

买入 (首次)

华润置地 (1109.HK)

目标价: 27 港元

现价: 21.3 港元

竞争优势明显, 注入资产加快业绩增速

预期升幅: 26%

市场数据

报告日期	2015-1-26
收盘价(港元)	21.3
总股本(百万股)	5831
流通股本(百万股)	5831
总市值(亿港元)	1242
流通市值(亿港元)	1242
净资产(亿港元)	865
总资产(亿港元)	2994
每股净资产(港元)	14.83

数据来源: wind

相关报告

兴证香港研究部

分析师: 吴伟
(SFC: BEM541)

852-3509 5999
86-0755 2382 6040
wuwei@xyzq.com.hk

主要财务指标

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	71,389	77,300	101,677	84,393
同比增长	63.30%	8.28%	31.54%	-17.00%
净利润(百万元)	14,696	15,535	22,031	17,141
同比增长	609.27%	5.71%	41.82%	-22.19%
毛利率	28.17%	31.08%	37.26%	35.69%
净利率	21.27%	22.05%	23.97%	23.32%
净资产收益率	16.23%	15.51%	17.28%	11.73%
每股收益(元)	2.25	2.38	3.37	2.62
市盈率	7.9	7.5	5.3	6.8
市净率	1.2	1.0	0.8	0.7
股息收益率	4.0%	4.2%	5.9%	4.6%

数据来源: 公司资料、兴证香港

投资要点

- **首次覆盖, 买入评级, 目标价 27 港元:** 独特的商业综合体开发模式是公司有别于其他住宅开发商的优势。其中商业综合体开发运营能力、资金成本低以及华润集团丰富的资源和大力支持是公司主要的竞争优势。公司目前股价相对公司 NAV 折价 47%, 反映了投资者对于公司短期内销售增长放缓, 毛利率水平下降的担忧, 我们认为公司核心竞争优势并没有发生改变, 最近的资产注入有利于提升公司未来 2 年合同销售增长速度和毛利率回升速度。参照万科、碧桂园、中国海外发展以及万达商业等主要龙头企业的估值水平, 我们认为 30% 的 NAV 折让是相对合理的估值水平, 对应股价为 27 港元/股, 对应 2014 年和 2015 年动态市盈率分别为 9 倍和 6.4 倍。目标价相对公司目前股价仍有 26% 的涨幅, 给予公司买入评级。
- **商业开发运营能力强:** 公司已开业各个商业项目运营情况良好, 项目均处于满租状态, 项目初始租金回报率都超过 10%, 深圳万象城、沈阳、杭州两个项目运营满三年后的租金回报率都达到 20%。公司在商业地产运营方面能力较强, 且能够在外地成功复制万象城项目。
- **集团支持力度大:** 华润集团 2005 年开始, 累积往华润置地注入项目建筑面积达到 2400 万平方米, 注入的项目价值总计达到 589 亿港元, 为华润置地实现跨越式的增长奠定了良好的基础, 后续公司有望继续获得集团优质资源注入; 商业地产项目前期投入较大, 华润置地大型的项目往往通过集团孵化, 打造了自身在商业地产领域的独特优势。
- **毛利率及周转率回升, 费用率控制见成效:** 由于新注入的华润城项目毛利率较高和公司主要项目位于一、二线城市, 我们预计公司经营效率将回升; 另外公司费用控制见成效, 管理销售费用/合同销售额近 3 年逐步下降至 5.93%, 接近行业平均水平。
- **催化剂:** 货币政策和一线城市限购政策进一步放松, 公司新注入华润城项目销售超预期, 集团进一步注入优质项目资源。
- **风险提示:** 短期内管理层变动, 影响公司各项业务进展; 新增商业地产项目多位于二三线城市, 竞争压力较大。

目录

1、公司基本情况	- 3 -
1.1 公司基本情况及发展历史	- 3 -
1.2 股权结构及管理层简介	- 6 -
2、公司商业模式及竞争优势	- 6 -
2.1 公司的商业综合体开发模式	- 6 -
2.2 商业开发运营能力强	- 7 -
2.3 集团支持力度大，资金优势明显	- 10 -
3、财务分析	- 12 -
3.1 收入和利润增速高于行业水平	- 12 -
3.2 注入资产和行业景气度回升带动毛利率回升	- 13 -
3.3 最差时期过去，周转速度提升	- 14 -
3.4 费用控制见成效，仍有空间	- 15 -
3.5 财务稳健	- 17 -
4、公司盈利预测及估值	- 18 -
5、催化剂	- 20 -
6、风险因素	- 20 -
附表	- 21 -

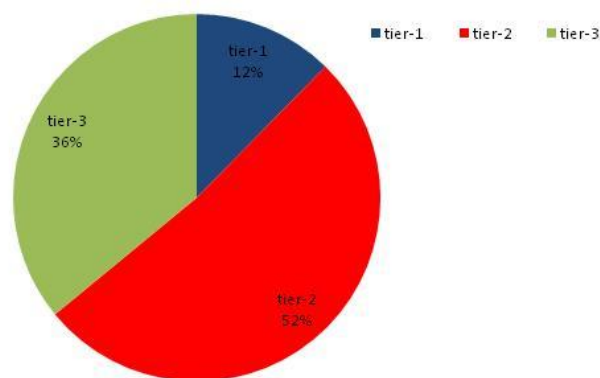
1、公司基本情况

1.1 公司基本情况及发展历史

华润集团前身是1938年于香港成立的“联和行”，在1948年更名为华润公司。旗下华润置地有限公司（HK.1109）是华润集团旗下的地产业务旗舰，中国内地最具实力的综合型地产发展商之一，从2010年3月8日起香港恒生指数有限公司把华润置地纳入恒生指数成份股，成为香港蓝筹之一。华润置地坚持“住宅开发+投资物业+增值服务”的生意模式。在住宅开发方面，已形成八大产品线：万象高端系列、城市高端系列、郊区高端系列、城市品质系列、城郊品质系列、城市改善系列、郊区改善系列、旅游度假系列。投资物业发展了万象城城市综合体、区域商业中心五彩城和体验式时尚潮人生活馆1234space三种模式，在引领城市生活方式改变的同时，带动城市经济的发展、改善城市面貌。其中，万象城城市综合体项目已进入中国内地23个城市，并已在深圳、杭州、沈阳、成都、南宁、郑州先后开业。万象汇/五彩城项目已进入中国内地17个城市，北京、合肥五彩城已相继开业。首个1234space也于2013年在深圳开业。截至2013年底，华润置地总资产超过2800亿港元，净资产超过935亿港元，土地储备面积超过3580万平米。截至到目前，华润置地已进入中国内地50余个城市，正在发展项目超过110个。

中国正处于城市化的加速阶段，未来对于住宅的需求较为旺盛。公司土地储备大部分在一线和二线城市，地理位置优越且土地成本合理，随着公司物业开发业务的进一步扩张，未来公司盈利仍将保持较快的增长。

图 1、公司 2014 年至今土地储备结构



数据来源：公司资料、兴证香港

图 2、公司发展历程

1996	华润置地有限公司在香港联合交易所上市，股票代码 HK1109
1997	上海华润时代广场开业，为浦东陆家嘴金融贸易区的甲级写字楼及大型购物中心
1998	发展北京市中心传统商业区的“西单文化广场”项目和邻近亚奥商圈的“华亭嘉园”项目
1999	甲级写字楼背景华润大厦开业
2001	发展北京翡翠城项目
2002	确立了全国发展战略。深圳华润中心下跪门举行奠基典礼。成都翡翠城项目启动。
2004	进入武汉、合肥。12 月，深圳“十五”期间重大建设项目、深圳最大的购物中心“华润万象城”在罗湖金融商务区宣布开业
2005	进入杭州、无锡。年底，华润置地宣布收购母公司北京华润大厦、上海华润时代广场及深圳华润中心等出租业务，收购完成后华润置地由住宅发展商转变为综合型地产商，公司规模进入行业前三甲
2006	大连、宁波、长沙、苏州、重庆五家城市公司成立
2007	进驻沈阳、厦门、天津。这一年，华润置地收购华润集团旗下华润建筑、优高雅装饰公司，确定了住宅开发+出租物业+增值服务的独特的商业发展模式
2008	华润置地收购华润集团旗下华润励致洋行家私（珠海）有限公司
2009	华润置地在内地布局城市超过 20 个，营业额突破 100 亿元，公司高品质战略发布会在北京举行，确定“品质给城市更多变化”的品味诉求
2010	华润置地入选香港恒生指数成分股，成为香港 43 只蓝筹股之一，公司进行组织架构调整，内地业务划分为十个大区及三个利润中心
2011	沈阳万象城、华润大厦和北京五彩城开业
2012	公司住宅销售额突破 500 亿元人民币，成都万象城和南宁万象城开业
2013	深圳 1234space 开业，公司投资物业形成万象城城市综合体、区域商业中心万象汇/五彩城和体验式时尚潮人生活馆 1234space 三种模式。公司在内地进入城市超过 50 个。

数据来源：公司资料、兴证香港

华润置地的城市综合体主要有三条产品线，即面向一线或省会城市的核心区域的全象城都市综合体、面向一线城市区域中心或二线城市核心地段的五彩城以及面向二线城市的体验式时尚潮人生活馆。

图 3、公司产品线

产品系列	定位	地段	目标客户	代表项目
万象城都市综合体	一站式国际化购物平台	一线、省会城市的核心区域	中产阶级家庭，女性是重要客户	深圳万象城
区域商业中心五彩城	时尚购物中心	一线区域商圈或二、三线核心区域	家庭消费群体和流动人群	北京凤凰汇购物中心
体验式时尚潮人生活馆	先锋时尚	一、二线城市核心商圈	年轻群体	深圳 1234space

数据来源：公司资料、兴证香港

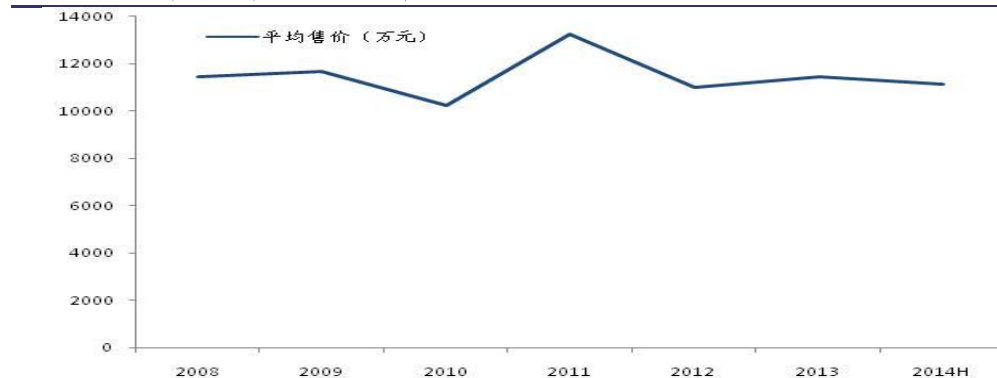
2013 年公司实现合约销售额 663 亿港元，同比增长 27%，公司 2008 年-2013 年合约销售额年复合增长率达到 52%。公司平均合约销售价格为 11470 元/平方米。销售毛利达到 31%。主要销售地区包括北京、上海、深圳、杭州、沈阳、成都、山东、江苏、武汉、福建和海南。

图 4、合约销售额快速增长（亿元）



数据来源：公司资料、兴证香港

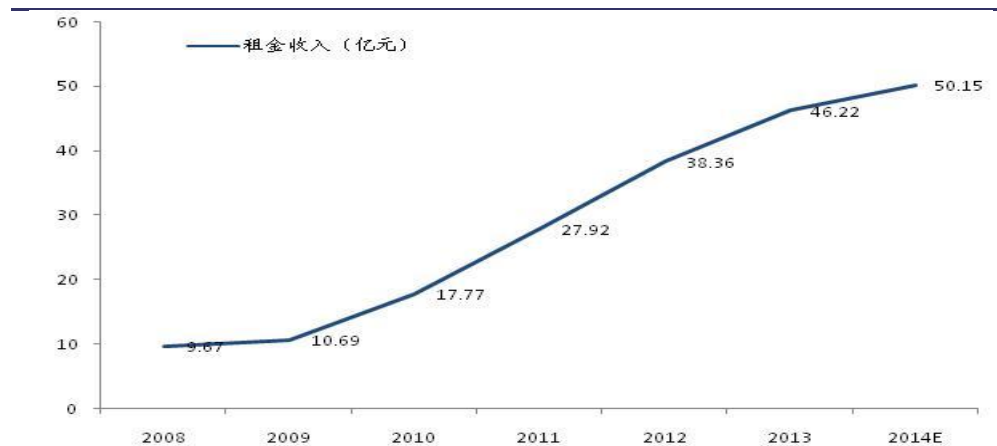
图 5、合约平均销售价格（元/平方米）



数据来源：公司资料、兴证香港

2013 年公司的租金和管理费收入达 46 亿元，同比增长 20%，公司 2008 年-2013 年租金及物业管理服务收入年复合增长率达到 22%，公司商业运营能力显著提升。

图 6、租金收入快速增长（亿元）

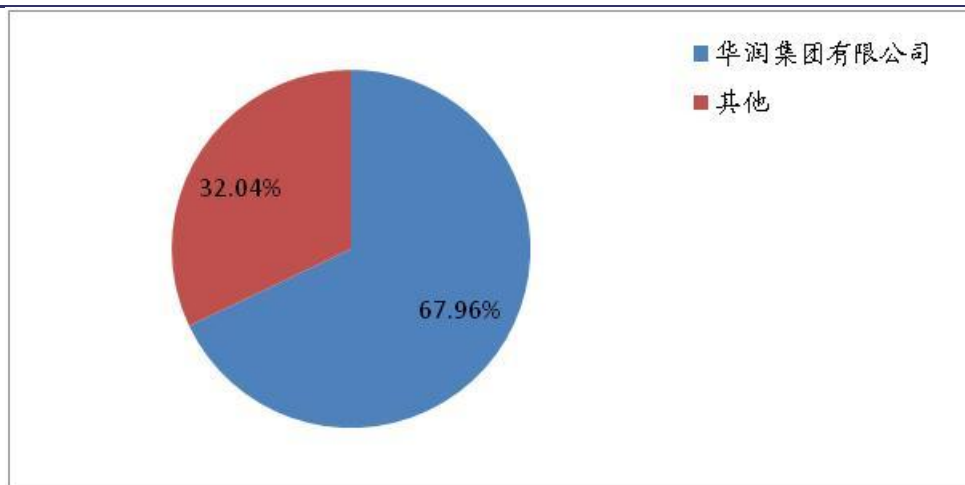


数据来源：公司资料、兴证香港

1.2 股权结构及管理层简介

公司股权较为清晰，华润集团有限公司持有公司 67.96% 的股份。华润集团有限公司归属于国务院国有资产监督管理委员会直接管理，是国有重点骨干企业公司。依托母公司华润集团，华润置地获得母公司“集团孵化模式”大量注入的优质资产，使得华润置地能在较短的时间内快速成长为一线内地房地产公司。

图 7、股权结构



数据来源：公司资料、兴证香港

2、公司商业模式及竞争优势

独特的商业综合体开发模式是公司有别于其他住宅开发商的优势。其中商业综合体开发运营能力、资金成本低以及华润集团丰富的资源和大力支持是公司主要的竞争优势。

2.1 公司的商业综合体开发模式

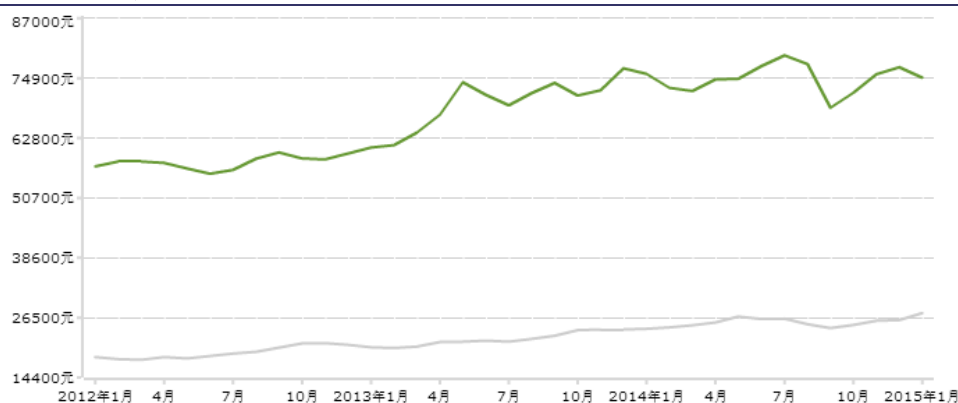
华润置地采取“住宅开发+投资物业+增值服务”的商业模式，其中，投资物业特别是商业物业是公司商业模式的核心，公司的商业物业运营能力和运营成功的商业物业均能够提升住宅产品的配套品质，从而提高产品的售价。

另外一方面，商业运营能力将提高公司在拿地时候的溢价能力，从而提高公司的整体的毛利率水平，公司 2013 年获得的厦门自行车厂项目，楼面地价约为 0.8 万

元/平方米，低于同期其他地产开发商拍卖得到的土地，该土地拍卖时要求建成后的商场必须引进 25 家一线国际品牌，尽管仍有世茂等企业参与竞拍，最终还是由华润置地拍得该地块。

综合体开发尽管需要后期继续持有运营投资物业，但由于公司有较强的运营能力，能获得相对价格较低的土地，配套产品销售价格相对较高，同单纯做住宅开发的公司相比，尽管周转率相对较低，但毛利率相对较高，单个项目的回报率亦能维持在一个较高的水平。

图 8、深圳幸福里项目售价远高于周边其他项目



资料来源：安居客、兴证香港

图 9、拿地优势

地块编号	公司	用地类型	区域	规划建面（万平）	总地价（亿元）	楼面地价（万元）
2013P16	华润置地	城镇住宅\批发	思明区	25	20	0.80
2013P10	厦门兆蓉	城镇住宅\批发	湖里区	14	31	2.21
X2013P01	厦门联发	城镇住宅\批发	翔安区	7	6.69	0.96
H2013P08	厦门海投	城镇住宅\批发	海沧区	7.45	10.67	1.43
H2013P04	泰禾集团	城镇住宅\批发	海沧区	37.4	40.52	1.08

资料来源：厦门市房管局、兴证香港

2.2 商业开发运营能力强

公司第一个万象城项目开业以来，经过 10 多年的成长，2014 年，华润置地商业地产的总建筑面积已超过 220 万平米，合作商家超 1000 家，合作品牌逾 2500 个。在商业地产领域处于行业领先地位。

商业地产核心在于后期的运营，公司第一个万象城项目运营非常成功。深圳万象

城从 2004 年开业，2006 年是第二个完整经营年度，公司出租率提高到 98%，平均租金亦比 2005 年提高 30%，进入第三个经营年度，平均租金达到 235 元/平方米月，平均租金年化复合增速达到 14%，项目一期总投资约 20 亿元，初始租金回报率达到 10%，毛租金回报率在三年后即 2008 达到了 19%。到 2011 年第二个调租期，租金收入又有了大幅的提升，截至 2014 年中期，项目平均租金达到约 500 元/平方米月，平均租金年复合增速达到 14%，项目目前已经进入经营稳定期。

图 10、深圳万象城历年租金收入



数据来源：公司资料、兴证香港

图 11、深圳万象城历年投资收益率

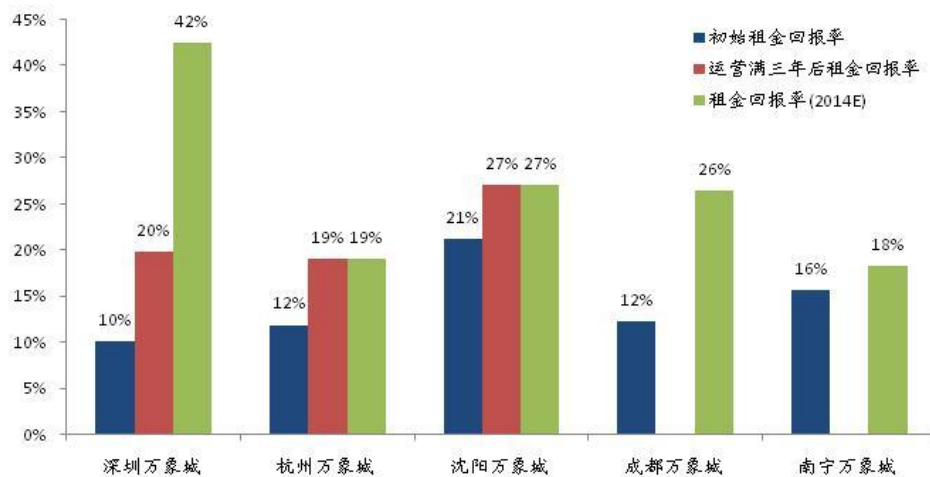


数据来源：公司资料、兴证香港

2005 年第一个万象城项目开业后，公司开始往全国复制万象城模式，从目前已经投入运营的项目经营情况看，各个项目运营情况良好，项目均处于满租状态，项目初始租金回报率都超过 10%，沈阳、杭州两个项目运营满三年后的租金回报率

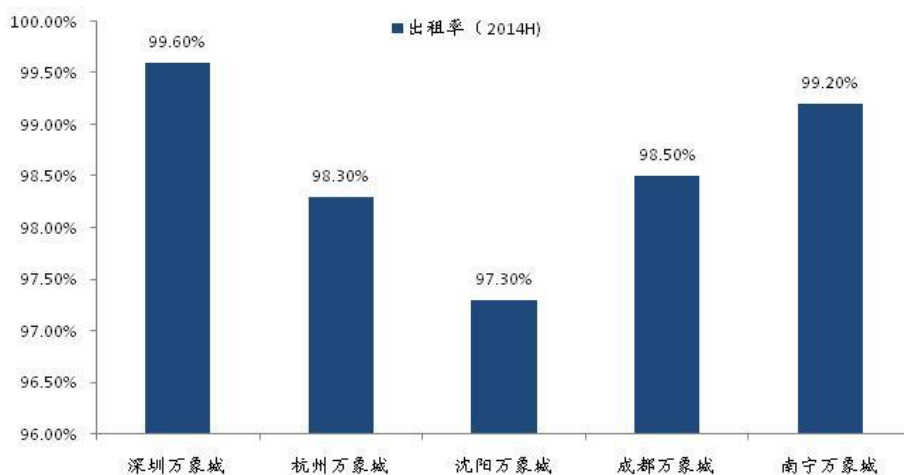
都达到20%，而成都、贵阳开业第二年的租金回报率即接近20%，预计这两个项目进入第三年调整期租金上调后，租金回报率均将超过20%。

图 12、租金回报率比较



数据来源：公司公告、兴证香港

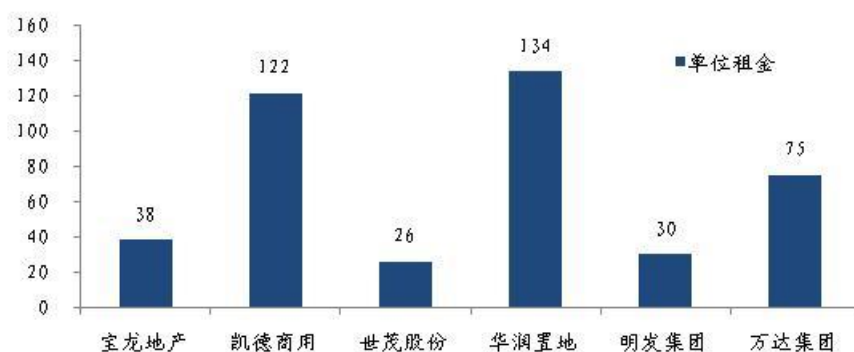
图 13、项目基本处于满租状态



数据来源：公司公告、兴证香港

从公司目前已开业的项目运营情况看，公司在商业地产运营方面能力较强，且能够在外地成功复制万象城项目。同其他商业地产开发商相比，公司商业项目租金水平较高，亦从一个侧面反应公司在该领域的优势。商业运营能力是一个公司在品牌、招商、人才培养等各方面软实力的体现，该优势有望在未来继续保持。

图 14、投资物业单位租金较高

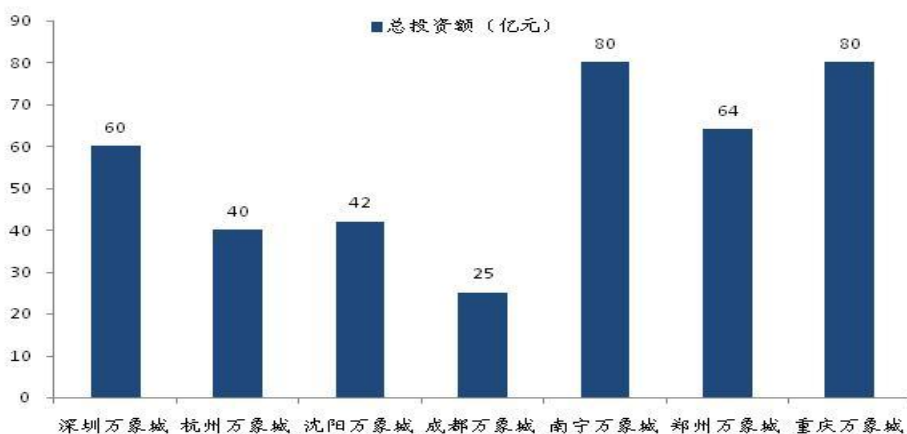


数据来源：公司公告、兴证香港

2.3 集团支持力度大，资金优势明显

综合体项目体量大，总投资额高，前期投入大，资金是该领域的一个大的壁垒，中国由于金融工具不发达，持有投资物业更是对一般的企业来说不经济。宝龙、万达等商业物业开发商往往采取以售养租的方式进行发展，凯德置地则主要运用境外资本市场，全程对接私募基金和 REITs，为项目融资；而华润置地依靠母公司华润集团的支持，大型的项目往往通过集团先孵化后注入的方式进行开发，打造了自身在商业地产领域的独特优势。

图 15、单个项目总投资额大



数据来源：公司资料、兴证香港

2.3.1, 集团支持力度大

华润集团对于华润置地的支持主要体现在两个方面，一个是通过集团孵化的方式，来帮助华润置地开发商业物业，由于商业项目前期投入较大，上市公司财务资源

有限，而华润集团资金相对充裕，集团往往采取集团先孵化项目，再以合理价格注入到上市公司的方式，从而打造了华润置地在商业地产开发领域的资金优势；其次，华润集团有较多位于城市中心的土地，以合理价格注入到上市公司，实现股东与集团的双赢，华润集团旗下产业众多，随着城市的发展，原来的郊区逐步发展成为城市中心，华润集团有较多原来位于郊区的厂房、仓库等土地，可以通过重新发展规划，转化为符合城市发展需求的用地。

过去 10 年，华润集团通过孵化的方式，连续开发了深圳万象城、沈阳万象城和南宁万象城项目，并陆续注入到上市公司，而深圳大冲村项目为旧改项目，前期投入较大，也是在完成前期拆迁补偿之后，项目转化为土地储备，具备销售条件后，于 2014 年年底注入到上市公司。

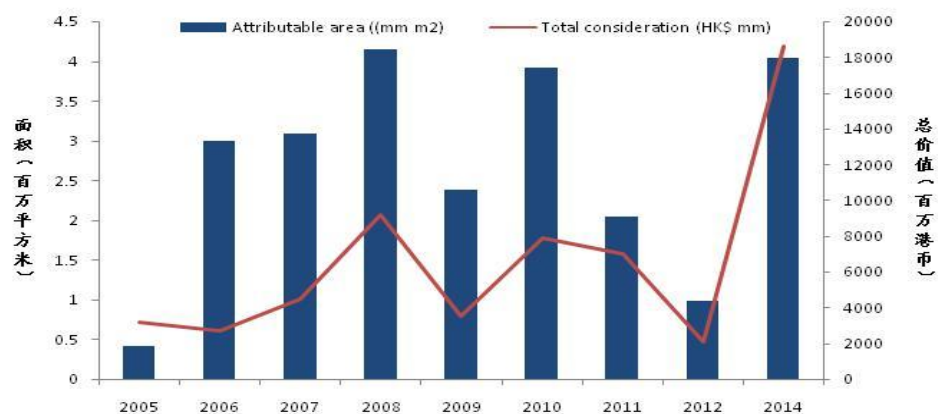
图 16、主要集团孵化项目列表

	注入时间	开业（预售）时间
深圳万象城	2005 年 11 月 18 日	2004 年 12 月 9 日
沈阳万象城	2009 年 7 月 31 日	2011 年 5 月 15 日
南宁万象城	2012 年 11 月 30 日	2012 年 9 月 1 日
深圳大冲村	2014 年 12 月 8 日	2014 年 9 月

数据来源：公司资料、兴证香港

另外，华润集团 2005 年开始，累积往华润置地注入项目面积达到 2400 万平方米，注入的项目价值总计达到 589 亿港元，为华润置地实现跨越式的增长奠定了良好的基础。

图 17、华润集团累积注入大量项目支持华润置地发展



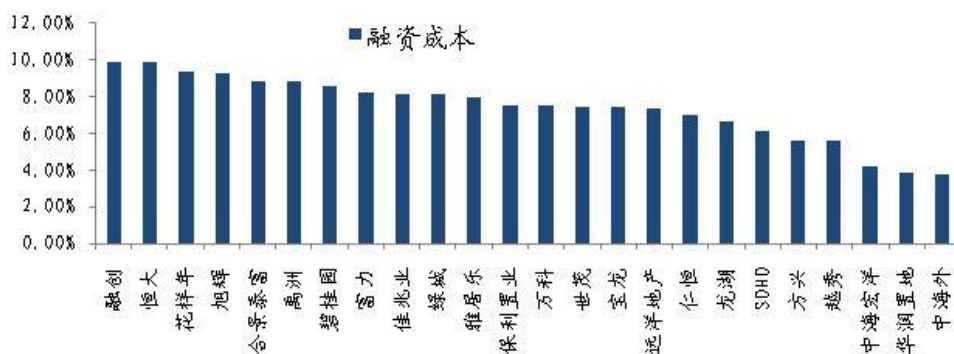
数据来源：公司资料、兴证香港

2.3.2, 较低的融资成本

公司债券是市场获得投资性评级的公司债之一，同时公司作为大型央企，在银行

贷款方面具有较大的优势，公司 2014 年中期平均融资成本仅为 4.14%，远低于行业内主要的企业，与中国海外发展相当。较低的融资成本为公司在商业综合体开发领域保持竞争优势提供了保障

图 18、公司融资成本较低



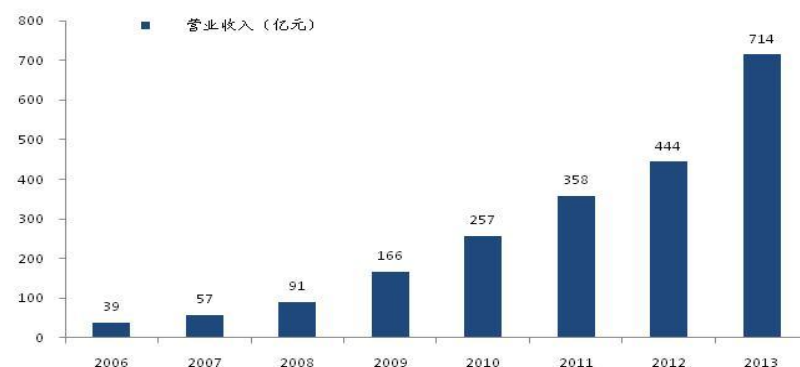
数据来源：公司资料、兴证香港

3、财务分析

3.1 收入和利润增速高于行业水平

在集团的大力支持下，公司营业收入规模快速增长，2006-2013 年，公司营业收入从 39 亿元上升至 714 亿元，年复合增速达到 51%，净利润从 9 亿元上升至 147 亿元，年复合增速达到 49%。根据目前的土地储备情况和集团的资源，我们预计公司营业收入未来能够继续保持快于行业平均增速的速度增长，预计 2015 年公司营业收入有望突破 1000 亿元。

图 19、公司营业收入快速增长



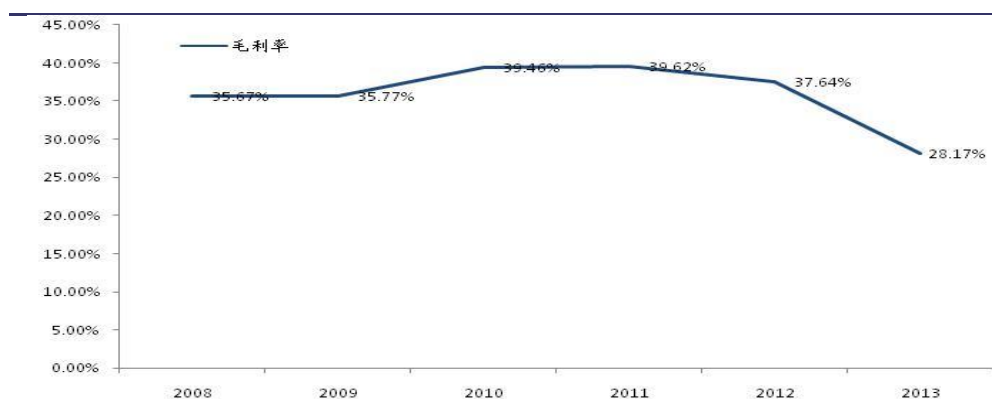
数据来源：公司资料、兴证香港

3.2 注入资产和行业景气度回升带动毛利率回升

近几年由于行业整体竞争加剧，住房销售价格上涨幅度有限，而土地市场竞争激烈，土地价格高企，导致行业整体毛利率水平往下走。公司 2013 年毛利率水平从 37% 下降到 28%，但仍然高于行业平均水平。

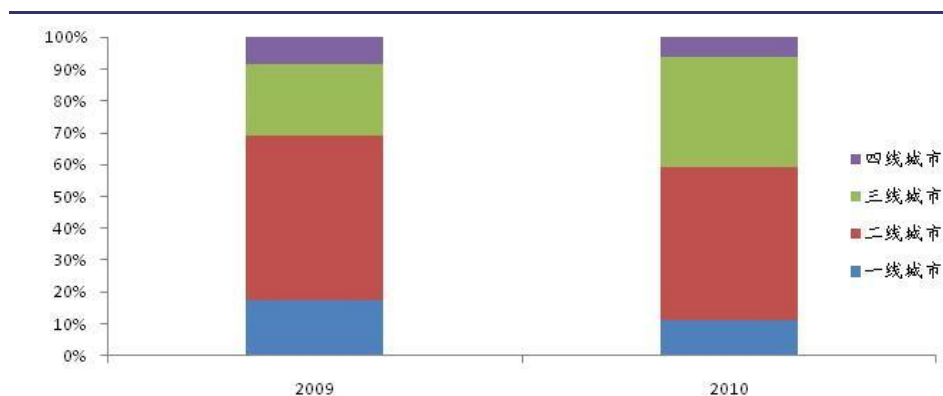
一方面受行业整体毛利率下降影响，2013 年结算项目部分为 2011 年年末及 2012 年年初销售的产品，2011 年行业景气度较低，项目定价相对较为保守，而土地多为 2010 年市场景气度较高时获得，土地价格相对较高，导致项目毛利率较低；另外一方面，公司 2010 年新增土地储备大多位于三四线城市，2010 年年末三四线城市土地储备占比从 2009 年年末的 30% 上升至 50%，三四线城市市场容量有限，居民购买力较差，价格敏感度高，对企业成本控制能力要求较高，项目毛利率水平相对较低，因此该部分项目进入结算周期后，拉低了公司整体的毛利率水平。

图 20、公司毛利率走势



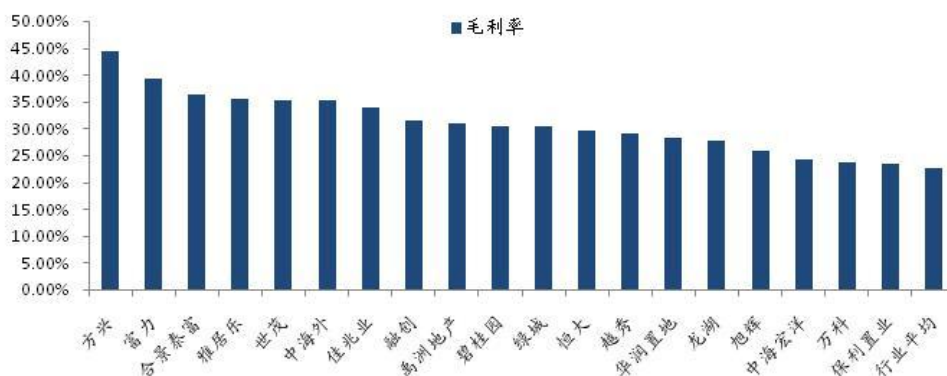
数据来源：公司资料、兴证香港

图 21、公司土地储备结构的变化



数据来源：公司资料、兴证香港

图 22、公司毛利率高于行业平均水平



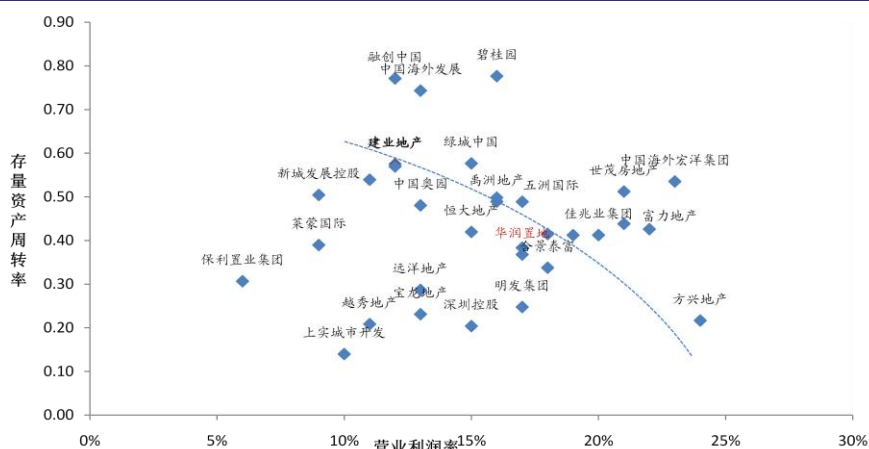
数据来源：公司资料、兴证香港

基于公司目前的土地储备情况和未来 2-3 年的竣工结算计划，我们预计公司毛利率水平将逐步回升，同时由于新注入的华润城项目毛利率较高，预计将进一步加快公司未来毛利率回升的幅度。

3.3 最差时期过去，周转速度提升

同其他企业相比，公司在周转和毛利方面取得了较好的平衡，由于公司持有物业较多，公司存量资产周转率同住宅开发类企业相比较低。公司过去 6 年存量资产周转率平均为 0.3 倍，最高 2009 年达到 0.37 倍，最低 2011 年降到 0.25 倍。而行业主要住宅开发类企业平均存量资产周转率平均为 0.33 倍，最高达到 0.5 倍，最低降到 0.25 倍。而万达商业存量资产周转率历史在 0.38-0.56 倍之间。

图 23、主要经营效率比较



数据来源：公司资料、兴证香港

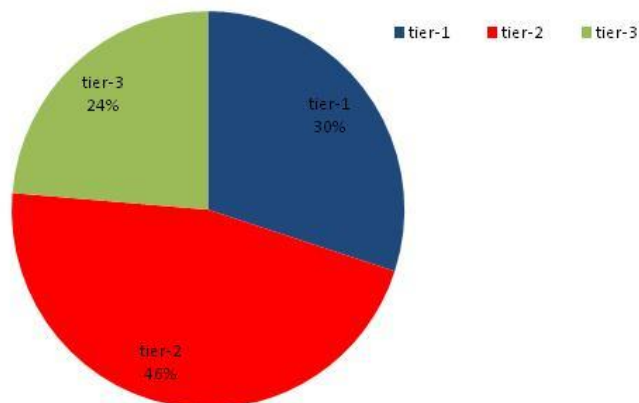
图 24、华润置地历年存量资产周转率



数据来源：公司资料、兴证香港

由于公司主要项目仍然位于一二线城市，从公司规划建筑面积和 nav 价值分类看，公司一二线城市项目占比分别达到 64%和 76%，随着行业特别是一二线城市销售回暖，我们预计公司未来几年周转速度将会有所提升。

图 25、公司 NAV 分布



数据来源：公司资料、兴证香港

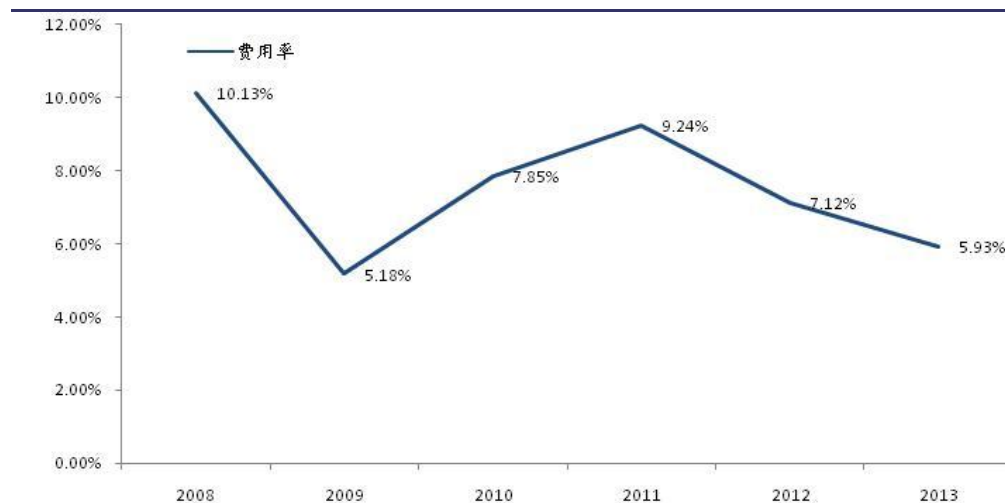
3.4 费用控制见成效，仍有空间

同其他公司相比，公司建安成本相对较高，相应公司产品质量较好，我们简单估算，2013 年公司项目平均售价约为 1.1 万元/平方米，而土地储备平均成本约为

2900 元/平方米,公司结算毛利率为 28%,对应公司建安成本约为 4500 元/平方米,而行业主要公司建安成本一般在 3000-4000 元/平方米之间。万达商业地产 2013 年毛利率达到 43%,2013 年结算部分平均售价达到 1 万元/平方米,土地储备楼面地价约为 1700 元/平方米,则对应建安成本约为 3500 元/平方米。

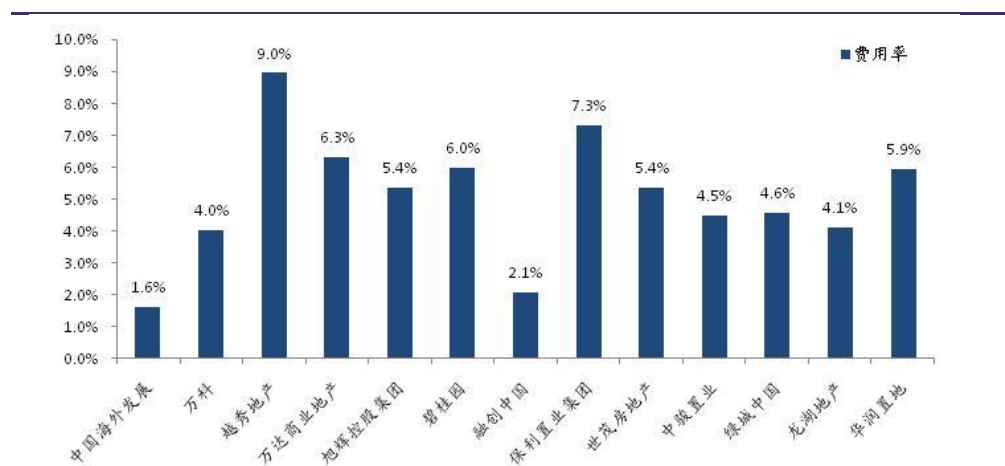
而公司管理费用和销售费用控制较好,管理销售费用/合同销售额近 3 年逐步下降至 5.93%,同行业内其他企业相比,公司目前费用率水平处于行业平均水平,但同中海外、万科等龙头企业相比,公司的费用率仍有下降的空间。

图 26、公司管理及销售费用率走势（管理、销售费用/合同销售额）



数据来源：公司资料、兴证香港

图 27、同行业费用率比较

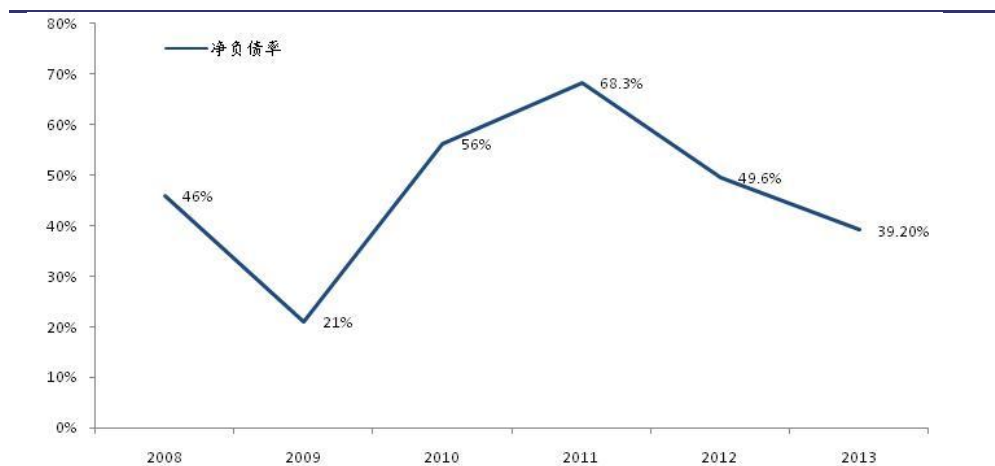


数据来源：公司资料、兴证香港

3.5 财务稳健

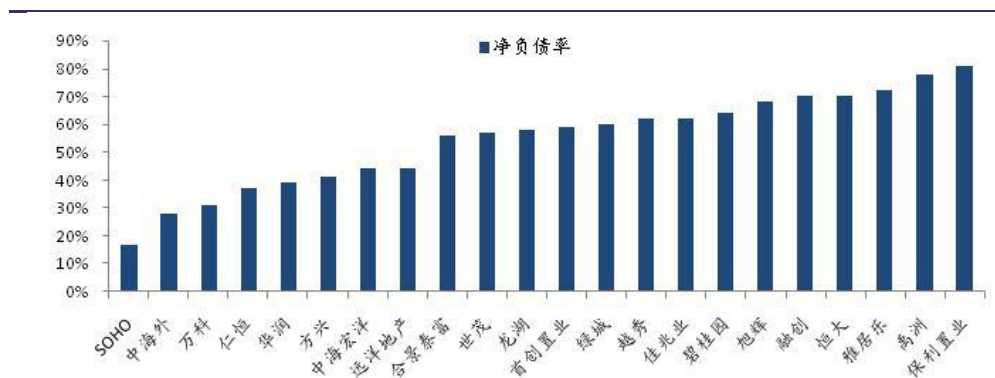
公司财务较为稳健，净负债率控制在较低水平，净负债率最高在 2011 年上升至 68%，2013 年下降至 39.2%，远低于行业平均约 60% 的水平。由于有华润集团的支持，同时公司将继续维持债券投资级评级，我们认为公司未来财务将继续保持稳健。

图 28、公司净负债率走势



数据来源：公司资料、兴证香港

图 29、公司融资成本水平



数据来源：公司资料、兴证香港

公司过去 5 年通过控制费用，适当提高杠杆率水平，净资产收益率逐步提升，我们展望公司未来毛利率和周转率均有望回升，费用率仍有进一步下降的空间，假如公司的负债率保持不变，我们认为公司的净资产收益率仍有提升的空间。

图 30、公司 ROE 走势



数据来源：公司资料、兴证香港

4、公司盈利预测及估值

根据公司目前的项目储备，推盘计划以及开竣工计划，同时按照目前项目及周边项目售价和租金，我们预计公司 2014-2015 年房地产开发收入分别为 700 亿元、939 亿元，销售收入年复合增速为 20%；预计租金收入分别为 50 亿元和 62 亿元，未来两年租金和物业管理服务费收入年复合增速为 16%，公司有充足的土地储备以保证销售收入和经常性收入的增长，同时，预计公司 2017 年、2018 年进入投资物业开业高峰期，届时公司租金收入将大幅增长。由于新注入的华润城项目毛利率较高，预计项目一期将在 2015 年竣工结算，将提高公司整体的毛利率水平，我们预计公司 2014-2015 年毛利率水平将逐步回升至 31%和 37%。我们预计公司 2014-2015 年每股收益分别为 2.38、3.37 元/股。

图 31、2014 年主要合约销售城市分布

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	70710	77300.28	101677.21	84392.58
开发物业	64800	70784.83	93978.32	73762.43
租金收入	4630	5015.46	6198.89	9130.15
其他	1280	1500	1500	1500
营业成本	50610	53274.4	63793.3	54274.6
开发物业		50319.0	60423.7	49879.0
出租物业		1755.4	2169.6	3195.6
其他		1200.0	1200.0	1200.0
毛利	20100	24025.9	37883.9	30118.0
开发物业		20465.8	33554.6	23883.4
投资物业		3260.0	4029.3	5934.6

其他		300	300	300
毛利率	28%	31%	37%	36%
开发物业		29%	36%	32%
投资物业		65%	65%	65%
其他		20%	20%	20%

数据来源：公司资料、兴证香港

公司 2014 年 NAV 预计为 38.5 港元/股（考虑到增发和新注入资产的影响），其中投资物业和开发出售物业 GAV 分别为 171 亿和 132 亿。其中一二线城市占整体 GAV 比例达到 76%。

图 32、公司 NAV 测算表

投资物业 GAV (亿元)	1044.4
销售物业 GAV (亿元)	1640
净负债	589
公司价值	2095
每股 NAV (元)	32

数据来源：公司资料、兴证香港

公司 1 月 21 日股价为 21.3 港元，对应 2014-2016 年动态 PE 分别为 7.5、5.3 和 6.8 倍。公司目前股价相对公司 NAV 折价 47%，目前的估值水平反映了投资者对于公司短期内销售增长放缓，毛利率水平下降的担忧，我们认为公司核心竞争优势并没有发生改变，最近的资产注入有利于提升公司未来 2 年合同销售增长速度和毛利率回升速度。参照万科、碧桂园、中国海外发展以及万达商业等主要龙头企业的估值水平，我们认为 30% 的 NAV 折让是相对合理的估值水平，对应股价为 27 港元/股，对应 2014 年和 2015 年动态市盈率分别为 9 倍和 6.4 倍。我们按照分部估值法对华润置地进行评估，地产开发业务 2015 年按照 7 倍动态市盈率，投资物业按照 2015 年 15 倍动态市盈率进行评估，公司的合理价值为 28.9 港元/股。参照两种方式，我们认为公司合理的目标价为 27 港元，相对公司目前股价仍有 26% 的涨幅，给予公司买入评级。

图 33、行业估值比较

公司代码	公司名称	股票价格			PB	NAV
		2015/1/20	2014E	2015E	2014E	折价/溢价
1109.HK	华润置地	20.4	7.1	5.0	0.9	-47%
0688.HK	中国海外发展	24.0	8.2	7.2	1.4	-13%
3699.HK	万达商业地产	46.9	6.9	5.3	1.2	-12%
2202.HK	万科企业	16.7	8.5	7.1	1.6	-26%
2007.HK	碧桂园	3.0	5.1	4.7	0.8	-28%
1918.HK	融创中国	6.7	4.2	3.4	0.8	-34%
0123.HK	越秀地产	1.5	7.9	6.1	0.5	-58%
2868.HK	首创置业	3.3	3.9	3.5	0.6	-53%
2777.HK	富力地产	9.0	3.8	3.0	0.6	-61%
3377.HK	远洋地产	4.9	8.9	9.8	0.7	-53%
1030.HK	新城发展	0.8	3.2	2.6	0.5	-74%
1628.HK	禹洲地产	1.9	4.3	4.5	0.6	-68%
1238.HK	宝龙地产	1.1	2.0	1.4	0.2	-78%
0832.HK	建业地产	1.9	3.7	2.9	0.5	-77%
0884.HK	旭辉控股集团	1.6	4.0	3.3	0.7	-38%
1233.HK	时代地产	3.1	3.9	2.3	0.8	-69%
0081.HK	中国海外宏洋集团	4.1	2.8	2.3	0.6	-71%
1813.HK	合景泰富	5.1	5.1	4.2	0.6	-53%
3900.HK	绿城中国	7.0	3.0	2.9	0.4	-76%
1966.HK	中骏置业	1.6	5.7	3.7	0.6	-47%
1777.HK	花样年控股	0.8	2.8	2.5	0.4	-75%
3883.HK	中国奥园	1.2	2.7	1.6	0.3	-71%
0817.HK	方兴地产	2.2	5.5	4.4	0.5	-55%
0604.HK	深圳控股	2.3	4.9	4.0	0.5	-63%
1778.HK	彩生活	6.4	26.7	16.7	4.6	-
平均			5.7	4.5	0.8	-54%

数据来源：公司资料、兴证香港

5、催化剂

货币政策和一线城市限购政策进一步放松，公司新注入华润城项目销售超预期，集团进一步注入优质项目资源。

6、风险因素

短期内管理层变动，影响公司各项业务进展；新增商业地产项目多位于二三线城市，竞争压力较大。

附表

资产负债表

2013A 2014E 2015E 2016E

单位: 百万元

现金及限制性存款

28,239 25,483 13,418 9,916

按金及预付款 2,465 1,000 1,000 1,000

可供出售的物业 150,011 166,103 192,387 209,359

其他流动资产 27,764 31,610 33,562 29,611

总流动资产 **208,478** **224,196** **240,367** **249,887**

固定资产 5,882 6,423 6,897 7,305

投资性房地产 59,611 73,757 88,556 101,839

土地使用权 1,834 1,992 2,000 2,000

其他 5,951 4,400 4,300 4,200

总非流动资产 **73,278** **86,571** **101,753** **115,344****总资产** **281,757** **310,767** **342,120** **365,231**

短期借款 16,256 23,256 25,256 27,256

应付款项 32,557 33,000 34,000 35,000

预收帐款 70,572 71,032 64,274 48,009

其他流动负债 12,375 9,151 9,800 14,550

总流动负债 **131,760** **136,439** **133,330** **124,815**

长期借款 48,645 55,645 58,645 62,645

递延税项 7,765 8,800 9,100 10,000

总长期负债 **56,410** **64,445** **67,745** **72,645****总负债** **188,170** **200,884** **201,075** **197,461**

股东权益 93,587 109,883 141,045 167,770

其中: 少数股东权益 8,785 10,297 12,637 15,179

总负债权益 **281,757** **310,767** **342,120** **365,231**

现金流量表

2013A 2014E 2015E 2016E

单位: 亿元

除税前经营利润 **24,278** **27,134** **40,466** **32,076**

投资物业公允价值变动 -7,168 -7,145 -7,299 -5,783

营运资金变化 15,281 -20,794 -33,345 -23,536

所得税 -6,064 -712 -872 -575

营运现金流 **24,264** **-489** **664** **3,841**

资本开支 -7,033 -8,000 -8,500 -8,500

其他投资活动 -5,632 -1,481 -853 2,859

投资活动现金流 **-12,666** **-9,481** **-9,353** **-5,641**

新增借款 11,480 14,000 5,000 6,000

其他融资活动 -10,814 -6,786 -8,376 -7,701

融资活动现金流 **666** **7,214** **-3,376** **-1,701****现金变化** **6,201** **-2,756** **0** **0**期初持有现金 **21,164** **28,239** **25,483** **13,418**期末持有现金 **27,365** **25,483** **13,418** **9,916**

利润表

2013A 2014E 2015E 2016E

单位: 百万元

收入 **71,389** **77,300** **101,677** **84,393**毛利 **20,107** **24,026** **37,884** **30,118**

其他收入 733 0 0 0

销售费用 2,106 2,137 2,617 1,725

行政开支 877 1,900 2,100 2,100

其他开支 0 0 0 0

经营利润 **17,856** **19,989** **33,167** **26,293**

融资成本 146 291 544 660

公允价值变动收益 7,168 7,145 7,299 5,783

税前利润 **24,278** **26,843** **39,922** **31,417**

所得税 9,091 9,796 15,552 11,733

税后利润 **15,187** **17,047** **24,370** **19,684**

少数股东权益 491 1,513 2,339 2,542

归母净利润 **14,696** **15,535** **22,031** **17,141****EBITDA** **24,792** **27,593** **40,992** **32,668****财务比率** 2013A 2014E 2015E 2016E**盈利能力**

每股收益 (元) 2.25 2.38 3.37 2.62

毛利率 (%) 28.17% 31.08% 37.26% 35.69%

净利率 (%) 21.27% 22.05% 23.97% 23.32%

营业利润率 (%) 25.01% 25.86% 32.62% 31.16%

营运表现

SG&A/收入 (%) 4.18% 5.22% 4.64% 4.53%

实际税率 (%) 12.73% 12.67% 15.30% 13.90%

存货周转率 0.48 0.47 0.53 0.40

财务状况

负债/权益 201% 183% 143% 118%

收入/总资产 25% 25% 30% 23%

总资产/权益 3.01 2.83 2.43 2.18

EBITDA 对利息倍数 8.49 7.62 10.62 7.89

总资产收益率 5% 5% 7% 5%

净资产收益率 16% 16% 17% 12%

估值比率 (倍)

PE 7.9 7.5 5.3 6.8

PB 1.19 1.01 0.79 0.66

数据来源: 公司资料、兴证香港

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于 15%

增持: 涨幅在 5% ~ 15%之间

中性: 涨幅在-5% ~ 5%之间

减持: 涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。