

买入

2015年04月09日

核心盈利同比增 25%，超市场预期

- **核心盈利同比增 25%，超市场预期：**华润置地公布 2014 年全年业绩，营业收入为 883.8 亿元，同比增长 23.8%，其中开发业务营收 804.8 亿元，同比增 24.2%，投资物业营收 54.36 亿元，占总营收比例为 6%，同比增长 17.6%。归属上市公司股东的净利润为 147 亿元，核心净利 118 亿元，同比增长 25%，符合市场预期。公司的毛利率为 30.6%，比去年同期增加 2.4 个百分点，核心净利率 13.4%，与去年基本持平。末期派发股息每股 0.41 港元，加上中期每股股息 0.085 港元，全年每股派息 0.495 港元，同比增 13.3%，派息比例达到核心净利的 27%。公司 2014 年完成合约销售额 692 亿元，同比增长 4.4%，2015 年的销售目标是 780 亿元，全年推售的货值将会达到 1600 亿，去化率达到 50%即可完成任务。
- **投资物业贡献稳定盈利：**公司 2014 年投资物业带来的营业收入为 54.36 亿元，从 2010 年至 2014 年 4 年的复合增长率达到 32.3%，租金收入对利息支出的覆盖率达到 1.6。截止 2014 年底，公司有 14 个商场在运营，总计建筑面积 270 万平米，预计到 2017 年会有 31 个商场投入运营，总计建筑面积将会达到 714 万平米。
- **土地储备充足：**2014 年底完成母公司注资，获得了深圳、济南等地的优质资产，获得土地面积 236 万平米，后续还能继续获取 168 万平米的土地。截止 2014 年底，公司总的土地储备面积达到 4000 万平米，其中有 541 万平米是投资物业，分布在 35 个城市。
- **财务状况稳健：**截止 2014 年年底，公司持有现金 403 亿元，净负债率为 42.7%，平均融资成本为 4.47%，比去年有所提高，但仍处于行业较低水平。
- **目标价为 30.05 港元，维持为买入评级：**源于最新的盈利估算，我们给予其 29.05 港元的目标价，相当于 15 年 10.3 倍的市盈率，相对于 15 年 33.8 港元的每股净资产折让 11%，上升潜力为 20%，维持为买入的评级。

郑嘉梁

+852 2532 1599

Jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

主要数据

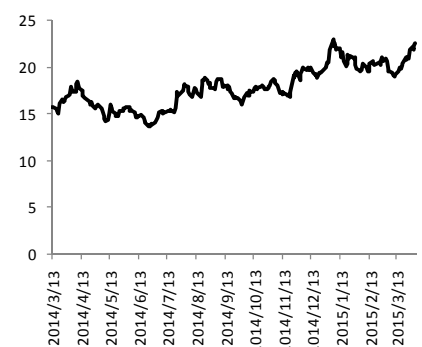
行业	房地产
股价	25.05 港元
目标价	30.05 港元 (+20%)
股票代码	1109
已发行股本	65.31 亿股
市值	1635.97 亿港元
52 周高/低	28/13.62 港元
每股资产净值	25.23 港元
主要股东	华润集团 (63.1%)

盈利摘要

年结日: 31/12	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入(百万港元)	71,389	88,381	103,612	123,369	135,597
变动(%)	60.9%	23.8%	17.2%	19.1%	9.9%
净利润(百万港元)	14,696	14,708	16,949	19,100	20,008
核心净利润(百万港元)	9,444	11,802	13,559	15,710	16,618
变动(%)	25.1%	25.0%	14.9%	15.9%	5.8%
每股收益(港元)	2.52	2.52	2.91	3.28	3.43
核心每股收益(港元)	1.62	2.02	2.33	2.69	2.85
变动(%)	24.7%	24.9%	14.9%	15.9%	5.8%
市盈率@25.05(倍)	9.9	9.9	8.6	7.6	7.3
每股股息(港元)	0.437	0.495	0.570	0.643	0.673
息率(%)	1.7%	2.0%	2.3%	2.6%	2.7%

来源: 公司资料, 第一上海

股价表现



来源: 彭博

# 附录 1: 主要财务报表

## 损益表

(百万港元)，财务年度截至(十二月)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	71,389	88,381	103,612	123,369	135,597
-物业销售	64,818	80,482	94,969	113,963	125,359
-投资物业	4,630	4,627	5,043	5,447	5,882
-其他	1,942	3,272	3,600	3,960	4,356
销售成本	-51,282	-61,338	-72,528	-87,592	-97,630
毛利	20,107	27,044	31,084	35,777	37,967
其他收入	733	1,106	1,194	1,194	1,194
行政费用	-3,927	-5,142	-5,906	-7,032	-7,729
经营利润	16,913	23,007	26,372	29,939	31,432
利息支出	-146	-799	-491	-488	-484
联营公司收入	310	58	69	83	99
特殊项目	7,201	4,520	4,520	4,520	4,520
税前利润	24,278	26,786	30,470	34,054	35,568
税项	-9,091	-10,745	-12,188	-13,622	-14,227
税后利润	15,187	16,041	18,282	20,433	21,341
少数股东权益	-491	-1,332	-1,332	-1,332	-1,332
净利润	14,696	14,708	16,949	19,100	20,008
核心利润	9,444	11,802	13,559	15,710	16,618
股息	-2,548	-3,172	-3,326	-3,748	-3,926
留存盈利	12,148	11,537	13,623	15,352	16,082
每股盈利(港元)	2.521	2.522	2.907	3.276	3.431
核心每股盈利(港元)	1.621	2.025	2.327	2.696	2.851
每股派息(港元)	0.437	0.495	0.570	0.643	0.673

## 资产负债表

(百万港元)，财务年度截至(十二月)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	28,239	40,289	44,843	45,790	45,611
应收账款	27,119	28,567	29,995	31,495	33,070
存货	150,458	168,094	176,498	193,909	213,060
其他流动资产	2,662	2,659	2,659	2,659	2,659
无形资产	0	0	1	2	3
其他长期资产	3,030	1,759	2,201	2,211	2,221
联营公司资产	2,921	4,763	4,763	4,763	4,763
固定资产	67,327	84,184	88,393	92,813	97,453
总资产	281,757	330,315	349,353	373,641	398,840
短期贷款	16,256	19,414	19,414	19,414	19,414
应付账款	103,128	112,903	120,899	129,295	138,110
其他流动负债	12,375	14,502	13,069	13,071	13,073
长期贷款	48,645	65,320	64,901	64,462	64,001
递延税项	7,765	9,641	9,641	9,641	9,641
其他固定资产	0	1,413	1	2	3
总负债	188,170	223,194	227,927	235,886	244,243
股东权益	84,802	96,561	110,338	126,112	142,372
少数股东权益	8,785	10,560	11,088	11,643	12,225
合计	281,757	330,315	349,353	373,641	398,840
净负债率	43	46	36	30	27
每股净资产(元)	14.55	16.57	18.94	21.64	24.42

## 财务分析

(百万港元)，财务年度截至(十二月)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率(%)					
收入	61	24	17	19	10
经营利润	23	36	15	14	5
净利润	39	0	15	13	5
核心净利润	25	25	15	16	6
每股盈利	39	0	15	13	5
核心每股盈利	25	25	15	16	6
盈利分析(%)					
毛利率	28	31	30	29	28
经营利润	24	26	25	24	23
净利润	21	17	16	15	15
其他(%)					
有效税率	37	40	40	40	40
派息比率	17	20	20	20	20
ROE	17	15	15	15	14
ROA	5	4	5	5	5
估值					
PS(x)	2.0	1.7	1.4	1.2	1.1
PE(x)	9.9	9.9	8.6	7.6	7.3
P/B(x)	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0
每股现金流(倍)	9.2	15.2	10.1	15.5	16.2
息率(%)	1.7	2.0	2.3	2.6	2.7

## 现金流量表

(百万港元)，财务年度截至(十二月)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营利润	16,913	23,007	26,372	29,939	31,432
折旧	449	646	848	899	952
营运资金变动	1,067	-9,308	-1,837	-10,514	-11,911
税项	2,611	2,806	0	0	0
其他	-5,082	-7,539	-10,894	-10,878	-11,465
经营现金流	15,957	9,611	14,489	9,446	9,008
资本开支	-16,894	-17,503	-5,057	-5,318	-5,592
关联公司投资	-568	-1,842	0	0	0
其他	-3,681	1,274	-442	-10	-11
投资现金流	-21,144	-18,071	-5,499	-5,328	-5,603
公平值变动	2	3	4	5	6
债务变动	11,998	19,833	-418	-439	-461
派息	-1,954	-2,548	-3,172	-3,326	-3,748
其他	1,393	3,189	-884	555	583
融资现金流	11,440	20,477	-4,470	-3,205	-3,620
现金变动	6,254	12,017	4,520	912	-215
汇兑变动	32	33	34	35	36
初期现金	21,953	28,239	40,289	44,843	45,790
末期现金	28,239	40,289	44,843	45,790	45,611
调整	0	0	0	0	0
现金及现金等价	28,239	40,289	44,843	45,790	45,611

资料来源：公司资料、第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。