

睿智投資

華潤置地 (1109 HK, HK\$19.4, 目標價: HK\$22.14, 買入) — 2013年大部份盈利已鎖定

- ❖ **72億港元基礎盈利符合我們的預期。**2012年收入和淨利潤增加23.9%至444億港元和30.1%至106億港元。2012年入賬的建築面積及平均售價分別上漲了20.4%至261萬平方米和2.2%至每平方米14,774港元，因此，物業發展收入大幅上升23.1%至385億港元。在南寧、成都的萬象城及北京鳳凰城新落成的投資物業帶動下，而且現有的投資物業租金上調，所以整體租金收入增長33.3%至43億港元。由於產品結構、物業發展為初始階段和原材料成本上漲，整體毛利率由2011年的39.6%收窄至期內的37.6%。但是受惠於規模經濟，銷售及行政支出佔總收入的比例從2011年的10.2%下降至2012年的8.4%。撇除重估收益，基礎盈利上升29.1%至72.5億港元，較我們的預期71.9億港元高0.8%。
- ❖ **2012年合約銷售增加45%至522億元人民幣。**2012年的合同銷售金額和面積分別增長45.2%至522億元人民幣和58.8%至473萬平方米。強勁的合同銷售由2013年初持續至今，現達137億元人民幣，同比上升175.8%。基於950億元人民幣的銷售資源和60%的去貨率，2013全年的銷售目標為570億元人民幣。此外，662億元人民幣的物業已預售但仍未入賬，其中410億元人民幣將在2013年確認。
- ❖ **3160萬平方米的土地儲備。**華潤置地在2012年收購了11個項目，總建築面積為490萬平方米的土地儲備，總價為93億元人民幣。現在的總土地儲備及應佔權益的土地儲備分別為3160萬平方米和2780萬平方米，土地儲備覆蓋著42個城市。受惠於強勁的物業銷售，淨負債比率從2012年6月的73.2%減少至2012年12月的44.8%。
- ❖ **2013年的盈利可見性高。**由於公司鎖定約87%我們預算的2013年來自物業銷售的收入，其盈利能見度高。我們分別提高2013及2014年的盈利預測9.2%至97.1億港元和3.6%至126億港元。此外，我們提高2013年每股資產淨值預測由27.64港元至27.68港元。由於市場調整及「海砂」醜聞，公司股價從1月的高位24.5港元下跌了20.8%，我們相信目前的估值(即較資產淨值折讓29.9%)已反映情況，我們的目標價由22.11港元上升至22.14港元，較資產淨值折讓20%，升值潛力為14.1%。上調評級至買入。

財務資料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(百萬港元)	35,795	44,364	64,803	85,236	96,590
淨利潤(百萬港元)	8,121	10,569	9,707	12,638	12,583
每股收益(港元)	1.486	1.819	1.666	2.169	2.160
每股收益變動(%)	24.5	22.4	(8.4)	30.2	(0.4)
市盈率(x)	13.1	10.7	11.6	8.9	9.0
市帳率(x)	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2
股息率(%)	1.3	1.7	1.8	2.0	2.1
權益收益率(%)	13.5	15.3	12.6	14.5	12.9
淨財務槓杆率(%)	75.2	44.8	58.9	41.1	31.5

來源:公司及招銀國際研究部

華潤置地 (1109 HK)

評級	買入
收市價	HK\$19.4
目標價	HK\$22.14
市值(港幣百萬)	113,052
過去3月平均交易(港幣百萬)	190
52周高/低(港幣)	24.5/12.4
發行股數(百萬)	5,827
主要股東	華潤集團(68%)

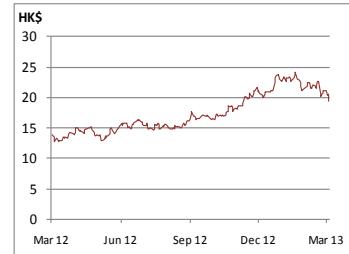
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-3.5%	-1.0%
3月	-0.2%	-0.3%
6月	18.9%	5.4%

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	35,795	44,364	64,803	85,236	96,590
物業發展	31,301	38,522	57,604	77,086	87,525
物業投資	3,222	4,294	5,399	6,150	6,765
物業管理	1,272	1,548	1,800	2,000	2,300
銷售成本	(21,612)	(27,667)	(40,899)	(50,810)	(58,402)
毛利	14,182	16,696	23,904	34,426	38,188
銷售費用	(1,555)	(1,902)	(2,463)	(2,813)	(3,284)
行政費用	(2,126)	(1,809)	(2,592)	(3,239)	(4,057)
其他收益	1,255	764	545	581	599
息稅前收益	11,757	13,749	19,395	28,956	31,446
融資成本	(699)	(670)	(700)	(720)	(665)
聯營公司	45	414	40	182	197
特殊收入	3,372	4,001	-	-	-
稅前利潤	14,476	17,495	18,736	28,418	30,978
所得稅	(6,151)	(6,298)	(8,241)	(14,452)	(15,312)
非控制股東權益	(203)	(628)	(788)	(1,328)	(3,082)
淨利潤	8,121	10,569	9,707	12,638	12,583
核心淨利潤	5,613	7,249	9,707	12,638	12,583

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	43,827	54,143	55,330	56,930	59,180
物業、廠房及設備	34,799	50,881	52,500	54,000	56,000
聯營公司	775	2,353	2,150	2,250	2,500
可供出售投資	180	178	180	180	180
無形資產	-	-	-	-	-
其他	8,073	732	500	500	500
流動資產	136,759	174,112	179,687	190,578	207,989
現金及現金等價物	15,368	21,953	17,737	19,128	21,239
應收貿易款項	20,957	13,033	14,800	15,200	16,400
關連款項	1,713	947	950	950	950
存貨	98,266	137,077	145,000	154,000	168,000
其他	454	1,102	1,200	1,300	1,400
流動負債	71,230	98,947	89,600	101,050	114,800
借債	22,073	5,283	8,000	10,000	12,000
應付貿易賬款	41,799	75,542	66,000	74,800	86,000
應付稅項	5,206	6,746	3,600	3,750	3,800
關連款項	2,137	11,343	12,000	12,500	13,000
其他	15	33	-	-	-
非流動負債	42,993	52,809	59,600	49,800	45,000
借債	38,652	47,620	55,000	45,000	40,000
遞延稅項	4,259	5,189	4,600	4,800	5,000
其他	82	-	-	-	-
少數股東權益	6,046	7,391	9,000	9,300	9,700
淨資產總值	60,316	69,109	76,817	87,358	97,669
股東權益	60,316	69,109	76,817	87,358	97,669

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)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	11,757	13,749	19,395	28,956	31,446
折舊和攤銷	319	332	509	525	540
營運資金變動	(17,496)	(22,128)	(21,600)	(6,600)	(14,000)
稅務開支	(3,019)	(3,828)	(11,976)	(14,102)	(15,062)
其他	3,337	26,628	514	2,324	4,704
經營活動所得現金淨額	(5,102)	14,753	(13,158)	11,103	7,627
購置固定資產	(8,801)	(15,750)	(1,110)	(975)	(1,460)
聯營公司	(583)	(1,438)	214	(39)	(184)
其他	185	7,342	232	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,200)	(9,846)	(665)	(1,014)	(1,644)
股份發行	3	1	-	-	-
淨銀行借貸	21,454	(7,823)	10,097	(8,000)	(3,000)
股息	(1,710)	(1,273)	(1,994)	(2,097)	(2,272)
其他	(3,361)	9,972	654	500	500
融資活動所得現金淨額	16,385	877	8,757	(9,597)	(4,772)
現金增加淨額	2,084	5,784	(5,066)	491	1,211
年初現金及現金等價物	12,554	15,369	21,953	17,737	19,128
匯兌	731	800	850	900	900
年末現金及現金等價物	15,369	21,954	17,737	19,128	21,239

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
物業發展	87.4	86.8	88.9	90.4	90.6
物業投資	9.0	9.7	8.3	7.2	7.0
物業管理	3.6	3.5	2.8	2.4	2.4
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	39.6	37.6	36.9	40.4	39.5
稅前利率	40.4	39.4	28.9	33.3	32.1
淨利潤率	22.7	23.8	15.0	14.8	13.0
核心淨利潤率	15.7	16.3	15.0	14.8	13.0
有效稅率	42.5	36.0	44.0	50.9	49.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.9	1.8	2.0	1.9	1.8
速動比率 (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
平均應收賬款周轉天數	213.7	107.2	83.4	65.1	62.0
平均應付帳款周轉天數	705.9	996.6	589.0	537.3	537.5
平均存貨周轉天數	1,659.6	1,808.4	1,294.1	1,106.3	1,050.0
總負債/ 權益比率 (%)	100.7	76.6	82.0	63.0	53.2
淨負債/ 權益比率 (%)	75.2	44.8	58.9	41.1	31.5
回報率 (%)					
資本回報率	13.5	15.3	12.6	14.5	12.9
資產回報率	4.5	4.6	4.1	5.1	4.7
每股數據					
每股盈利(港元)	1.49	1.82	1.67	2.17	2.16
每股股息(港元)	0.26	0.34	0.35	0.38	0.41
每股賬面值(港元)	10.4	11.9	13.2	15.0	16.8

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-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。