

华润置地 (1109 HK, HK\$16.6, 目标价: HK\$25.04, 买入) — 前景欠明朗令未来目标保守

- ❖ **2013 年基础盈利上升 30%。**2013 年营业额和纯利分别上升 60.9%至 714 亿港元及 39.1%至 147 亿港元。扣除投资物业重估，基础盈利增加 30.3%至 94.4 亿港元及比我们预期高 2.4%。交付面积增加 92%至 500 万平方米及租金上升 23.2%至 53 亿港元带动营业额上升，不过毛利率受交付均价减少及数个物业发展项目减值 14 亿港元影响而减少 9.4 个百分点至 28.2%。公司加强成本控制，2013 年销售及行政费用分别上升 10.8%及 0.6%。
- ❖ **2014 年销售目标审慎。**虽然 2013 年合同销售金额增长 27.0%至 663 亿元人民币，不过公司的 2014 年合同销售目标只略为增加至 700 亿元人民币。公司解释 2014 年第 1 季物业前景欠明朗，2014 年 1-2 月的合同销售金额倒退 52%至 57.8 亿元人民币，所以对 2014 年物业前景感到审慎。截至 2 月底，约 732 亿元人民币的物业已预售但仍未入账，其中约 525 亿元人民币可在 2014 年确认，相等于我们预期 2014 年物业销售的营业额 80.4%。
- ❖ **2016 年投资物业面积达 500 万平方米。**成都及南宁的万象城在 2013 年贡献全年的收益，2013 年租金收入增长 27.4%至 46.2 亿港元。预计 2014-16 年新落成的投资物业将增加 70 万平方米、111 万平方米及 103 万平方米，至 2016 年底可供出租的投资物业面积达 512 万平方米，我们估计 2016 年的租金收入可达 80.9 亿港元。
- ❖ **2013 年增加 761 万平方米土地储备。**华润置地于 2013 年收购了 24 个项目，总建筑面积为 761 万平方米的土地储备，总价为 321 亿元人民币。2014 年 1-2 月再收购了 337 万平方米的土地储备，现在的总土地储备及应占权益的土地储备分别为 3,580 万平方米和 3,190 万平方米，华润置地土地储备覆盖着 50 个城市；此外，其母公司持有 570 万平方米的土地储备，日后将可注入上市公司。
- ❖ **前景不明朗使资产净值折让增加。**我们分别上调 2014-15 年的盈利预测 11.4%至 127 亿港元和 8.9%至 146 亿港元。此外，我们预测 2014 年每股资产净值由 35.3 港元上升至 35.78 港元，但因为将资产净值折让由以前使用的 20%增加至 30%，目标价由 28.24 港元下降至 25.04 港元，升值潜力为 50.9%。评级为「买入」。

华润置地 (1109 HK)

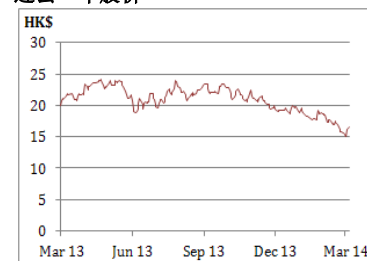
评级	买入
收市价	HK\$16.60
目标价	HK\$25.04
市值 (港币百万)	96,793
过去 3 月平均交易 (港币百万)	177
52 周高/低 (港币)	24.7/14.94
发行股数 (百万)	5,827
主要股东	华润集团(68%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	-12.8%	-8.2%
3 月	-15.4%	-9.5%
6 月	-31.3%	-24.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万港元)	44,364	71,389	91,678	103,472	111,967
净利润 (百万港元)	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
每股收益变动 (%)	22.4	38.6	(13.3)	14.9	13.7
市盈率 (x)	9.1	6.6	7.6	6.6	5.8
市帐率 (x)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	2.0	2.6	3.2	3.6	4.5
权益收益率 (%)	15.3	17.3	13.4	13.6	13.7
净财务杠杆率 (%)	44.8	43.2	46.3	49.2	46.9

来源: 公司、招银国际证券预测

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	44,364	71,389	91,678	103,472	111,967
物业发展	38,522	64,818	83,400	93,551	100,628
物业投资	4,294	5,291	6,278	7,621	9,040
物业管理	1,548	1,280	2,000	2,300	2,300
销售成本	(27,667)	(51,282)	(62,715)	(69,396)	(74,786)
毛利	16,696	20,107	28,963	34,076	37,182
销售费用	(1,902)	(2,106)	(2,567)	(3,104)	(3,471)
行政费用	(1,809)	(1,820)	(2,063)	(2,276)	(2,519)
其他收益	764	766	590	560	555
息税前收益	13,749	16,946	24,923	29,255	31,747
融资成本	(670)	(146)	(795)	(840)	(899)
联营公司	414	310	42	40	325
特殊收入	4,001	7,168	-	-	-
税前利润	17,495	24,278	24,171	28,455	31,173
所得税	(6,298)	(9,091)	(9,971)	(11,507)	(12,513)
非控制股东权益	(628)	(491)	(1,461)	(2,305)	(2,009)
净利润	10,569	14,696	12,739	14,643	16,651
核心净利润	7,249	9,444	12,739	14,643	16,651

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	54,143	73,278	77,480	87,480	99,480
物业、厂房及设备	6,524	7,715	8,500	9,300	10,000
投资物业	44,357	59,611	65,000	74,000	85,000
联营公司	2,353	2,921	3,200	3,500	3,800
可供出售投资	178	179	180	180	180
无形资产	-	-	-	-	-
其他	732	2,852	600	500	500
流动资产	174,112	208,478	215,638	229,058	247,193
现金及现金等价物	21,953	28,239	23,838	21,158	22,933
应收贸易款项	13,033	22,695	16,500	18,000	20,000
关连款项	947	4,424	4,000	3,500	2,700
存货	137,077	150,458	170,000	185,000	200,000
其他	1,102	2,662	1,300	1,400	1,560
流动负债	98,947	131,760	130,600	137,400	148,800
借债	5,283	16,256	18,000	20,000	21,800
应付贸易账款	75,542	103,128	100,000	105,000	115,000
应付税项	6,746	8,341	8,600	8,800	9,000
关连款项	11,343	4,034	4,000	3,600	3,000
其他	33	-	-	-	-
非流动负债	52,809	56,410	57,800	62,000	66,300
借债	47,620	48,645	50,000	54,000	58,000
递延税项	5,189	7,765	7,800	8,000	8,300
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	7,391	8,785	9,300	9,700	10,400
净资产总值	69,109	84,802	95,418	107,438	121,173
股东权益	69,109	84,802	95,418	107,438	121,173

来源: 公司、招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	13,749	16,946	24,923	29,255	31,747
折旧和摊销	332	368	432	476	521
营运资金变动	(17,257)	(14,397)	(20,903)	(14,500)	(14,000)
税务开支	(4,416)	(4,920)	(9,677)	(11,107)	(12,013)
其他	23,986	11,643	(2,609)	(10,145)	(7,510)
经营活动所得现金净额	16,394	9,641	(7,834)	(6,021)	(1,255)
购置固定资产	(4,852)	(823)	(352)	(324)	(179)
联营公司	(699)	(466)	(266)	(287)	(192)
其他	243	(2,120)	2,252	100	-
投资活动所得现金净额	(5,307)	(3,409)	1,633	(511)	(371)
股份发行	172	3	-	-	-
净银行借贷	(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
融资活动所得现金净额	(5,817)	(796)	900	2,951	2,501
现金增加净额	5,270	5,436	(5,301)	(3,580)	875
年初现金及现金等价物	15,792	21,164	27,450	23,049	20,369
汇兑	102	850	900	900	900
年末现金及现金等价物	21,164	27,450	23,049	20,369	22,144
抵押现金	(789)	(789)	(789)	(789)	(789)
年末资产负债表现金及现金等价物	21,953	28,239	23,838	21,158	22,933

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
物业发展	86.8	90.8	91.0	90.4	89.9
物业投资	9.7	7.4	6.8	7.4	8.1
物业管理	3.5	1.8	2.2	2.2	2.0
总额	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
税前利率	39.4	34.0	26.4	27.5	27.8
净利润率	23.8	20.6	13.9	14.2	14.9
核心净利润率	16.3	13.2	13.9	14.2	14.9
有效税率	36.0	37.4	41.3	40.4	40.1
杠杆 (%)					
收入	23.9	60.9	28.4	12.9	8.2
毛利	17.7	20.4	44.0	17.7	9.1
净利润率	16.9	23.2	47.1	17.4	8.5
净利润	30.1	39.1	(13.3)	14.9	13.7
核心净利润	29.1	30.3	34.9	14.9	13.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
速动比率 (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
平均应收账款周转天数	107.2	116.0	65.7	63.5	65.2
平均应付账款周转天数	996.6	734.0	582.0	552.3	561.3
平均存货周转天数	1,808.4	1,070.9	989.4	973.0	976.1
净负债/权益比率 (%)	44.8	43.2	46.3	49.2	46.9
回报率 (%)					
资本回报率	15.3	17.3	13.4	13.6	13.7
资产回报率	4.6	5.2	4.3	4.6	4.8
每股数据					
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
每股账面值(港元)	11.9	14.5	16.4	18.4	20.8

来源: 公司、招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。