

華潤置地 (1109 HK, HK\$15.86, 目標價: HK\$18.18, 買入) — 注入資產後不利因素可除

- ❖ **受配股陰影下價格落後同行。**華潤置地的股價在 2012 上半年上升 27%，但落後於同業。事實上，它的合同銷售額在 2012 上半年增加 73% 至人民幣 230 億元，銷售令人滿意。我們相信，配股和注入資產的陰影增添華潤置地股價表現的不確定性，但我們認為市場對增發股票或資產注入的影響是反應過敏。
- ❖ **期望盡快注入南寧項目。**母公司現在擁有 4 個項目。我們預計華潤置地在中期業績公佈後將收購南寧項目。南寧項目總建築面積為 120 萬平方米及華潤集團擁有其 55% 權益。我們估計是次收購總代價為人民幣 24 億元。華潤置地可通過內部資源資助來進行這次收購，我們認為適當時機會是 2012 年中期業績公佈的時候。因此，如果資產在未來 1-2 個月注入，我們認為影響股價的不利因素將被消除。
- ❖ **強勁的銷售和租金增長。**合同銷售總額在 2012 上半年增加 73% 至人民幣 230 億元或佔全年銷售目標的 58%。截至 2012 年 6 月，約人民幣 543 億元的物業已預售但仍未入賬，為未來的盈利提供可觀性。同時，租金收入在 2012 年首 5 月上漲 39%。展望未來，更多的投資物業竣工和貢獻收入，有利租金收入增長。
- ❖ **在 40 個內地城市的擁有 3150 萬平方米土地儲備。**華潤置地在全國 40 個城市開發物業項目。總土地儲備及應佔權益的土地儲備分別為 3150 萬平方米和 2890 萬平方米。住宅物業佔總土地儲備的 81%。以住宅項目的建築面積計算，成都佔最大的份額和佔總土地儲備的 9.5%
- ❖ **下調未來 2 年預測，但長期仍樂觀。**由於在交付的建築面積和均價假設的改變，我們調整 2012-14 年的盈利預測 -11.6%/ -6.0%/ 10.4% 至 71.6 億港元、87.4 億港元及 117.7 億港元。因為加權平均資本成本假設的變化，由 12.2% 下降至 9.0%，2012 年的每股資產淨值估計從 24.0 港元提高至 26.0 港元。我們將繼續使用 30% 的資產淨值折讓來計算目標價，目標價由 16.83 港元調高至 18.18 港元。升值潛力是 14.6%。維持買入評級。

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	50,067	60,554	78,250
淨利潤 (百萬港元)	6,005	8,070	7,156	8,736	11,765
每股收益 (港元)	1.194	1.477	1.228	1.499	2.019
每股收益變動 (%)	35.5	23.7	(16.8)	22.1	34.7
市盈率(x)	13.3	10.7	12.9	10.6	7.9
市帳率(x)	1.9	1.5	1.4	1.2	1.0
股息率 (%)	2.0	1.6	1.9	2.3	2.6
權益收益率 (%)	13.0	13.4	10.5	11.2	13.1
淨財務槓杆率 (%)	54.9	75.2	66.7	58.7	46.4

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\$15.86
目標價	HK\$18.18
市值 (港幣百萬)	92,421
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	161
52 周高/低 (港幣)	16.82/7.28
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	0.9%	-0.3%
3 月	9.7%	17.2%
6 月	17.7%	18.7%

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	25,729	35,795	50,067	60,554	78,250
物業發展	22,587	31,301	44,382	54,145	70,826
物業投資	2,064	3,222	4,385	4,910	5,624
物業管理	1,079	1,272	1,300	1,500	1,800
銷售成本	(15,577)	(21,612)	(31,281)	(38,509)	(47,033)
毛利	10,152	14,182	18,786	22,045	31,217
銷售費用	(728)	(1,546)	(1,903)	(2,119)	(2,660)
行政費用	(1,051)	(2,105)	(2,403)	(2,725)	(3,443)
其他收益	523	1,255	436	480	536
息稅前收益	8,896	11,786	14,916	17,681	25,649
融資成本	(304)	(699)	(837)	(843)	(834)
聯營公司	48	45	40	40	180
特殊收入	2,947	3,240	-	-	-
稅前利潤	11,587	14,373	14,119	16,878	24,995
所得稅	(4,270)	(6,131)	(6,657)	(7,774)	(12,511)
非控制股東權益	(1,312)	(172)	(306)	(368)	(720)
淨利潤	6,005	8,070	7,156	8,736	11,765
核心淨利潤	4,246	5,617	7,156	8,736	11,765

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	39,280	41,880	46,080
物業、廠房及設備	26,101	34,799	37,500	40,000	44,000
聯營公司	968	775	1,120	1,200	1,400
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	145,742	160,964	173,765
現金及現金等價物	12,554	15,368	12,332	14,354	13,355
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	108,000	120,000	132,000
其他	1,160	454	1,160	1,160	1,160
流動負債	49,681	71,230	65,750	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	42,000	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	44,600	46,700	44,900
借債	29,252	38,652	40,000	42,000	40,000
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	6,250	6,500	6,800
淨資產總值	46,018	60,316	68,422	77,794	89,845
股東權益	46,018	60,316	68,422	77,794	89,845

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	14,916	17,681	25,649
折舊和攤銷	243	318	418	450	480
營運資金變動	(23,231)	(17,496)	(17,728)	(11,200)	(11,000)
稅務開支	(2,558)	(3,019)	(8,122)	(7,574)	(12,161)
其他	2,178	3,309	4,541	3,816	6,006
經營活動所得現金淨額	(14,472)	(5,102)	(5,975)	3,173	8,975
購置固定資產	(4,167)	(8,801)	(2,283)	(2,050)	(3,520)
聯營公司	32	(583)	(332)	(67)	(140)
其他	176	185	7,593	(20)	-
投資活動所得現金淨額	(3,958)	(9,200)	4,978	(2,137)	(3,660)
股份發行	26	3	-	-	-
淨銀行借貸	9,943	21,454	(2,725)	2,000	(5,000)
股息	(1,392)	(1,710)	(1,490)	(1,864)	(2,214)
其他	1,300	(3,361)	1,376	-	-
融資活動所得現金淨額	9,877	16,385	(2,839)	136	(7,214)
現金增加淨額	(8,553)	2,083	(3,836)	1,172	(1,899)
年初現金及現金等價物	20,074	12,554	15,368	12,332	14,354
匯兌	1,033	731	800	850	900
年末現金及現金等價物	12,554	15,369	12,332	14,354	13,355

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	88.6	89.4	90.5
物業投資	8.0	9.0	8.8	8.1	7.2
物業管理	4.2	3.6	2.6	2.5	2.3
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	37.5	36.4	39.9
稅前利率	45.0	40.2	28.2	27.9	31.9
淨利潤率	23.3	22.5	14.3	14.4	15.0
核心淨利潤率	16.5	15.7	14.3	14.4	15.0
有效稅率	36.9	42.7	47.1	46.1	50.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.0	1.9	2.2	2.2	2.2
速動比率 (x)	0.8	0.5	0.6	0.6	0.5
平均應收賬款周轉天數	341.8	213.7	173.5	150.7	125.0
平均應付賬款周轉天數	692.4	705.9	490.1	455.0	444.7
平均存貨周轉天數	1,481.6	1,659.6	1,260.2	1,137.4	1,024.4
總負債/ 權益比率 (%)	82.2	100.7	84.8	77.1	61.2
淨負債/ 權益比率 (%)	54.9	75.2	66.7	58.7	46.4
回報率 (%)					
資本回報率	14.3	15.2	11.1	11.9	14.0
資產回報率	5.2	5.2	3.9	4.5	5.6
每股數據					
每股盈利 (港元)	1.19	1.48	1.23	1.50	2.02
每股股息 (港元)	0.31	0.26	0.30	0.36	0.42
每股賬面值 (港元)	8.5	10.4	11.7	13.4	15.4

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。