

华润置地 (1109 HK, HK\$21.10, 目标价: HK\$27.83, 买入) — 集中于一线城市 市令边际利润改善

- ❖ **基础盈利增长 25%。**华润置地 2014 年营业额及纯利分别增加 23.8%至 884 亿港元及 0.1%至 147 亿港元。扣除投资物业重估, 基础盈利上升 25.0%至 118 亿港元, 实际的基础盈利较我们预期的 129 亿港元少 8.4%, 差异来自于毛利率的假设。虽然 2014 年实际毛利率上升 2.4 个百分点至 30.6%, 但较我们预期低 1 个百分点。受惠于交付面积增加 15.9%至 579 万平方米及确认均价上升 7.2%至每平方米 13,900 港元, 2014 年物业销售的营业额增加 24.2%至 805 亿港元, 而且因为更多的营业额贡献来自一线城市, 2014 年物业销售的毛利率上升 3.2 个百分点至 29.3%。
- ❖ **2015 年首 2 月合同销售增长快速。**华润置地 2014 年合同销售金额和面积分别增加 4.4%至人民币 692 亿元和 14.2%至 660 万平方米。此外, 截至 2014 年底, 总值约人民币 730 亿元物业销售已锁定。受惠于去年的资产注入, 2015 年首 2 月的合同销售金额增加 76.8%至人民币 102 亿元, 同期的平均售价受 2 个于深圳的项目(均价约每平方米人民币 50,000 元)拉动而同比增加 45.5%至每平方米人民币 14,846 元。基于人民币 1,600 亿元的可售货源及 18 个新项目, 华润置地定下 2015 年的销售目标为人民币 780 亿元。
- ❖ **未来 3 年租金料可翻倍。**2014 年租金收益增加 17.6%至 54 亿港元。因为可出租面积由 2014 年的 340 万平方米计划增加至 2017 年的 800 万平方米, 我们估计未来 3 年的租金收入的年复合增长率为 24.8%, 料至 2017 年租金收益为 106 亿港元。
- ❖ **持有 4,630 万平方米的土地储备。**华润置地 2014 以总成本人民币 302 亿元增加 842 万平方米的土地储备, 而且在 2015 年第 1 季从公开拍卖及从母公司资产注入新增加土地储备 621 万平方米, 华润置地目前的土地储备为 4,630 万平方米, 覆盖中国城市达 52 个。
- ❖ **良好的资产负债表。**负债与总股东权益由 2013 年的 39.2%增加至 2014 年的 41.5%。因为股东的背景及持续的租金增长, 华润置地得以享有较同业为高的信用评级。
- ❖ **重申为「买入」评级。**采用较低的毛利率假设, 我们分别下降 2015 及 2016 年盈利预测 6.4%至 124 亿港元及 25.9%至 151 亿港元; 我们更下调 2015 年底的资产净值预测由 41.84 港元至 39.75 港元。因此我们将目标价由 29.28 港元下调至 27.83 港元, 即较 2015 年底的资产净值折让 30%, 升值潜力为 32.5%。评级重申为「买入」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额 (百万港元)	71,389	88,381	105,776	122,136	127,611
净利润 (百万港元)	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
每股收益变动 (%)	38.6	0.0	(23.3)	19.4	17.9
市盈率(x)	8.3	8.3	10.9	9.1	7.7
市帐率(x)	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.1	2.4	2.5	2.9	3.3
权益收益率 (%)	17.3	15.2	10.4	11.4	12.1
净财务杠杆率 (%)	39.2	41.5	40.3	41.2	41.9

来源: 公司、招银国际证券预测

华润置地 (1109 HK)

评级	买入
收市价	HK\$21.10
目标价	HK\$27.83
市值 (港币百万)	137,147
过去 3 月平均交易 (港币百万)	261
52 周高/低 (港币)	23.6/13.62
发行股数 (百万)	6,531
主要股东	华润集团(65.0%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.7%	2.6%
3 月	5.1%	0.9%
6 月	17.6%	17.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	71,389	88,381	105,776	122,136	127,611
物业发展	64,818	80,482	95,920	110,788	114,601
物业投资	4,622	5,436	7,556	9,048	10,560
物业管理	1,949	2,463	2,300	2,300	2,450
销售成本	(51,282)	(61,338)	(75,300)	(85,792)	(86,185)
毛利	20,107	27,044	30,476	36,344	41,426
销售费用	(2,106)	(2,959)	(3,173)	(3,786)	(4,211)
行政费用	(1,820)	(2,183)	(2,327)	(2,748)	(3,063)
其他收益	766	1,106	683	608	580
息税前收益	16,946	23,007	25,659	30,417	34,732
融资成本	(146)	(799)	(961)	(957)	(998)
联营公司	310	58	40	340	834
特殊收入	7,168	4,520	-	-	-
税前利润	24,278	26,786	24,738	29,801	34,568
所得税	(9,091)	(10,745)	(10,158)	(12,692)	(15,172)
非控制股东权益	(491)	(1,332)	(2,175)	(2,025)	(1,616)
净利润	14,696	14,708	12,406	15,084	17,780
核心净利润	9,444	11,802	12,406	15,084	17,780

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流动资产	73,278	90,706	97,980	106,180	115,430
物业、厂房及设备	7,715	8,913	9,300	10,000	10,800
投资物业	59,611	75,271	84,000	91,700	100,000
联营公司	2,921	4,763	3,500	3,800	3,950
可供出售投资	179	191	180	180	180
无形资产	-	-	-	-	-
其他	2,852	1,568	1,000	500	500
流动资产	208,478	239,609	238,484	255,360	284,959
现金及现金等价物	28,239	40,289	29,384	25,160	23,859
应收贸易款项	22,695	21,616	18,000	20,000	23,000
关连款项	4,424	6,951	3,500	2,700	2,600
存货	150,458	168,094	185,000	205,000	233,000
其他	2,662	2,659	2,600	2,500	2,500
流动负债	131,760	146,820	139,500	148,800	166,600
借债	16,256	19,414	22,000	21,800	21,800
应付贸易账款	103,128	112,903	105,000	115,000	132,500
应付税项	8,341	9,267	8,800	9,000	9,500
关连款项	4,034	5,235	3,700	3,000	2,800
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	56,410	76,374	67,500	70,300	76,500
借债	48,645	65,320	59,500	62,000	68,000
递延税项	7,765	9,641	8,000	8,300	8,500
其他	-	1,413	-	-	-
少数股东权益	8,785	10,560	9,700	10,400	10,800
净资产总值	84,802	96,561	119,764	132,040	146,489
股东权益	84,802	96,561	119,764	132,040	146,489

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)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息税前收益	16,946	23,007	25,659	30,417	34,732
折旧和摊销	368	444	499	521	560
营运资金变动	(14,397)	(7,568)	(27,835)	(19,000)	(27,000)
税务开支	(6,064)	(7,943)	(12,266)	(12,192)	(14,472)
其他	21,346	(11,375)	18,311	(4,058)	2,175
经营活动所得现金净额	18,200	(3,434)	4,368	(4,312)	(4,005)
购置固定资产	(9,311)	(753)	(13,488)	(179)	(240)
联营公司	(1,253)	(1,836)	1,288	(187)	128
其他	(2,101)	1,284	568	500	-
投资活动所得现金净额	(12,666)	(1,305)	(11,632)	134	(112)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	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)
融资活动所得现金净额	666	15,889	(4,541)	(946)	1,916
现金增加净额	6,201	11,150	(11,805)	(5,124)	(2,201)
年初现金及现金等价物	21,164	27,531	39,581	28,676	24,452
汇兑	165	900	900	900	900
年末现金及现金等价物	27,531	39,581	28,675	24,452	23,151
抵押现金	(708)	(708)	(708)	(708)	(708)
年末资产负债表现金及现金等价物	28,239	40,289	29,383	25,160	23,859

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
销售组合 (%)					
物业发展	90.8	91.1	90.7	90.7	89.8
物业投资	6.5	6.2	7.1	7.4	8.3
物业管理	2.7	2.7	2.2	1.9	1.9
总额	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
税前利率	34.0	30.3	23.4	24.4	27.1
净利润率	20.6	16.6	11.7	12.4	13.9
核心净利润率	13.2	13.4	11.7	12.4	13.9
有效税率	37.4	40.1	41.1	42.6	43.9
增长 (%)					
收入	60.9	23.8	19.7	15.5	4.5
毛利	20.4	34.5	12.7	19.3	14.0
净利润率	23.3	35.8	11.5	18.5	14.2
净利润	39.1	0.1	(15.7)	21.6	17.9
核心净利润	30.3	25.0	5.1	21.6	17.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
平均应收账款周转天数	116.0	89.3	62.1	59.8	65.8
平均应付账款周转天数	734.0	671.8	509.0	489.3	561.1
平均存货周转天数	1,070.9	1,000.3	896.8	872.2	986.8
净负债/ 总权益比率 (%)	39.2	41.5	40.3	41.2	41.9
回报率 (%)					
资本回报率	17.3	15.2	10.4	11.4	12.1
资产回报率	5.2	4.5	3.7	4.2	4.4
每股数据					
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
每股账面值(港元)	13.0	16.6	18.3	20.2	22.4

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关于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，并可能会受目标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法律责任。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士。