

華潤置地 (1109 HK, HK\$20.15, 目標價：HK\$21.11, 持有) — 聖誕前購物

- ❖ **購入南寧華潤中心。**華潤置地從母公司購入在南寧市的華潤中心的 55% 權益，總代價為 21.17 億港元，全部費用以現金支付。該項目總建築面積為 119 萬平方米。南寧華潤中心包括萬象城（一棟 6 層樓高及地下 3 層的購物商場），華潤大廈（3 幢甲級寫字樓和酒店的大樓）及幸福里（共 1,000 個住宅單位的 9 幢住宅大樓）。根據估值師估算，南寧市華潤中心於 2012 年 10 月 31 日的估值為人民幣 51.37 億元。收購價較調整後的應佔綜合淨資產值有 5% 的折讓。
- ❖ **下次可能收購深圳灣華潤總部。**此項收購完成後，華潤集團仍持有 3 項物業。我們相信下一次收購行動可能為華潤集團的深圳灣總部。在深圳灣總部項目，華潤集團將建造一幢 500 米高的辦公樓、一座萬象城購物中心、5 星級酒店及住宅單位。總建築面積約 33 萬平方米
- ❖ **上調盈利預測。**2012 年 6 月，華潤銷售及出租南寧市華潤中心的辦公大廈 B 座，約 3 層樓高的辦公室供作出租，剩餘部分以每平方米人民幣 22,000 元的平均售價賣出。我們預計 2012-14 年淨利潤分別為 95.0 億港元、89.3 億港元和 122.5 億港元。
- ❖ **推出 2013 年底資產淨值預測。**計入新收購項目後，我們推出 2013 年底資產淨值預測，基於 8.3% 的加權平均資本成本來計算物業發展項目及 6-10% 來計算投資物業回報，我們預計 2013 年底每股資產淨值為 30.15 港元。因此，我們將目標價從 19.71 港元上調至 21.11 港元，目標價較資產淨值折讓 30%。上升潛力為 4.7%。因此，我們下調評級至「持有」。主要風險包括政府的政策、經濟放緩及股份配售。

華潤置地 (1109 HK)

評級	持有
收市價	HK\$20.15
目標價	HK\$21.11
市值 (港幣百萬)	117,422
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	175
52 周高/低 (港幣)	21.5/11.5
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	11.3%	11.7%
3 月	31.8%	17.1%
6 月	41.8%	19.4%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬港元)	25,729	35,795	50,810	62,985	83,027
淨利潤 (百萬港元)	6,005	8,070	9,497	8,927	12,245
每股收益 (港元)	1.194	1.477	1.630	1.532	2.102
每股收益變動 (%)	35.5	23.7	10.4	(6.0)	37.2
市盈率(x)	16.9	13.6	12.4	13.1	9.6
市帳率(x)	2.4	1.9	1.7	1.5	1.2
股息率 (%)	1.5	1.3	1.3	1.6	1.4
權益收益率 (%)	13.0	13.4	13.4	11.1	13.0
淨財務槓桿率 (%)	54.9	75.2	71.2	59.6	44.9

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	25,729	35,795	50,810	62,985	83,027
物業發展	22,587	31,301	45,129	56,199	75,206
物業投資	2,064	3,222	4,382	5,285	6,021
物業管理	1,079	1,272	1,300	1,500	1,800
銷售成本	(15,577)	(21,612)	(31,605)	(39,670)	(49,444)
毛利	10,152	14,182	19,205	23,315	33,583
銷售費用	(728)	(1,546)	(1,931)	(2,204)	(2,823)
行政費用	(1,051)	(2,105)	(2,439)	(2,834)	(3,653)
其他收益	523	1,255	461	514	565
息稅前收益	8,896	11,786	15,296	18,790	27,672
融資成本	(304)	(699)	(1,011)	(1,044)	(998)
聯營公司	48	45	40	40	179
特殊收入	2,947	3,240	3,089	-	-
稅前利潤	11,587	14,373	17,415	17,786	26,852
所得稅	(4,270)	(6,131)	(7,442)	(8,128)	(13,353)
非控制股東權益	(1,312)	(172)	(476)	(730)	(1,255)
淨利潤	6,005	8,070	9,497	8,927	12,245
核心淨利潤	4,246	5,617	7,198	8,927	12,245

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流動資產	30,226	43,827	43,260	45,830	49,430
物業、廠房及設備	26,101	34,799	40,600	43,000	46,500
聯營公司	968	775	2,000	2,150	2,250
可供出售投資	189	180	180	180	180
無形資產	-	-	-	-	-
其他	2,968	8,073	480	500	500
流動資產	101,489	136,759	158,869	166,495	182,134
現金及現金等價物	12,554	15,368	17,459	15,885	17,724
應收貿易款項	24,095	20,957	23,800	25,000	26,800
關連款項	452	1,713	450	450	450
存貨	63,228	98,266	116,000	124,000	136,000
其他	1,160	454	1,160	1,160	1,160
流動負債	49,681	71,230	67,750	71,850	78,300
借債	8,555	22,073	18,000	18,000	15,000
應付貿易賬款	29,551	41,799	44,000	48,000	57,300
應付稅項	3,387	5,206	3,500	3,600	3,750
關連款項	8,189	2,137	2,250	2,250	2,250
其他	-	15	-	-	-
非流動負債	32,476	42,993	54,600	50,700	49,900
借債	29,252	38,652	50,000	46,000	45,000
遞延稅項	3,071	4,259	4,500	4,600	4,800
其他	152	82	100	100	100
少數股東權益	3,540	6,046	8,800	9,000	9,300
淨資產總值	46,018	60,316	70,979	80,775	94,064
股東權益	46,018	60,316	70,979	80,775	94,064

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息稅前收益	8,896	11,786	15,296	18,790	27,672
折舊和攤銷	243	318	418	487	516
營運資金變動	(23,231)	(17,496)	(23,728)	(9,200)	(11,000)
稅務開支	(2,558)	(3,019)	(8,907)	(7,928)	(13,003)
其他	2,178	3,309	9,836	3,128	5,235
經營活動所得現金淨額	(14,472)	(5,102)	(7,085)	5,277	9,420
購買固定資產	(4,167)	(8,801)	(5,383)	(1,913)	(2,984)
聯營公司	32	(583)	(1,212)	(137)	(40)
其他	176	185	7,593	(20)	-
投資活動所得現金淨額	(3,958)	(9,200)	998	(2,069)	(3,024)
股份發行	26	3	1	-	-
淨銀行借貸	9,943	21,454	7,275	(4,000)	(4,000)
股息	(1,392)	(1,710)	(1,274)	(1,631)	(1,456)
其他	1,300	(3,361)	1,376	-	-
融資活動所得現金淨額	9,877	16,385	7,378	(5,631)	(5,456)
現金增加淨額	(8,553)	2,083	1,291	(2,424)	939
年初現金及現金等價物	20,074	12,554	15,368	17,459	15,885
匯兌	1,033	731	800	850	900
年末現金及現金等價物	12,554	15,369	17,459	15,885	17,724

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
銷售組合 (%)					
物業發展	87.8	87.4	88.8	89.2	90.6
物業投資	8.0	9.0	8.6	8.4	7.3
物業管理	4.2	3.6	2.6	2.4	2.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	39.5	39.6	37.8	37.0	40.4
稅前利率	45.0	40.2	34.3	28.2	32.3
淨利潤率	23.3	22.5	18.7	14.2	14.7
核心淨利潤率	16.5	15.7	14.2	14.2	14.7
有效稅率	36.9	42.7	42.7	45.7	49.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.0	1.9	2.3	2.3	2.3
速動比率 (x)	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
平均應收賬款周轉天數	341.8	213.7	171.0	144.9	117.8
平均應付帳款周轉天數	692.4	705.9	508.1	441.6	423.0
平均存貨周轉天數	1,481.6	1,659.6	1,339.6	1,140.9	1,004.0
總負債/ 權益比率 (%)	82.2	100.7	95.8	79.2	63.8
淨負債/ 權益比率 (%)	54.9	75.2	71.2	59.6	44.9
回報率 (%)					
資本回報率	13.0	13.4	13.4	11.1	13.0
資產回報率	4.6	4.5	4.7	4.2	5.3
每股數據					
每股盈利 (港元)	1.19	1.48	1.63	1.53	2.10
每股股息 (港元)	0.31	0.26	0.26	0.32	0.29
每股賬面值 (港元)	8.5	10.4	12.2	13.9	16.1

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) 他們的新酬在過往、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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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士。