

### 華潤置地 (1109 HK, HK\$16.6, 目標價: HK\$25.04, 買入) — 前景欠明朗令未來目標保守

- ❖ **2013年基礎盈利上升30%**。2013年營業額和純利分別上升60.9%至714億港元及39.1%至147億港元。扣除投資物業重估，基礎盈利增加30.3%至94.4億港元及比我們預期高2.4%。交付面積增加92%至500萬平方米及租金上升23.2%至53億元帶動營業額上升，不過毛利率受交付均價減少及數個物業發展項目減值14億港元影響而減少9.4個百分點至28.2%。公司加強成本控制，2013年銷售及行政費用分別上升10.8%及0.6%。
- ❖ **2014年銷售目標審慎**。雖然2013年合同銷售金額增長27.0%至663億元人民幣，不過公司的2014年合同銷售目標只略為增加至700億元人民幣。公司解釋2014年第1季物業前景欠明朗，2014年1-2月的合同銷售金額倒退52%至57.8億元人民幣，所以對2014年物業前景感到審慎。截至2月底，約732億元人民幣的物業已預售但仍未入賬，其中約525億元人民幣可在2014年確認，相等於我們預期2014年物業銷售的營業額80.4%。
- ❖ **2016年投資物業面積達500萬平方米**。成都及南寧的萬象城在2013年貢獻全年的收益，2013年租金收入增長27.4%至46.2億港元。預計2014-16年新落成的投資物業將增加70萬平方米、111萬平方米及103萬平方米，至2016年底可供出租的投資物業面積達512萬平方米，我們估計2016年的租金收入可達80.9億港元。
- ❖ **2013年增加761萬平方米土地儲備**。華潤置地於2013年收購了24個項目，總建築面積為761萬平方米的土地儲備，總價為321億元人民幣。2014年1-2月再收購了337萬平方米的土地儲備，現在的總土地儲備及應佔權益的土地儲備分別為3,580萬平方米和3,190萬平方米，華潤置地土地儲備覆蓋著50個城市；此外，其母公司持有570萬平方米的土地儲備，日後將可注入上市公司。
- ❖ **前景不明朗使資產淨值折讓增加**。我們分別上調2014-15年的盈利預測11.4%至127億港元和8.9%至146億港元。此外，我們預測2014年每股資產淨值由35.3港元上升至35.78港元，但因為將資產淨值折讓由以前使用的20%增加至30%，目標價由28.24港元下降至25.04港元，升值潛力為50.9%。評級為「買入」。

#### 華潤置地 (1109 HK)

評級	買入
收市價	HK\$16.60
目標價	HK\$25.04
市值 (港幣百萬)	96,793
過去3月平均交易 (港幣百萬)	177
52周高/低 (港幣)	24.7/14.94
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	-12.8%	-8.2%
3月	-15.4%	-9.5%
6月	-31.3%	-24.7%

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	103,472	111,967
淨利潤 (百萬港元)	10,569	14,696	12,739	14,643	16,651
每股收益 (港元)	1.819	2.521	2.185	2.511	2.856
每股收益變動 (%)	22.4	38.6	(13.3)	14.9	13.7
市盈率(x)	9.1	6.6	7.6	6.6	5.8
市帳率(x)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	2.0	2.6	3.2	3.6	4.5
權益收益率 (%)	15.3	17.3	13.4	13.6	13.7
淨財務槓桿率 (%)	44.8	43.2	46.3	49.2	46.9

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
<b>收入</b>	<b>44,364</b>	<b>71,389</b>	<b>91,678</b>	<b>103,472</b>	<b>111,967</b>
物業發展	38,522	64,818	83,400	93,551	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)
<b>毛利</b>	<b>16,696</b>	<b>20,107</b>	<b>28,963</b>	<b>34,076</b>	<b>37,182</b>
銷售費用	(1,902)	(2,106)	(2,567)	(3,104)	(3,471)
行政費用	(1,809)	(1,820)	(2,063)	(2,276)	(2,519)
其他收益	764	766	590	560	555
<b>息稅前收益</b>	<b>13,749</b>	<b>16,946</b>	<b>24,923</b>	<b>29,255</b>	<b>31,747</b>
融資成本	(670)	(146)	(795)	(840)	(899)
聯營公司	414	310	42	40	325
特殊收入	4,001	7,168	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>17,495</b>	<b>24,278</b>	<b>24,171</b>	<b>28,455</b>	<b>31,173</b>
所得稅	(6,298)	(9,091)	(9,971)	(11,507)	(12,513)
非控制股東權益	(628)	(491)	(1,461)	(2,305)	(2,009)
<b>淨利潤</b>	<b>10,569</b>	<b>14,696</b>	<b>12,739</b>	<b>14,643</b>	<b>16,651</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>7,249</b>	<b>9,444</b>	<b>12,739</b>	<b>14,643</b>	<b>16,651</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>54,143</b>	<b>73,278</b>	<b>77,480</b>	<b>87,480</b>	<b>99,480</b>
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	600	500	500
<b>流動資產</b>	<b>174,112</b>	<b>208,478</b>	<b>215,638</b>	<b>229,058</b>	<b>247,193</b>
現金及現金等價物	21,953	28,239	23,838	21,158	22,933
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	170,000	185,000	200,000
其他	1,102	2,662	1,300	1,400	1,560
<b>流動負債</b>	<b>98,947</b>	<b>131,760</b>	<b>130,600</b>	<b>137,400</b>	<b>148,800</b>
借債	5,283	16,256	18,000	20,000	21,800
應付貿易賬款	75,542	103,128	100,000	105,000	115,000
應付稅項	6,746	8,341	8,600	8,800	9,000
關連款項	11,343	4,034	4,000	3,600	3,000
其他	33	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>52,809</b>	<b>56,410</b>	<b>57,800</b>	<b>62,000</b>	<b>66,300</b>
借債	47,620	48,645	50,000	54,000	58,000
遞延稅項	5,189	7,765	7,800	8,000	8,300
其他	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>7,391</b>	<b>8,785</b>	<b>9,300</b>	<b>9,700</b>	<b>10,400</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>69,109</b>	<b>84,802</b>	<b>95,418</b>	<b>107,438</b>	<b>121,173</b>
<b>股東權益</b>	<b>69,109</b>	<b>84,802</b>	<b>95,418</b>	<b>107,438</b>	<b>121,173</b>

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	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	13,749	16,946	24,923	29,255	31,747
折舊和攤銷	332	368	432	476	521
營運資金變動	(17,257)	(14,397)	(20,903)	(14,500)	(14,000)
稅務開支	(4,416)	(4,920)	(9,677)	(11,107)	(12,013)
其他	23,986	11,643	(2,609)	(10,145)	(7,510)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>16,394</b>	<b>9,641</b>	<b>(7,834)</b>	<b>(6,021)</b>	<b>(1,255)</b>
購置固定資產	(4,852)	(823)	(352)	(324)	(179)
聯營公司	(699)	(466)	(266)	(287)	(192)
其他	243	(2,120)	2,252	100	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(5,307)</b>	<b>(3,409)</b>	<b>1,633</b>	<b>(511)</b>	<b>(371)</b>
股份發行	172	3	-	-	-
淨銀行借貸	(8,975)	11,998	3,099	6,000	5,800
股息	(1,503)	(2,012)	(2,588)	(3,149)	(3,499)
其他	4,489	(10,786)	390	100	200
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(5,817)</b>	<b>(796)</b>	<b>900</b>	<b>2,951</b>	<b>2,501</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>5,270</b>	<b>5,436</b>	<b>(5,301)</b>	<b>(3,580)</b>	<b>875</b>
年初現金及現金等價物	15,792	21,164	27,450	23,049	20,369
匯兌	102	850	900	900	900
年末現金及現金等價物	21,164	27,450	23,049	20,369	22,144
抵押現金	(789)	(789)	(789)	(789)	(789)
<b>年末資產負債表現金及現金等價物</b>	<b>21,953</b>	<b>28,239</b>	<b>23,838</b>	<b>21,158</b>	<b>22,933</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	86.8	90.8	91.0	90.4	89.9
物業投資	9.7	7.4	6.8	7.4	8.1
物業管理	3.5	1.8	2.2	2.2	2.0
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	37.6	28.2	31.6	32.9	33.2
稅前利率	39.4	34.0	26.4	27.5	27.8
息稅前收益	23.8	20.6	13.9	14.2	14.9
核心淨利潤率	16.3	13.2	13.9	14.2	14.9
有效稅率	36.0	37.4	41.3	40.4	40.1
<b>增長 (%)</b>					
收入	23.9	60.9	28.4	12.9	8.2
毛利	17.7	20.4	44.0	17.7	9.1
淨利潤率	16.9	23.2	47.1	17.4	8.5
淨利潤	30.1	39.1	(13.3)	14.9	13.7
核心淨利潤	29.1	30.3	34.9	14.9	13.7
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
平均應收賬款周轉天數	107.2	116.0	65.7	63.5	65.2
平均應付帳款周轉天數	996.6	734.0	582.0	552.3	561.3
平均存貨周轉天數	1,808.4	1,070.9	989.4	973.0	976.1
淨負債/ 權益比率 (%)	44.8	43.2	46.3	49.2	46.9
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	15.3	17.3	13.4	13.6	13.7
資產回報率	4.6	5.2	4.3	4.6	4.8
<b>每股數據</b>					
每股盈利(港元)	1.82	2.52	2.18	2.51	2.86
每股股息(港元)	0.34	0.44	0.53	0.59	0.74
每股賬面值(港元)	11.9	14.5	16.4	18.4	20.8

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。