

華潤置地 (1109 HK, HK\$14.78, 目標價: HK\$25.04, 買入) — 理想的進入點

- ❖ **缺乏新盤拖慢銷售。**2014年1-5月的合同銷售金額及面積分別下跌32.5%至240.4億元人民幣及29.6%至172萬平方米，公司解釋銷售欠佳是因為在上半年缺乏新盤，華潤置地在2014年準備推出約400億元人民幣的存貨及1000億元人民幣的新盤，公司希望在夏季推出新盤後可加快銷售。華潤置地維持2014年的銷售目標700億元人民幣不變，即表示公司截至5月完成27.6%全年銷售目標。
- ❖ **注資計劃。**目前華潤集團持有5幅於深圳及濟南的土地，總建築面積為570萬平方米。因為深圳大涌項目及深圳銀湖項目預計在今年第4季開始銷售，所以我們預計公司會在開售前與母公司商討把項目注入。除了以上兩個深圳項目外，我們認為深圳灣項目也有機會在今年一併注入。我們相信注資行動可再吸引投資者的注意。
- ❖ **房價下跌的敏感程度測試。**目前很多投資者害怕房價下跌，所以我們進行了一個對房價下跌5-10%的敏感程度測試。我們發覺房價下跌10%的影響較下跌5%的影響大很多，當房價下跌10%，我們估計華潤置地2014及2015年的盈利會分別減少25.4%至95.1億港元及24.9%至109.9億港元；如果房價下跌5%，我們估計華潤置地2014及2015年的盈利會分別減少5.6%至120.3億港元及5.4%至138.5億港元。
- ❖ **股價下跌至52週低位。**中國物業市場氣氛欠佳，目前華潤置地的股價接近52週低位，我們相信這是對中國房地產市場悲觀的過度反應。公司目前股價相等於6.8倍2014年市盈率或較資產淨值折讓58.7%，我們相信是投資藍籌地產股的好時機。雖然我們知道華潤置地短期的盈利會有下行的風險，但憑著其穩健的財務狀況、良好的管理及出色的品牌，公司長遠將會成功。我們維持盈利預測及目標價不變，目標價為25.04港元，即較資產淨值35.78港元折讓30%，升值潛力為69.4%。重申為「買入」。

華潤置地 (1109 HK)

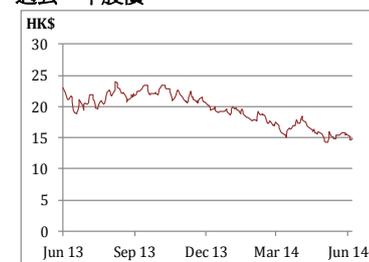
評級	買入
收市價	HK\$14.78
目標價	HK\$25.04
市值 (港幣百萬)	86,182
過去3月平均交易 (港幣百萬)	185
52周高/低 (港幣)	24.7/14.16
發行股數 (百萬)	5,831
主要股東	華潤集團(68%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	2.4%	-2.0%
3月	-6.4%	-12.4%
6月	-27.2%	-27.0%

來源: 彭博

過去一年股價

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)	8.1	5.9	6.8	5.9	5.2
市帳率(x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	2.3	3.0	3.6	4.0	5.0
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
收入	44,364	71,389	91,678	103,472	111,967
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)
毛利	16,696	20,107	28,963	34,076	37,182
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
息稅前收益	13,749	16,946	24,923	29,255	31,747
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	-	-	-
稅前利潤	17,495	24,278	24,171	28,455	31,173
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)
淨利潤	10,569	14,696	12,739	14,643	16,651
核心淨利潤	7,249	9,444	12,739	14,643	16,651

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	77,480	87,480	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	600	500	500
流動資產	174,112	208,478	215,638	229,058	247,193
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
流動負債	98,947	131,760	130,600	137,400	148,800
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	-	-	-	-
非流動負債	52,809	56,410	57,800	62,000	66,300
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	-	-	-	-	-
少數股東權益	7,391	8,785	9,300	9,700	10,400
淨資產總值	69,109	84,802	95,418	107,438	121,173
股東權益	69,109	84,802	95,418	107,438	121,173

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	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)	(6,064)	(9,677)	(11,107)	(12,013)
其他	23,986	21,346	(2,608)	(10,146)	(7,510)
經營活動所得現金淨額	16,394	18,200	(7,833)	(6,022)	(1,255)
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)	2,252	100	-
投資活動所得現金淨額	(5,307)	(12,666)	1,633	(511)	(371)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	(8,975)	11,480	3,099	6,000	5,800
股息	(1,503)	(2,016)	(2,588)	(3,149)	(3,499)
其他	4,661	(8,797)	390	100	200
融資活動所得現金淨額	(5,817)	666	900	2,951	2,501
現金增加淨額	5,270	6,201	(5,300)	(3,581)	875
年初現金及現金等價物	15,792	21,164	27,531	23,131	20,450
匯兌	102	165	900	900	900
年末現金及現金等價物	21,164	27,530	23,131	20,450	22,225
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	23,839	21,158	22,933

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	90.4	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
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	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
增長 (%)					
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
資產負債比率					
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
回報率 (%)					
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
每股數據					
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。