

华润置地有限公司

估值水平已基本反映盈利增长预期

在 2008 年中国房地产市场震荡调整的背景下，华润置地有限公司（下称公司或华润置地）仍然取得了较高的盈利增长。期内，公司营业额及净利润分别上涨 60.8% 及 42.4% 至 91.3 亿元（港币，下同）及 28.6 亿元。我们认为公司 08 年度盈利的大幅增长主要是得益于其母公司华润集团有限公司（下称华润集团）前期注入项目的销售贡献。06-08 年度，华润集团共向公司注入了约计 1,060 万平方米的土地储备，涉及金额近 164 亿元，平均楼面地价成本大概为 2,000 元/平方米。以上土地储备于 08 年度结算的面积大约为 15 万平方米，销售业绩贡献估计为 16.7 亿元，分别占公司 08 年度总房屋销售面积及销售额的 22.2% 及 24.8%。08 年度公司共确认物业销售面积及销售额 68.2 万平方米及 69.5 亿元，较 07 年度分别上升 50.1% 及 60.4%。

- **物业销售增长强劲**，截止 09 年 4 月底，公司已实现签约面积 75 万平方米，签约金额达 74.8 亿元（其中 4 月份签约面积 25.3 万平方米，签约额 29.3 亿元），较 08 年同期上升 620%。目前，公司已锁定的 2009 物业签约销售额近 125 亿元。鉴于我国目前较宽松的信贷政策在短期内难以改变、购房者信心亦处在逐步恢复之中，因此我们预计我国房市的成交量在未来几个月仍将维持在相对较高水平。我们预计公司今年全年的物业签约销售面积及签约销售额将分别达到 140 万平方米及 165.5 亿元。在剔除于年内签约但在下年度确认的物业销售业绩，我们预计公司 09 年度确认的物业销售面积及销售额或可达到 125 万平方米及 134.3 亿元。
- **开发利润率或有上调空间** 虽然全国各主要城市的房价在 08 年度均出现了下滑，但公司整体的房屋售价仍上涨了近 7%、开发毛利率亦维持在 37% 的较高水平，我们认为这一方面得益于公司 07 年度预售项目的售价较高，另一方面也是公司 08 年内适当稳定存货周转速度、稳定房屋售价的缘故。考虑到公司今年 1-4 月房屋销售毛利率已接近 32%，其下半年于深圳、北京等地开售的项目均价亦相对较高（相对开发成本），因此我们预计公司今年全年的毛利率水平有望提升至 40% 左右。

简明财务分析及盈利预测

(百万港元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业额	5,681	9,134	15,769	21,409	25,889
增长率	44.3%	60.8%	72.6%	35.8%	20.9%
股东应占溢利	1,432	2,038	2,864	3,946	5,036
增长率	66.8%	42.3%	40.6%	37.8%	27.6%
每股盈利(港元)	0.39	0.47	0.65	0.90	1.15
市盈率(倍)	35.7	30.1	21.4	15.5	12.2
EV/EBITDA(倍)	20.1	17.5	11.0	7.9	6.4
净资本回报率	6.5%	6.0%	8.0%	10.2%	12.1%
总资产回报率	3.1%	3.0%	4.1%	5.1%	6.3%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）公司预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

优于大市

(上次：买入)

目标价：HK\$ 15.75

现价：HK\$ 14.34

2009 年 05 月 12 日

彭博：1109 HK

路透：01109.HK

股本数据

总股本(百万股)	4,722
总市值(港元百万)	67,616
52 周低/高(港元)	5.90-15.56
平均成交额(港元百万)	196
主要股东	持股(%)
华润集团有限公司	67.3%
自由流通量	32.7%
行业	房地产

招商证券(香港)研究部

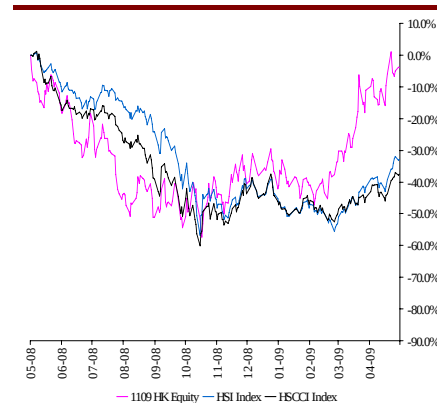
吴轩

电话：+86-755-83295441

+852-31896122

Email: WuXuan@cmschina.com.cn

股价表现



资料来源：Bloomberg

- **估值上调空间有限，下调评级至“优于大市”** 根据我们的估算，公司09年度的每股盈利将相比去年大幅提高41%至0.65元，相对其目前股价（14.34元）的09年动态市盈率已高达21.9倍，与行业平均13-18倍的09年动态市盈率相比已然较高。由于近期中资房地产股的估值水平普遍出现了较大幅度的反弹，它们的股价与09年度预测每股净资产值（NAV/Share）之间的折让已缩窄至30%-20%左右。另外，随着中国房市企稳回升的趋势逐渐明朗化，我们预计大部分中资房地产股远期的盈利及净资产预测均存在上调空间，而对于中国海外发展、华润置地等大型房企而言，它们盈利及资产市值的潜在上调空间将更为显著。我们对公司未来12个月估值水平的预测为15.75元，相对于我们预测的09年度每股净资产值17.50元具有10%的折让。考虑到公司现下的估值水平已基本反映了其基本面的远期运营状况，故我们此次下调对公司的评级至“优于大市”。

附表-1, 净资产值（NAV）估值模型

项目	资产价值（百万港元）	每股资产价值（港元）	资产价值占比(%)
发展中的住宅物业	36,212	8.27	47.2%
已竣工住宅物业	4,529	1.03	5.9%
发展中投资物业	24,770	5.66	32.3%
已竣工投资物业	16,496	3.77	21.5%
其他相关资产	5,219	1.19	6.8%
公司资产价值总计(GAV)	87,226	19.92	113.8%
净负债/现金	10,585	2.42	13.8%
公司净资产值(NAV)	76,641	17.50	100%

资料来源：公司资料，招商證券(香港)公司预测

附表-2, 损益表预测

(百万港元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业额	5,681	9,134	15,769	21,409	25,889
销售成本	-3,597	-5,875	-10,250	-13,862	-16,698
毛利	2,084	3,258	5,519	7,547	9,191
投资物业公平值变动之收益	800	370	410	642	725
衍生工具公允价值变动	0	-101	-101	-101	-101
其它收入	390	384	276	353	350
销售及市场推广支出	-142	-341	-599	-835	-945
一般及行政支出	-275	-473	-812	-1,028	-1,217
就可供出售投资确认之减值亏损	-	-	-	-	-
应占联营公司业绩	69	97	110	171	192
财务费用	-153	-137	-205	-428	-362
除税前溢利	2,772	3,057	4,598	6,322	7,832
税项	-1,296	-966	-1,672	-2,312	-2,718
年内溢利	1,476	2,091	2,927	4,010	5,113
应占溢利:					
本公司权益持有人	1,432	2,038	2,864	3,946	5,036
少数股东权益	44	54	63	64	78
	1,476	2,091	2,927	4,010	5,113
每股盈利(港元)	0.39	0.47	0.65	0.90	1.15

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)公司预测

附表-3, 资产负债表预测

(港币百万)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
商誉	50	87	87	87	87
物业、厂房及设备	1,273	2,264	2,853	2,916	3,114
预付租赁款项	2,399	2,877	2,962	2,776	2,965
投资物业	8,968	9,998	12,609	13,436	14,151
联营公司之权益	594	731	827	907	962
应收联营公司款项	237	265	413	475	504
可供出售的投资资产	196	188	506	544	577
递延税项资产	374	395	413	459	538
非流动资产	14,092	16,806	20,671	21,601	22,897
物业存货	22,097	38,025	32,100	35,601	37,083
预付租金	41.7	75.5	77.4	79.7	82.1
其它存货	12.7	59.4	59.4	59.4	59.4
应收账款、其它应收账款及已付按金	6,767	9,877	11,601	12,412	13,613
应收客户合约工程款项	191	211	-	-	-
应收同系附属公司款项	3	16	-	-	-
应收直接控股公司款项	5	8	-	-	-
预付税项	53	129	185	226	235
现金及银行结存	4,517	5,553	7,502	8,042	7,604
流动资产	33,687	53,953	51,525	56,420	58,676
总资产	47,779	70,758	72,196	78,021	81,574
应付账款及其它应付账款	2,097	4,226	5,130	6,659	7,073
预售物业已收订金	3,574	5,690	7,182	8,862	9,634
应付客户合约工程款项	124	342	616	678	765
应付同系附属公司款项	0.4	13	62	73	79
应付一家控股公司款项	-	-	-	-	-
应付少数股东借款	503	912	1,026	1,174	1,452
银行借贷 - 一年内到期	2,712	4,063	5,705	5,860	6,387
应付税项	864	686	800	908	1,002
流动负债	9,874	15,932	20,520	24,214	26,393
流动资产净值	23,812	38,021	31,004	32,206	32,283
总资产减流动负债	37,905	54,826	51,675	53,807	55,180
股本	403	472	472	472	472
储备	21,727	33,334	35,362	38,049	41,131
本公司股本持有人应占股本	22,129	33,805	35,833	38,521	41,603
少数股东权益	1,777	2,334	2,474	2,672	2,886
总权益	23,906	36,139	38,307	41,193	44,488

銀行借貸－一年後到期	12,722	17,030	11,356	10,406	8,340
遞延稅項負債	1,277	1,520	1,875	2,070	2,215
衍生金融工具	0	137	137	137	137
非流動負債	13,999	18,687	13,368	12,614	10,692
總權益及非流動負債	37,905	54,826	51,675	53,807	55,180

資料來源：公司資料，招商證券(香港)公司預測

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人吴轩未持有该公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828