

**买入**

**15% ↑**

目标价格: 港币 27.96

原目标价格: 港币 26.13

1109.HK

价格: 港币 24.30

目标价格基础: 较每股净资产折让 20%

板块评级: 增持

# 华润置地

## 低风险, 高增长

华润置地 15 年 1-5 月合同销售同比大增 48.8% 至 288 亿人民币, 完成全年目标 780 亿人民币的 36.9%。我们认为, 凭借近期资产注入后充足的可售资源, 尤其是大量的深圳新购地块, 公司完全可受益于当前房地产市场的回暖。由于基本面改善, 我们将目标价上调至 27.96 港币, 重申对该股的买入评级。

### 支撑评级的主要因素

- 我们认为华润置地有望完成全年合同销售目标, 因为其 2015 年可售资源充足, 达到 1,600 亿人民币, 包括 900 亿人民币的新楼盘项目, 其中有 140 亿人民币来自新注入资产。
- 780 亿人民币的销售目标假设去化率为 49%, 与去年同一水平。我们认为, 实际去化率应远高于这一数值, 原因在于: 1) 2015 年预期合同销售约有 20% 来自深圳, 这里的市场行情出乎意料的强劲; 2) 其他城市的房地产市场目前也正在复苏, 这将转化为去化率率的上升。因此, 我们预测 2015 年合同销售增长至少在 20% 左右。
- 盈利和利润率也将受到新注入项目的支撑。我们预测 2015 年深圳大冲和济南兴隆项目约可分别入帐 38 亿人民币和 34 亿人民币的项目。因此, 尽管近期配股产生摊薄效应, 2015 年核心每股收益预计仍高于 2014 年。此外, 由于这些项目的利润率较高, 我们 2015 年公司毛利率将维持在 28.9% 以上。
- 我们的渠道调研显示 15 年上半年租赁收入同比约增长 19%。公司新开发项目青岛万象城和淄博万象城的入驻率分别达到 83% 和 87%。由于 15 年下半年合肥、赣州、沈阳和长沙还有四座购物中心即将开业, 预定入驻率达到 95% 以上, 我们认为公司 2015 年租赁收入将超额完成 20% 的增长目标。

### 评级面临的主要风险

- 房地产市场政策导向的任何变化都可能会限制销售增长。

### 估值

- 由于基本面改善, 我们将 2015 年预期净资产折让由 23% 缩窄至 20%, 并将目标价上调至 27.96 港币。目前股价对净资产折让 30.0%。我们认为股价仍存在充足的上升空间, 尤其是考虑到当前市场回暖的背景下销售均价预测上调的可能性。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(港币百万)	71,389	88,381	107,601	131,633	157,015
变动(%)	61	24	22	22	19
净利润(港币百万)	14,696	14,708	14,426	17,854	22,511
全面摊薄每股收益(港币)	2.518	2.520	2.080	2.574	3.246
变动(%)	38.6	0.1	(17.5)	23.8	26.7
市场预期每股收益(港币)	-	-	1.727	2.012	2.282
先前预测每股收益(港币)	-	-	2.049	2.539	3.280
调整幅度(%)	-	-	1.5	1.4	(1.0)
核心每股收益(港币)	1.618	2.022	2.080	2.574	3.246
变动(%)	24.7	25.0	2.9	23.8	26.7
全面摊薄市盈率(倍)	9.6	9.6	11.7	9.4	7.5
核心市盈率(倍)	15.0	12.0	11.7	9.4	7.5
每股现金流量(港币)	3.12	1.29	0.36	3.81	0.93
价格/每股现金流量(倍)	7.8	18.8	67.5	6.4	26.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	9.4	8.5	6.5	5.6
每股股息(港币)	0.437	0.495	0.385	0.476	0.600
股息率(%)	1.8	2.0	1.6	2.0	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18.8	(2.8)	24.5	62.7
相对恒生中国企业指数	8.2	2.6	12.3	36.7

发行股数(百万)	6,931
流通股(%)	32
流通股市值(港币百万)	168,419
3个月日均交易额(港币百万)	702
净负债比率(%) (2015E)	30
主要股东(%)	
华润集团	68

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015 年 6 月 16 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

田世欣\*

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

\*刘宇声、孙晶为本报告重要贡献者

**图表 1. 净资产构成**

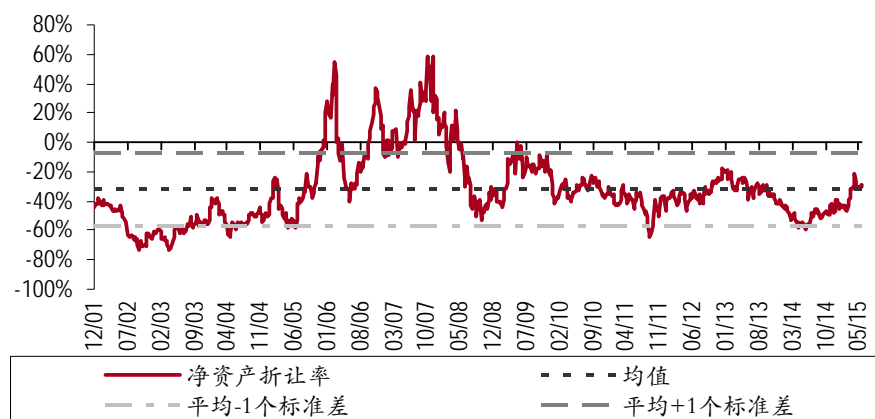
房地产开发	价值 (人民币, 百万)	占年度总资产值(%)	每股价值 (人民币)
海南	3,727	1.6%	0.54
上海	2,622	1.1%	0.38
成都	5,187	2.2%	0.75
沈阳	4,759	2.0%	0.69
苏州	2,265	1.0%	0.33
重庆	2,812	1.2%	0.41
北京	6,960	3.0%	1.00
青岛	909	0.4%	0.13
常州	2,264	1.0%	0.33
大连	734	0.3%	0.11
武汉	5,730	2.4%	0.83
南京	5,479	2.3%	0.79
天津	912	0.4%	0.13
无锡	3,282	1.4%	0.47
合肥	2,187	0.9%	0.32
杭州	2,326	1.0%	0.34
惠州	(43)	0.0%	(0.01)
绵阳	846	0.4%	0.12
济南	5,238	2.2%	0.76
泰州	97	0.0%	0.01
威海	0	0.0%	0.00
南通	2,931	1.3%	0.42
厦门	2,423	1.0%	0.35
宁波	799	0.3%	0.12
西安	1,100	0.4%	0.16
南宁	972	0.4%	0.14
南昌	807	0.3%	0.12
日照	525	0.2%	0.08
唐山	(42)	0.0%	(0.01)
福州	2,443	1.0%	0.35
鞍山	(76)	0.0%	(0.01)
赣州	246	0.1%	0.04
长春	1,256	0.5%	0.18
徐州	1,603	0.7%	0.23
温州	536	0.2%	0.08
扬州	238	0.1%	0.03
长沙	383	0.2%	0.06
郑州	(40)	0.0%	(0.01)
盐城	(94)	0.0%	(0.01)
秦皇岛	34	0.0%	0.00
淄博	483	0.2%	0.07
广州	4,852	2.1%	0.70
哈尔滨	702	0.3%	0.10
烟台	231	0.1%	0.03
太原	3,320	1.4%	0.48
深圳	42,788	18.3%	6.17
临沂	1,062	0.5%	0.15
柳州	1,324	0.6%	0.19
昆明	492	0.2%	0.07
贵阳	1,930	0.8%	0.28
汕头	915	0.4%	0.13
桂林	384	0.2%	0.06
石家庄	1,202	0.5%	0.17
<b>合计</b>	<b>134,021</b>	<b>57.2%</b>	<b>19.34</b>

资料来源：中银国际研究预测

**续图表 1. 净资产构成**

	价值 (人民币, 百万)	占年度总资产值 (%)	每股价值 (人民币)
投资地产	100,390	42.8%	14.48
<b>年度总产值</b>	<b>234,411</b>	<b>100%</b>	<b>33.82</b>
2015 年底未支付土地溢价和土地增值税	(878)		(0.13)
截至 2015 年底净负债	(43,135)		(6.22)
<b>资产净值(人民币)</b>	<b>190,398</b>		<b>人民币 27.47</b>
<b>资产净值(港币)</b>	<b>242,236</b>		<b>港币 34.95</b>

资料来源: 中银国际研究预测

**图表 2. 净资产折让曲线**


资料来源: 彭博, 中银国际研究预测

**损益表(港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	71,389	88,381	107,601	131,633	157,015
销售成本	(51,282)	(61,338)	(76,491)	(93,551)	(112,333)
经营费用	(3,549)	(4,680)	(4,986)	(6,138)	(7,324)
息税折旧前利润	16,558	22,364	26,124	31,945	37,358
折旧及摊销	(378)	(462)	(609)	(707)	(841)
经营利润(息税前利润)	16,180	21,901	25,515	31,237	36,517
净利息收入/(费用)	57	(523)	(463)	(380)	(313)
其他收益/(损失)	8,041	5,407	1,067	1,293	1,531
税前利润	24,278	26,786	26,119	32,150	37,735
所得税	(9,091)	(10,745)	(10,827)	(13,224)	(13,873)
少数股东权益	(491)	(1,332)	(866)	(1,071)	(1,351)
净利润	14,696	14,708	14,426	17,854	22,511
核心净利润	9,442	11,802	14,426	17,854	22,511
每股收益(港币)	2.518	2.520	2.080	2.574	3.246
核心每股收益(港币)	1.618	2.022	2.080	2.574	3.246
每股股息(港币)	0.437	0.495	0.385	0.476	0.600
收入增长(%)	61	24	22	22	19
息税前利润增长(%)	25	35	16	22	17
息税折旧前利润增长(%)	24	35	17	22	17
每股收益增长(%)	39	0	(17)	24	26
核心每股收益增长(%)	25	25	3	24	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	24,278	26,786	26,119	32,150	37,735
折旧与摊销	378	462	609	707	841
净利息费用	(57)	523	463	380	313
运营资本变动	7,467	(6,791)	(15,576)	(329)	(22,605)
税金	(6,064)	(8,326)	(9,118)	(7,075)	(9,927)
其他经营现金流	(7,803)	(5,127)	(58)	(58)	(58)
经营活动产生的现金流	18,200	7,528	2,438	25,777	6,299
购买固定资产净值	(1,173)	(1,551)	(1,944)	(2,378)	(2,837)
投资减少/增加	(8,367)	(10,458)	(192)	(235)	(280)
其他投资现金流	(3,481)	(2,148)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(13,021)	(14,158)	(2,136)	(2,613)	(3,117)
净增权益	0	0	10,100	0	0
净增债务	4,704	22,603	(11,414)	(9,202)	(6,714)
支付股息	(2,016)	(2,751)	(3,173)	(2,785)	(3,460)
其他融资现金流	(1,747)	(1,068)	(2,824)	(2,504)	(2,222)
融资活动产生的现金流	941	18,784	(7,311)	(14,491)	(12,397)
现金变动	6,121	12,154	(7,009)	8,672	(9,215)
期初现金	21,953	28,239	40,289	33,281	41,953
公司自由现金流	5,535	(6,016)	599	23,467	3,483
权益自由现金流	8,261	13,398	(13,936)	11,457	(5,754)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	28,620	40,289	33,281	41,953	32,738
应收帐款	22,695	21,616	26,515	32,367	39,052
库存	150,458	168,094	215,964	232,392	270,567
其他流动资产	6,705	9,610	9,631	10,224	10,384
流动资产总计	208,478	239,609	285,390	316,935	352,741
固定资产	7,715	8,913	10,440	12,346	14,622
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	65,563	81,793	81,854	82,007	82,090
长期资产总计	73,278	90,706	92,294	94,353	96,712
总资产	281,757	330,315	377,684	411,288	449,453
应付帐款	103,269	113,003	132,139	151,966	172,312
短期债务	16,256	19,414	17,202	14,714	11,977
其他流动负债	12,234	14,403	16,061	20,749	24,299
流动负债总计	131,760	146,820	165,403	187,428	208,588
长期借款	48,645	65,320	59,213	52,500	48,523
其他长期负债	7,765	11,054	11,128	13,279	13,861
股本	583	583	693	693	693
储备	84,219	95,977	129,821	144,890	163,941
股东权益	84,802	96,561	130,514	145,583	164,634
少数股东权益	8,785	10,560	11,426	12,497	13,848
总负债及权益	281,757	330,315	377,684	411,288	449,453
每股帐面价值(港币)	16.05	16.72	20.48	22.81	25.75
每股有形资产(港币)	14.54	15.07	18.83	21.01	23.75
每股净负债/(现金)(港币)	6.29	6.94	6.22	3.64	4.01

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	23.2	25.3	24.3	24.3	23.8
息税前利润率(%)	22.7	24.8	23.7	23.7	23.3
税前利润率(%)	34.0	30.3	24.3	24.4	24.0
净利率(%)	20.6	16.6	13.4	13.6	14.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	111.0	27.4	33.6	45.7	59.4
净权益负债率(%)	39.2	41.5	30.4	16.0	15.6
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.6	9.6	11.7	9.4	7.5
核心业务市盈率(倍)	15.0	12.0	11.7	9.4	7.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	17.3	13.8	13.4	10.9	8.6
市净率(倍)	1.5	1.5	1.2	1.1	0.9
价格/现金流(倍)	7.8	18.8	67.5	6.4	26.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	9.4	8.5	6.5	5.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1,023.3	947.8	916.3	874.7	817.1
应收帐款周转天数	91.3	91.5	81.6	81.6	83.0
应付帐款周转天数	457.6	446.6	415.8	393.9	376.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	17.3	21.6	18.5	18.5	18.5
净资产收益率(%)	19.1	16.2	12.7	12.9	14.5
资产收益率(%)	4.0	4.3	4.2	4.7	5.4
已运用资本收益率(%)	11.4	12.7	12.6	14.2	15.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371