持有 4,670 萬平方米的土地儲備。**收購完成後，華潤置地的土地儲備由 4,260 萬平方米增至 4,670 萬平方米，其中約 17.3% 為投資物業，餘下的 82.7% 為開發物業。此外，公司更因是次收購而新進入濟南城市，使總覆蓋城市增至 52 個。
- ❖ **增強盈利及資產淨值。**受惠於資產注入，我們分別調高 2015 及 2016 年盈利預測 9.4% 至 132 億港元及 22.3% 至 203 億港元。我們將目標價由 26.27 港元調高至 29.28 港元，即較 2015 年底的資產淨值 41.84 港元折讓 30%，升值潛力為 47.1%。重申為「買入」。

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	107,182	133,252
淨利潤 (百萬港元)	10,569	14,696	14,169	13,248	20,345
每股收益 (港元)	1.819	2.521	2.430	2.065	3.115
每股收益變動 (%)	22.4	38.6	(3.6)	(15.0)	50.8
市盈率(x)	10.9	7.9	8.2	9.6	6.4
市帳率(x)	1.7	1.4	1.2	1.1	0.9
股息率 (%)	1.7	2.2	2.6	2.6	3.5
權益收益率 (%)	15.3	17.3	14.6	11.0	14.8
淨財務槓桿率 (%)	40.5	39.2	48.4	47.2	42.7

來源: 公司、招銀國際證券預測

華潤置地 (1109 HK)

	買入
評級	
收市價	HK\$19.90
目標價	HK\$29.28
市值 (港幣百萬)	116,041
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	223
52 周高/低 (港幣)	20.8/13.62
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	9.3%	7.1%
3 月	4.8%	9.8%
6 月	29.4%	24.4%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

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	107,182	133,252
物業發展	38,522	64,818	83,400	97,243	121,894
物業投資	4,294	5,291	6,278	7,639	9,059
物業管理	1,548	1,280	2,000	2,300	2,300
銷售成本	(27,667)	(51,282)	(62,715)	(75,332)	(88,598)
毛利	16,696	20,107	28,963	31,849	44,654
銷售費用	(1,902)	(2,106)	(2,567)	(3,215)	(4,131)
行政費用	(1,809)	(1,820)	(2,063)	(2,358)	(2,998)
其他收益	764	766	590	556	540
息稅前收益	13,749	16,946	24,923	26,832	38,065
融資成本	(670)	(146)	(830)	(913)	(957)
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	25,959	37,433
所得稅	(6,298)	(9,091)	(10,423)	(10,509)	(15,079)
非控制股東權益	(628)	(491)	(1,461)	(2,202)	(2,009)
淨利潤	10,569	14,696	14,169	13,248	20,345
核心淨利潤	7,249	9,444	12,886	13,248	20,345

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	94,680	106,180
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	80,700	91,700
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	249,458	260,795
現金及現金等價物	21,953	28,239	23,768	20,358	20,595
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	205,000	215,000
其他	1,102	2,662	3,000	2,600	2,500
流動負債	98,947	131,760	134,500	147,000	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	11,200	3,000
其他	33	-	-	-	-
非流動負債	52,809	56,410	63,200	67,500	70,300
借債	47,620	48,645	55,000	59,500	62,000
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	119,938	137,475
股東權益	69,109	84,802	96,848	119,938	137,475

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	26,832	38,065
折舊和攤銷	332	368	432	476	521
營運資金變動	(17,257)	(14,397)	(25,903)	(29,500)	(9,000)
稅務開支	(4,416)	(6,064)	(10,829)	(9,409)	(14,579)
其他	23,986	21,346	(2,598)	9,854	(7,288)
經營活動所得現金淨額	16,394	18,200	(13,975)	(1,747)	7,719
購置固定資產	(4,852)	(9,311)	(352)	(13,924)	(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	(13,711)	129
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	(8,975)	11,480	10,099	6,500	2,300
股息	(1,503)	(2,016)	(2,617)	(3,053)	(3,411)
其他	4,661	(8,797)	390	7,700	(7,400)
融資活動所得現金淨額	(5,817)	666	7,871	11,147	(8,511)
現金增加淨額	5,270	6,201	(5,371)	(4,310)	(663)
年初現金及現金等價物	15,792	21,164	27,531	23,060	19,650
匯兌	102	165	900	900	900
年末現金及現金等價物	21,164	27,530	23,060	19,650	19,887
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	20,358	20,595

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	90.7	91.5
物業投資	9.7	7.4	6.8	7.1	6.8
物業管理	3.5	1.8	2.2	2.2	1.7
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	29.7	33.5
稅前利率	39.4	34.0	28.4	24.2	28.1
息稅前收益	23.8	20.6	15.5	12.4	15.3
核心淨利潤率	16.3	13.2	14.1	12.4	15.3
有效稅率	36.0	37.4	40.0	40.5	40.3
增長 (%)					
收入	23.9	60.9	28.4	16.9	24.3
毛利	17.7	20.4	44.0	10.0	40.2
淨利潤率	16.9	23.2	47.1	7.7	41.9
淨利潤	30.1	39.1	(3.6)	(6.5)	53.6
核心淨利潤	29.1	30.3	36.4	2.8	53.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.8	1.6	1.7	1.7	1.8
平均應收賬款周轉天數	107.2	116.0	65.7	61.3	54.8
平均應付賬款周轉天數	996.6	734.0	599.5	508.7	473.8
平均存貨周轉天數	1,808.4	1,070.9	1,036.0	993.3	885.7
淨負債/ 總權益比率 (%)	40.5	39.2	48.4	47.2	42.7
回報率 (%)					
資本回報率	15.3	17.3	14.6	11.0	14.8
資產回報率	4.6	5.2	4.7	3.8	5.5
每股數據					
每股盈利 (港元)	1.82	2.52	2.43	2.07	3.12
每股股息 (港元)	0.34	0.44	0.52	0.52	0.70
每股賬面值 (港元)	11.9	14.5	16.6	18.4	21.1

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。