

華潤置地 (1109 HK, HK\$21.10, 目標價: HK\$27.83, 買入) — 集中於一線城市令邊際利潤改善

- ❖ **基礎盈利增長 25%。**華潤置地 2014 年營業額及純利分別增加 23.8% 至 884 億港元及 0.1% 至 147 億港元。扣除投資物業重估，基礎盈利上升 25.0% 至 118 億港元，實際的基礎盈利較我們預期的 129 億港元少 8.4%，差異來自於毛利率的假設。雖然 2014 年實際毛利率上升 2.4 個百分點至 30.6%，但較我們預期低 1 個百分點。受惠於交付面積增加 15.9% 至 579 萬平方米及確認均價上升 7.2% 至每平方米 13,900 港元，2014 年物業銷售的營業額增加 24.2% 至 805 億港元，而且因為更多的營業額貢獻來自一線城市，2014 年物業銷售的毛利率上升 3.2 個百分點至 29.3%。
- ❖ **2015 年首 2 月合同銷售增長快速。**華潤置地 2014 年合同銷售金額和面積分別增加 4.4% 至人民幣 692 億元和 14.2% 至 660 萬平方米。此外，截至 2014 年底，總值約人民幣 730 億元物業銷售已鎖定。受惠於去年的資產注入，2015 年首 2 月的合同銷售金額增加 76.8% 至人民幣 102 億元，同期的平均售價受 2 個於深圳的項目(均價約每平方米人民幣 50,000 元)拉動而同比增加 45.5% 至每平方米人民幣 14,846 元。基於人民幣 1,600 億元的可售貨源及 18 個新項目，華潤置地定下 2015 年的銷售目標為人民幣 780 億元。
- ❖ **未來 3 年租金料可翻倍。**2014 年租金收益增加 17.6% 至 54 億港元。因為可出租面積由 2014 年的 340 萬平方米計劃增加至 2017 年的 800 萬平方米，我們估計未來 3 年的租金收入的年複合增長率為 24.8%，料至 2017 年租金收益為 106 億港元。
- ❖ **持有 4,630 萬平方米的土地儲備。**華潤置地 2014 以總成本人民幣 302 億元增加 842 萬平方米的土地儲備，而且在 2015 年第 1 季從公開拍賣及從母公司資產注入新增加土地儲備 621 萬平方米，華潤置地目前的土地儲備為 4,630 萬平方米，覆蓋中國城市達 52 個。
- ❖ **良好的資產負債表。**負債與總股東權益由 2013 年的 39.2% 增加至 2014 年的 41.5%。因為股東的背景及持續的租金增長，華潤置地得以享有較同業為高的信用評級。
- ❖ **重申為「買入」評級。**採用較低的毛利率假設，我們分別下降 2015 及 2016 年盈利預測 6.4% 至 124 億港元及 25.9% 至 151 億港元；我們更下調 2015 年底的資產淨值預測由 41.84 港元至 39.75 港元。因此我們將目標價由 29.28 港元下調至 27.83 港元，即較 2015 年底的資產淨值折讓 30%，升值潛力為 32.5%。評級重申為「買入」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (百萬港元)	71,389	88,381	105,776	122,136	127,611
淨利潤 (百萬港元)	14,696	14,708	12,406	15,084	17,780
每股收益 (港元)	2.521	2.522	1.934	2.310	2.722
每股收益變動 (%)	38.6	0.0	(23.3)	19.4	17.9
市盈率(x)	8.3	8.3	10.9	9.1	7.7
市帳率(x)	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.1	2.4	2.5	2.9	3.3
權益收益率 (%)	17.3	15.2	10.4	11.4	12.1
淨財務槓杆率 (%)	39.2	41.5	40.3	41.2	41.9

來源: 公司、招銀國際證券預測

華潤置地 (1109 HK)

評級	買入
收市價	HK\$21.10
目標價	HK\$27.83
市值 (港幣百萬)	137,147
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	261
52 周高/低 (港幣)	23.6/13.62
發行股數 (百萬)	6,531
主要股東	華潤集團(65.0%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	0.7%	2.6%
3 月	5.1%	0.9%
6 月	17.6%	17.3%

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	71,389	88,381	105,776	122,136	127,611
物業發展	64,818	80,482	95,920	110,788	114,601
物業投資	4,622	5,436	7,556	9,048	10,560
物業管理	1,949	2,463	2,300	2,300	2,450
銷售成本	(51,282)	(61,338)	(75,300)	(85,792)	(86,185)
毛利	20,107	27,044	30,476	36,344	41,426
銷售費用	(2,106)	(2,959)	(3,173)	(3,786)	(4,211)
行政費用	(1,820)	(2,183)	(2,327)	(2,748)	(3,063)
其他收益	766	1,106	683	608	580
息稅前收益	16,946	23,007	25,659	30,417	34,732
融資成本	(146)	(799)	(961)	(957)	(998)
聯營公司	310	58	40	340	834
特殊收入	7,168	4,520	-	-	-
稅前利潤	24,278	26,786	24,738	29,801	34,568
所得稅	(9,091)	(10,745)	(10,158)	(12,692)	(15,172)
非控制股東權益	(491)	(1,332)	(2,175)	(2,025)	(1,616)
淨利潤	14,696	14,708	12,406	15,084	17,780
核心淨利潤	9,444	11,802	12,406	15,084	17,780

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流動資產	73,278	90,706	97,980	106,180	115,430
物業、廠房及設備	7,715	8,913	9,300	10,000	10,800
投資物業	59,611	75,271	84,000	91,700	100,000
聯營公司	2,921	4,763	3,500	3,800	3,950
可供出售投資	179	191	180	180	180
無形資產	-	-	-	-	-
其他	2,852	1,568	1,000	500	500
流動資產	208,478	239,609	238,484	255,360	284,959
現金及現金等價物	28,239	40,289	29,384	25,160	23,859
應收貿易款項	22,695	21,616	18,000	20,000	23,000
關連款項	4,424	6,951	3,500	2,700	2,600
存貨	150,458	168,094	185,000	205,000	233,000
其他	2,662	2,659	2,600	2,500	2,500
流動負債	131,760	146,820	139,500	148,800	166,600
借債	16,256	19,414	22,000	21,800	21,800
應付貿易賬款	103,128	112,903	105,000	115,000	132,500
應付稅項	8,341	9,267	8,800	9,000	9,500
關連款項	4,034	5,235	3,700	3,000	2,800
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	56,410	76,374	67,500	70,300	76,500
借債	48,645	65,320	59,500	62,000	68,000
遞延稅項	7,765	9,641	8,000	8,300	8,500
其他	-	1,413	-	-	-
少數股東權益	8,785	10,560	9,700	10,400	10,800
淨資產總值	84,802	96,561	119,764	132,040	146,489
股東權益	84,802	96,561	119,764	132,040	146,489

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)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	16,946	23,007	25,659	30,417	34,732
折舊和攤銷	368	444	499	521	560
營運資金變動	(14,397)	(7,568)	(27,835)	(19,000)	(27,000)
稅務開支	(6,064)	(7,943)	(12,266)	(12,192)	(14,472)
其他	21,346	(11,375)	18,311	(4,058)	2,175
經營活動所得現金淨額	18,200	(3,434)	4,368	(4,312)	(4,005)
購置固定資產	(9,311)	(753)	(13,488)	(179)	(240)
聯營公司	(1,253)	(1,836)	1,288	(187)	128
其他	(2,101)	1,284	568	500	-
投資活動所得現金淨額	(12,666)	(1,305)	(11,632)	134	(112)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	11,480	19,833	(3,234)	2,300	6,000
股息	(2,016)	(2,617)	(3,223)	(3,346)	(3,984)
其他	(8,797)	(1,326)	1,916	100	(100)
融資活動所得現金淨額	666	15,889	(4,541)	(946)	1,916
現金增加淨額	6,201	11,150	(11,805)	(5,124)	(2,201)
年初現金及現金等價物	21,164	27,531	39,581	28,676	24,452
匯兌	165	900	900	900	900
年末現金及現金等價物	27,531	39,581	28,675	24,452	23,151
抵押現金	(708)	(708)	(708)	(708)	(708)
年末資產負債表現金及現金等價物	28,239	40,289	29,383	25,160	23,859

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
銷售組合 (%)					
物業發展	90.8	91.1	90.7	90.7	89.8
物業投資	6.5	6.2	7.1	7.4	8.3
物業管理	2.7	2.7	2.2	1.9	1.9
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	28.2	30.6	28.8	29.8	32.5
稅前利率	34.0	30.3	23.4	24.4	27.1
息稅前收益	20.6	16.6	11.7	12.4	13.9
核心淨利潤率	13.2	13.4	11.7	12.4	13.9
有效稅率	37.4	40.1	41.1	42.6	43.9
增長 (%)					
收入	60.9	23.8	19.7	15.5	4.5
毛利	20.4	34.5	12.7	19.3	14.0
淨利潤率	23.3	35.8	11.5	18.5	14.2
淨利潤	39.1	0.1	(15.7)	21.6	17.9
核心淨利潤	30.3	25.0	5.1	21.6	17.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
平均應收賬款周轉天數	116.0	89.3	62.1	59.8	65.8
平均應付帳款周轉天數	734.0	671.8	509.0	489.3	561.1
平均存貨周轉天數	1,070.9	1,000.3	896.8	872.2	986.8
淨負債/ 總權益比率 (%)	39.2	41.5	40.3	41.2	41.9
回報率 (%)					
資本回報率	17.3	15.2	10.4	11.4	12.1
資產回報率	5.2	4.5	3.7	4.2	4.4
每股數據					
每股盈利 (港元)	2.52	2.52	1.93	2.31	2.72
每股股息 (港元)	0.44	0.50	0.52	0.60	0.70
每股賬面值 (港元)	13.0	16.6	18.3	20.2	22.4

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士。