

华润置地 (1109 HK, HK\$22.3, 目标价: HK\$24.77, 持有) — 边际利润收缩超过预期

❖ **中期核心利润飙升 77%**。2013 上半年收入和净利润分别增加 99.2%至 158 亿港元和 18.9%至 43.8 亿港元。期内入账的建筑面积及平均售价分别上涨了 129.8%至 93.3 万平方米和 1.7%至每平方米 13,488 港元，因此，物业发展收入大幅上升 134%至 126 亿港元，并占总收入的 79.7%。新落成的投资物业贡献全期收入，而且现有的投资物业租金上调，所以整体租金收入增长 31.4%至 22.2 亿港元。由于入账物业出售于 2011 及 2012 年初的低潮、销售第一期发展物业和成本上升，整体毛利率收窄了 16.1 个百分点至 31.4%。撇除重估收益，基础盈利上升 76.5%至 23.8 亿港元。

❖ **截至 2013 年 8 月 18 日合约销售增加 32%至 399 亿元人民币**。截至 2013 年 8 月 18 日，合同销售金额和面积分别增长 31.7%至 399 亿元人民币和 23.5%至 343 万平方米。现在，华润置地完成今年销售目标 570 亿元的 70.0%，我们预计华润置地在 2013 年可实现销售额 600 亿元人民币，并预期在 2015 年销售目标可达 1000 亿元人民币。此外，924 亿元人民币的物业已预售但仍未入账，其中 506 亿元人民币将在 2013 年确认。受惠于强劲的物业销售，净负债比率从 2012 年底的 44.8%减少至 2013 年中的 42.6%。

❖ **3090 万平方米的土地储备**。华润置地年初至今年收购了 10 个项目，总建筑面积为 410 万平方米的土地储备，总价为 210 亿元人民币。现在的总土地储备及应占权益的土地储备分别为 3,090 万平方米和 2,740 万平方米，华润置地土地储备覆盖着 45 个城市，新进入的城市包括广州、烟台及太原。母公司华润集团持有 4 幅于深圳及济南的土地，总建筑面积为 515 万平方米，未来适当时候将会注入公司，但不一定在今年进行。

❖ **2013 年的盈利可见性高**。由于公司锁定约 94%我们预算的 2013 年来自物业销售的收入，其盈利能见度高。因为较低的毛利率假设、新的交付计划和在 2013 年的重估收益，我们分别调整 2013-15 年的盈利预测 19.1%/-10.4%/5.6%至 116 亿港元、113 亿港元和 133 亿港元。此外，我们提高 2013 年每股资产净值预测由 27.68 港元至 30.96 港元，我们的目标价由 22.14 港元上升至 24.77 港元，较资产净值折让 20%，升值潜力为 11.1%。评级下调至「持有」。

华润置地 (1109 HK)

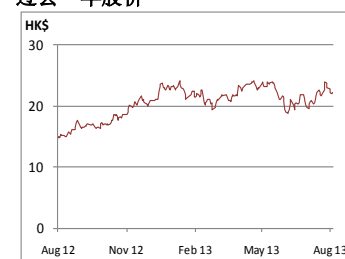
评级	持有
收市价	HK\$22.3
目标价	HK\$24.77
市值 (港币百万)	129,993
过去 3 月平均交易 (港币百万)	203
52 周高/低 (港币)	24.7/14.86
发行股数 (百万)	5,827
主要股东	华润集团(68%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	8.3%	8.4%
3 月	-4.5%	-1.4%
6 月	1.8%	6.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (百万港元)	35,795	44,364	74,301	80,015	90,954
净利润 (百万港元)	8,121	10,569	11,557	11,330	13,287
每股收益 (港元)	1.486	1.819	1.983	1.944	2.279
每股收益变动 (%)	24.5	22.4	9.0	(2.0)	17.3
市盈率 (x)	15.0	12.3	11.2	11.5	9.8
市帐率 (x)	2.1	1.9	1.6	1.5	1.3
股息率 (%)	1.2	1.5	1.6	1.7	1.8
权益收益率 (%)	13.5	15.3	14.6	12.8	13.2
净财务杠杆率 (%)	75.2	44.8	42.1	39.6	34.6

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	35,795	44,364	74,301	80,015	90,954
物业发展	31,301	38,522	67,140	71,661	80,783
物业投资	3,222	4,294	5,361	6,354	7,871
物业管理	1,272	1,548	1,800	2,000	2,300
销售成本	(21,612)	(27,667)	(50,911)	(53,579)	(59,635)
毛利	14,182	16,696	23,390	26,436	31,319
销售费用	(1,555)	(1,902)	(2,823)	(2,640)	(3,092)
行政费用	(2,126)	(1,809)	(2,972)	(3,041)	(3,820)
其他收益	1,255	764	791	538	565
息税前收益	11,757	13,749	18,386	21,292	24,972
融资成本	(699)	(670)	(655)	(680)	(710)
联营公司	45	414	182	40	40
特殊收入	3,372	4,001	3,557	-	-
税前利润	14,476	17,495	21,471	20,652	24,302
所得税	(6,151)	(6,298)	(8,376)	(8,540)	(9,872)
非控制股东权益	(203)	(628)	(1,538)	(783)	(1,143)
净利润	8,121	10,569	11,557	11,330	13,287
核心净利润	5,613	7,249	9,181	11,330	13,287

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	45,702	54,143	62,238	65,804	69,180
物业、厂房及设备	36,674	50,881	59,000	62,000	65,000
联营公司	775	2,353	2,500	3,000	3,500
可供出售投资	180	178	180	180	180
无形资产	-	-	-	-	-
其他	8,073	732	558	624	500
流动资产	138,888	174,112	187,637	203,568	219,631
现金及现金等价物	15,792	21,953	20,687	20,818	25,281
应收贸易款项	21,027	13,033	14,800	16,500	18,000
关连款项	1,713	947	950	950	950
存货	99,925	137,077	150,000	164,000	174,000
其他	432	1,102	1,200	1,300	1,400
流动负债	71,916	98,947	110,800	119,300	124,800
借债	22,073	5,283	9,000	10,000	12,000
应付贸易账款	42,376	75,542	84,000	91,000	94,000
应付税项	5,206	6,746	5,800	5,800	5,800
关连款项	2,247	11,343	12,000	12,500	13,000
其他	15	33	-	-	-
非流动负债	45,617	52,809	51,000	52,000	54,000
借债	39,910	47,620	45,000	46,000	48,000
递延税项	4,448	5,189	6,000	6,000	6,000
其他	1,258	-	-	-	-
少数股东权益	6,361	7,391	9,000	9,300	9,700
净资产总值	60,696	69,109	79,075	88,772	100,311
股东权益	60,696	69,109	79,075	88,772	100,311

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息税前收益	11,757	13,749	18,386	21,292	24,972
折旧和摊销	319	332	509	590	620
营运资金变动	(17,496)	(17,257)	(18,600)	(14,700)	(10,500)
税务开支	(3,019)	(4,416)	(8,511)	(8,540)	(9,872)
其他	3,361	23,986	13,886	3,149	(1,141)
经营活动所得现金净额	(5,077)	16,394	5,670	1,792	4,079
购置固定资产	(9,396)	(4,852)	(7,610)	(2,410)	(2,380)
联营公司	(582)	(699)	(89)	(487)	(487)
其他	183	243	174	(66)	124
投资活动所得现金净额	(9,794)	(5,307)	(7,525)	(2,963)	(2,743)
股份发行	112	172	-	-	-
净银行借贷	22,324	(8,975)	1,097	2,000	4,000
股息	(1,710)	(1,503)	(2,012)	(2,098)	(2,273)
其他	(3,559)	4,489	654	500	500
融资活动所得现金净额	17,167	(5,817)	(261)	402	2,227
现金增加净额	2,296	5,270	(2,116)	(769)	3,563
年初现金及现金等价物	12,751	15,792	21,165	19,899	20,030
汇兑	745	102	850	900	900
年末现金及现金等价物	15,792	21,165	19,899	20,030	24,493
抵押现金	-	(789)	(789)	(789)	(789)
年末資產負債表現金及現金等價物	15,792	21,953	20,687	20,818	25,281

来源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
物业发展	87.4	86.8	90.4	89.6	88.8
物业投资	9.0	9.7	7.2	7.9	8.7
物业管理	3.6	3.5	2.4	2.5	2.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	39.6	37.6	31.5	33.0	34.4
税前利率	40.4	39.4	28.9	25.8	26.7
净利润率	22.7	23.8	15.6	14.2	14.6
核心净利润率	15.7	16.3	12.4	14.2	14.6
有效税率	42.5	36.0	39.0	41.3	40.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8
速动比率 (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
平均应收账款周转天数	214.4	107.2	72.7	75.3	72.2
平均应付账款周转天数	715.7	996.6	602.2	619.9	575.3
平均存货周转天数	1,687.6	1,808.4	1,075.4	1,117.2	1,065.0
总负债/权益比率 (%)	102.1	76.6	68.3	63.1	59.8
净负债/权益比率 (%)	76.1	44.8	42.1	39.6	34.6
回报率 (%)					
资本回报率	13.4	15.3	14.6	12.8	13.2
资产回报率	4.4	4.6	4.6	4.2	4.6
每股数据					
每股盈利 (港元)	1.49	1.82	1.98	1.94	2.28
每股股息 (港元)	0.26	0.34	0.35	0.38	0.41
每股账面值 (港元)	10.4	11.9	13.6	15.2	17.2

来源: 公司及招銀國際研究部

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国投资者

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。