

華潤置地 (1109 HK, HK\$20.3, 目標價: HK\$29.61, 買入) — 一樣的故事但仍吸引

- ❖ **基本盈利增長 19%。**華潤置地 2015 年營業額及純利分別增加 15.3%至 1,034 億港元及 15.8%至 175 億港元；扣除投資物業重估，基本盈利增加 19.2%至 142 億港元，較我們預期的 129 億元高 10.5%，差異主要來自較高的毛利率及其他收入。營業額的增長主要來自交付面積增加 21.6%至 704 萬平方米及 21.4% 的租金增長；此外，2015 年毛利率擴大 0.7 個百分點至 31.2%。
- ❖ **2015 年銷售較多來自一、二線城市。**2015 年的物業銷售金額及面積分別增加 23.0%至 852 億港元及 2.4%至 676 萬平方米。以城市級別來區分，2015 年合同銷售來自一線及二線城市的佔比分別為 36%及 53%，可為未來的毛利率有較大的支持。至 2015 年底，約 888 億港元的物業已預售仍待入賬，其中的 569 億港元會在 2016 年確認。華潤置地預期 2016 年可售貨值為 2,040 億元人民幣，以 47%的去貨率計算，2016 全年銷售目標為 960 億元人民幣。
- ❖ **2018 年出租面積可達 810 萬平方米。**包括酒店收益的 2015 年租金收入上升 21.4%至 66.6 億港元，6 個商場自 2015 年起開始營運，共貢獻租金收益 4.55 億港元。可出租面積由 2015 年的 430 萬平方米料增至 2018 年的 810 萬平方米，強勁的租金增長不單帶動盈利增長，更為公司的信貸評級護航。公司 2015 年的租金收入與利息開支總額比率為 1.3 倍。
- ❖ **總土地儲備為 4,126 萬平方米。**華潤置地在 2015 年共購入 18 塊土地，總樓面面積為 511 萬平方米，其中 8 個新項目位於北京、上海及廣州。截至 2015 年底，總土地儲備為 4,126 萬平方米，分別位於國內 53 個城市。年初至今，公司再購入 5 塊土地，總樓面面積為 228 萬平方米。此外，母公司擁有的深圳灣項目(32 萬平方米)計劃在今年注入。
- ❖ **聚焦於一、二線城市，利潤前景更優。**因為公司的項目更集中於一、二線城市，我們相信華潤置地未來的邊際利潤會更強。我們分別上調 2016-17 年的盈利預測 16.3%至 178 億港元及 14.0%至 206 億港元。我們推出 2016 年底的每股資產淨值預測為 42.29 港元，因此我們將目標價由 26.40 港元上升至 29.61 港元，評級維持為「買入」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬港元)	89,705	103,393	121,965	136,238	147,014
淨利潤 (百萬港元)	15,141	17,527	17,797	20,555	20,965
每股收益 (港元)	2.318	2.592	2.568	2.966	3.025
每股收益變動 (%)	(8.0)	11.8	(0.9)	15.5	2.0
市盈率(x)	8.8	7.8	7.9	6.8	6.7
市帳率(x)	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	2.4	2.8	3.0	3.4	3.4
權益收益率 (%)	14.3	15.2	12.6	13.0	12.0
淨財務槓杆率 (%)	37.6	23.0	26.4	31.8	32.9

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\$20.30
目標價	HK\$29.61
市值 (港幣百萬)	140,698
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	261
52 周高/低 (港幣)	29.1/16.92
發行股數 (百萬)	6,931
主要股東	華潤集團(61.3%)

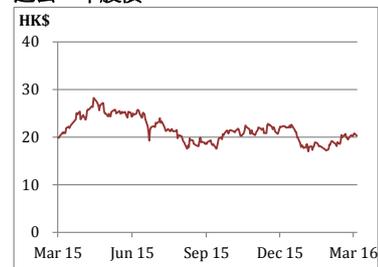
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	8.2%	1.0%
3 月	-6.9%	-1.9%
6 月	9.7%	16.3%

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	89,705	103,393	121,965	136,238	147,014
物業發展	81,759	93,536	110,986	123,580	133,348
物業投資	5,482	6,655	8,680	10,208	10,866
物業管理	2,463	3,202	2,300	2,450	2,800
銷售成本	(62,351)	(71,095)	(81,854)	(88,624)	(96,733)
毛利	27,353	32,298	40,111	47,614	50,281
銷售費用	(3,071)	(3,306)	(3,903)	(4,496)	(4,951)
行政費用	(2,253)	(3,006)	(3,415)	(3,678)	(3,932)
其他收益	1,139	2,556	1,233	1,283	1,238
息稅前收益	23,168	28,543	34,026	40,723	42,636
融資成本	(832)	(923)	(985)	(1,108)	(1,138)
聯營公司	62	298	326	796	1,708
特殊收入	4,967	4,602	-	-	-
稅前利潤	27,366	32,520	33,367	40,411	43,206
所得稅	(10,887)	(13,143)	(13,557)	(17,731)	(18,370)
非控制股東權益	(1,338)	(1,850)	(2,012)	(2,125)	(3,871)
淨利潤	15,141	17,527	17,797	20,555	20,965
核心淨利潤	11,915	14,206	17,797	20,555	20,965

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	93,802	110,568	120,313	125,813	138,613
物業、廠房及設備	9,200	9,257	10,000	10,800	11,600
投資物業	79,240	88,319	96,000	100,000	112,000
聯營公司	3,551	10,527	11,800	12,500	12,500
可供出售投資	191	13	13	13	13
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,620	2,451	2,500	2,500	2,500
流動資產	268,477	278,668	315,630	339,950	352,457
現金及現金等價物	44,857	45,875	53,830	45,950	38,457
應收貿易款項	27,590	27,564	28,000	32,000	35,000
關連款項	5,922	12,868	10,000	8,000	5,000
存貨	187,012	188,966	220,000	250,000	270,000
其他	3,097	3,395	3,800	4,000	4,000
流動負債	164,452	182,710	189,800	195,100	203,100
借債	21,219	14,143	16,800	16,800	16,800
應付貿易賬款	127,181	147,632	152,000	160,000	168,000
應付稅項	9,267	9,951	9,000	9,500	9,500
關連款項	6,785	10,985	12,000	8,800	8,800
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	80,704	74,701	91,200	98,000	98,500
借債	67,682	62,007	78,000	84,000	84,000
遞延稅項	9,924	11,197	11,200	11,500	11,500
其他	3,099	1,496	2,000	2,500	3,000
少數股東權益	11,492	16,858	13,500	14,200	14,200
淨資產總值	105,631	114,966	141,443	158,463	175,270
股東權益	105,631	114,966	141,443	158,463	175,270

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)	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	23,168	28,543	34,026	40,723	42,636
折舊和攤銷	470	454	518	560	605
營運資金變動	(7,500)	3,762	(28,843)	(30,000)	(18,000)
稅務開支	(8,326)	(11,186)	(14,506)	(16,931)	(18,370)
其他	4,283	8,919	(539)	(2,259)	(13,016)
經營活動所得現金淨額	12,096	30,492	(9,344)	(7,908)	(6,146)
購置固定資產	(12,072)	(13,203)	(225)	(240)	(195)
聯營公司	(3,163)	(6,699)	(1,164)	(435)	569
其他	1,691	(831)	(49)	-	-
投資活動所得現金淨額	(13,544)	(20,733)	(1,437)	(675)	374
股份發行	-	10,100	-	-	-
淨銀行借貸	19,625	(12,751)	18,650	6,000	-
股息	(2,751)	(3,445)	(3,917)	(4,228)	(4,852)
其他	162	(2,746)	3,883	(1,200)	3,000
融資活動所得現金淨額	17,035	(8,842)	18,616	572	(1,852)
現金增加淨額	15,587	917	7,835	(8,010)	(7,623)
年初現金及現金等價物	27,531	43,014	44,031	51,986	44,106
匯兌	(104)	100	120	130	130
年末現金及現金等價物	43,014	44,032	51,986	44,106	36,613
抵押現金	(1,843)	(1,843)	(1,843)	(1,843)	(1,843)
年末資產負債表現金及現金等價物	44,857	45,875	53,829	45,949	38,456

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	91.1	90.5	91.0	90.7	90.7
物業投資	6.1	6.4	7.1	7.5	7.4
物業管理	2.8	3.1	1.9	1.8	1.9
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.5	31.2	32.9	34.9	34.2
稅前利率	30.5	31.5	27.4	29.7	29.4
息稅前收益	16.9	17.0	14.6	15.1	14.3
核心淨利潤率	13.3	13.7	14.6	15.1	14.3
有效稅率	39.8	40.4	40.6	43.9	42.5
增長 (%)					
收入	25.7	15.3	18.0	11.7	7.9
毛利	36.0	18.1	24.2	18.7	5.6
淨利潤率	36.7	23.2	19.2	19.7	4.7
淨利潤	3.0	15.8	1.5	15.5	2.0
核心淨利潤	26.2	19.2	25.3	15.5	2.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.7	1.7	1.7
平均應收賬款周轉天數	112.3	97.3	83.8	85.7	86.9
平均應付帳款周轉天數	744.5	757.9	677.8	659.0	633.9
平均存貨周轉天數	1,094.8	970.1	981.0	1,029.6	1,018.8
淨負債/ 總權益比率 (%)	37.6	23.0	26.4	31.8	32.9
回報率 (%)					
資本回報率	14.3	15.2	12.6	13.0	12.0
資產回報率	4.2	4.5	4.1	4.4	4.3
每股數據					
每股盈利 (港元)	2.32	2.59	2.57	2.97	3.02
每股股息 (港元)	0.50	0.57	0.60	0.70	0.80
每股賬面值 (港元)	18.1	16.6	20.4	22.9	25.3

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-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(I)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。