

华润置地 (01109.HK)

城市封面缔造师，运营时代领航者

公司住宅开发和商办持有物业租管收入高速增长。公司 2019 年总收入 1477.4 亿元，其中开发物业和商办租管收入分别为 1272/105 亿元，增速 21.0%和 30.3%。2019 年归母净利润和核心净利润 287/216.5 亿元，分别增长 18.3%和 12.2%。2019 全口径销售额 2425 亿位于行业第十。

城市化进入中期，我国由大开发时代走进持有物业的大运营时代。受益于各线城市的消费升级趋势，我们测算过去 5 年购物中心行业租金增速 CAGR 达 23%，未来 5 年 CAGR 将达 9.1%，由 2019 年 6413 亿上升至 2024 年 9900 亿。当前行业集中度较低，CR3 和 CR10 仅为 7.6%/13.5%。行业运营能力两极分化明显，手握核心地段资产和有着多年运营经验积累和品牌优势的购物中心龙头市占率有望持续提升。

公司购物中心“万象”系品牌优势明显，新开业增长和老店同店增长共同推动持有物业租金高速增长。万象城是国内唯一由内地开发商打造的全国连锁重奢高端购物中心品牌，差异化定位优势、集团协同优势、先发优势构筑高端商户资源壁垒，资金成本优势保证高端战略的坚定落地。公司稳定期（开业 3-5 年）和成熟期（5 年以上）项目同店租金增速分别达 17.5%/10.3%，同时 2021 年起每年计划开业项目达 10 个以上（2020 年底 42 个自持+22 个轻资产）。

开发业务受益于购物中心/城市综合体的多元拿地优势，利润率显著高于同行，同时管理提效带动周转率提升。2019 年公司非公开拿地数量占比 44%，布局城市能级较高，一二三线城市销售额占比分别为 26%、58%和 16%。截至 2019 年总土储面积为 6868 万平方米，同比增长 15.3%，对应 2019 年销售面积的 5.2 倍，预计可满足未来 3-4 年的销售需求。权益比例为 71%。

财务稳健，ROE 质量高于行业平均。近五年公司净负债率稳定在 22.6%-35.9%之间，综合融资成本始终维持在 4.2%-4.6%，保持在行业低位。2019 年 ROE18.4%，净利率 23.2%远高于行业平均 11.3%，权益乘数 4.55 位于行业最低行列，周转率 21%中等偏下但可提升空间较大。

投资建议：我们预测公司核心净利润仍将维持双位数的增长，2020、21、22 年核心净利润分别为 242.74/272.85/305.82 亿元，增速分别为 12%/12%/12%。归母净利润分别为 274.46/329.03/369.02 亿元，增速分别为-4.3%/19.9%/12.2%，EPS 为 3.85/4.61/5.17 元。合理价值为 48.93 港币/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：公司多元获取土地占比有所波动不及预期。购物中心业务租金受到消费者信心影响不及预期。住宅业务结算进度不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	121,189	147,736	156,419	215,866	244,315
增长率 yoy (%)	18.9%	21.9%	5.9%	38.0%	13.2%
归母净利润 (百万元)	24,238	28,672	27,446	32,903	36,902
增长率 yoy (%)	23.1%	18.3%	-4.3%	19.9%	12.2%
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.50	4.12	3.85	4.61	5.17
净资产收益率 (%)	18.8%	18.4%	15.0%	16.0%	16.0%
P/E (倍)	9.8	8.3	8.9	7.4	6.6
P/B (倍)	1.3	1.0	1.0	0.9	0.8

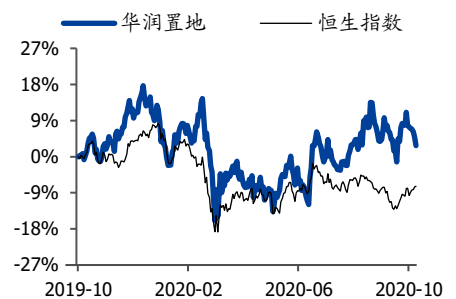
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	
最新收盘价	34.35
总市值(百万港币)	51,458.34
总股本(百万股)	1,498.06
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱: yangqianwen@gszq.com

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	461,903	520,095	601,766	673,959	685,585
现金	70,969	63,699	82,890	88,680	96,707
应收票据及应收账款	44,076	51,292	47,140	65,055	73,629
其他应收款	29,011	36,327	39,959	43,955	48,351
预付账款	10,689	11,701	12,871	14,158	15,573
存货	305,595	356,210	413,064	449,816	430,761
其他流动资产	41,262	48,893	58,672	70,407	84,488
非流动资产	193,840	242,013	265,361	289,775	314,676
长期投资	158,964	198,464	218,375	238,516	258,086
固定资产	10,773	11,104	14,111	17,931	22,786
无形资产	419	437	437	437	437
其他非流动资产	23,684	32,008	32,439	32,892	33,367
资产总计	655,743	762,108	867,127	963,734	1,000,261
流动负债	347,948	391,067	470,662	539,427	544,052
短期借款	22,101	21,345	41,398	41,398	41,398
应付票据及应付账款	88,246	98,213	140,156	202,874	232,740
其他流动负债	237,602	271,509	289,108	295,155	269,913
非流动负债	127,090	137,569	147,953	148,450	148,957
长期借款	110,111	113,200	123,097	123,097	123,097
其他非流动负债	16,979	24,369	24,856	25,353	25,860
负债合计	475,039	528,635	618,615	687,877	693,009
少数股东权益	37,329	49,898	55,289	58,712	63,300
优先股	5,000	10,000	0	0	0
资本公积	656	674	674	674	674
留存收益	137,720	172,900	192,550	216,472	243,278
归属母公司股东权益	138,376	173,574	193,224	217,146	243,952
负债和股东权益	655,743	762,108	867,127	963,734	1,000,261

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	27,594	33,010	21,341	33,571	37,181
净利润	24,238	28,672	27,446	32,903	36,902
折旧摊销	565	604	325	413	524
财务费用	-237	-837	-275	-547	-662
投资损失	-1,297	-3,718	-5,696	-5,083	-6,352
营运资金变动	58,694	30,353	-6,839	-14,097	-15,106
其他经营现金流	63,019	38,642	-7,298	-8,213	-8,337
投资活动现金流	-45,118	-42,883	-16,272	-17,634	-16,824
资本支出	-14,199	-16,060	-3,331	-4,233	-5,379
长期投资	-9,392	-17,252	-14,215	-15,059	-13,218
其他投资现金流	-21,527	-9,571	1,274	1,658	1,774
筹资活动现金流	33,963	2,118	14,121	-10,146	-12,331
短期借款	-3,557	-756	20,054	0	0
长期借款	14,814	-547	9,897	0	0
普通股增加	0	6,051	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	22,706	-2,629	-15,830	-10,146	-12,331
现金净增加额	16,439	-7,755	19,191	5,790	8,027

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	121,189	147,736	156,419	215,866	244,315
营业成本	68,607	91,736	99,422	140,878	157,775
营业税金及附加					
营业费用	4,177	5,070	5,534	5,826	6,040
管理费用	4,159	5,745	6,271	6,601	6,844
研发费用					
财务费用	-237	-837	-275	-547	-662
资产减值损失	232				
其他收益	-3,887	-6,209	-3,172	-5,618	-6,320
公允价值变动收益	4,942	7,022	3,172	5,618	6,320
投资净收益	1,297	3,718	5,696	5,083	6,352
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	46,602	50,554	51,163	68,191	80,671
营业外收入	6,904	10,560	4,491	0	0
营业外支出	2,067	408	221	0	0
利润总额	51,439	60,705	55,433	68,191	80,671
所得税	24,449	26,643	24,564	30,699	36,945
净利润	26,990	34,062	30,870	37,491	43,725
少数股东损益	2,752	5,390	3,423	4,588	6,823
归属母公司净利润	24,238	28,672	27,446	32,903	36,902
EBITDA	45,633	46,602	45,517	62,974	74,181
EPS (元/股)	3.50	4.12	3.85	4.61	5.17

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	18.9%	21.9%	5.9%	38.0%	13.2%
营业利润 (%)	35.9%	8.5%	1.2%	33.3%	18.3%
归属母公司净利润 (%)	23.1%	18.3%	-4.3%	19.9%	12.2%
获利能力					
毛利率 (%)	43.4%	37.9%	36.4%	34.7%	35.4%
净利率 (%)	20.0%	19.4%	17.5%	15.2%	15.1%
ROE (%)	18.8%	18.4%	15.0%	16.0%	16.0%
ROIC (%)					
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.4%	69.4%	71.3%	71.4%	69.3%
净负债比率 (%)	33.9%	30.3%	32.8%	27.5%	22.1%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	2.0	1.8	1.8	2.2	2.1
应付账款周转率	1.6	1.6	1.3	1.3	1.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.50	4.12	3.85	4.61	5.17
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.98	4.63	2.99	4.71	5.21
每股净资产 (最新摊薄)	26.07	32.74	34.85	38.68	43.09
估值比率					
P/E	9.8	8.3	8.9	7.4	6.6
P/B	8.6	7.4	11.5	7.3	6.6
EV/EBITDA	5.2	5.3	5.4	3.9	3.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、公司介绍：地产蓝筹，商业地产领导者	8
1.1 二十六载打造地产蓝筹	8
1.2 控股股东华润集团实力雄厚，股权结构稳定	8
1.3 2+X 战略打造“城市综合投资开发运营商”	10
1.4 管理团队经验丰富，忠诚度极高	14
二、行业趋势：大运营时代到来	15
2.1 城市化后期商办等持有型物业需求增多	15
2.2 购物中心市场：竞争激烈、两极分化	16
2.2.1 行业空间及增速	16
2.2.2 购物中心在运营和产品力方面两极分化明显	17
2.3 运营时代的住宅开发何去何从？	19
2.3.1 存量时代住宅开发市场的毛利率与 ROE 趋势性下行	19
2.3.2 如何持续拿到符合回报要求、超出行业毛利率均值的优质宅地？	20
三、运营业务：2+X 战略下，运营品牌矩阵加速形成，商业、文体优势明显	23
3.1 万象城：稀缺的内地运营商的高端商场，招商和品牌优势突出	23
3.1.1 公司购物中心的护城河：“万象城”品牌优势	23
3.1.2 丰富土储和不断新增项目获取支撑未来购物中心租金增速	30
3.1.3 优良布局和运营能力支撑租金持续增长，5 年以上老店同店增速达 10%	32
3.1.4 盈利能力、出租率持续提升，成熟期毛利率达 80%	35
3.1.5 投资回报稳定增长，平均租金回报率第三年末达 10% 以上	36
3.2 其它 X 业务	37
3.2.1 物业和商业管理业务拆分上市加速	37
3.2.2 城市更新业务未来 3 年贡献开发面积 900 万方	39
3.2.3 文体中心运营龙头引领代建代运营业务	39
3.2.4 其它 X 业务	41
3.3 运营品牌矩阵优势	43
四、住宅开发：拿地多元化、高能级布局、高品质理念，周转逐年提升	44
4.1 销售：主要来源于一二线，全国化布局基本完成加强深耕	44
4.1.1 一二线城市为销售额主要来源，销售单价高。	44
4.1.2 全国化布局基本完成，加强深耕	45
4.2 拿地：非公开拿地数量占比 44%，聚焦三大城市群和高能级城市	45
4.2.1 拿地渠道多元化，成本可控	45
4.2.2 2019 拿地金额略降，拿地面积覆盖销售面积 1.53 倍	46
4.2.3 拿地回归一二线城市、布局围绕核心城市群	48
4.3 土储：面积覆盖销售倍数高，聚焦高能级城市	48
4.4 近年结算收入高增，高能级城市贡献巨大	51
五、财务分析	52
5.1 ROE 稳定，未来微降程度低于行业均值，ROE 排名有望提升	52
5.2 2017 年提出调节奏，周转率稳步提升	53
5.3 利润率保持高位	54
5.4 净负债率行业最低，融资成本低	56
六、盈利预测与估值	57
6.1 可结算资源充沛，保障收入高增	57
6.1.1 未结算资源丰富，业绩锁定度高	57

6.1.2 业绩预测.....	58
6.2 估值.....	58
6.2.1 开发和投资业务.....	58
6.2.2 物业管理业务.....	59
6.2.3 目标价 47.7 港币/股，短期目标市值 3400 亿港币.....	60
七、投资建议.....	60
风险提示.....	60

图表目录

图表 1: 华润置地发展历程.....	8
图表 2: 公司股权架构 (截至 2019/12/31)	9
图表 3: 华润集团位列世界 500 强 80 位.....	9
图表 4: 控股股东华润集团拥有五大战略业务领域和 11 家上市公司.....	10
图表 5: 公司的 2+X 战略.....	11
图表 6: 公司历年主营业务收入及同比增速.....	11
图表 7: 公司历年主营业务收入分部占比.....	11
图表 8: 公司合约销售额及同比.....	12
图表 9: 公司合约销售面积及同比.....	12
图表 10: 公司投资物业租金收入.....	12
图表 11: 公司投资物业毛利率.....	12
图表 12: 公司 2019 年投资物业收入构成.....	13
图表 13: 公司投资物业公允价值按业态分解.....	13
图表 14: 公司综合业务代表项目.....	13
图表 15: 华润置地主要高管履历.....	14
图表 16: 世界主要国家城镇化率.....	15
图表 17: 美国城市化率 65%-75%阶段, 商办物业发展迅猛 (单位: %).....	16
图表 18: 全国购物中心租金规模及增速.....	17
图表 19: 购物中心租金收入集中度.....	17
图表 20: 购物中心新增供应减少, 老项目空置率略升至 6.1%.....	17
图表 21: 购物中心首层平均租金 2019 继续平稳增长.....	17
图表 22: 中国购物中心的上市运营商运营水平可以与国际同行对标, 好于国内行业平均.....	18
图表 23: 商业地产龙头企业坪效高于行业平均数倍(单位:元/年/m ²).....	18
图表 24: 北京有经验运营商零售物业租金显著跑赢其它同行.....	18
图表 25: 2016 年 top210 购物中心占 9%的面积, 贡献 26%的销售额.....	18
图表 26: 华润、中海两个高利润率企业的新增拿地毛利率.....	19
图表 27: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的 ROE(%).....	20
图表 28: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的权益乘数.....	20
图表 29: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的资产周转率.....	20
图表 30: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的净利率(%).....	20
图表 31: 优质宅地拿地要求变高, 城市运营走向市场化.....	21
图表 32: 北京住宅用地出让面积及同比.....	22
图表 33: 深圳住宅用地出让面积及同比.....	22
图表 34: 上海住宅用地出让面积及同比.....	23
图表 35: 广州住宅用地出让面积及同比.....	23
图表 36: 城市发展阶段.....	23
图表 37: 公司购物中心主要产品线.....	24

图表 38: 龙头公司 2019 年购物中心租金规模对比 (剔除办公酒店等)	24
图表 39: 龙头公司 2019 年末在营商场数量对比	24
图表 40: 2019 年全国购物中心销售百强华润项目排名	25
图表 41: 公司各阶段购物中心出租率	25
图表 42: 公司各阶段购物中心租售比	25
图表 43: 公司及行业出租率对比	26
图表 44: 公司及行业 2019 年租售比对比	26
图表 45: LV 境内入驻门店中华润置地与与九龙仓项目最多	27
图表 46: 购物中心行业的品牌和竞争优势塑造流程	28
图表 47: 华润置地"万象系"品牌矩阵的形成构筑了竞争优势且具有较高门槛	29
图表 48: 购物中心全价值链专业能力	29
图表 49: 公司购物中心租金收入及同比	30
图表 50: 公司购物中心毛利率水平	30
图表 51: 购物中心总建筑面积及增速 (含轻资产)	30
图表 52: 公司购物中心开业计划	31
图表 53: 投资物业土地储备按城市能级面积分布	31
图表 54: 投资物业土地储备按区域面积分布	31
图表 55: 公司投资物业公允价值按在建/已完工比例	32
图表 56: 购物中心拿地金额增速	32
图表 57: 购物中心权益拿地金额占当年权益拿地金额比例	32
图表 58: 不同阶段购物中心的租金增速	33
图表 59: 不同阶段购物中心同店租金 (亿元) 及同店租金增速 (%)	33
图表 60: 公司分类型项目分城市 3 公里半径内人口规模 (万人)	34
图表 61: 公司分类型项目分城市 3 公里半径内人口密度 (人/平方公里)	34
图表 62: 公司项目 3 公里半径内人口密度 (人/平方公里)	34
图表 63: 公司分类型项目分城市 3 公里半径内人口数占全市比例	35
图表 64: 公司项目 3 公里半径内人口数占全市比例	35
图表 65: 公司各阶段购物中心毛利率	35
图表 66: 公司各阶段购物中心出租率	36
图表 67: 公司各阶段购物中心租售比	36
图表 68: 公司 TOP5 购物中心样本开业后各年平均租金回报率	36
图表 69: 公司各线城市购物中心样本开业后各年平均租金回报率	36
图表 70: 公司三线城市购物中心样本开业后各年平均租金回报率	37
图表 71: 公司二线城市购物中心样本开业后各年平均租金回报率	37
图表 72: 公司一线购物中心开样本业后各年平均租金回报率	37
图表 73: 公司各阶段购物中心平均回报率	37
图表 74: 公司物业客户满意度	38
图表 75: 公司物业管理在管及储备面积	38
图表 76: 公司在管面积分业务类型占比	38
图表 77: 公司 2019 年在管面积分业务来源占比	38
图表 78: 公司物业管理费收入	38
图表 79: 公司 2019 年物业管理费收入按物业类型划分	38
图表 80: 房企城市更新项目土储排行 (万方)	39
图表 81: 深圳湾体育中心主场馆——春茧	40
图表 82: 华润代建代运营文体标杆项目	40
图表 83: 公司代建业务项目获取住宅体量 (万方)	41
图表 84: 公司写字楼租金收入	41

图表 85: 公司写字楼按城市能级分布.....	41
图表 86: 公司酒店业务营业收入.....	42
图表 87: 公司酒店业务 EBITDA 利润率和成本回报率变化.....	42
图表 88: 公司长租公寓地区布局情况.....	42
图表 89: 华润置地城市运营业务品牌矩阵分析.....	43
图表 90: 华润置地运营中项目个数及同比增速.....	43
图表 91: 投资和 X 业务有充足的储备项目.....	44
图表 92: 公司销售金额分城市能级布局.....	44
图表 93: 公司销售金额分区域布局.....	44
图表 94: 公司合约销售均价及同比.....	45
图表 95: 公司 (全口径) 销售额克尔瑞排名.....	45
图表 96: 公司布局城市数量及单城市销售规模.....	45
图表 97: 公司深耕城市 2019 年市占率.....	45
图表 98: 公司获取住宅土地资源的渠道多元化.....	46
图表 99: 成都东安湖项目拿地测算统计.....	46
图表 100: 公司新增土储及同比.....	47
图表 101: 公司新增土储占销售面积比例.....	47
图表 102: 公司拿地总地价及同比.....	47
图表 103: 公司拿地权益地价及同比.....	47
图表 104: 公司拿地金额权益比例.....	48
图表 105: 公司拿地均价和地货比.....	48
图表 106: 公司新增土储按城市能级分布.....	48
图表 107: 公司新增土储按城市群分布.....	48
图表 108: 公司总土储及同比.....	49
图表 109: 公司权益土储及同比.....	49
图表 110: 公司存量土储权益比例.....	49
图表 111: 开发土储覆盖销售面积倍数.....	49
图表 112: 总土储分业务面积占比.....	50
图表 113: 总土储分能级面积占比同业对比.....	50
图表 114: 开发物业土地储备按城市能级面积分布.....	50
图表 115: 开发物业土地储备按区域面积分布.....	50
图表 116: 开发物业土地储备城市群分布.....	51
图表 117: 公司物业开发收入及同比.....	51
图表 118: 物业开发收入按城市能级分解.....	51
图表 119: 2019 物业开发收入占比前十名城市.....	52
图表 120: 公司结算面积及结算均价.....	52
图表 121: 主流房企及行业平均 ROE.....	53
图表 122: 主流房企及行业平均销售净利率.....	53
图表 123: 主流房企及行业平均资产周转率.....	53
图表 124: 主流房企及行业平均权益乘数.....	53
图表 125: 总资产周转率、非投资性资产周转率.....	54
图表 126: 房企非投资性资产周转率 (a).....	54
图表 127: 房企非投资性资产周转率 (b).....	54
图表 128: 公司历年主营业务收入及同比增速.....	55
图表 129: 公司历年主营业务收入分部占比.....	55
图表 130: 公司历年归母净利润、同比增速及归母净利率.....	55
图表 131: 主流房企以及 SW 房地产开发板块毛利率对比.....	55

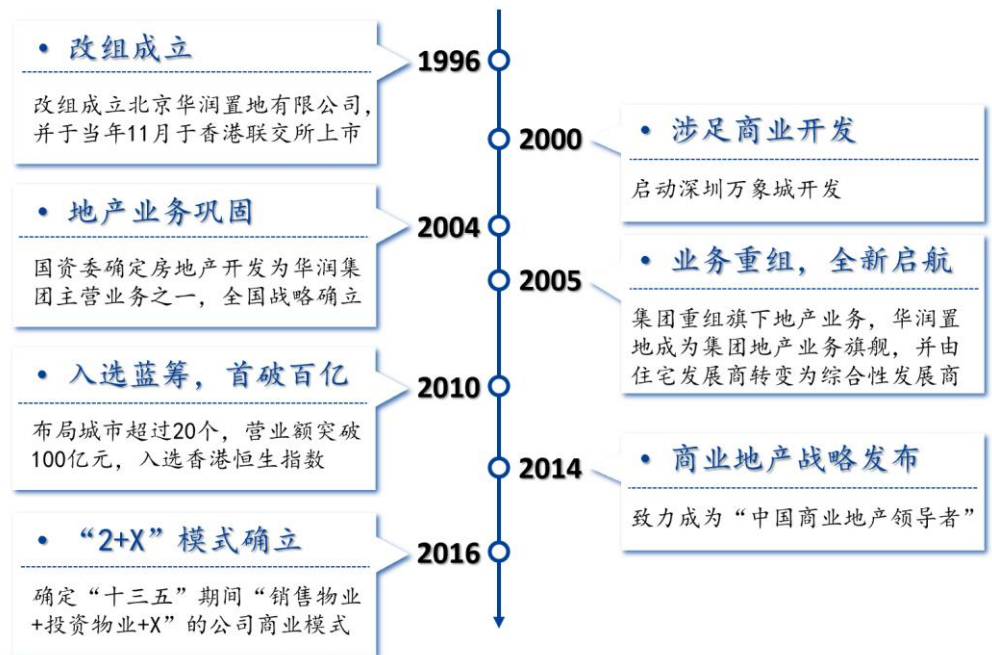
图表 132: 物业开发毛利率.....	55
图表 133: 2019 年物业开发毛利率水平按城市能级分解.....	55
图表 134: 公司历年净负债率与剔除预收账款后的净负债率.....	56
图表 135: 主流房企净负债率比较.....	56
图表 136: 公司的债务结构划分.....	56
图表 137: 公司的债务结构划分.....	56
图表 138: 公司历年平均债务期限(单位: 年).....	57
图表 139: 公司综合融资成本及主流房企比较.....	57
图表 140: 公司历年现金短债比.....	57
图表 141: 主流房企现金短债比比较.....	57
图表 142: 公司已售未结签约额及同比.....	58
图表 143: 公司已售未结算签约额对开发物业营业额覆盖倍数.....	58
图表 144: 各业务收入及增速预测(百万元).....	58
图表 145: NAV 测算关键假设.....	59
图表 146: 华润置地 NAV 计算.....	59

一、公司介绍：地产蓝筹，商业地产领导者

1.1 二十六载打造地产蓝筹

华润置地有限公司（以下简称“华润置地”或公司），是中国内地领先的综合型地产发展商。华润置地的前身是1994年华创入股北京华远，通过财务管控进入地产行业。于1996年改组成立北京华润置地有限公司，同年11月在港交所上市。2004年，国资委确定房地产开发业务为华润集团主营业务之一，公司于2005年收购集团北京华润大厦、上海华润时代广场和深圳华润中心等优质出租业务，告别纯住宅开发，确立“住宅开发+持有物业”的发展战略。2010年入选为地产蓝筹股，纳入香港恒生指数成分股。2016年公司提出“2+X”新商业模式，致力于发展物业服务、长租公寓、城市更新等多元化业务，向城市综合投资开发运营商转型。公司业务涵盖住宅开发、购物中心、写字楼、酒店、高端公寓等持有物业并积极拓展多元化业务。

图表1：华润置地发展历程

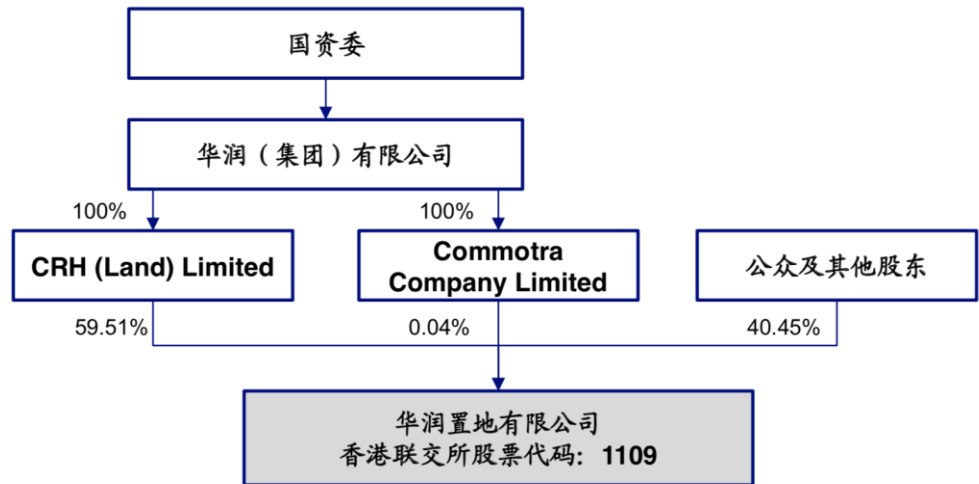


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2 控股股东华润集团实力雄厚，股权结构稳定

华润置地的控股股东为华润（集团）有限公司，通过 CRH (Land) Limited 和 Commotra Company Limited 持有公司 59.55% 的股份，股权结构稳定，为公司长期平稳运行奠定基础。

图表2: 公司股权架构 (截至 2019/12/31)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

华润集团由国务院国资委直接监管,是关系国计民生的 53 家国有重点骨干企业之一,位列 2019 年《财富》世界 500 强榜单第 80 名,是一家集大消费、大健康、能源、科技与金融、城市建设与运营 5 大战略业务单元为一体的多元化控股企业集团,截至目前已有 7 家直属企业在港上市,间接控股 4 家内地上市公司。强大的股东背景成为公司发展的坚实后盾,为公司提供了多元业务协同优势。

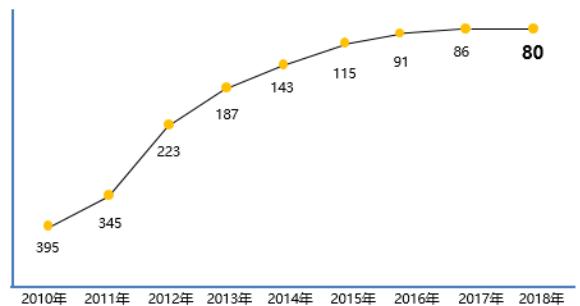
图表3: 华润集团位列世界 500 强 80 位

全球500强企业 Global Fortune 500 Company

As of 2018:



华润集团《财富》世界500强排名
Rank of China Resources Group in Global Fortune 500



资料来源: 华润集团网站, 国盛证券研究所

图表 4: 控股股东华润集团拥有五大战略业务领域和 11 家上市公司

五大战略业务领域

5 Strategic Business Fields



十一家上市公司

Eleven Listed Companies

直接控股7家香港上市公司

6 Direct Holding Companies Listed in Hong Kong



间接控股4家内地上市公司

4 Indirect Holding Companies Listed in Mainland China



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 2+X 战略打造“城市综合投资开发运营商”

2016 年公司提出“2+X”新商业模式, 除传统住宅开发和商办酒店等投资物业外, 致力于发展物业服务、长租公寓、城市更新、康养地产、文体教育、产业地产、影院等多元化业务, 向城市综合投资开发运营商转型。

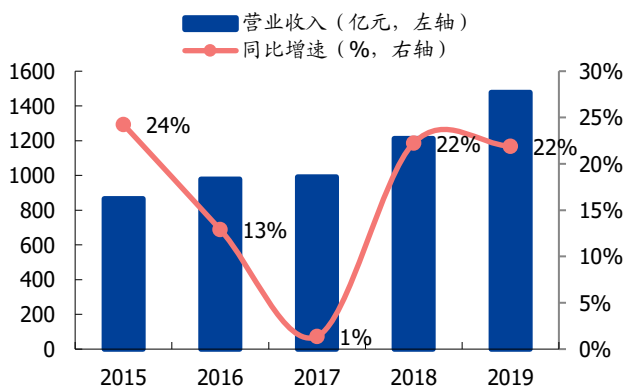
图表5: 公司的2+X战略



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

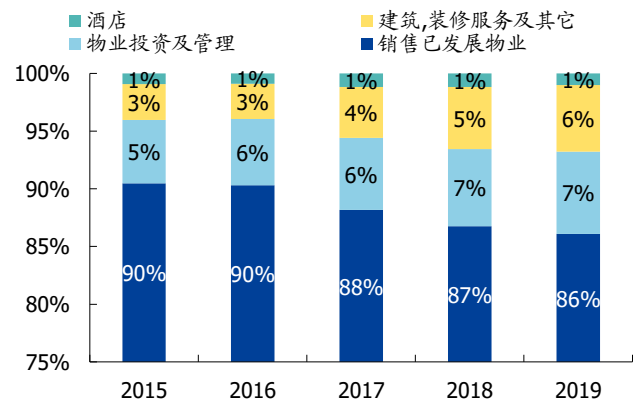
2019 年公司实现营业收入 1477 亿元人民币, 同比增长 22%。其中, 销售已发展物业 (以下简称开发业务或物业开发业务) 贡献大部分收入, 占比 86%, 物业投资及管理则占比 7%。以中高端住宅销售获得的开发利润和短期增长动力, 推动持有物业的扩张, 同时为公司产生长期稳定的现金流回报, 形成业务协同和互补, 有效帮助公司抵抗市场风险。

图表6: 公司历年主营业务收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 公司历年主营业务收入分部占比



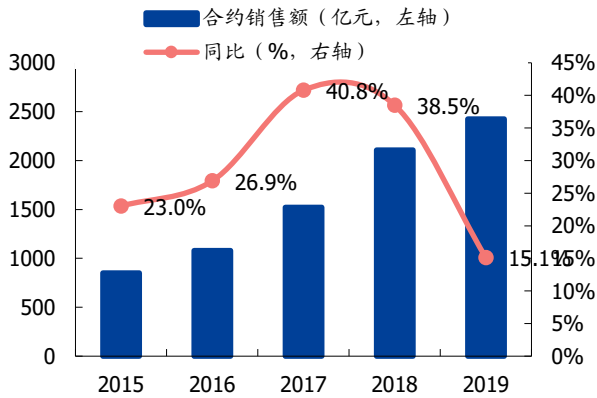
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3.1 开发业务: 销售规模持续增长, 行业排名稳居前十

销售金额行业排名稳居前十。公司销售规模持续增长, 2015 至 2019 年间合约销售额和

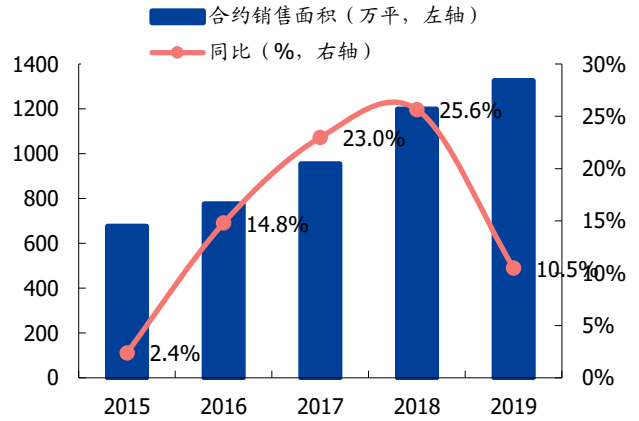
合约销售面积的年复合增长率分别为 29.9%和 18.3%。2017 年公司销售增长提速，合约销售额和合约销售面积同比分别达到 40.8%和 23%，克尔瑞销售金额（全口径）排名重回前十，之后稳定在前十梯队。2019 年公司销售额 2425 亿元，同比增长 15.1%；销售面积 1325 万平方米，同比增长 10.5%；公司 2020 年预期销售目标 2620 亿元，较 2019 年的 2425 亿元同比增长 8%，截至 2020 年 4 月公司实现销售金额 578.1 亿元，已经完成全年销售目标的 22.1%。

图表 8: 公司合约销售额及同比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 9: 公司合约销售面积及同比

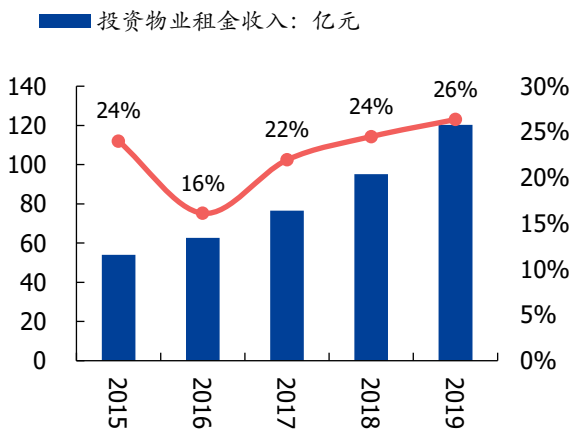


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

1.3.2 投资业务: 商业地产领导者

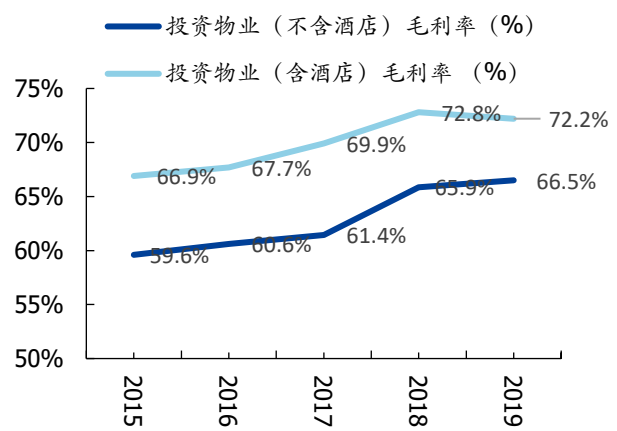
公司商业地产开发运营业务实力雄厚，规模行业领先。2000 年公司便已经启动深圳万象城开发，是国内地产开发企业中较早涉足商业地产的企业。2015 到 2019 年公司投资物业租金收入稳步增长，年均增速维持在 20%左右，2017 年，华润置地正式将商业地产事业部与开发事业部同列为一级组织机构，投资物业在公司的战略地位进一步提升。2019 年，公司投资物业租金收入达到 120 亿元，同比增长 26%，成为大陆第二家依靠物业租金达到近百亿规模的房企。投资物业带来的稳定现金流将显著增强公司未来穿越周期的能力。

图表 10: 公司投资物业租金收入



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

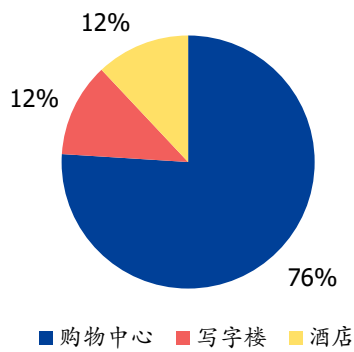
图表 11: 公司投资物业毛利率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

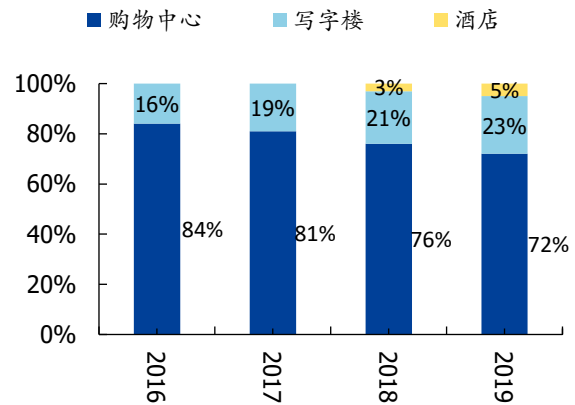
近三年公司在营购物中心毛利率稳定在 70%以上，且仍在逐步提升。优质的购物中心项目持续为公司提供可观的投资回报的同时，为公司提供稳定增长的现金流。

图表 12: 公司 2019 年投资物业收入构成



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 13: 公司投资物业公允价值按业态分解



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

1.3.3 X 业务: 高品质、城市封面级别项目持续落地

公司在加快向“城市综合投资开发运营商”转型的背景下,从深圳湾体育中心代建代运营开始开启新的发展模式。目前公司综合业务已经涵盖市政、公园、文化体育、城中村综合整治、城市更新等多种业态。随着各个城市标杆项目的持续落地,“城市片区开发”领域的品牌影响力逐渐增强。

图表 14: 公司综合业务代表项目

业务类型	项目效果图	项目简介
代建代运营		深圳湾体育中心(春茧项目)是华润置地第一个代建代运营项目,是 2011 年大运会开幕式场馆。项目占地 30 万平方米,总建筑面积 33.5 万平方米,代建投资约 23 亿元,包括体育场、体育馆、游泳馆、羽毛球馆及木棉花酒店等配套设施。
城市更新		大冲旧改项目(深圳华润城)位于深圳市南山区、深南大道与沙河西路交界处,地理位置极佳。是迄今为止广东省内最大且最具示范效应的城中村整体改造项目。
文化展览		西安丝路国际会展中心及其配套酒店项目总建筑面积 69.7 万平方米,其中展览中心 40 万平方米、会议中心及配套酒店 20 万平方米。
体育中心		成都东安湖体育中心项目包含一座 4 万人甲级体育场、1.8 万座甲级多功能体育馆、4500 座甲级游泳跳水馆及一座小球馆,主体育场将作为 2021 年第 31 届世界大学生运动会的主会场,由华润置地代建。

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所整理

1.4 管理团队经验丰富，忠诚度极高

华润置地是央企巨头华润集团旗下重要的业务子公司，对集团的整体利润贡献超过 50%。2019 年原中国建筑集团总裁王祥明先生调任华润集团担任总经理。同年 12 月，王祥明先生获委任华润置地有限公司董事会主席。由集团总经理执掌置地公司表明华润集团对公司业务的高度重视。公开信息显示，王祥明先生作为全国劳动模范，享受国务院政府特殊津贴专家，曾历任中国建筑第三工程局副局长、总经理、党委副书记；中国建筑股份有限公司副总裁。2016 年 8 月起任中国建筑股份有限公司董事、总裁。王祥明先生的加入对公司业务发展会产生资源协同作用，在公司同各省市高端资源的对接上将提供巨大帮助。

公司核心管理层工作年限长，行业内经验丰富。据公司公开信息显示，公司目前核心高管在置地公司平均工作年限超过 10 年，在集团内部工作年限超过 20 年。稳定的管理团队表明公司未来的发展战略与经营能力不会发生显著变化，业绩稳定增长可期。

图表 15: 华润置地主要高管履历

人员	职务	背景	置地工作年限	集团工作年限
王祥明	董事会主席	于 2019 年加入华润集团，担任华润集团董事、总经理，于 2019 年 12 月获委任为华润置地 董事会主席 。	1	1
李欣	总裁，执行董事	1994 年加入华润集团，于 2001 年加入公司，2016 年任公司联席总裁，2017 年 4 月任公司执行董事，并 2018 年 12 月任公司 总裁 。	19	26
张大为	高级副总裁，董事局副主席，华北大区董事长	1994 年加入华润集团，于 2006 年加入公司，2016 年任公司联席总裁，2017 年任公司执行董事，2018 年 12 月任公司 董事会副主席 。	14	26
谢骥	高级副总裁，执行董事	1993 年加入华润集团，于 2001 年加入公司，2013 年任公司高级副总裁，于 2017 年任公司 执行董事，负责公司战略、投资及运营 。	19	27
沈彤东	首席信息官，执行董事	1991 年加入华润集团，于 2005 年加入公司，2016 年任公司高级副总裁兼首席信息官，2018 年 12 月任公司 执行董事，负责公司智能与信息化 。	15	29
吴秉琪	高级副总裁，华西大区董事长	1993 年加入华润集团，于 2007 年加入公司，2013 年任公司高级副总裁兼任华西大区总经理。2019 年任公司 执行董事 。	13	27
孔小凯	高级副总裁，华南大区董事长	2000 年加入华润集团，于 2005 年加入公司，2016 年任公司 高级副总裁兼任华南大区董事长 。	15	20
张立强	高级副总裁，首席人力资源官	2010 年加入华润集团，于 2017 年加入公司并任公司高级副总裁兼任本公司 首席人力资源官 。	3	10
喻霖康	高级副总裁	1992 年加入华润集团，于 2005 年加入公司，2018 年任公司高级副总裁，分管本公司 商业地产事业部 。	15	28

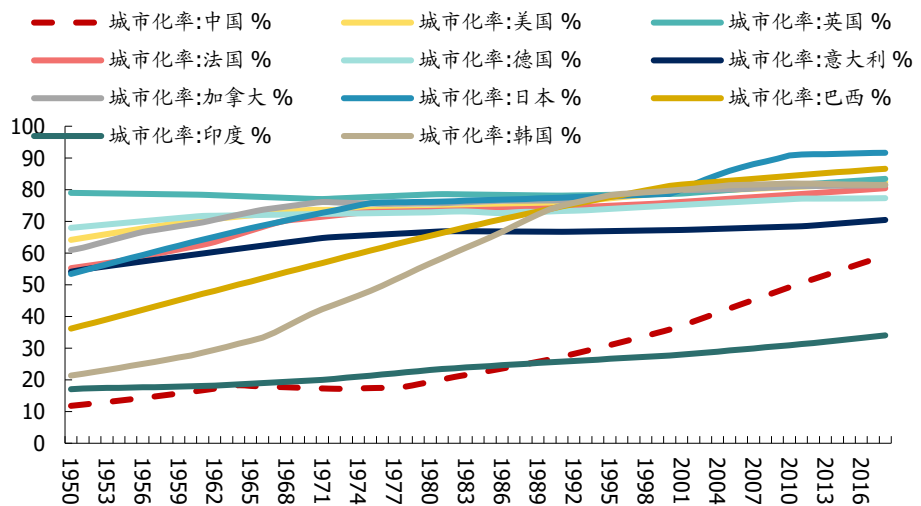
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

二、行业趋势：大运营时代到来

2.1 城市化后期商办等持有型物业需求增多

我国 2019 年城市化率达到 59.8%，相当于美国 20 世纪 40 年代、日本 50 年代、巴西 70 年代、韩国 80 年代的水平。发达国家的城市发展为我国研究国内房地产市场在城镇化率不同阶段的特征提供了经验。

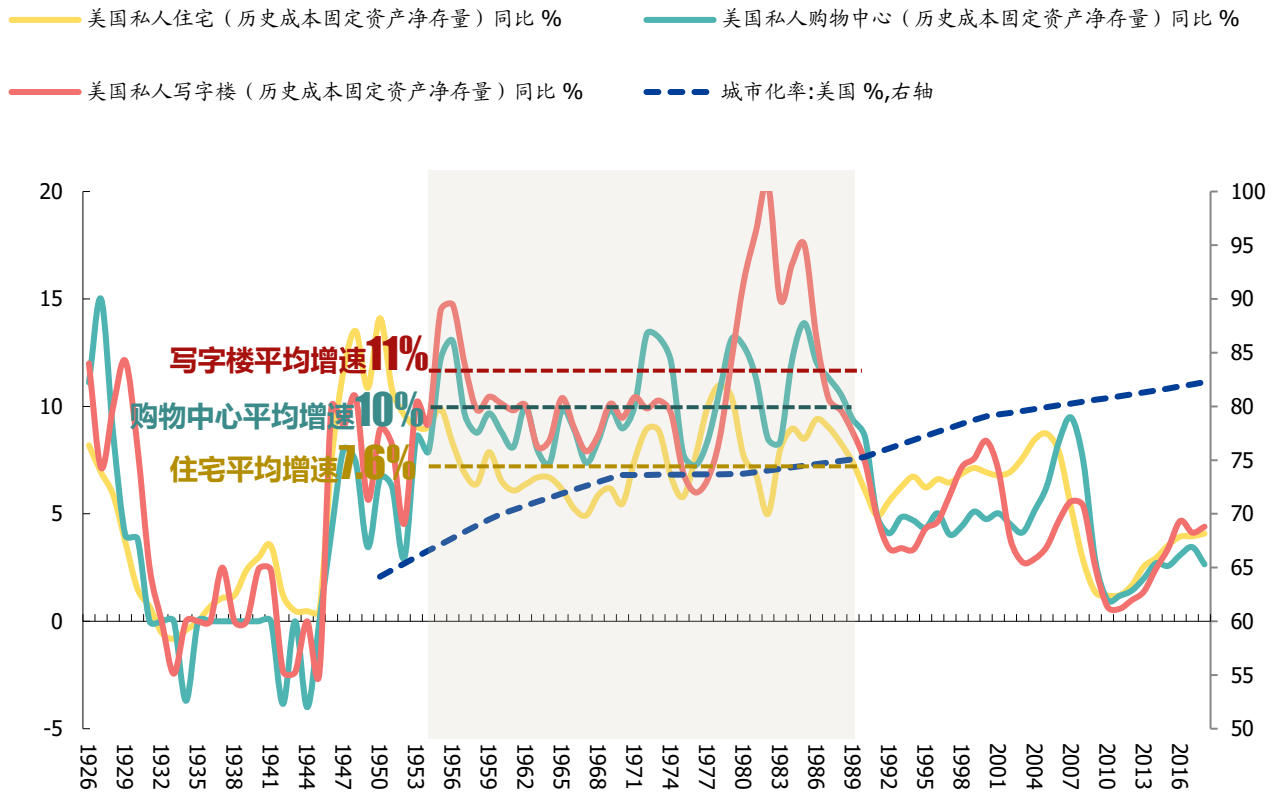
图表 16：世界主要国家城镇化率



资料来源：联合国，wind，国盛证券研究所

美国二战后经济发展迅猛，1950 年城市化率已经达到 64.15%，城市化在 1950-1989 的 39 年的时间里较快上升至 75.1%，上升了 11 个百分点。期间住宅固定资产投资净值（历史成本）平均同比增速达到 7.6%，好于 90 年代至今的水平。购物中心和写字楼的增长更加迅猛，固定资产净存量增速在长达 30 年的时期中均值分别达到 11% 和 10%，高于同期的住宅增长。这是由于城市化发展到中后期，服务业发展迅猛，取代工业成为城市的支柱产业。工业用地“腾笼换鸟”、“退二进三”，城市对商办物业的需求高增。核心城市中的核心商办物业资产的争夺成为房企下一个兵家必争之地。

图表 17: 美国城市化率 65%-75%阶段, 商办物业发展迅猛 (单位: %)



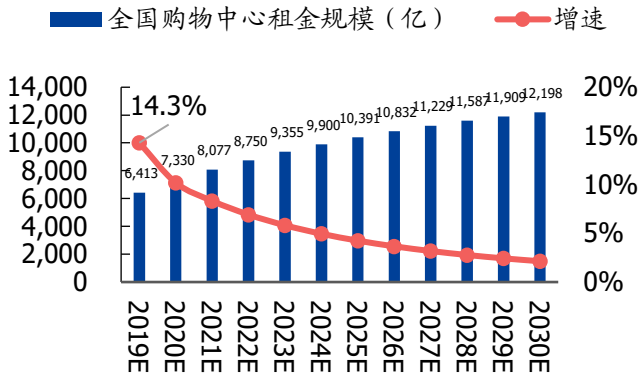
资料来源: wind,国盛证券研究所

2.2 购物中心市场: 竞争激烈、两极分化

2.2.1 行业空间及增速

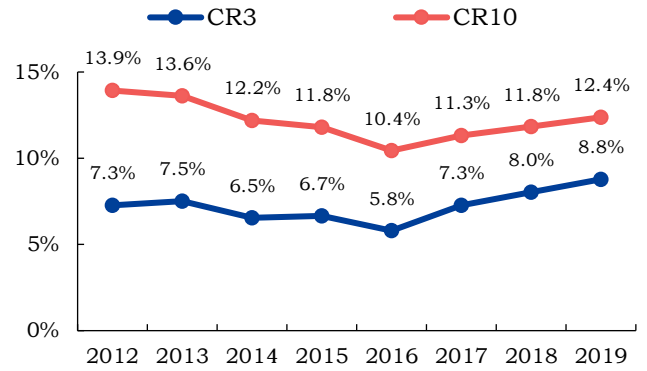
我国购物中心行业发展迅猛, 测算得出 2019 年我国全国购物中心租金规模约为 6413 亿元 (购物中心行业的详细研究可以参考本团队于 2020 年 3 月发表的《商业地产黄金赛道价值再发现--商业地产行业系列报告之一》。) 竞争格局仍十分分散, CR3 和 CR10 在 2019 年仅为 8.8%和 12.4%, 仍有较大的提升空间。

图表 18: 全国购物中心租金规模及增速



资料来源: 国盛证券研究所测算

图表 19: 购物中心租金收入集中度

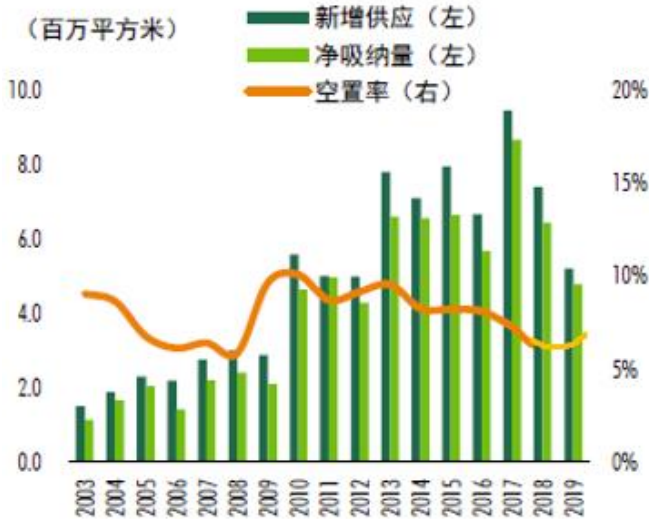


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

零售物业市场 2019 年新增供应至 519 万平方米, 年末全国整体空置率达 6.1%。但旧物业的歇业改造仍贯穿全年, 总计录得 89 万平方米的商业面积关闭。年轻世代和数字化运营大幅度推升中国内地奢侈品消费市场, 全年销售额增速 26%, 远高于全球的 4%, 但品牌展店计划仍趋于谨慎。

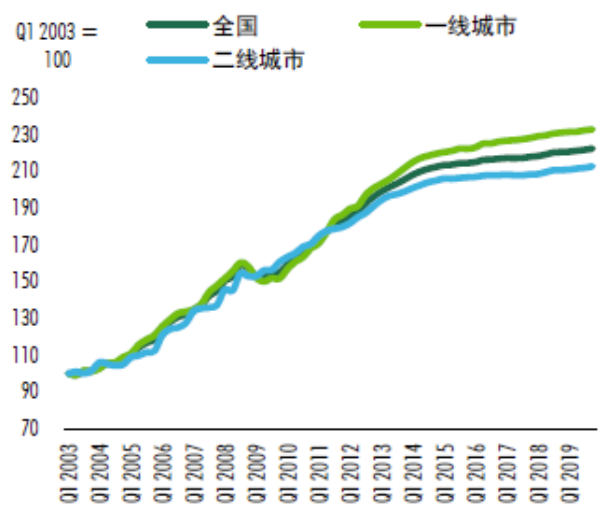
租金方面, 购物中心首层租金同比小幅上涨 0.8% 至每天每平方米 21.3 元。超过 60% 的中国首店位于京沪两个城市, 进一步推高了核心商圈和标杆物业的租金, 而优质项目的入驻带动包括南京、杭州、成都等核心二线城市整体租金增长领先于其他二线城市。

图表 20: 购物中心新增供应减少, 老项目空置率略升至 6.1%



资料来源: CBRE, 国盛证券研究所

图表 21: 购物中心首层平均租金 2019 继续平稳增长



资料来源: CBRE, 国盛证券研究所

2.2.2 购物中心在运营和产品力方面两极分化明显

仲量联行的研究数据显示, 我国已建成的购物中心中, 仅有 10%-15% 符合国际物业标准, 物业标准低劣、模式陈旧是很多购物中心项目的先天缺陷, 这与国际上高品质物业形成鲜明对比。

据搜铺网调查, 中国上市房企和普通企业运营的购物中心在运营效率上有较大差异, 上市房企运营的购物中心空置率仅有 5%, 与国际同行在同一水准, 而行业平均值约 9%。上市房企在招商、活动策划上也更有经验, 因而项目客流情况也好于行业平均水平, 约

为行业平均的 1.4-1.7 倍。搜铺网调查了 2015 年各细分业态商业地产的两极分化情况，发现购物中心行业 top30 项目的坪效可达 2 万元/m²/年，达到行业平均的 4 倍。

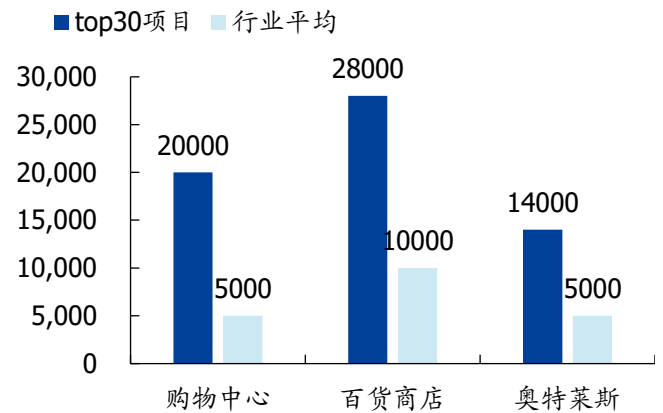
图表 22: 中国购物中心的上市运营商运营水平可以与国际同行对标，好于国内行业平均

不同购物中心运营商带来的运营结果差异

	上市房企	行业平均	国际同行
空置率	<5%	9%	<5%
年均客流量	1400-1800万	1000-1100万	1000-2000万

资料来源: 搜铺网 2016, 国盛证券研究所
备注: 客流量与人口密度和商场大小有关, 新加坡大型商场客流量可达 2000 万, 美国和澳大利亚约 1000-1500 万人次。

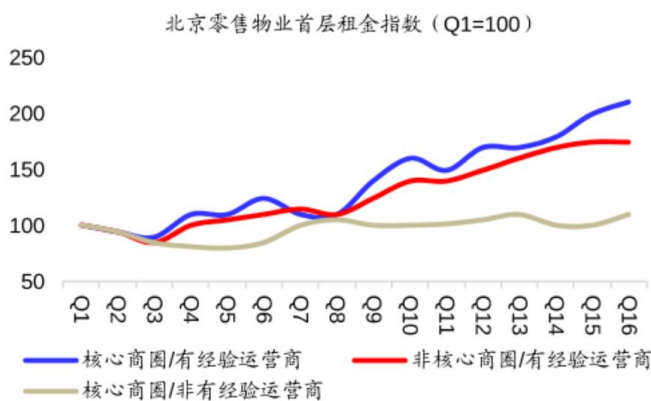
图表 23: 商业地产龙头企业坪效高于行业平均数倍(单位:元/年/m²)



资料来源: 搜铺网, 国盛证券研究所

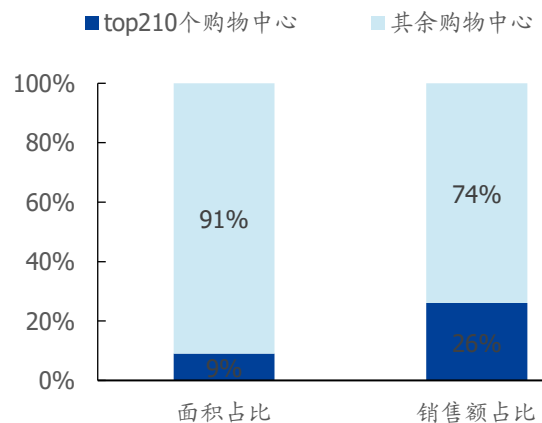
与空置率、客流量对应的便是租金水平, CBRE 统计了 16 个季度中有经验和没有经验运营商的购物中心在 2013-2016 年间的租金变化情况。结果显示, 无论是在核心还是非核心商圈, 有经验的运营商的购物中心租金增长都好于核心商圈的无经验运营商购物中心。这一组数据充分地显示了品牌运营商招商、运营能力所创造的价值, 购物中心租金并不完全取决于地段。

图表 24: 北京有经验运营商零售物业租金显著跑赢其它同行



资料来源: CBRE, 国盛证券研究所

图表 25: 2016 年 top210 购物中心占 9% 的面积, 贡献 26% 的销售额



资料来源: 搜铺网, 国盛证券研究所

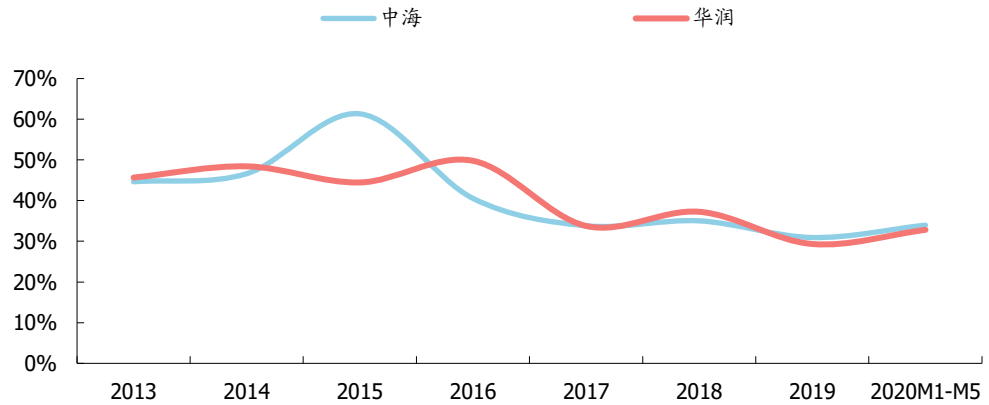
2020 年疫情的爆发将不可避免地冲击零售市场, 施工和招商的短期停滞将很大程度地影响 2020 年新增供应, 对此, CBRE 预计超过 20% 的新项目将延迟入市, 全年新供应约为 650 万平方米。零售商短期内大面积的关店将拖累全年的销售额, 而购物中心业主也将面临商场停业和租金减免措施的租金损失。然而, 在疫情得到控制后, 预计下半年的购物中心租金有望随着消费迅速反弹。零售商的扩张计划将不可避免地有所延迟, 但与生存类消费密切相关的全渠道商户在此次疫情过后有望成为高速增长零售业态, 而可选消费相关的业态也将加速布局全渠道来增强消费者粘性。

2.3 运营时代的住宅开发何去何从？

2.3.1 存量时代住宅开发市场的毛利率与 ROE 趋势性下行

拿地毛利率下滑，压缩行业利润。随着房价上涨趋缓和重点城市严格限价政策的出台，房企新增项目的毛利率水平小于过往项目，利润率水平有所回调。经测算，华润 2013-2016 年的新获取项目的毛利率基本维持在 45%-50% 之间，2017-2018 年在 35% 左右，2019-2020 年基本在 25%-30% 之间。考虑到华润非公开渠道拿地比重较大，我们认为未来公司的新增土储毛利率下降的幅度将会低于行业平均下降的水平。

图表 26：华润、中海两个高利润率企业的新增拿地毛利率



资料来源：克尔瑞，国盛证券研究所测算

备注：第三方数据库收录的样本项目可能偏少，对结果产生影响

为了对高周转型龙头房企与独特拿地型龙头房企的 ROE 水平变化进行探讨，我们选取了 14 个有代表性的房企，其中高周转代表房企有碧桂园、绿地控股、新城控股、龙湖集团、旭辉控股、蓝光发展和荣盛发展，独特拿地型企业有中国海外发展、华润置地、世茂房地产、招商蛇口、滨江集团、大悦城和新湖中宝。整体上，高周转企业的 ROE 高于独特拿地型企业。在 2011-2014 年间，全国宏观调控力度加大，限价限购限贷政策陆续出台，压缩房企利润空间，在这个阶段房企主要通过高周转来维持增长，但是由于利润率大幅下行，行业 ROE 持续下降。2014 年中央出台一系列政策刺激房地产市场消费，调控重点转向保增长、扩内需、去库存。之后市场迅速回暖，房企利润率出现拐点，加上杠杆水平显著提高，共同驱动行业 ROE 上升。

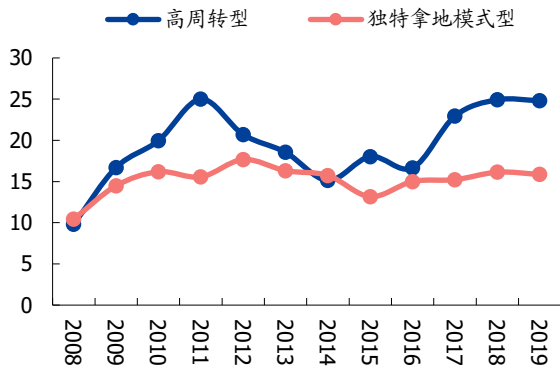
行业增速下行阶段，独特拿地型房企 ROE 或将迎来增长。在过去市场上行阶段，房地产行业以规模为导向，房企通过“杠杆拿地+高周转”的方式实现快速扩张，高周转型房企的 ROE 整体高于独特拿地型企业。如今行业结束粗放发展时代，步入增速下行阶段，一方面，销售增速趋势性下行，未来几年内去化周期可能延长，房企的周转率将很难大幅提升，反倒可能因为去化率降低而减小；另一方面，由于近年房企融资环境收紧，降杠杆是大势所趋，权益乘数可能下降。

行业未来 ROE 超预期的公司是利润率和杠杆下降程度小、周转率有提升空间的标的。

- (1) 利润率提升的 4 种主要方式：1. 粗放式管理到精细化运营，2. 融资成本下降明显，3. 城市深耕卓有成效减少销售管理费用，4. 资源获取不完全依赖公开市场。
- (2) 权益乘数下降程度小：1. 本身财务杠杆比较低，财务杠杆下降空间较小；2. 销售好于行业平均，经营杠杆（主要是预收账款）仍能维持一定增速。
- (3) 周转率有提升空间：管理提效型公司

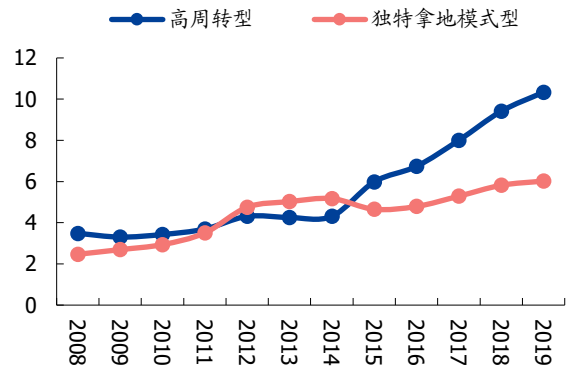
中长期能够稳定维持高 ROE 的房企，是能够持续获取优质土储提升市占率和拥有低成本融资能力的房企。其价值会被市场发现，实现估值修复。

图表 27: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的 ROE(%)



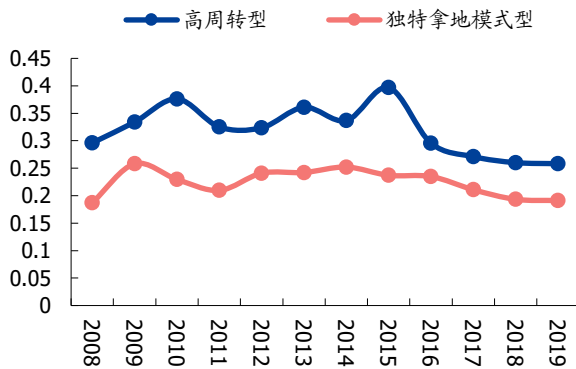
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 28: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的权益乘数



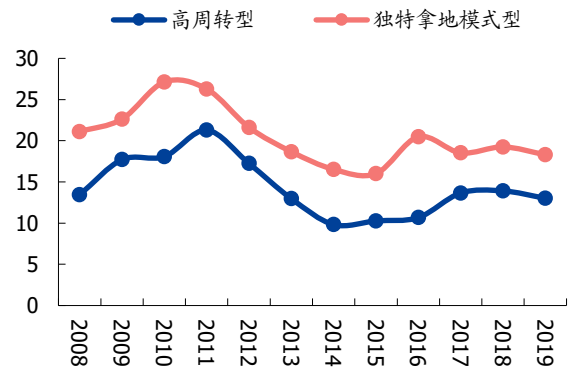
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 29: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的资产周转率



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 30: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的净利率(%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

2.3.2 如何持续拿到符合回报要求、超出行业毛利率均值的优质宅地?

(1) 城市运营逐渐由政府主导走向市场化, 有运营品牌优势的房企拿地优势明显。
随着城市化的快速发展、向郊区蔓延, 一方面优质住宅土地资源更加稀缺, 另一方面政府的城镇化考核指标更加细致, 开始注重质量、未来长期的运营效率, 使得**城市运营逐渐由粗放式的政府运作走向市场化**。这两种趋势相结合, 导致我国国有经营建设用地, 尤其是**优质宅地的使用权出让要求越来越高**, 对开发商的综合开发、尤其是公共及商业设施的运营能力提出了越来越高的要求。

图表 31: 优质宅地拿地要求变高, 城市运营走向市场化

时间	主要特征	政策变化	该阶段常见拿地附加条件
第一阶段 2004 年以前	草莽时代		土地出让不规范, 存在暗箱操作的风险
第二阶段 2004-2006 年	价高者得	2004 年 3 月, 国土资源部、监察部联合下发了《关于继续开展经营性土地使用权招标拍卖挂牌出让情况执法监察工作的通知》(即“71 号令”), 要求从 2004 年 8 月 31 日起, 所有经营性的土地一律都要公开竞价出让。	无
第三阶段 2006-2017 年	要求配建公共建筑并无偿返还或自持运营	2006 年年初, 国土资源部发布《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规范(征求意见稿)》, 其中提到“有条件的地方, 可以建立‘用地预审申请制度’制度。	配建保障房、租赁住房、幼儿园等并无偿返还政府。
第四阶段 2017 年以后	要求大型片区综合开发和代政府运营		大型(百万方以上综合用地)综合配建; 配建租赁住房并自持运营; 配建学校幼儿园并引入优质教育集团; 配建写字楼并招商 X 个世界 500 强企业; 配建体育馆并代政府运营, 自负盈亏。

资料来源: 国盛证券研究所整理

第一阶段 (2004 年以前): 发展初期。

我国尚未建立完善的土地出让制度, 国有经营建设用地使用权出让主要通过招标、挂牌、拍卖、协议四种方式出让。由于部分地方存在土地协议出让、权力寻租导致国有资产流失的现象, 国家开始研究出台更公平公开的土地出让制度。

第二阶段 (2004-2006 年): 价高者得阶段。

我国经营建设用地市场从 2004 年起正式进入招拍挂时代, 这个阶段, 土地获取主要靠举牌加价, 价高者得。2004 年 3 月, 国土资源部、监察部联合下发了《关于继续开展经营性土地使用权招标拍卖挂牌出让情况执法监察工作的通知》(即“71 号令”), 要求从 2004 年 8 月 31 日起, 所有经营性的土地一律都要公开竞价出让。也就是说, 在 2004 年 8 月 31 日之前, 各省区市不得再以历史遗留问题为由采用协议方式出让经营性国有土地使用权, 以前盛行的以协议出让经营性土地的做法被正式叫停。

第三阶段 (2006-2017 年): 要求配建和自持阶段。

2006 年开始优质宅地开始要求配建简单业态的公共和商业设施。并且开始有地块要求开发商的商业自持年限、招商引资规模, 提出更高要求。

2006 年年初, 国土资源部已经发布了《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规范(征求意见稿)》, 其中提到“有条件的地方, 可以建立‘用地预审申请制度’制度。单位和个人对具体宗地有使用意向的, 可以提出与预审申请, 并承诺愿意支付的土地价格。提出预审申请的单位和个人应当参加该宗地的招标拍卖挂牌出让活动, 且报价不得低于其承诺的土地价格”。2006 年 10 月深圳市公告全国首个在公开出让土地时规定配建公共租赁住房的地

块。随后全国各市效仿发展。2010年4月北京出台土地新规，规定土地出让不一定要“价高者得”，部分地块开发商需配建相应比例保障房。2011年5月杭州市推出的两块住宅用地要求配建10%的公共租赁住房。之后发展为要求配套学校、幼儿园、商业街、停车场、市政道路等各类公建，对开发商投资测算、规划建设、成本管控、商业综合能力提出新要求。

2006年至今也是我国商业地产蓬勃发展的阶段，政府为了引进优质运营者，出让的商业地块一般会搭配住宅地块共同出让，并要求竞得人大部分商业面积长期自持运营。彼时有经验的龙头商业地产运营者，凭借拥有品牌优势和商户资源优势，通过“用地预审申请制度”参与到地方政府重点打造的城市副中心建设当中，迅速完成了中国二三线城市优质板块的布局。

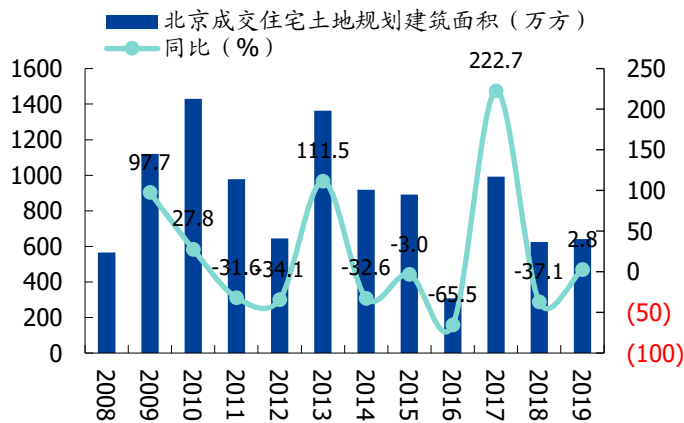
第四阶段（2017年至今）：综合开发、代政府运营阶段

2017年来，勾地出现新形势。商业综合体经历20年的蓬勃发展已在神州大地遍地开花，当前阶段政府单独依靠大型商业综合体塑造城市新中心已远远不够，还需要教育、文体、公园、医疗等综合配套的介入。对政府的城市操盘能力和运营阶段持续的财政投入提出了更高的要求。因而，政府希望引入的集片区规划、产业定位、开发建设、招商引资、持续运营等能力于一体的实力企业为其代建代运营，利用市场化自负盈亏的方式减少政府财政负担，同时通过多元化配套的导入和运营，塑造持续发展、有活力的城市新中心。这个趋势意味着，未来开发商综合开发运营的实力对于获取优质低价地块至关重要。

（2）城市更新、收并购、国企混改等方式也能获取优质土地资源。

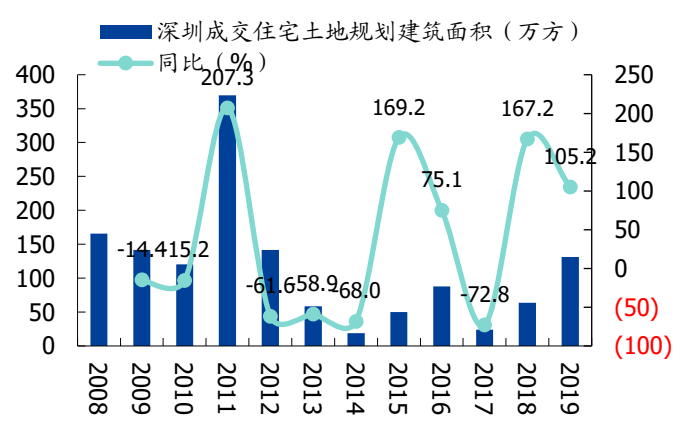
除了通过片区综合开发、代建代运营这种新趋势获得政府重点投入板块的优质宅地外，还可以通过城市更新的方式获取老城区核心地块。我国一线城市2010年以后进入存量时代，住宅用地成交建面绝对值在2009-2011年见顶。近十年成交水平与上一个十年相比，负增长趋势明显，深圳最为突出。

图表 32: 北京住宅用地出让面积及同比



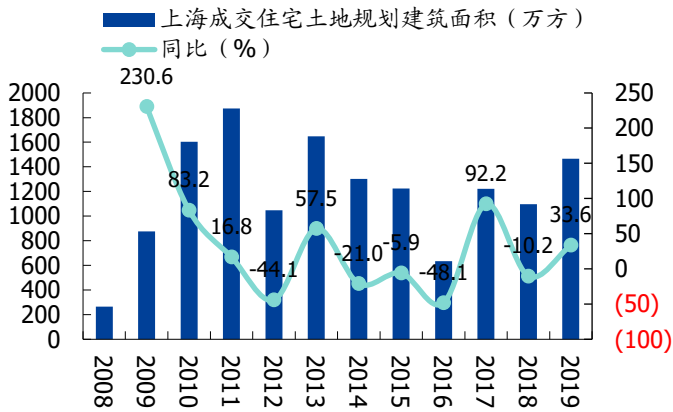
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 33: 深圳住宅用地出让面积及同比



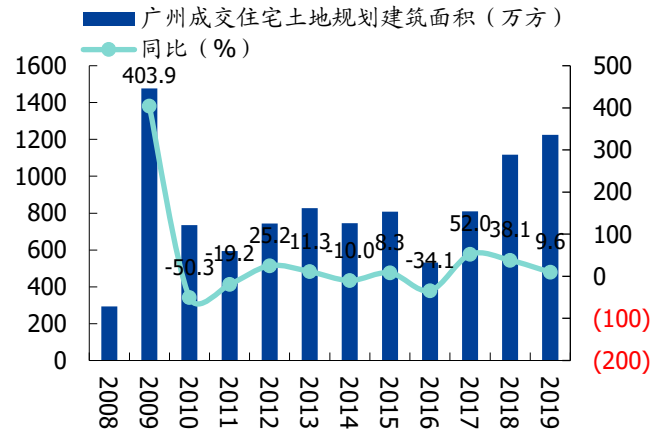
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: 上海住宅用地出让面积及同比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

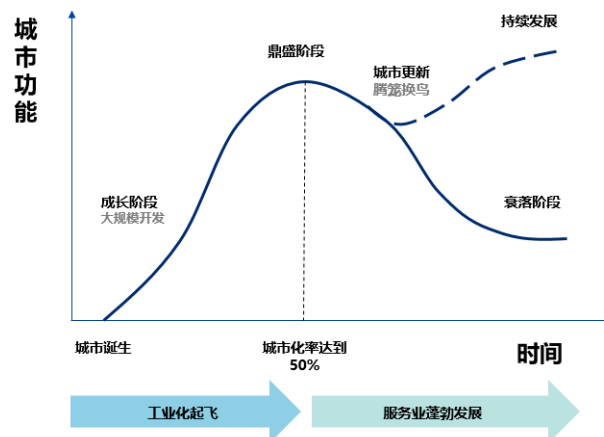
图表 35: 广州住宅用地出让面积及同比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

城市建设面积有限, 城市需要通过城市更新实现核心地段的板块升级。**1、产业升级:** 因为城市化初期往往依靠工业集聚带动人口集聚, 而发展后期服务业占比显著提升, 城市核心区土地性质需要从工业向商办发展, 即“退二进三”, **2、土地使用效率提升:** 容积率也需要提升, 实现土地使用效率和城市土地价值的提升; **3、消费升级的趋势下,** 居民生活环境和城市面貌同样也需要提升, 如需要拆除城中村、旧房、危房等。这些需求为拥有城市更新能力的开发商带来获取核心地块的机会。

图表 36: 城市发展阶段



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

b.除城市更新外, 房企还能通过参与国企混改、收并购获取土地。 地方国企和地方实业企业往往拥有城市核心区未开发的土地, 通过与这些企业股权合作或者收并购, 也能够获取优质土储。

三、运营业务: 2+X 战略下, 运营品牌矩阵加速形成, 商业、文体优势明显




3.1 万象城: 稀缺的内陆运营商的高端商场, 招商和品牌优势突出

以“万象城”为代表的购物中心业务是华润置地投资物业中的明星业务, 贡献了公司 76% 的投资物业收入和 72% 的投资物业公允价值。

3.1.1 公司购物中心的护城河: “万象城”品牌优势

公司购物中心有两大产品线，分别是万象城（大型城市综合体，含万象天地 mall+潮流街区子品牌）、五彩城/万象汇（区域商业中心）。

图表 37: 公司购物中心主要产品线

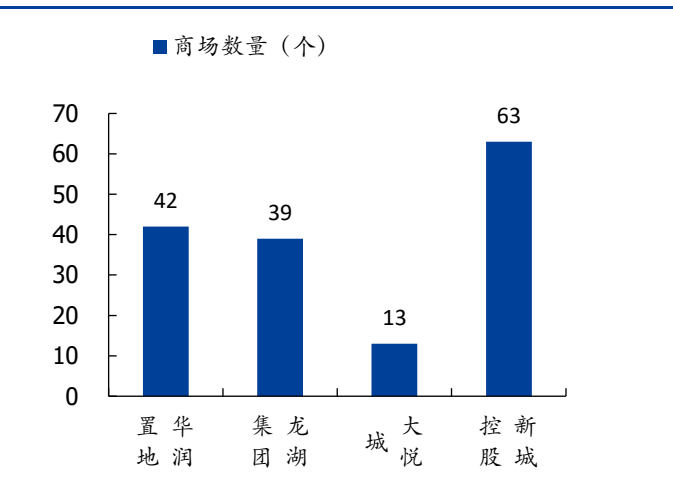
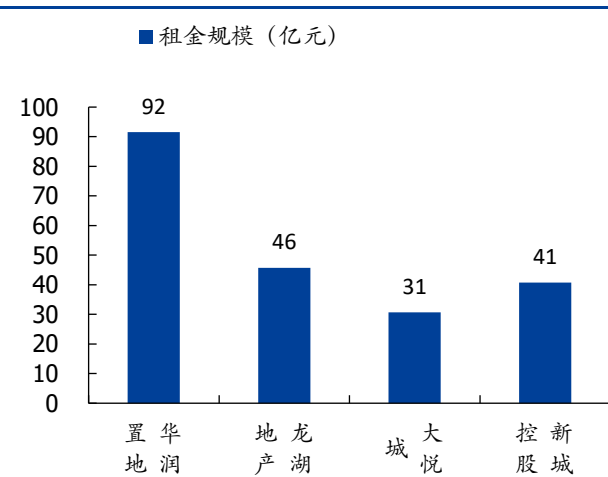
	特点	布局城市	代表作	体量	定位
万象城	 大型城市综合体	上海、深圳、杭州、沈阳、成都、南宁等	深圳万象城	25万以上	定位为“高端”商业项目，主要分布在一线城市及省会城市的核心区域，购物中心定位为全客层一站式国际化购物平台
万象汇/五彩城	 区域商业中心	北京、合肥、成都、武汉、泸州、桂林等	杭州萧山万象汇	20万左右	定位为“中高端”商业项目，主要分布在一线城市的区域中心或二三线城市的核心地段。定位为家庭购物体验中心，客群覆盖全年龄客层，以大而全的大众化业态为主。
万象天地	 mall+街区	目前仅深圳	深圳万象天地	23万方	定位为兼具人文艺术商业的“漫步式城市创作空间”，打破传统购物中心“大盒子”思维，形成“街区+mall”的创新建筑形态

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

华润置地租金规模位列行业前列且保持较高的增长速度，在 2015 至 2019 年实现年复合增长率 21%。从商场数量来看，2019 年华润置地 8 个新开业项目和 3 个重装开业项目如期开业，总共在营项目 61 个，其中自持 42 个。项目总数仅次于万达广场和新城控股。

图表 38: 龙头公司 2019 年购物中心租金规模对比（剔除办公酒店等）

图表 39: 龙头公司 2019 年末在营商场数量对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在 2019 年全国购物中心销售百强中，华润置地在深圳、沈阳、南宁、青岛、合肥等城市购物中心销售额排名第一，在杭州、重庆、成都、厦门等城市也到达排名前三。说明华润置地购物中心在赚钱能力方面持续领先。

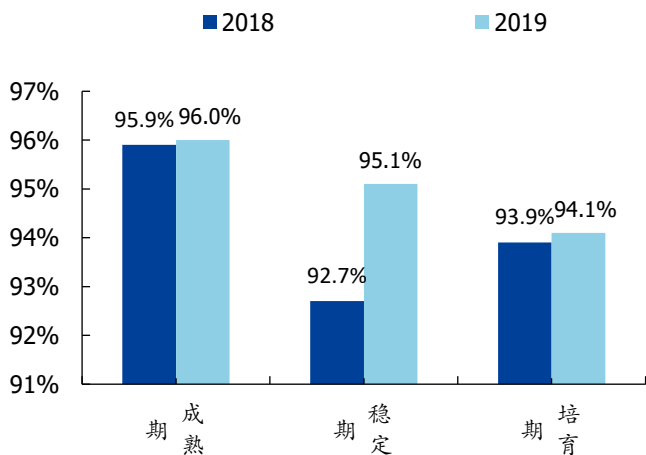
图表 40: 2019 年全国购物中心销售百强华润项目排名

城市	项目名称	零售额排名	零售额	业绩亮点
深圳	深圳万象城	第一	90 亿	
	深圳万象天地	第三	38.5 亿	首破 30 亿
沈阳	沈阳万象城	第一	55 亿	首破 50 亿
南宁	南宁万象城	第一	46 亿+	首破 40 亿
青岛	青岛万象城	第一	28 亿	首破 30 亿
合肥	合肥万象城	第一	20 亿左右	首破 20 亿
杭州	杭州万象城	第三	45 亿	
重庆	重庆万象城	第三	30 亿	
成都	成都华润万象城	第三	29 亿	
厦门	厦门万象城	第二	25 亿	首破 20 亿

资料来源: 新商网《2019 年全国购物中心销售百强排行榜》、国盛证券研究所

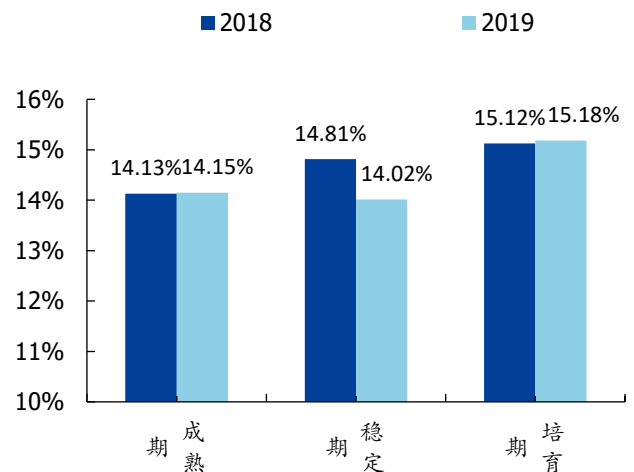
从出租率和租售比同行对比数据来看, 公司购物中心出租率略低于新城吾悦广场、龙湖天街和大悦城, 原因是公司物业组合中较多的新开业商场首年平均出租率较低所导致。公司租售比 14.2%, 位于行业前列 (行业租售比约在 10-18%), 亦略微低于龙湖和大悦城, 仍有上升空间。

图表 41: 公司各阶段购物中心出租率



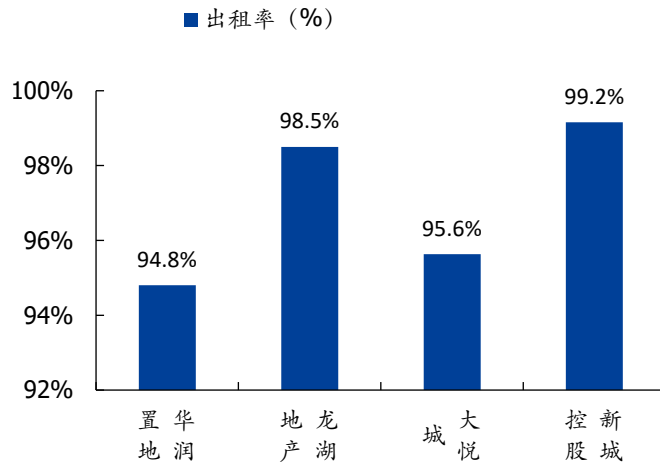
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 42: 公司各阶段购物中心租售比



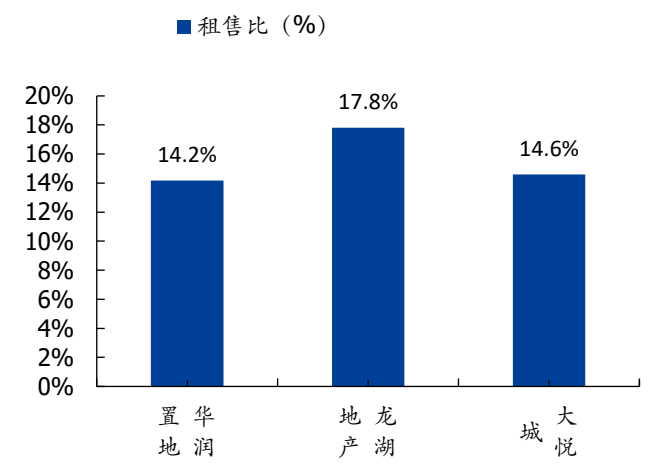
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 43: 公司及行业出租率对比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 44: 公司及行业 2019 年租售比对比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

目前, 华润置地已有 **4000** 余个合作品牌, 是国际品牌在国内业务最大的业主方。也是国际奢侈品在内地合作项目最多的开发商。奢侈品在中国内地的销售额增速在 17-18 年达到 20% 左右, 是线下零售领域增长最为迅猛的细分板块 (奢侈品内地销售情况分析详见本团队 3 月发表的商业地产行业报告)。而奢侈品品牌由于开店极为谨慎, 只会选择城市中最具人气、运营最佳的项目合作。

万象城与 LV 合作项目数量为内地第一名。我们以顶级奢侈品 LV 在中国的门店为例进行分析, LV 至 2020 年一共在内地 38 个项目有门店 (不含免税店、同项目的男女士区、鞋履区合并计算为一个门店), 其中华润置地和九龙仓分别有 5 个合作项目, 并列第一。恒隆集团和 SKP 百货分别合作 2 个项目, 并列第二。中国国贸、金融街、新鸿基、银泰百货各有一个合作项目。其余门店则主要入驻各城市本土开发商开发的核心商圈项目。九龙仓是香港海港城、时代广场的开发运营商, 也是高端商业地产的标杆, 万象城与 LV 合作数量不输九龙仓, 体现了“万象城”这一购物中心品牌在奢侈品行业中的地位。

奢侈品的深度合作是购物中心行业中重要的差异化竞争优势, 使得华润的购物中心在海量供应中脱颖而出。与奢侈品牌的强强联手成为了“万象城”的活招牌, 给商场带来人气, 也给轻奢和时尚零售品牌的招商带来巨大优势。大部分万象城都有待进入品牌在排队, 在零售趋势变化迅速的时代, 拥有备选品牌意味着在调租时有充足的底气, 不用担心租户品牌调整时会面临高空置率。

图表 45: LV 境内入驻门店中华润置地与与九龙仓项目最多

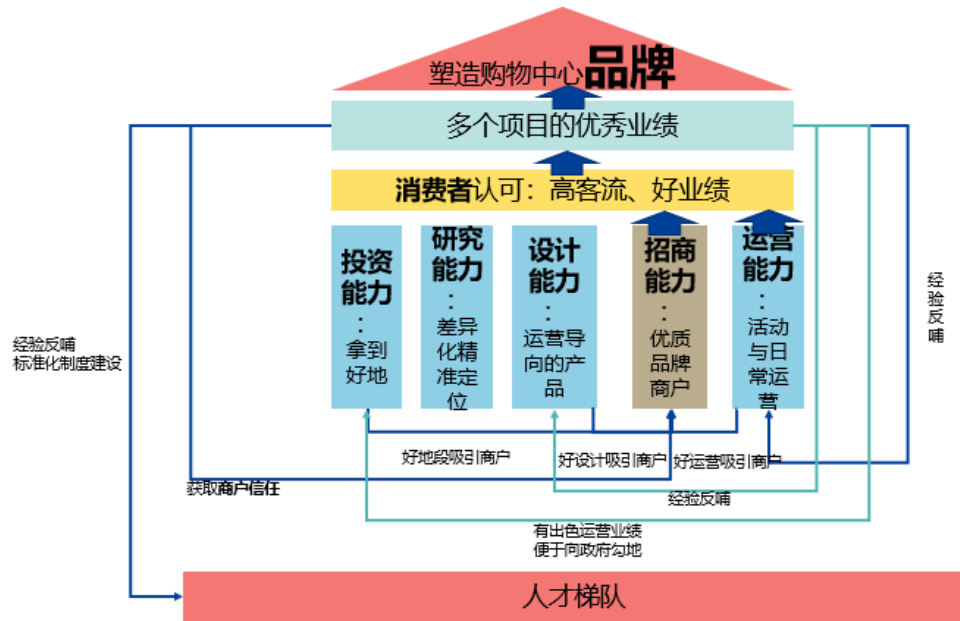
LV境内入驻项目	华润置地	九龙仓	恒隆集团	新鸿基	金融街	中国国贸	银泰百货	SKP (百货)
路易威登之家 上海恒隆店				1				
路易威登 上海国金中心店					1			
路易威登 上海尚嘉中心店								
路易威登 上海港汇恒隆店				1				
路易威登之家 北京国贸店						1		
路易威登 北京SKP南馆店								
路易威登 北京金融街店					1			
路易威登 北京王府井店								
路易威登 北京大兴国际机场								
路易威登 深圳华润中心万象城店		1						
路易威登 杭州万象城店		1						
路易威登 杭州湖滨银泰店								1
路易威登 杭州大厦购物中心店								
路易威登 广州太古汇店								
路易威登 成都仁恒置地广场店								
路易威登 成都国际金融中心商场店			1					
路易威登 南京德基广场店								
路易威登 武汉国际广场店								
路易威登 苏州美罗百货店								
路易威登 重庆时代广场店			1					
路易威登 重庆IFS女士店			1					
路易威登 沈阳卓展购物中心店								
路易威登 沈阳万象城店		1						
路易威登 哈尔滨卓展购物中心店								
路易威登 济南美和购物中心店								
路易威登 长春卓展购物中心店								
路易威登 昆明金格百货时光店								
路易威登 青岛海信广场店								
路易威登 长沙国金中心店			1					
路易威登 合肥银泰中心店								1
路易威登 大连时代广场店			1					
路易威登 宁波和义大道购物中心店								
路易威登 西安SKP女士店								
路易威登 石家庄开元花园先天下购物中心店								
路易威登 天津万象城店		1						
路易威登 无锡八佰伴旗舰店								
路易威登 厦门万象城店		1						
路易威登 郑州丹尼斯大卫城店								
境内总入驻项目数38 (同项目男女士区、鞋履区合并为1个)	5	5	2	1	1	1	1	2

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

购物中心竞争优势构建过程是一个环环相扣、自我加强的闭环。

如前文所述, 不同于十年前土地相对稀缺、品牌商遍地开店的时代, 购物中心已经进入同质化竞争非常激烈的阶段, 购物中心项目数量增速多、品牌扩店计划有限, 造成了优质品牌资源的相对稀缺, 自带流量的知名品牌对购物中心开业成功和持续吸引客流至关重要。另一半则是依靠对项目周边客群需求的精准定位和项目运营, 这与拿地能力、运营能力和品牌影响力又又息息相关。拿地、产品设计、招商、运营缺一不可地奠定了优秀业绩的基础, 而历史业绩的优秀奠定了购物中心品牌在商户品牌和消费者心中的地位, 塑造了品牌价值、构筑了核心竞争力。整个竞争力的构筑过程环环相扣、自我加强。因而对于因而运营商来说, 找到好的切入点很重要。

图表 46: 购物中心行业的品牌和竞争优势塑造流程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

华润置地竞争优势构筑的破局点则是始于一次天时地利人和:

天时: 21 世纪伊始, 有着 500 亿港元资产的华润集团正在酝酿深刻的转变, 即从传统的外贸企业向多元化实业企业转变, 从典型的香港本地企业向“立足香港、面向内地”的双栖企业转变, 从计划经济和国有企业色彩浓厚的老式企业向真正同国际接轨的、严格按市场经济规律办事的、改革开放的、国有控股但股权多元化的新式企业转变。华润集团新一届董事会经过认真细致的研讨, 提出要打造以“业绩第一”为导向的学习型企业, 用三至五年时间, 主要面向中国内地, 再造一个华润, 即实现资产规模和盈利水平的翻番。正是在这样一个特殊的背景下, 华润集团董事会断然决定在深圳做一次大型商业地产的大胆尝试。彼时购物中心市场方兴未艾, 中国高端消费市场酝酿着冲劲, 竞争却并不激烈, 地价也不如今天这样昂贵, 此乃天时。

地利: 2002 年 10 月, 由香港华润集团投资 40 亿港元开发的华润中心在罗湖奠基。该项目是深圳有史以来规模最大的综合性商业建筑群。该项目区位佳、规模大、市场关注度极高, 有一战成名的机会。此为地利。

人和: 该项目操刀人就是年轻的吴向东, 其在接受采访时讲了一个招商“小故事”: 当万象城还在纸上的时候, 他们到法国去拜访著名奢侈品集团路易威登 LVMH, 可是求告无门, 还是通过中国驻法国大使引见, 才见到路易威登的相关负责人。可见顶级的招商还需要强大的集团人脉资源。彼时的吴向东 (后来的华润置地董事会主席) 从清华毕业加入华润 7 年, 在考察了大量欧美高端购物中心后, 正打算撸起袖子大干一场, 给自己定下不能成功开业就辞职的军令状, 团队士气高涨。这是人和。

华润集团对其首个购物中心万象城注入了大量的资金、人力资源, 为华润置地的“万象城”品牌提供了不可或缺的支持。2004 年, 万象城在担心和质疑声中如期开业, 一“炮”走红, 人流如织, 持续至今, 成了深圳时尚潮源地, 新商业中心。2005 年, 诞生仅一年的万象城已成为深圳商业地产及商业零售的代表作品。青岛、大连、武汉、成都、沈阳等多个城市的领导到万象城考察完后, 热情邀请华润去开发类似的购物中心。“万象城”品牌成功的走出深圳, 走向全国, 成了高端商业的代名词。同年, 华润集团将北京华润大厦、深圳华润中心、上海华润时代广场注入华润置地上市公司平台。

至此, 华润置地完成了自己在购物中心领域竞争优势中最重要的一环: 品牌塑造。不仅如此华润置地是该领域较早的进入者, 还形成了一定的先发优势。品牌优势和先发优势叠加, 再加上集团协同优势、海外上市平台低廉的资金成本优势, 为后期华润置地的商户资源、运营经验、人才优势奠定了基础。

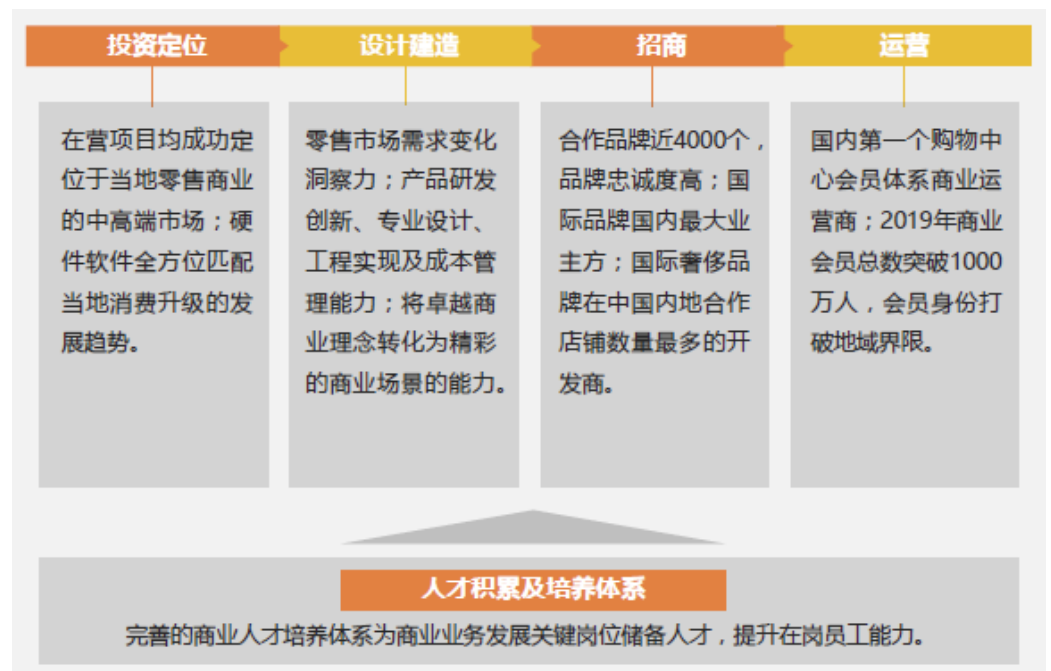
打造了“万象城”这一城市中心级高端重奢购物中心品牌后，华润置地孵化了“五彩城”、“万象汇”、“万象天地”等产品，定位为中高端/年轻潮流的区域级购物中心。至此完成了“万象系”的多层次产品线，并迅速向全国扩张。至2019年已运营61个购物中心，其中万象城25个，自持万象汇17个，含轻资产管理项目19个。

图表 47: 华润置地“万象系”品牌矩阵的形成构筑了竞争优势且具有较高门槛



资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

图表 48: 购物中心全价值链专业能力

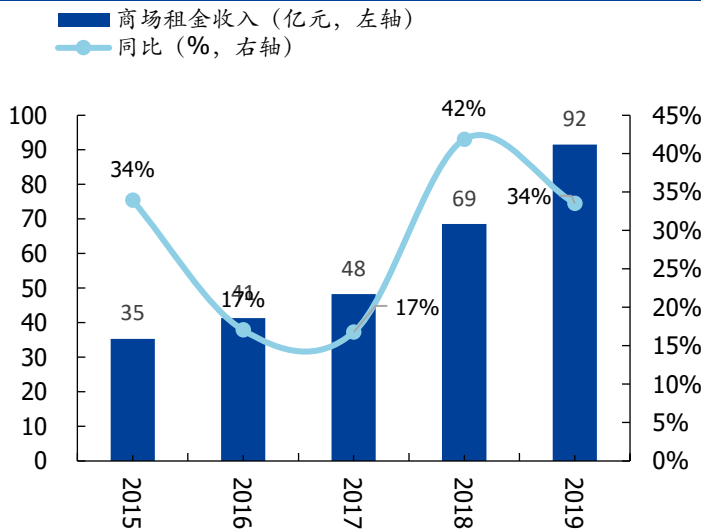


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.1.2 丰富土储和不断新增项目获取支撑未来购物中心租金增速

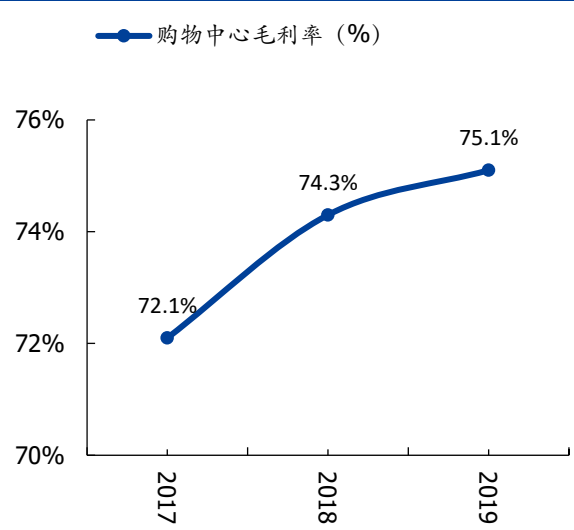
由于近两年 a) 新开业商场数量较多和 b) 老项目较高的同店增速，公司 18、19 年购物中心租金收入增速分别为 42% 和 34%。2019 年，公司购物中心租金收入达到 92 亿元，毛利率水平同比上升 0.8% 至 75.1%。

图表 49: 公司购物中心租金收入及同比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

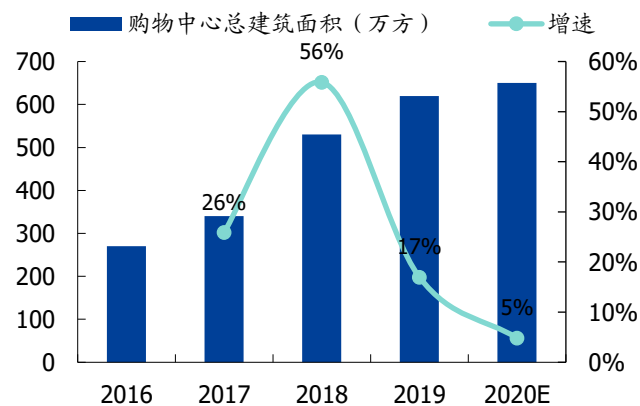
图表 50: 公司购物中心毛利率水平



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

a) 公司的新项目的开业强力驱动购物中心租金高增。公司 2019 年新开业了 10 个购物中心，其中万象城、万象汇 8 个。2019 年已开业购物中心建面达 620 万方，增长 17%，公司 2020 年计划开业成都万象城 2 期及 3 个轻资产项目，预计已开业购物中心建面增长 5%。

图表 51: 购物中心总建筑面积及增速 (含轻资产)



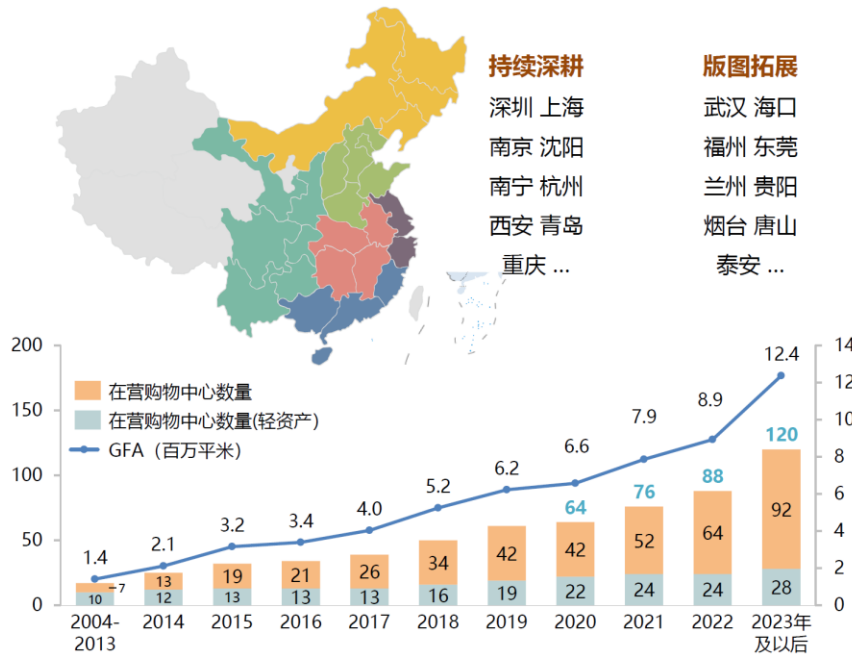
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2021 年及 2022 年公司分别计划新开业 13 个和 12 个项目。公司在售储备项目充足，可为未来投资物业扩张提供动力。

图表 52: 公司购物中心开业计划

2020-2022年购物中心开业计划

商业版图拓展 + 核心城市深耕

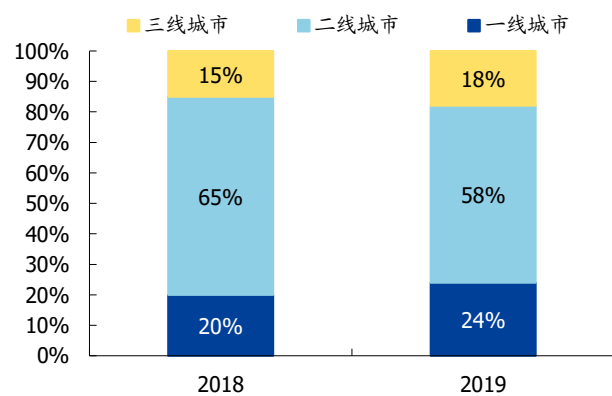


万象城	万象汇或其他
2020下半年	
成都万象城二期	宁波万象汇 (7月已开业) 沈阳长白万象汇 杭州东站万象汇
2021年	
汕头万象城 宁波万象城 西安万象天地 泰州万象城二期 兰州万象城	深圳万象前海 贵阳万象汇 重庆大渡口万象汇 南宁五象万象汇 南宁中山路万象汇 烟台万象汇 南昌万象汇 南京桥北万象汇
2022年	
武汉万象城 上海万象天地 南京万象天地 福州万象城 海口万象城	唐山万象汇 沈阳皇姑万象汇 深圳笋岗万象食家 东莞松山湖万象汇 泰安万象汇 汕头万象汇 青岛崂山万象汇

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司投资物业的未开业土地储备中, 一二线城市面积占比 82%, 区域以华东、华北、华南区域为主。

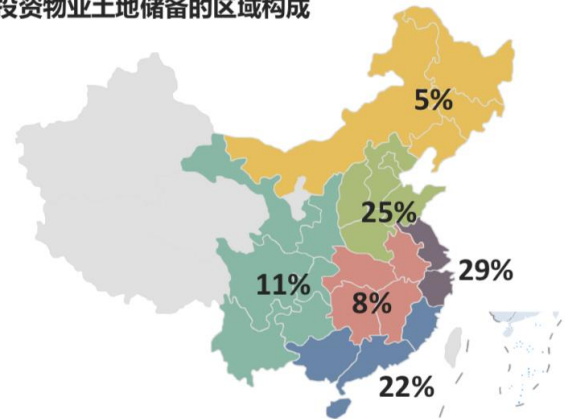
图表 53: 投资物业土地储备按城市能级面积分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 投资物业土地储备按区域面积分布

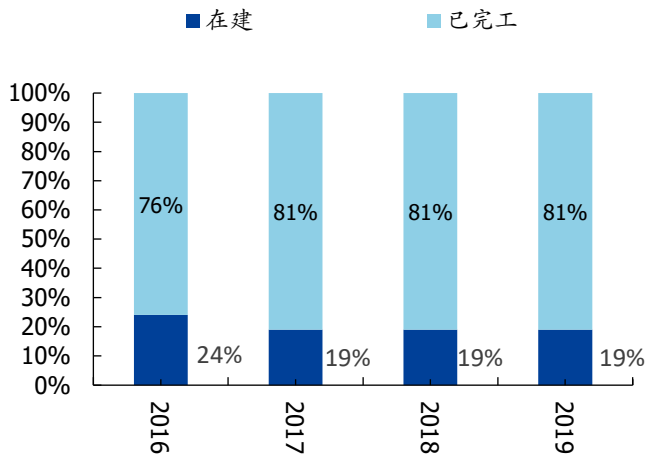
投资物业土地储备的区域构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

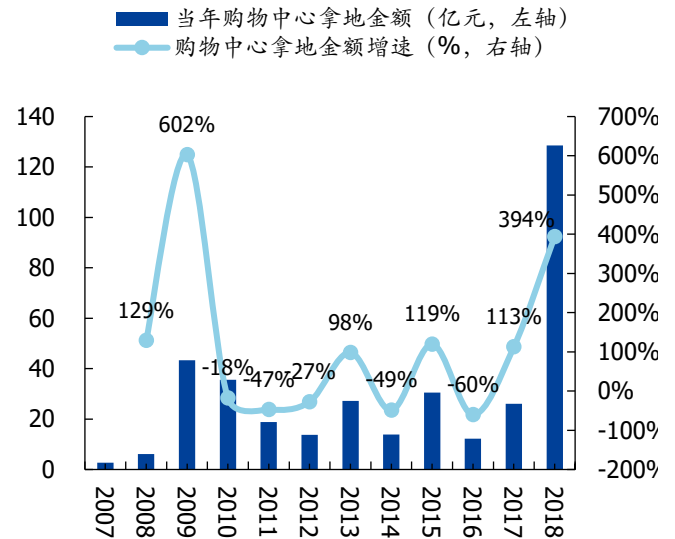
除了已拿地土储支撑公司购物中心规模短期发展外, 公司每年保持一定的投资强度, 每年的投资物业公允价值中有 20%左右属于在建。每年总拿地金额的 10%用于投资物业, 约 2-10%用于投向购物中心 (公司还有其它投资物业)。公司 18 年投资强度较大。19 年公司成功获取北京 3 个优质商业项目, 深圳 1 个优质商业项目。为未来提供充足土储。

图表 55: 公司投资物业公允价值按在建/已完工比例



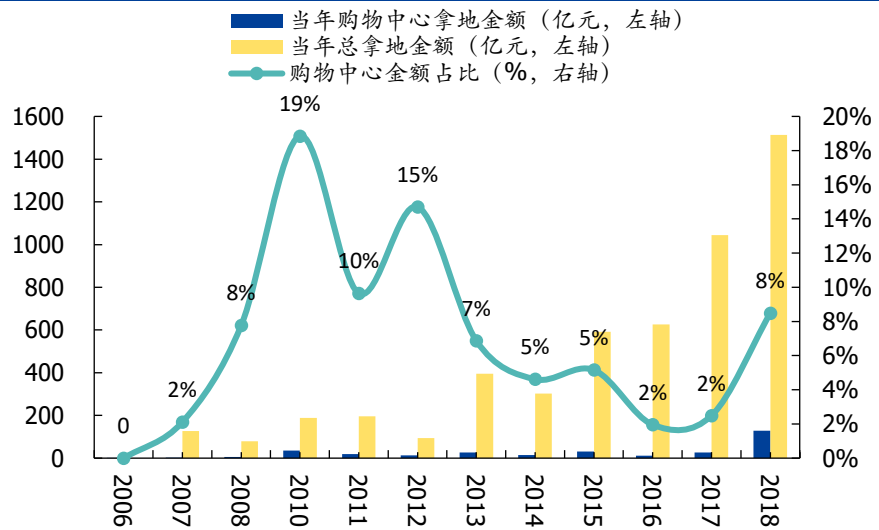
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所测算

图表 56: 购物中心拿地金额增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所测算

图表 57: 购物中心权益拿地金额占当年权益拿地金额比例



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所测算

3.1.3 优良布局和运营能力支撑租金持续增长, 5年以上老店同店增速达 10%

除了新开业项目不断贡献租金增长, 同店项目租金增速也十分亮眼。2019 年末公司培育期 (开业 1-2 年的) 13 个万象城和 9 个万象汇, 贡献了 30.42 亿租金, 同比高增 137.7%, 占比 33%, 较 18 年提升 14 个百分点。稳定期 (开业 3-5 年) 的 6 个万象城和 4 个万象汇, 19 年贡献租金 22.26 亿, 增长 17.5%, 成熟期 (开业 5 年以上) 的 6 个万象城和 4 个万象汇, 19 年贡献租金 40.55 亿, 同比增长 10.3%。

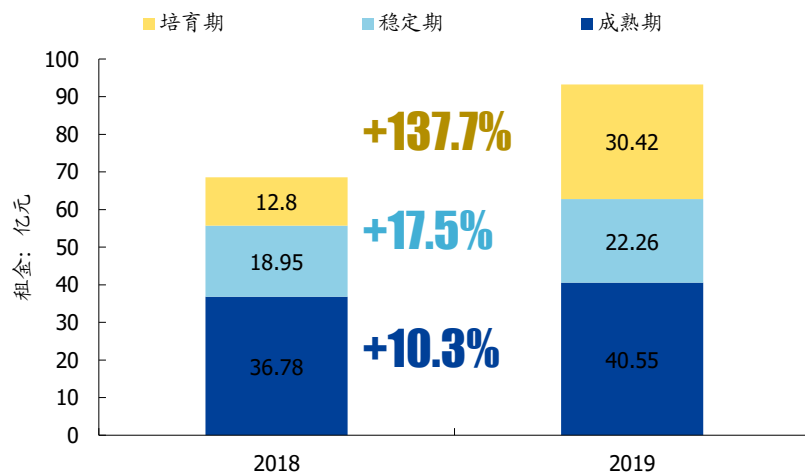
图表 58: 不同阶段购物中心的租金增速

购物中心分类回报情况	成熟期			稳定期			培育期		
开业时间	5年以上			3-5年			1-2年		
资产组成	6万象城 + 4万象汇			6万象城 + 4万象汇			13万象城 + 9万象汇		
	FY19	FY18	变化	FY19	FY18	变化	FY19	FY18	变化
租金收入总计 (人民币 百万)	4,055	3,678	10.3%	2,226	1,895	17.5%	3,042	1,280	137.7%
平均出租率	96.0%	95.9%	0.2 pt	95.1%	92.7%	2.4 pt	94.1%	93.9%	0.3 pt
毛利率	80.8%	80.6%	0.2 pt	70.2%	66.0%	4.2 pt	71.0%	68.4%	2.6 pt
平均成本回报率	33.4%	31.1%	2.3 pt	13.1%	11.2%	1.9 pt	14.6%	12.9%	1.7 pt
零售额总计 (人民币 百万)	28,666	26,036	10.1%	15,882	12,794	24.1%	20,038	8,464	136.7%

本页所有数据均包含上海万象城 (非并表项目)。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 59: 不同阶段购物中心同店租金 (亿元) 及同店租金增速 (%)

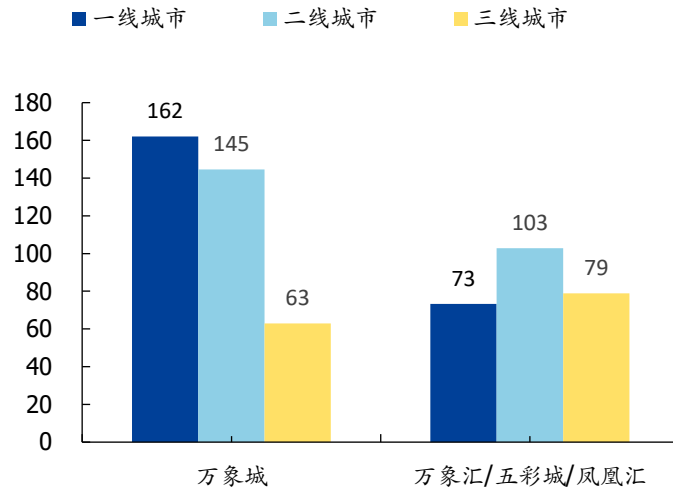


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

华润商业布局模式是聚焦一二线核心城市, 实现核心城市深耕和品牌影响力打造。同时, 透过管理输出将“万象”品牌影响延伸到部分西部城市 (兰州万象城) 和三、四线城市。并通过“1 个万象城+多个万象汇”模式深耕当地市场, 强化当地市场的品牌优势。例如, 在上海、深圳、合肥、沈阳、重庆、杭州等重点城市均为该模式布局。

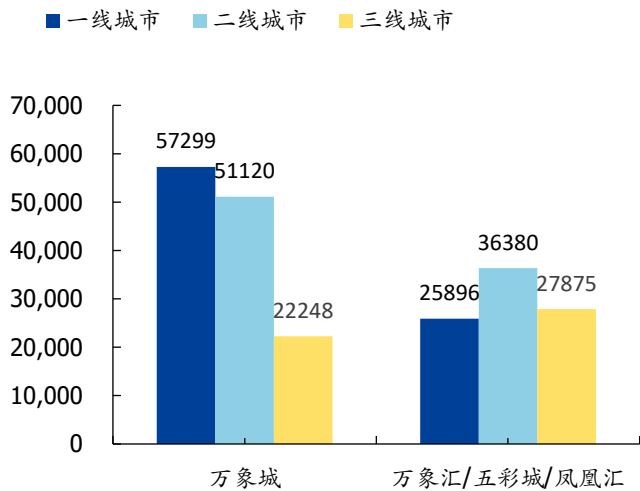
我们用一些大数据手段来观测华润万象城和万象汇/五彩城/凤凰汇等系列购物中心企业在各线城市项目的周边人口规模和密度情况。在一二线城市中, 万象城项目分布在人口规模和密度相对较大的区位, 平均人口密度分别达到 5.73 万人/平方公里和 5.11 万人/平方公里, 而万象汇等项目则分布在人口规模和密度相对较小的区位, 平均人口密度分别为 2.59 万人/平方公里和 3.64 万人/平方公里, 呈现一线城市低于二线城市的情况, 说明万象汇等项目在一线城市仅作为区域中心的角色, 而非位于市区核心。而在三线城市, 万象汇等项目的平均人口密度为 2.79 万人/平方公里, 大于万象城项目的平均人口密度 2.22 万人/平方公里。

图表 60: 公司分类型项目分城市 3 公里半径内人口规模 (万人)



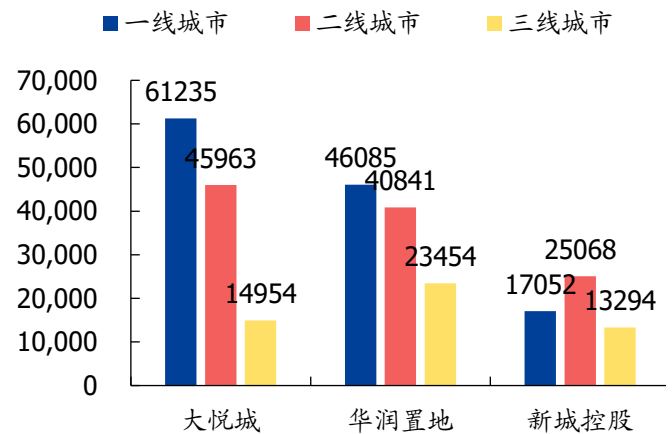
资料来源: 公司公告, 高德大数据, 国盛证券研究所

图表 61: 公司分类型项目分城市 3 公里半径内人口密度 (人/平方公里)



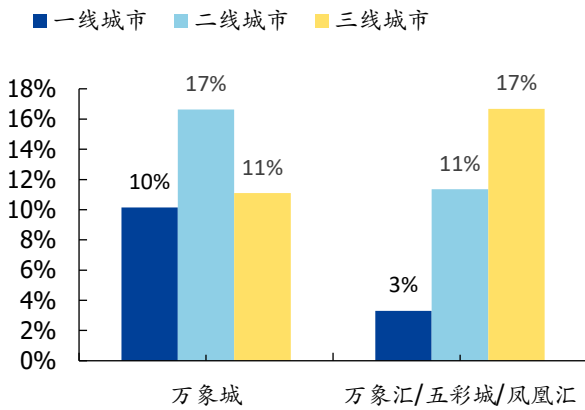
资料来源: 公司公告, 高德大数据, 国盛证券研究所

图表 62: 公司项目 3 公里半径内人口密度 (人/平方公里)



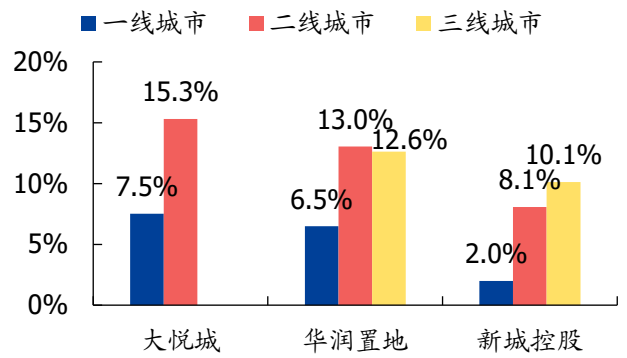
资料来源: 公司公告, 高德大数据, 国盛证券研究所

图表 63: 公司分类型项目分城市 3 公里半径内人口数占全市比例



资料来源: 公司公告, 高德大数据, 国盛证券研究所

图表 64: 公司项目 3 公里半径内人口数占全市比例



资料来源: 公司公告, 高德大数据, 国盛证券研究所

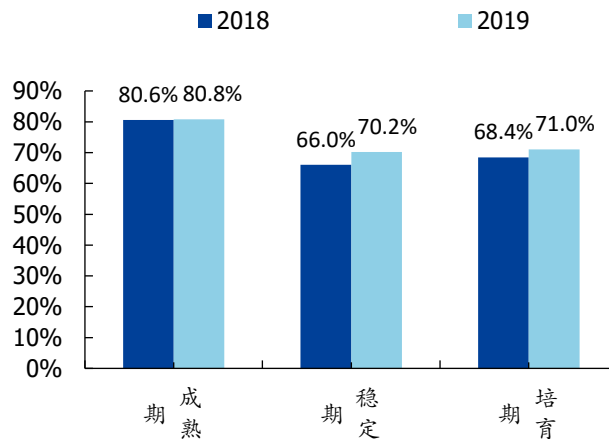
从项目紧邻地铁站情况看, 我们定义地图导航商场至最近地铁站默认驾车时间小于 5 分钟的为紧邻地铁站。万象城紧邻地铁站项目占比较高, 占比 50%, 而万象汇等项目紧邻地铁站项目占比略低于万象城, 占比 41%。需要注意的是, 该统计未考虑即将开设或在规划中的地铁站, 可能有所低估。

公司购物中心优良的布局和优秀的招商运营能力, 支撑着公司购物中心的同店增速, 也使得物业持续升值。在物业出售后或 REITs 退出部分股权后可获得丰厚的投资收益。

3.1.4 盈利能力、出租率持续提升, 成熟期毛利率达 80%

公司各个阶段的项目出租率、毛利率稳步提升。2019 年成熟期、稳定期、培育期项目的毛利率分别为 80.8%、70.2%、71%。

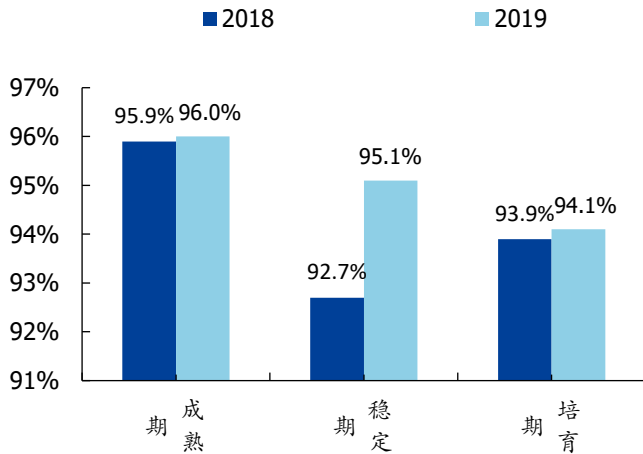
图表 65: 公司各阶段购物中心毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

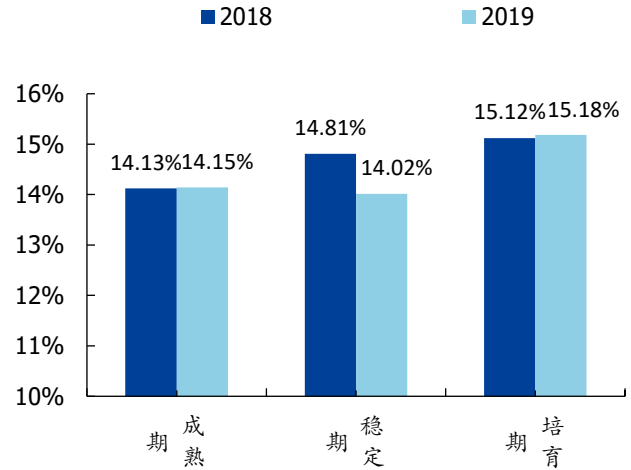
公司 2019 年各个阶段项目的出租率亦有所提升, 成熟期、稳定期、培育期的出租率分别上升至 96%、95.1%、94.1%。

图表 66: 公司各阶段购物中心出租率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 67: 公司各阶段购物中心租售比



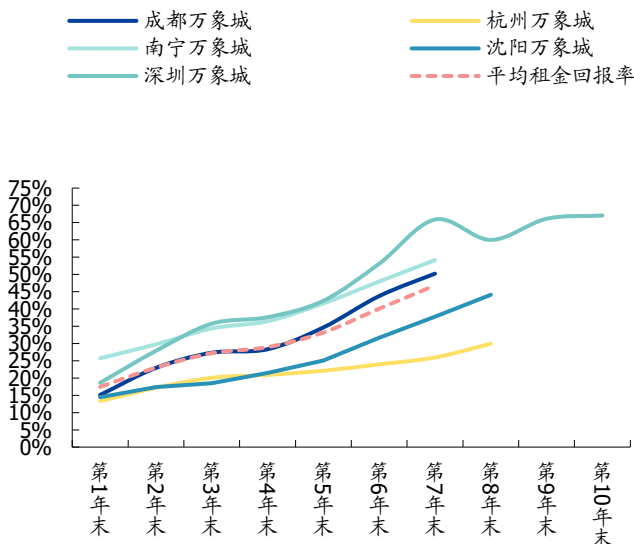
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.1.5 投资回报稳定增长, 平均租金回报率第三年末达 10%以上

为了更好的检验购物中心的财务回报情况, 我们统计不同项目开业同等年份后的平均租金回报率(租金除以土地和建安成本之和, 未考虑利息资本化等成本, 仅考虑开业3年以上项目, 统计时开业当年由于非完整年度视为第0年), 公司回报率最高的5个项目为深圳、南宁、成都、沈阳和杭州万象城。这些样本拿地较早、地价较低, 平均租金回报率分别在第3年和第5年达到27%和33%。

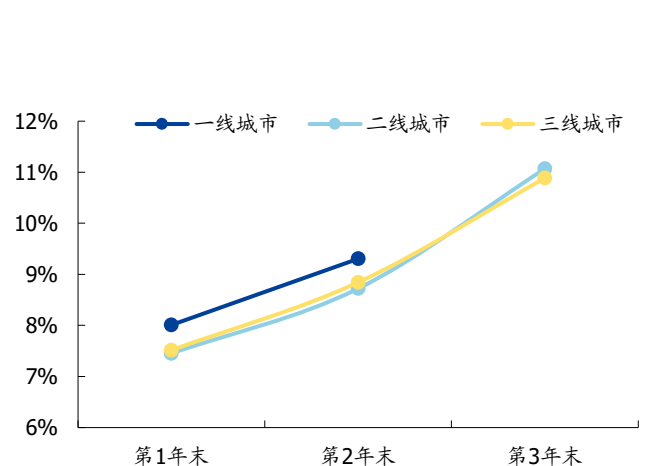
去除上述高回报项目后, 我们分城市能级计算一二三线项目的平均租金回报率, 发现虽然一线城市项目有相对高的租金回报率, 但二三线城市同样也表现突出, 在开业第3年末达到超过10%的租金回报率。二、三线城市项目在选址合适、地价合理的情况下, 回报并不逊于一线城市项目。

图表 68: 公司 TOP5 购物中心样本开业后各年平均租金回报率



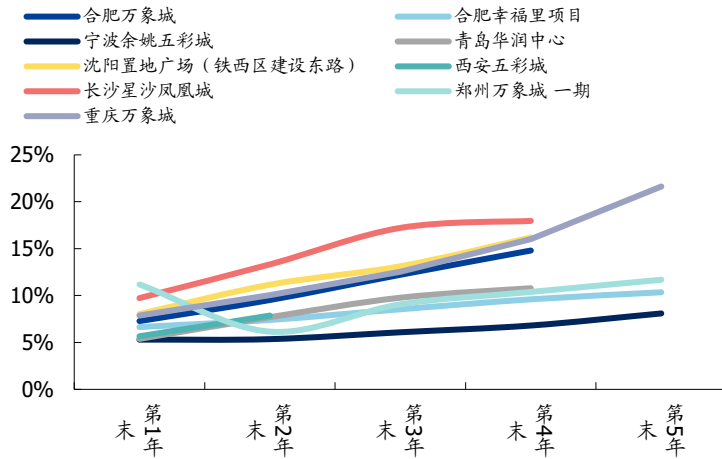
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所测算

图表 69: 公司各线城市购物中心样本开业后各年平均租金回报率



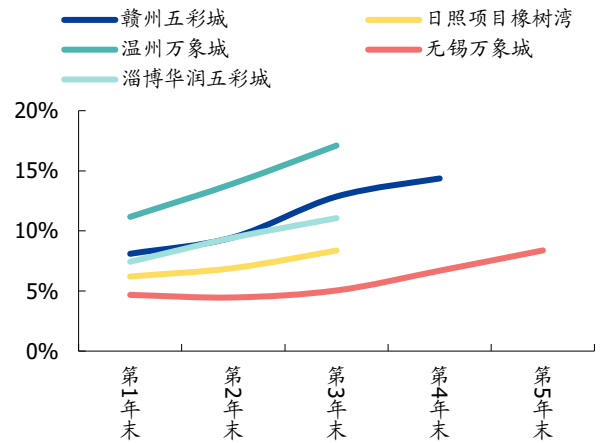
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所测算(剔除5个最好项目)

图表 70: 公司三线城市购物中心样本开业后各年平均租金回报率



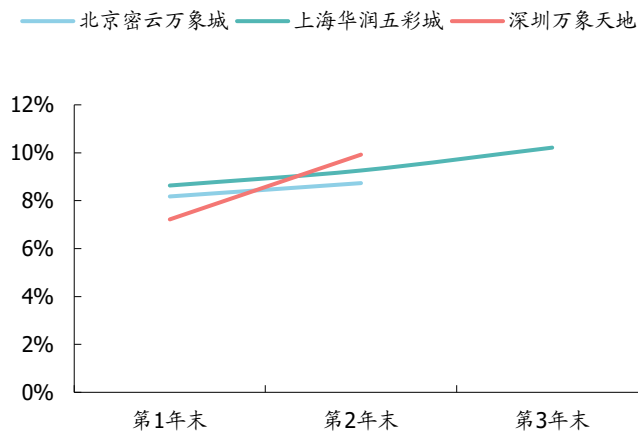
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 71: 公司二线城市购物中心样本开业后各年平均租金回报率



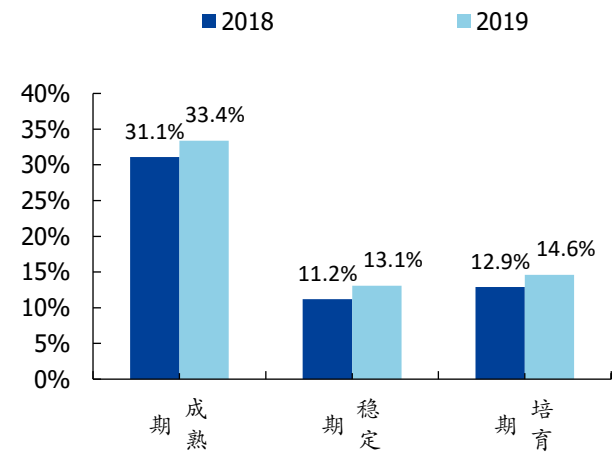
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 72: 公司一线购物中心开样本业后各年平均租金回报率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 73: 公司各阶段购物中心平均回报率



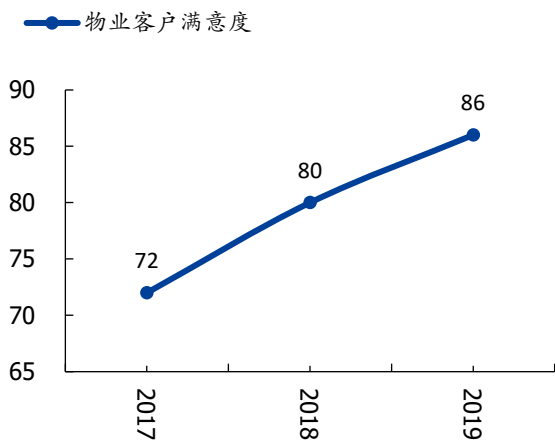
资料来源: 公司业绩会, 国盛证券研究所

3.2 其它 X 业务

3.2.1 物业和商业管理业务拆分上市加速

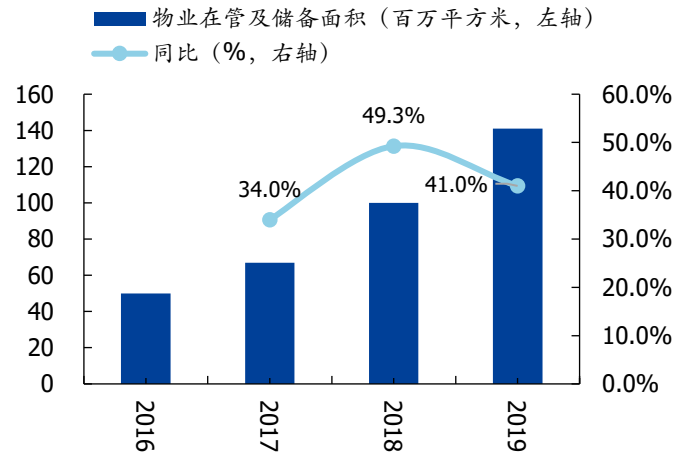
公司物业和商业管理业务有望于 2020 年拆分上市。2019 年公司通过对标行业、抓品质、促经营, 上线“悦+”科技运营管理系统, 实现科技化运营服务, 物业客户满意度成功上升至 86 分, 专业化口碑赢得市场信任。截至 2019 年末, 华润置地物业管理业务在管面积达到 1.41 亿平方米, 同比增长 40.8%。其中, 从业务类型来看, 投资物业在管面积有增长的趋势, 在 2018 年达到 22% 的占比, 而住宅在管面积则占比 78%。从业务来源来看, 对外扩张面积占比 28% 且在 2019 年上半年增量面积中达到 66%, 多元化业务获取渠道将有利于物业管理业务的发展。物业管理费收入达到 57.8 亿元, 同比增长 31.5%。其中, 住宅及其他物业管理营业收入达 38.1 亿元, 同比增长 35.8%, 投资物业管理营业收入人民币 19.7 亿元, 同比增长 24.0%, 年内实现经营利润达人民币 4.08 亿元, 同比增长 27.7%。

图表 74: 公司物业客户满意度



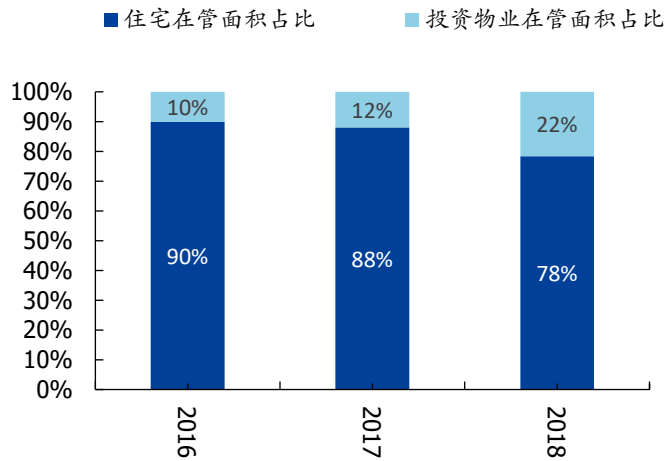
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 75: 公司物业管理在管及储备面积



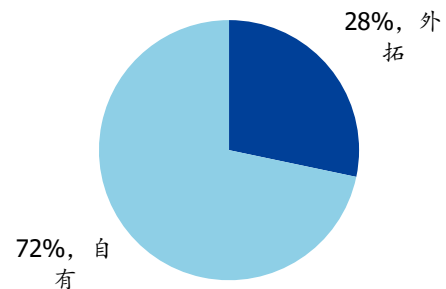
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 76: 公司在管面积分业务类型占比



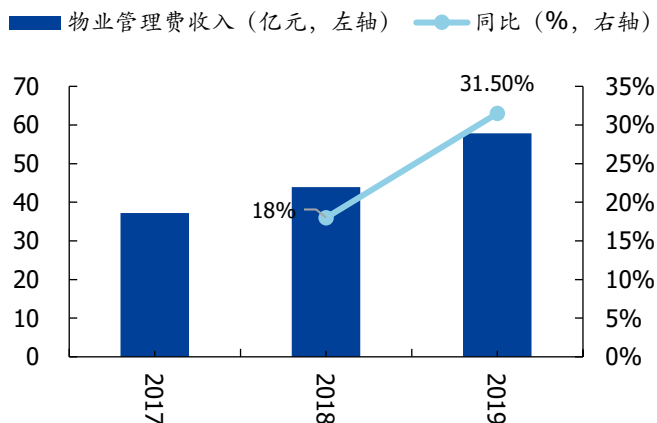
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 77: 公司 2019 年在管面积分业务来源占比



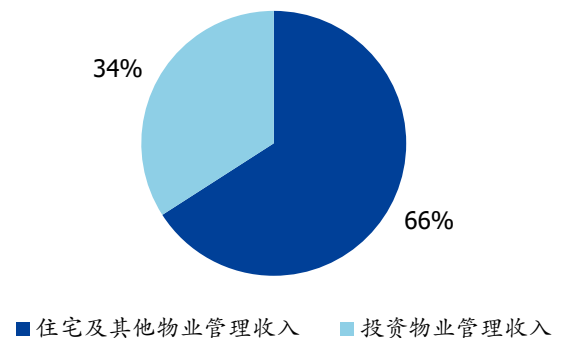
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 78: 公司物业管理费收入



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 79: 公司 2019 年物业管理费收入按物业类型划分



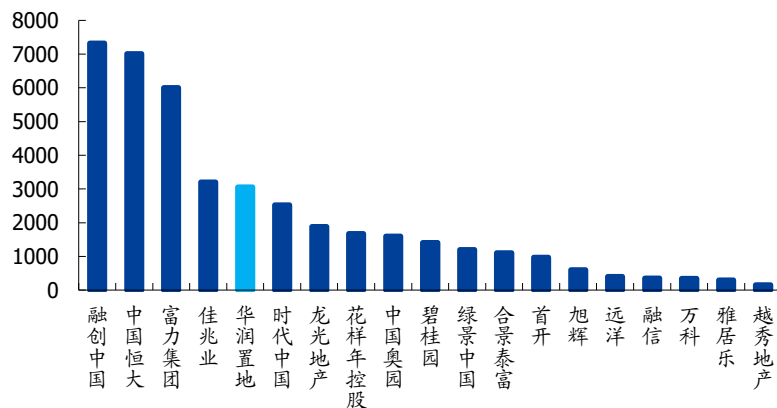
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.2.2 城市更新业务未来3年贡献开发面积900万方

公司城市更新项目丰富，土地入储加速，未来三年城市更新总开发面积近900万方，约占公司2019年底土储的13%。城市更新项目具有体量大、区位好、毛利高的优点。公司涉足城市更新业务时间较早，具有丰富的开发经验，在深圳已经有华润中心、银湖蓝山、华润城等项目入市，其中深圳华润城（大冲旧改项目）是广东省最大且最具示范效应的城市更新项目。

正在推进的湖贝旧改项目位于深圳罗湖区金融商业圈，占据罗湖核心区域，紧邻东门商圈且交通便捷，预计将在2020年获取首期23万方优质土地，2022年开始贡献公司销售。目前公司正在推进的城市更新核心项目达19个，总开发面积3055万方，其中71%位于深圳、广州两市，98%位于大湾区，公司的城市更新项目土储质量较高，高能级的城市更新项目将为公司未来规模增长和盈利提供有力支撑。

图表 80: 房企城市更新项目土储排行 (万方)



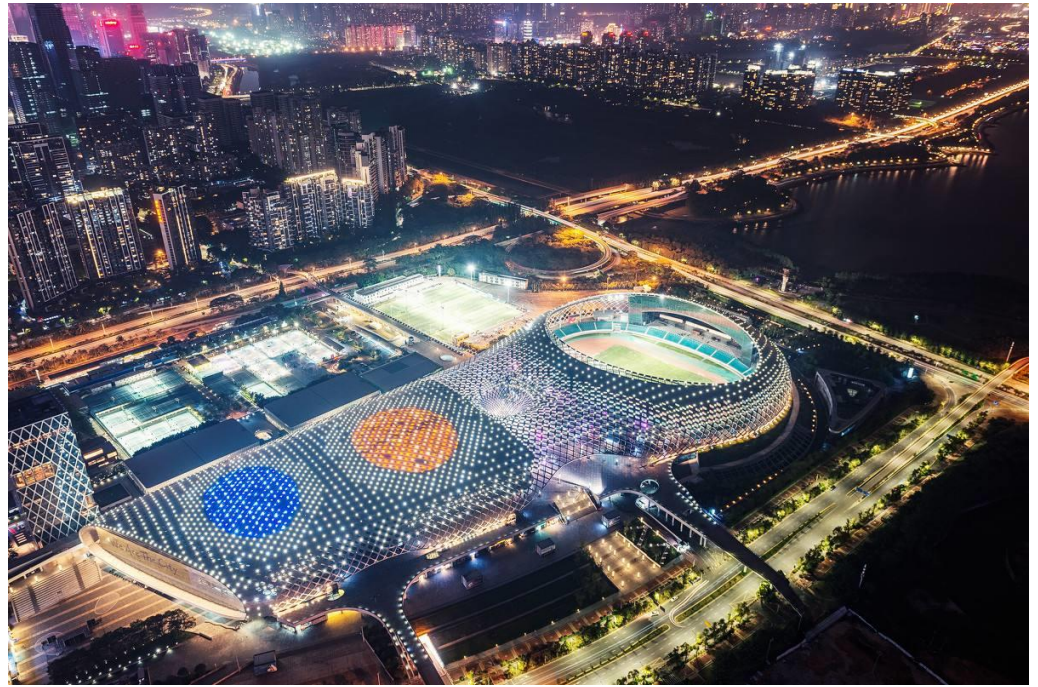
资料来源: 业绩发布会, 国盛证券研究所

3.2.3 文体中心运营龙头引领代建代运营业务

从2009年深圳湾体育中心“春茧”体育馆动工、2011年正式投入运营开始，华润进入体育场馆代建代运营业务已经整整十年。在2011年深圳大运会闭幕后正式投入商业运营不到一年，深圳湾体育中心便开始盈利，当年引进大型商演、展览等活动80余场，吸引客流超300万人。公司提供的数据显示截至目前，“春茧”每年举办258场各类活动，承办演出数量占全深圳演出数量的2/3，人流量600万人次/年。

“春茧”项目之所以能够成为国内体育场馆商业运营标杆，与项目的前期规划和后期运营模式密不可分。华润置地负责深圳湾体育运营的团队，在大运会结束后预见性地提出了“平战结合，常用常新”的理念。在建设初期便将赛后运营充分考虑在内，从集约规划的“三馆合一”，到运动设施的“按需配置”，再到配套商业的“主题定位”，使得“春茧”在大运会后迅速完成转型。而场馆所处的深圳湾得天独厚的区位条件也有利于场馆后期的活动承办。

图表 81: 深圳湾体育中心主场馆——春茧



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

随着“春茧”项目的成功, 华润在全国各地也加快了文化体育设施代建代运营 BOT 模式的扩张步伐, 首先获得了深圳湾人才公园代建代运营项目, 之后陆续在西安、成都和杭州获取高等级赛事主场馆代建代运营项目。2017 年, 上海新静安体育中心正式对外营业, 标志着公司首个文体管理输出项目的落地。截至 2019 年上半年, 公司代建项目已超过 100 个, 合同代建投资额超过人民币 570 亿元, 代建收入 15 亿。

从春茧到“华润文体”代建代运营业务

一如“万象城”品牌的成功塑造离不开罗湖万象城的成功, 公司依靠南山区的深圳湾体育中心的成功重塑了城市新中心, 也再一次打造了“华润文体”的品牌优势。随后“华润文体”走出深圳, 走向全国, 2016 年后项目落地速度明显加快, 相继又获取了全国 6 个文体项目的运营权。

2019 年, 公司大湾区新获取代建项目 28 个, 在手大湾区代建项目 107 个, 对应代建收入达到 2.2 亿元, 新项目政府投资额 102 亿元。

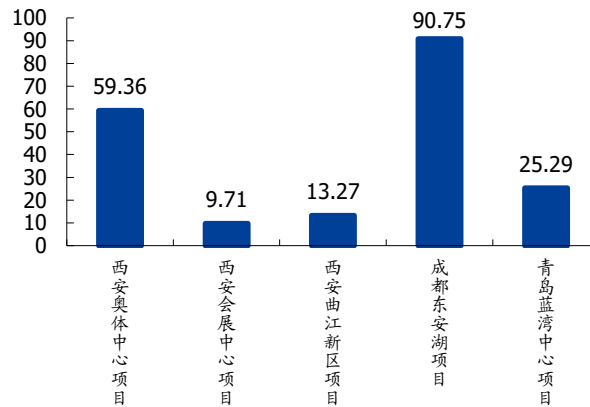
图表 82: 华润代建代运营文体标杆项目

城市	项目名称	项目定位	获取时间	营业时间
深圳	深圳湾体育中心	2011 年大运会主会场	2008.12	2011.05
西安	奥体中心	2021 年全运会主场馆	2018.03	2020.06
成都	东安湖体育中心	2021 年世界大运会主场馆	2018.10	2021.02
杭州	奥体中心主体育馆	2022 年亚运会主场馆	2017.11	2021.03
上海	新静安体育中心	华润首个纯管理输出项目	2016.02	2017.09
西安	丝路国际会展中心	西北地区规模最大的会展综合体	2018.01	2020.05
深圳	坪山文化中心	深圳市东部文化地标	2018.09	

资料来源: 各个政府网站, 国盛证券研究所

代建代运营业务的扩张不仅促进公司文体版图扩大, 也提高了公司的优质住宅拿地能力。在公开地市场难以获得优质项目的环境下, 多元的城市片区级开发运营业务可以使得公司帮助政府完成招商引资、公共设施精细化管理、盈亏平衡, 从而获取优质土储。

图表 83: 公司代建业务项目获取住宅体量 (万方)



资料来源: 各个政府网站, 国盛证券研究所

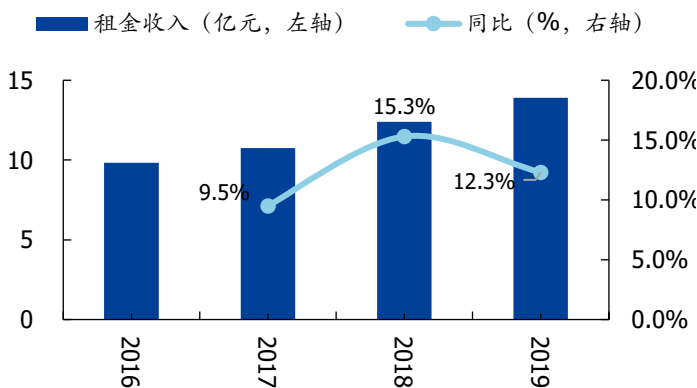
3.2.4 其它 X 业务

a. 写字楼市场升级分化, 精致慢周转运营突破现况

近年来, 地方政府对于产业发展的大力支持, 导致国内许多主要城市出现写字楼供应量大增的情况。同时, 受到经济下行压力, 一二线城市市场竞争激烈, 写字楼市场出现需求分化和升级的趋势。华润置地坚持“优质硬件+运营赋能”理念, 建立“Officeeasy 润商务”全套运营系统, 打造公司独特 IP 影响力。同时, 透过产业资源的积累, 和客户形成强链接, 向产业地产进行延伸。通过“运营产品标准化+项目落地个性化”方式, 积累项目经验, 已培育出高运营效率的专业团队。

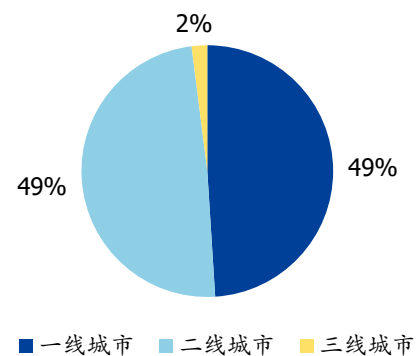
2019 年, 公司写字楼租金收入达到 13.9 亿元, 同比增长 12.3%, 平均成本回报率达 10.6%, 同比增长 0.8 个百分点。公司战略聚焦一二线城市核心地段, 一线城市面积占比 49%, 二线城市占比 49%, 三线占比 2%, 唯一的三线城市项目为年内新获取的雄安新区绿色建筑展示中心项目, 完成雄安战略落地。

图表 84: 公司写字楼租金收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 85: 公司写字楼按城市能级分布

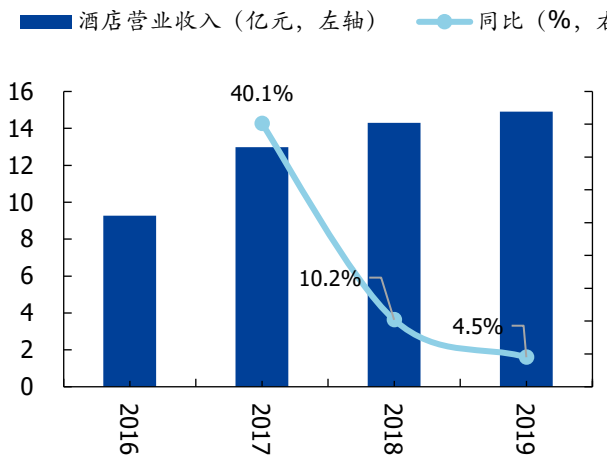


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

b. 自有酒店品牌持续发展, 经营效率提升带动业务回报改善

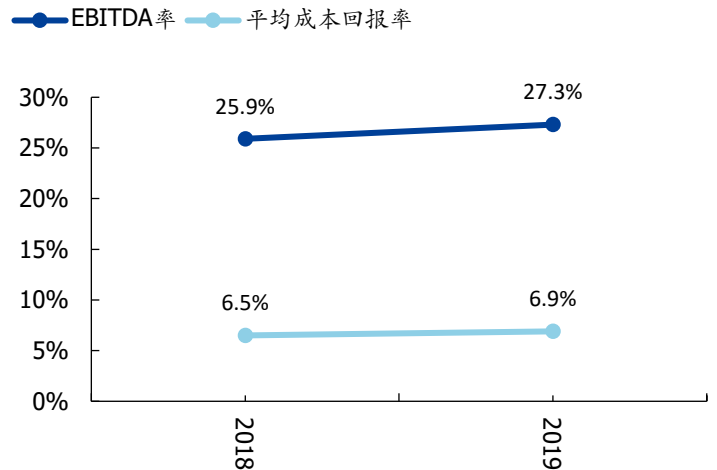
2019 年, 公司酒店业务实现营业收入 14.9 亿元, 同比增长 4.5%, 平均入住率同比上升 3.7%至 69.9%, 随着经营效率提升, GOP 同比增长 9%至 5.40 亿元, 经营利润同比增长 24%至 8,480 万元, EBITDA 利润率按年增加 1.4%至 27.3%。平均成本回报率提升 0.4%至 6.9%。公司目前持续推进自有品牌“木棉花”酒店的发展。

图表 86: 公司酒店业务营业收入



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 87: 公司酒店业务 EBITDA 利润率和成本回报率变化



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

c. 长租公寓及康养地产

华润置地于 2018 年 6 月宣布战略进入长租公寓领域。旗下长租公寓品牌华润有巢经过短短一年的发展, 截至 2019 年底, 已拓展 2.8 万间房源, 相比 2018 年底实现约 40% 的房源增长, 开业 6 个月以上项目平均出租率达 91%, 公司预计双位数内涵收益率。拓展主要凭借政策支持下较优的供地及融资环境以及集体土地和租赁住房开发的国企优势, 实现多渠道大力度开展租赁业务。

康养地产则是以三大都市圈为基础, 重点聚焦粤港澳大湾区中心城市, 尝试打造集教育、医疗、养老、康复、研究“五位一体”的创新模式。截至 2019 年末, 已进入 12 个城市, 累计获取 18 个项目, 总计 7778 个床位, 相较 2018 年同比增长 47%, 其中在营项目 6 个, 在营床位数 2725 张。

图表 88: 公司长租公寓地区布局情况



资料来源: 公司企业介绍、国盛证券研究所

3.3 运营品牌矩阵优势

华润置地的多元运营业务构筑了其对于复杂综合体的操盘能力，也形成了“华润运营”的品牌矩阵，在片区综合开发获取土地资源中极具优势。

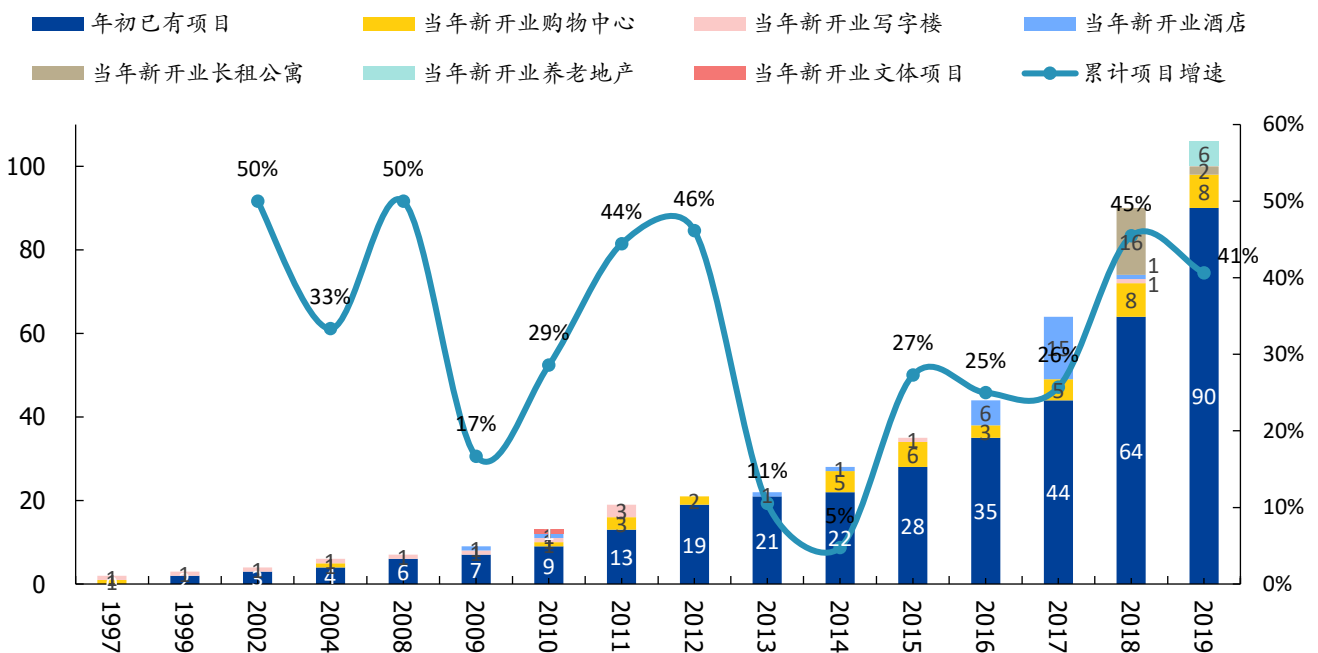
图表 89: 华润置地城市运营业务品牌矩阵分析



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

公司运营的项目已达 106 个，运营经验和团队战斗力在行业中遥遥领先，塑造了公司的运营能力优势，持续为公司的持有物业实现增值，并通过协同优势助力住宅业务获取高毛利的优质大盘项目。

图表 90: 华润置地运营中项目个数及同比增速

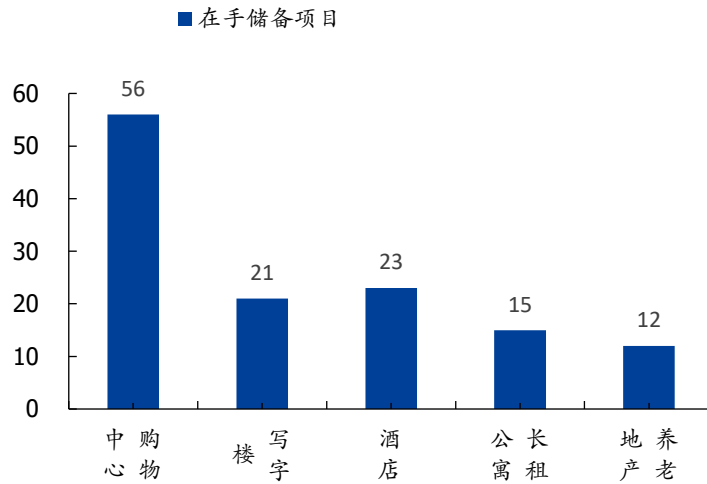


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司各个业态仍有丰富的项目储备，购物中心、写字楼、酒店、长租、康养分别有 56、

21、23、15、12个待开业项目，支持公司未来投资物业的持续增长。

图表 91: 投资和 X 业务有充足的储备项目



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

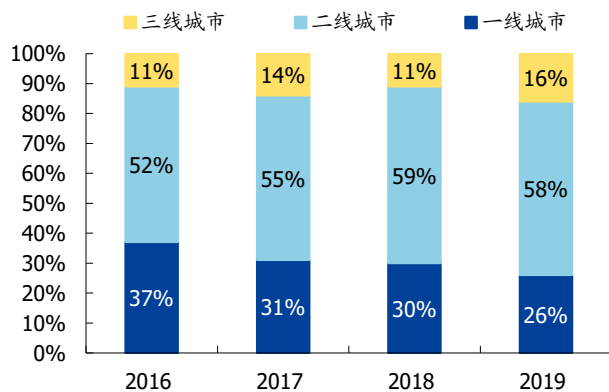
四、住宅开发: 拿地多元化、高能级布局、高品质理念, 周转逐年提升

4.1 销售: 主要来源于一二线, 全国化布局基本完成加强深耕

4.1.1 一二线城市为销售额主要来源, 销售单价高。

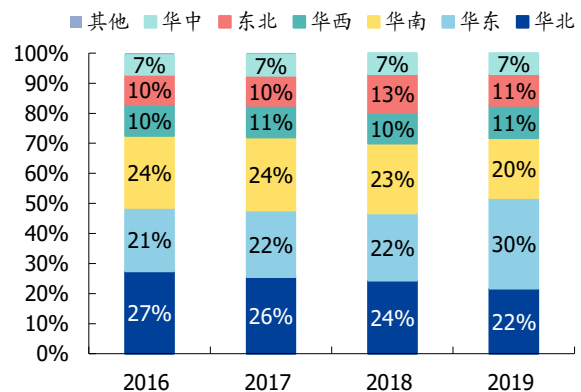
2019年一二三线城市销售额占比分别为26%、58%和16%，一二线城市销售额占比近年来均维持在80%以上，位于行业较高水平。其中销售额贡献前五的城市分别为北京、深圳、杭州、上海和沈阳，销售额占比分别为8.5%、7.5%、6.7%、5.6%和3.9%。分区域来看，公司销售贡献主要来源于华北、华东和华南三大区域，2019年销售额占比分别为21.7%、30.1%和19.9%，其中华北和华南地区占比逐年降低，华东地区占比显著提升。

图表 92: 公司销售金额分城市能级布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 93: 公司销售金额分区域布局

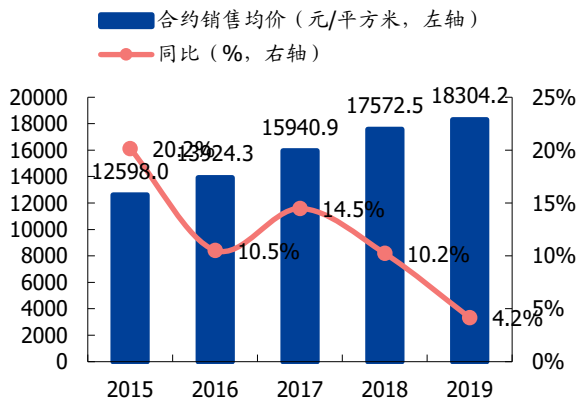


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

由于公司布局城市能级较高, 销售单价相对全国均价也较高, 2019年公司合约销售均价

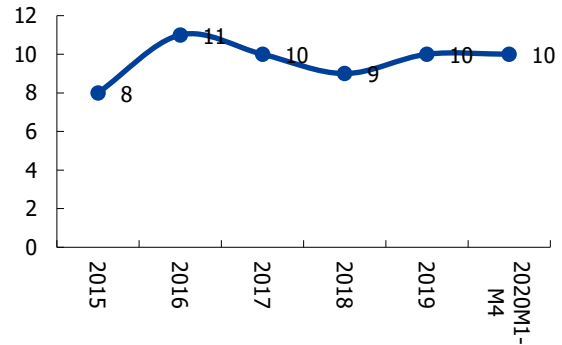
18304.2元/平方米，同比增长4.2%。

图表 94: 公司合约销售均价及同比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 95: 公司(全口径)销售额克尔瑞排名

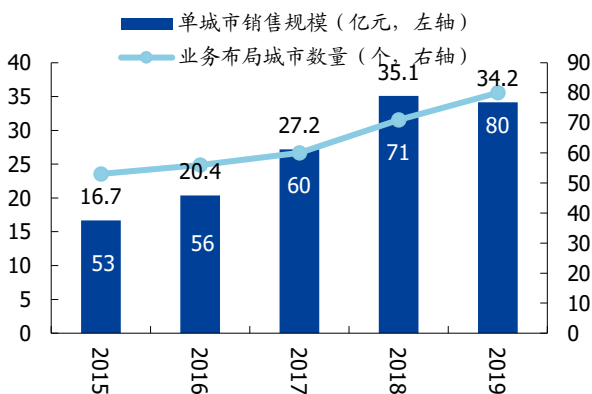


资料来源: 克尔瑞、国盛证券研究所

4.1.2 全国化布局基本完成，加强深耕

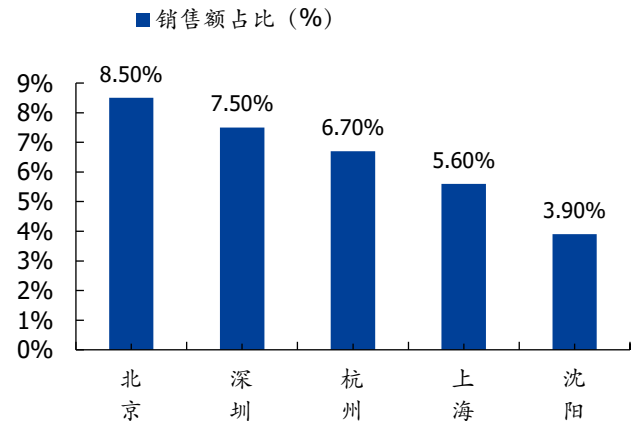
公司 2019 年新进 9 个城市，业务布局城市已达 80 个，基本完成全国化布局。公司加强加强城市深耕策略，在北京、深圳、杭州、上海、沈阳市场份额排名靠前，分别为 8.5%、7.5%、6.7%、5.6%、3.9%。较高的一线城市销售额未来将持续为公司贡献高利润。

图表 96: 公司布局城市数量及单城市销售规模



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 97: 公司深耕城市 2019 年市占率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

4.2 拿地: 非公开拿地数量占比 44%，聚焦三大城市群和高能级城市

4.2.1 拿地渠道多元化，成本可控

公司积极探索多渠道拿地策略，使用收并购、城市更新、集体用地、文体产业协同、资产定制、TOD 合作等多种模式获取土地储备，2019 年公司非公开渠道获取项目个数占比达 44%。

图表 98: 公司获取住宅土地资源的渠道多元化

城市更新

地价低、规模大、核心区位
具有丰富经验，专业团队

集体用地

地价低、国企优先、
具有先发优势

收并购

抓住国企混改机遇、
依托华润集团资源、
具有综合操盘能力



文体产业协同

地价低，回报佳
具有成熟场馆代建代运营经验

资产定制

付款强度低、项目品质保证
实现北京商业深耕布局

TOD合作

地价低、
TOD布局提升商业品牌影响力
获取4个轨交项目

资料来源：公司业绩发布会、国盛证券研究所

公司可以通过多元勾地能力迅速获得大量优质区位住宅地块，大大提高所在城市货值储备。例如成都东安湖项目中设有投资额达 27 亿的体育场馆设施代建代运营要求，但公司同时在 2018 年以 4500 元/平的平均楼面价获取三宗优质宅地，计容建面达 79 万方，后续又获得含住综合用地和住宅用地，目前项目含住宅用地规划建面已达到 91 万方除住宅项目外，近期公司在该区域又获得一块商服用地，将作为公司在成都的第二家万象系商业综合体项目，文体、商业等综合配套设施的完善将进一步提高区域价值，提升住宅项目毛利率。随着板块规划逐步落地，该项目所在东安新城周边新盘售价近期快速上涨，目前已达到 17500 元/平，预售时点售价预计将超过 18000 元/㎡，联排等产品售价超过 22000 元/㎡。

图表 99: 成都东安湖项目拿地测算统计

拿地时间	宗地名称	用地性质	计容建面 (平方米)	住宅建面 (平方米)	楼面价 (元/平)	配建费用 (亿元)	折合楼面价 (元/平)	周边售价 (元/平)
2018.10.25	车城大道以东、 滨河路以北	综合用地 (含住)	321904	289714	3950	12.77		
2018.10.25	滨河路以北、纵 一路以东	住宅用地	182045	182045	4150	7.78		17500
2018.10.25	滨河路以西、纵 三路以东	住宅用地	245216	245216	4750	6.87	9184	(高层)
2019.05.28	和平路以东、农 平路以南	综合用地 (含住)	397611	357850	4465	19.96		22000 (联排)
2020.05.28	十陵街道灵龙 西路以南、蜀王 大道北段以西	住宅用地	99540	99540	6535	4.3		
2020.04.28	东安湖以北片 区车城大道以 东、横三路以南	商服用地	63727	-	2025	-		

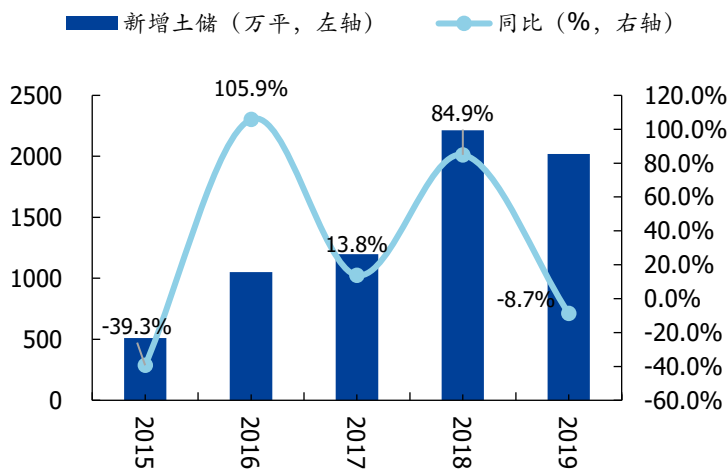
资料来源：地方政府网站，国盛证券研究所

4.2.2 2019 拿地金额略降，拿地面积覆盖销售面积 1.53 倍

由于公司借助合作撬动规模增长，拿地权益比从2016年的78%逐年下降至2019年的68%。拿地成本方面，公司2019年拿地总价为1424亿元，同比降低5.9%；权益地价为934亿元，同比降低9.9%，权益比例为66%，较上年略有下降；拿地均价约为7050元/平方米，货地比为2.6倍，土地成本较为可控，为整体项目利润提供空间。

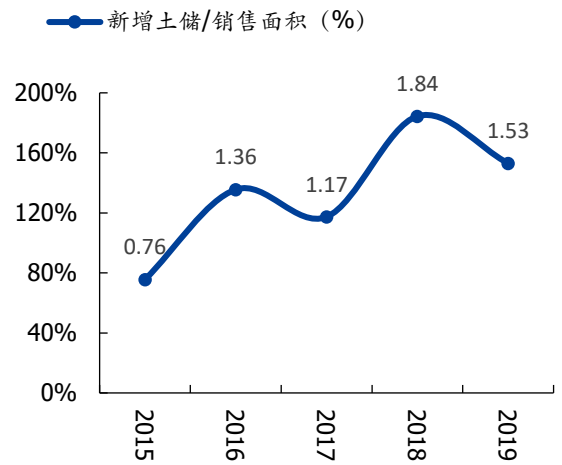
公司2018年之前土地扩张较为稳健，2014-2017年新增土储面积年复合增长率为12.4%。2018年加大了拿地力度，新增土储2213万方，同比增长84.9%，新增土储面积/销售面积增长至1.84。2019年拿地力度较2018年略有回落，但仍然处于高位，新增土地储备2020万平方米，同比降低8.7%，但新增土储/销售面积为1.53，对于销售业务货值补充较有保障。

图表 100: 公司新增土储及同比



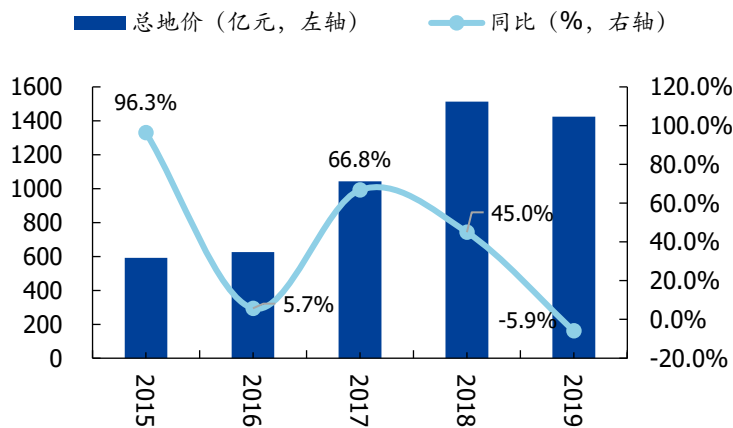
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 101: 公司新增土储占销售面积比例



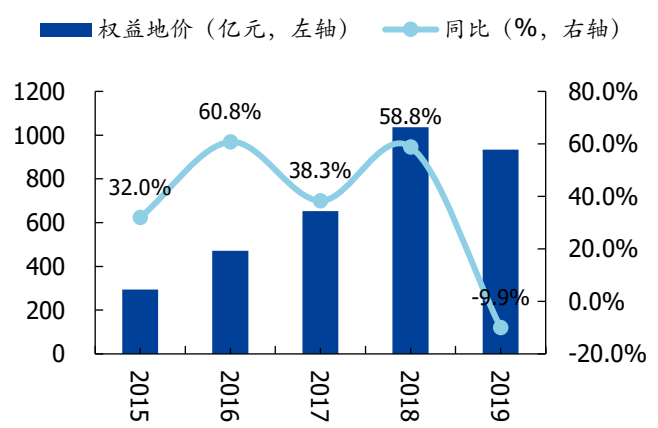
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 102: 公司拿地总价及同比



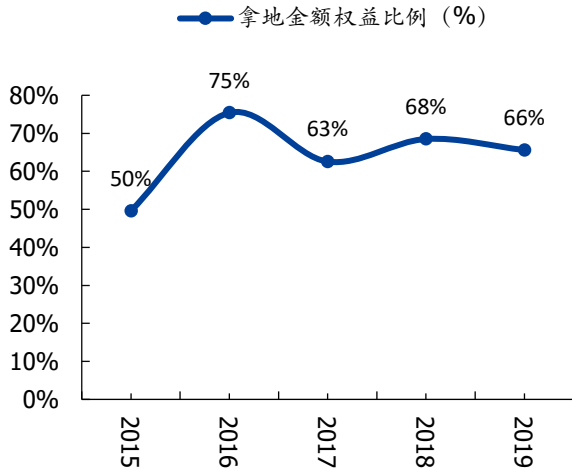
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 103: 公司拿地权益地价及同比



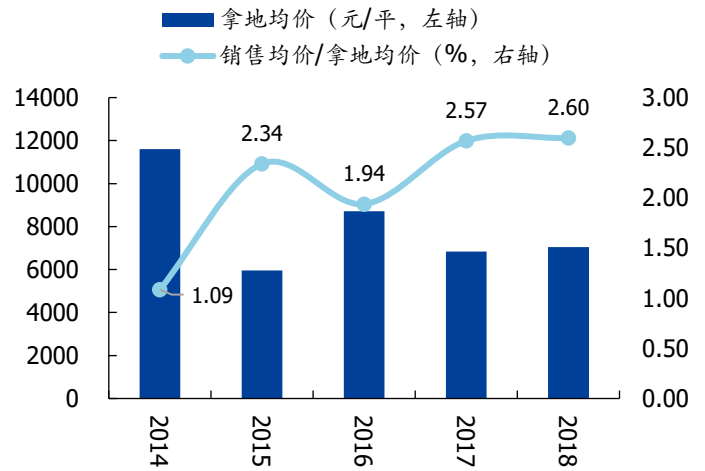
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 104: 公司拿地金额权益比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 105: 公司拿地均价和地货比

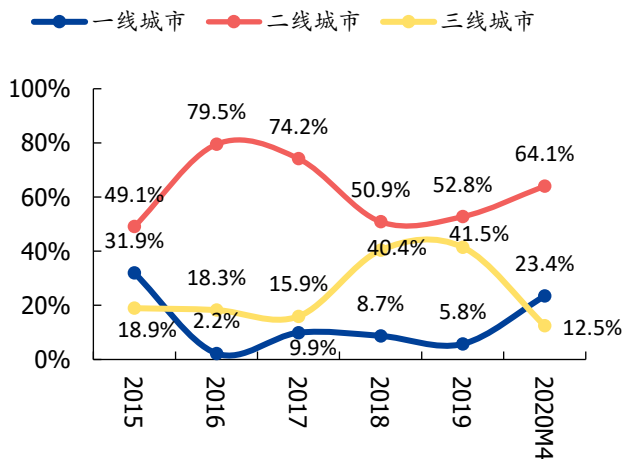


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2.3 拿地回归一二线城市、布局围绕核心城市群

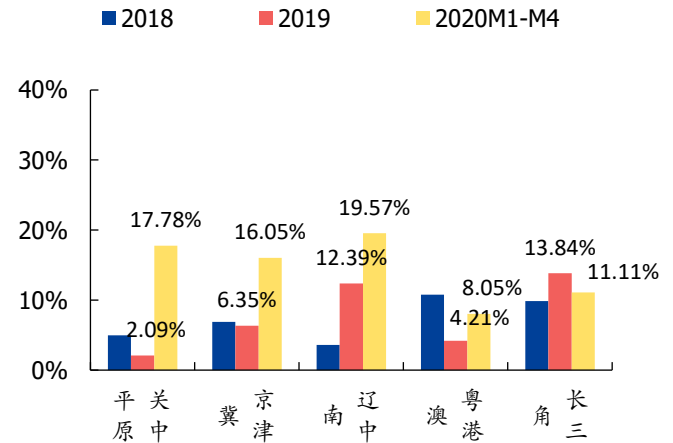
我们将公司 2014 年后的拿地战略调整分为三个阶段: 1) 2014-2017 年, 公司为了提高毛利率水平, 将拿地策略从“二三线城市”转变为“重仓一二线”核心城市, 一二线城市拿地面积占比长期保持在 80% 以上。2) 2018-2019 年, 由于一二线城市宏观调控趋严, 加上可开发利用土地资源有限, 公司拓展拿地区域, 有选择地进入三四线城市, 进驻中央商务核心区以及其他发展潜力较大的区位, 并希望能通过三、四线相对的快周转推动公司业务的增长, 三四线城市拿地面积占比上升至 40% 以上。3) 2020 年公司拿地策略再次出现边际调整, 根据市场变化, 提出“三调”——调结构、调节奏、调布局, 即结构上注重以高周转、住宅为主要项目; 节奏上注重拿地窗口期, 不再高位抢地; 布局上围绕京津冀、长三角、粤港澳三大热点区域, 1-4 月三线城市累计拿地占比从 2019 年的 23.4% 减少至 12.5%。

图表 106: 公司新增土储按城市能级分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (*规划建筑面积口径)

图表 107: 公司新增土储按城市群分布

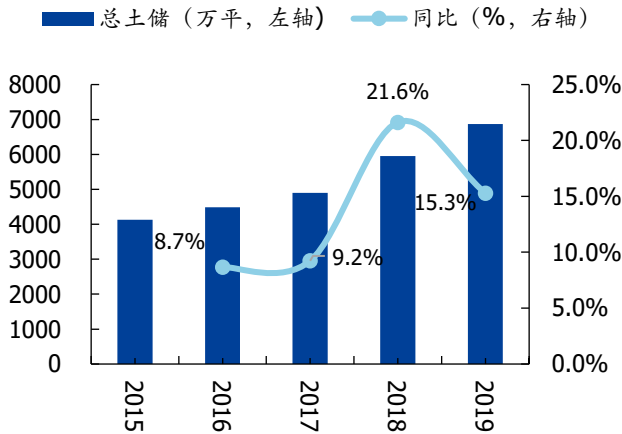


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (*规划建筑面积口径)

4.3 土储:面积覆盖销售倍数高, 聚焦高能级城市

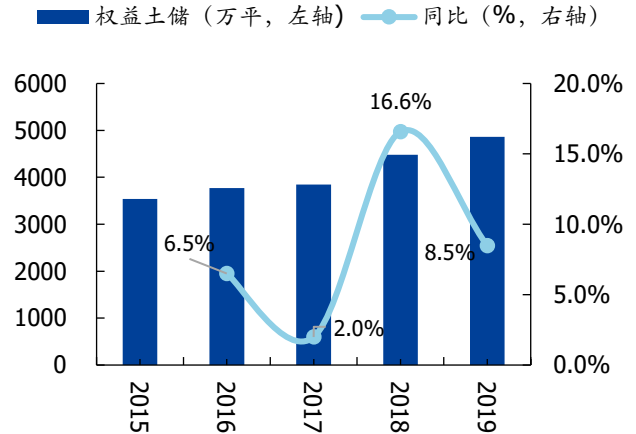
截至2019年总土储面积为6868万平方米，同比增长15.3%，对应2019年销售面积的5.2倍，预计可满足未来3-4年的销售需求。权益土储面积4861平方米，同比增长8.5%，权益比例为71%。城市分布来看，公司土储主要聚集在一二线城市中的大湾区、长三角、京津冀三大城市群和核心城市，高能级城市人口聚集，人均可支配收入高，土储具有较高的安全性。截至2019年，公司布局城市数量已经达到80个，且城市深耕力度不断加大，单城市销售规模从2015年的16.7亿元扩大到2019年的34.2亿元，有利于公司更好整合当地资源，实现集约化发展。

图表 108: 公司总土储及同比



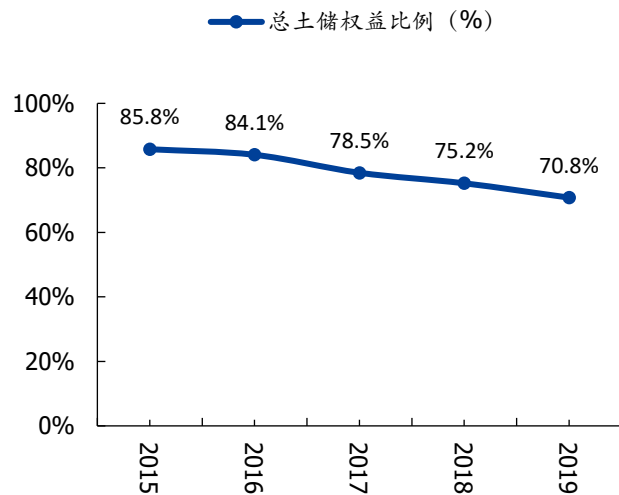
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 109: 公司权益土储及同比



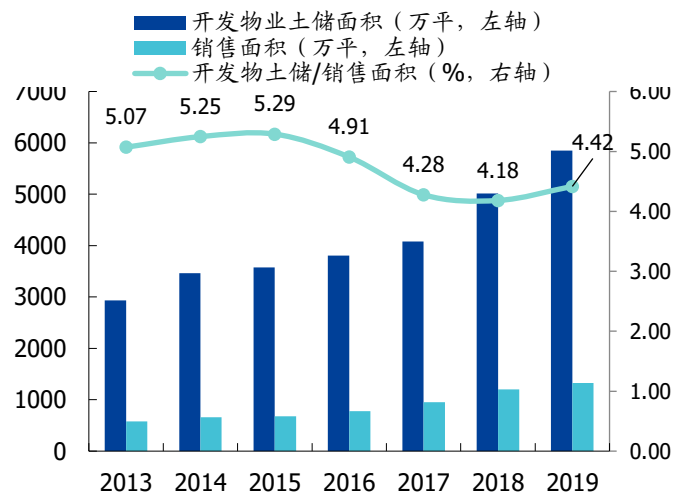
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 110: 公司存量土储权益比例



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

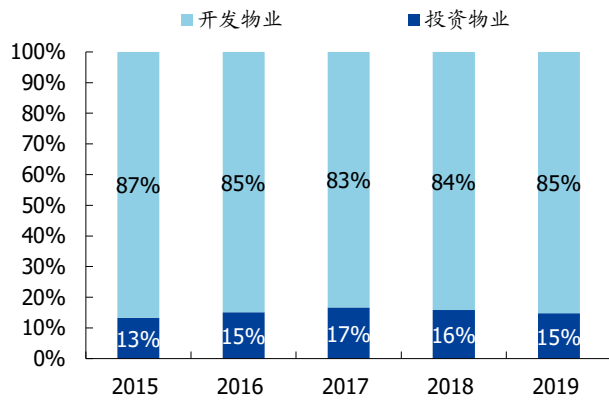
图表 111: 开发土储覆盖销售面积倍数



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

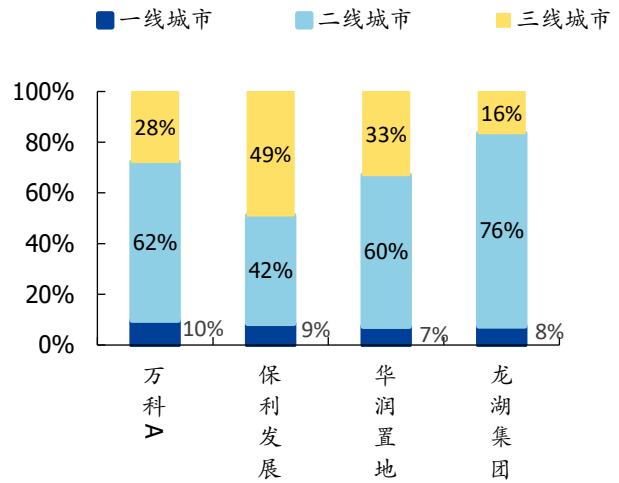
分业务来看，公司开发物业土储面积占比基本维持在85%左右，投资物业面积占比约15%。开发业务中，一二线城市面积占比67%，三线城市多位于城市群且具有产业支撑和人口流入的区位。三线城市开盘预售许可较一二线更宽松，可以提升公司整体周转速度。

图表 112: 总土储分业务面积占比



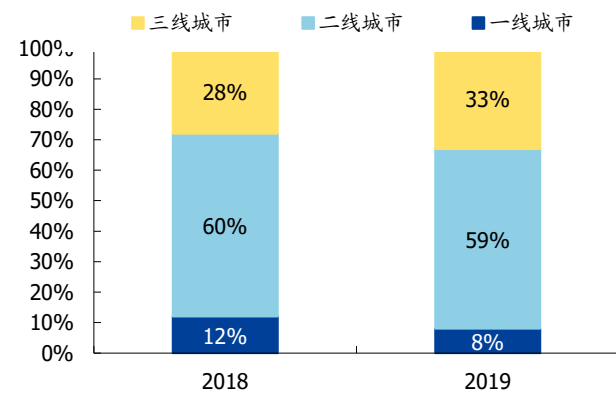
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 113: 总土储分能级面积占比同业对比



资料来源: 公司业绩会报告、国盛证券研究所

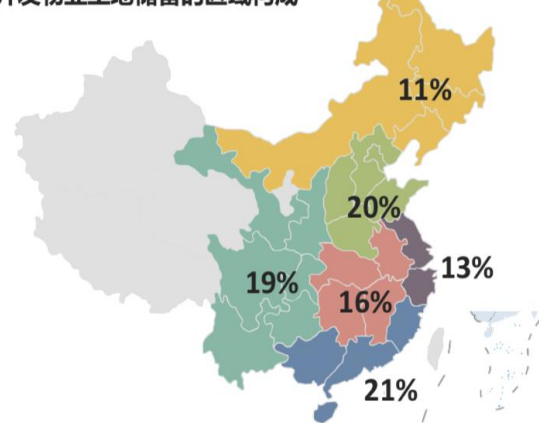
图表 114: 开发物业土地储备按城市能级面积分布



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 115: 开发物业土地储备按区域面积分布

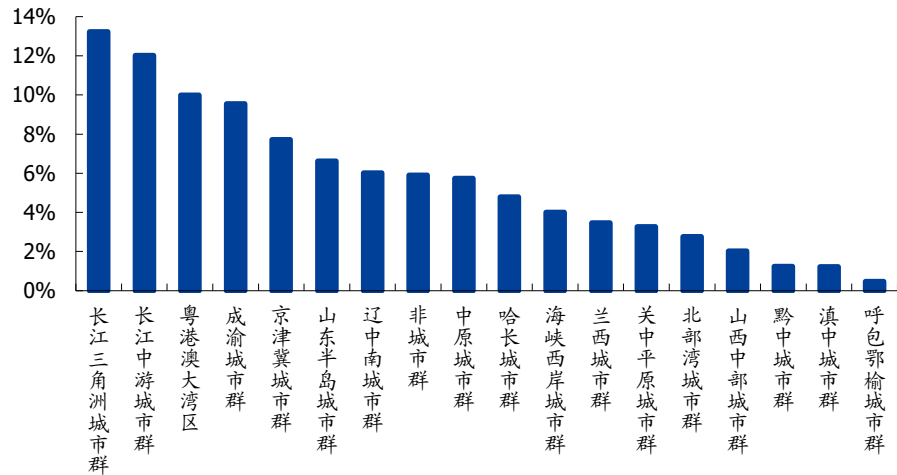
开发物业土地储备的区域构成



资料来源: 公司业绩会报告、国盛证券研究所

公司开发业务土地储备结构十分均衡。除在京津冀、长三角和大湾区三个传统高能级城市群重点布局外, 公司同时关注成渝、长江中游、哈长及辽中南、中原城市群等新兴城市群。全国化的均衡土储结构能使公司抗风险能力较强。公司战略深耕的三大区域, 长三角、大湾区及京津冀的土储面积占比分别为 13%、10%和 9%。

图表 116: 开发物业土地储备城市群分布

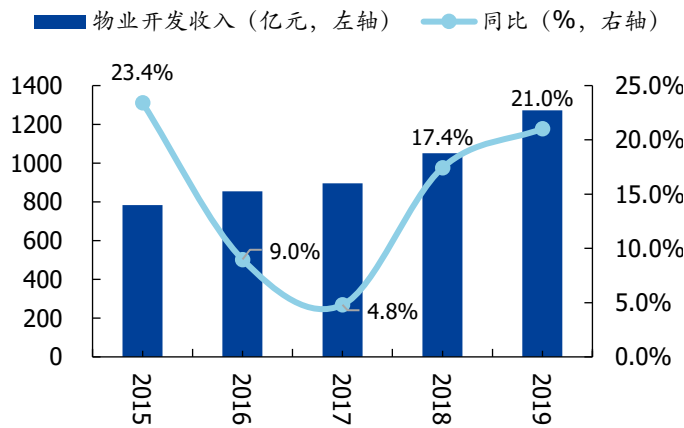


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.4 近年结算收入高增, 高能级城市贡献巨大

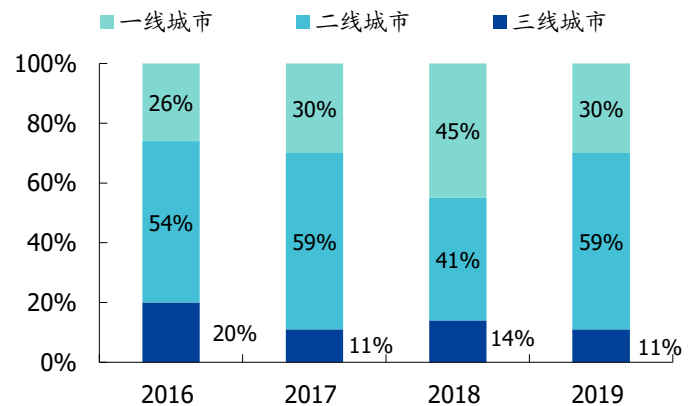
公司从 2018 年着力推动高品质基础上的快周转, 大幅提升运营效率, 物业开发收入实现同比增长 17.4%。2019 年, 公司坚持高效运营, 物业开发收入达到 1272 亿元, 同比增长 21%, 维持 18 年的高增速趋势。19 年结算面积为 750 万平方米, 同比增长 23%, 结算均价则同比下降 15% 至 16882 元/平方米。从城市能级来看, 高能级城市对收入的贡献较大, 一二线城市占比上升至 89%, 前十大城市对收入贡献达到 59%。

图表 117: 公司物业开发收入及同比



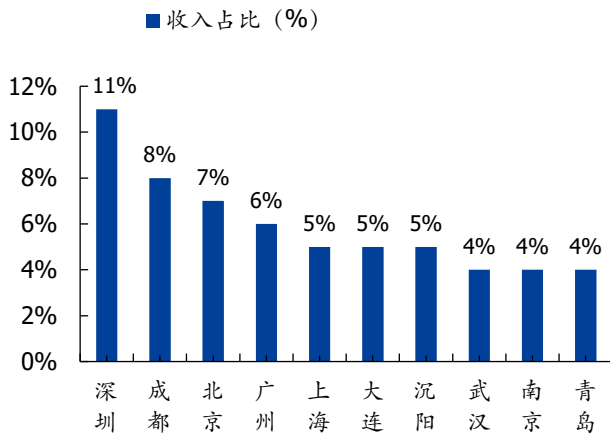
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 118: 物业开发收入按城市能级分解



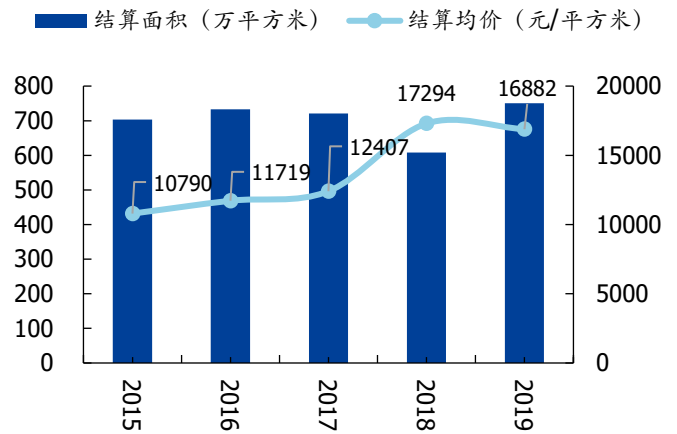
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 119: 2019 物业开发收入占比前十名城市



资料来源: 公司业绩会报告、国盛证券研究所

图表 120: 公司结算面积及结算均价



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

五、财务分析

5.1 ROE 稳定，未来微降程度低于行业均值，ROE 排名有望提升

公司是高利润率、低周转、低杠杆型房企，ROE 多年稳定在 17% 左右，高于行业平均水平，且近年来呈现逐年上升的态势。未来排名有望提升

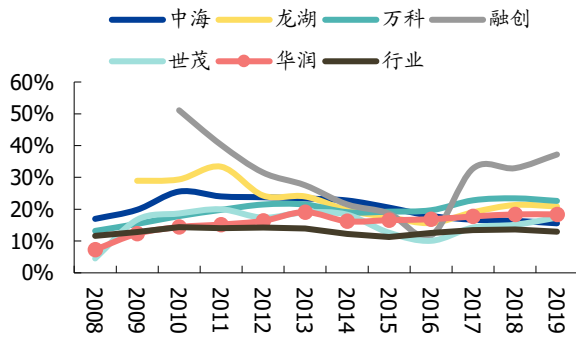
1. 利润率方面，公司 2014 年来净利润率总体稳定在 18%-23%，位于主流房企高位，在行业平均利润率下降的情况下依然稳速增长，对 ROE 形成有效支撑。未来利润率可能下降，但由于有多元化拿地贡献的高毛利，下降空间会低于行业均值。

2. 周转方面：公司资产周转率从 2014 年的 29% 下降至 2019 年的 21%，位于主流房企低位。一是因为公司注重产品的高品质而不一味追求高周转；二是因为公司项目拿地方式独特，通过旧改、商业住宅综合体、产业新城等方式获取低价大盘土地，前期与政府、村集体沟通时间较长，对周转率的影响较大。三是公司有较多自持物业。随着华润“降本提质增效”工作的展开，未来公司真实经营周转率将会提升。

3. 公司权益乘数从 2014 年的 3.37 逐年上升至 2019 年的 4.55，对 ROE 拉动作用明显。主要是由于预收账款快速提升所致。由于央企的背景、稳健的经营理念，公司杠杆水平显著低于主流房企，2019 年净有息负债率只有 30%。近两年由于房企融资形势相比之前较为严峻，行业整体快速降杠杆。未来在房住不炒的总基调下，降杠杆趋势将延续，而华润置地由于杠杆率较低，下降空间有限。

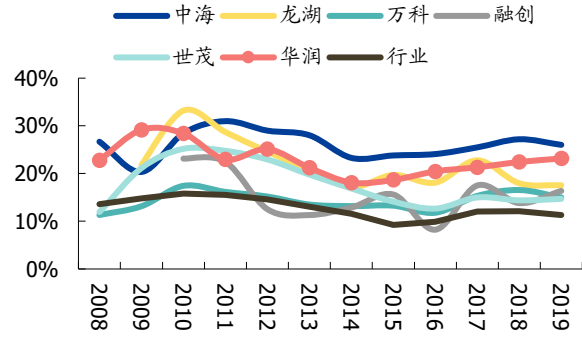
综合来看，未来 ROE 排名将有望上升，稳健的 ROE 有利于提升公司估值。

图表 121: 主流房企及行业平均 ROE



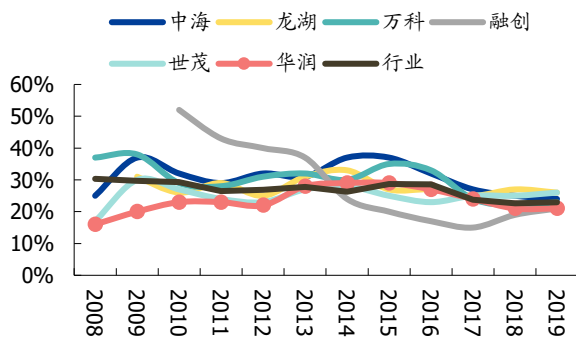
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 122: 主流房企及行业平均销售净利率



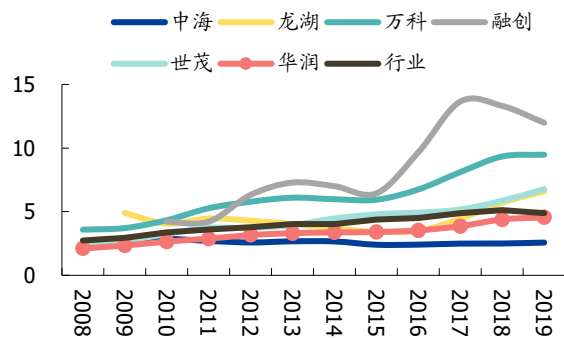
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 123: 主流房企及行业平均资产周转率



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 124: 主流房企及行业平均权益乘数

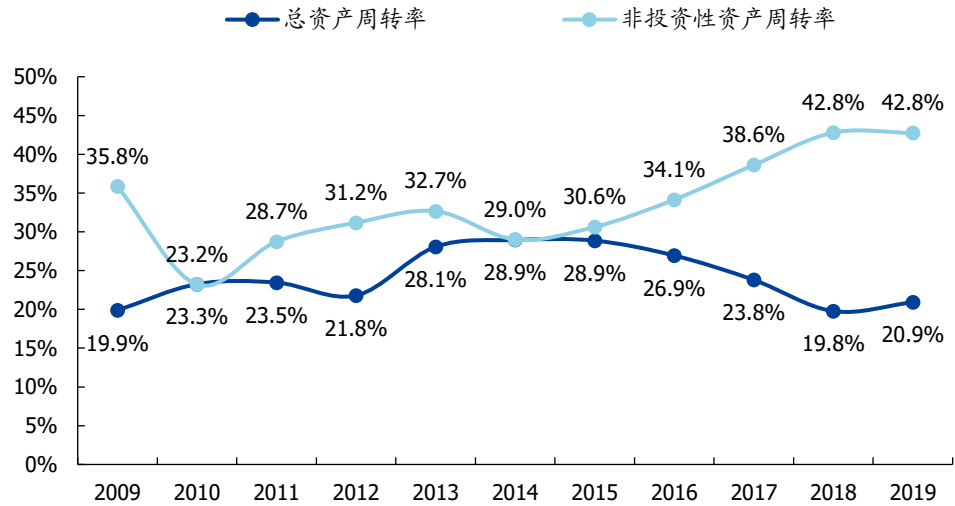


资料来源: Wind、国盛证券研究所

5.2 2017 年提出调节奏，周转率稳步提升

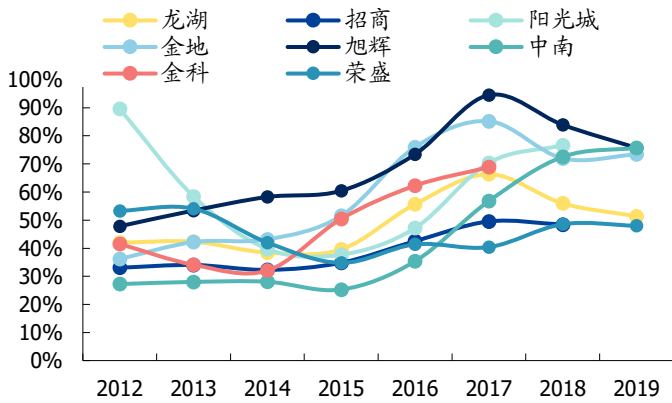
2017 年公司提出“调节奏”，强调快周转经营理念，此后拿地偏向于中小型的转周转项目。公司在 17 年之后获取的项目开盘周期则开始明显下降，拿地到开盘周期明显缩短。公司总资产周转率维度并不能看出明显提升，考虑到公司资产中有相当一部分属于投资物业资产，总资产周转率并不能反映公司开发业务周转率的提升水平，因此我们将总资产中的投资性物业剔除，引入一项新指标：非投资资产周转率=当期销售额/(总资产-投资性资产)，这项指标可以反映公司开发业务的周转水平。可以看出在剔除投资物业资产后，公司开发业务周转率近年来稳步提升，由 2014 年的 29.01% 增长至 2019 年的 42.75%。

图表 125: 总资产周转率、非投资性资产周转率



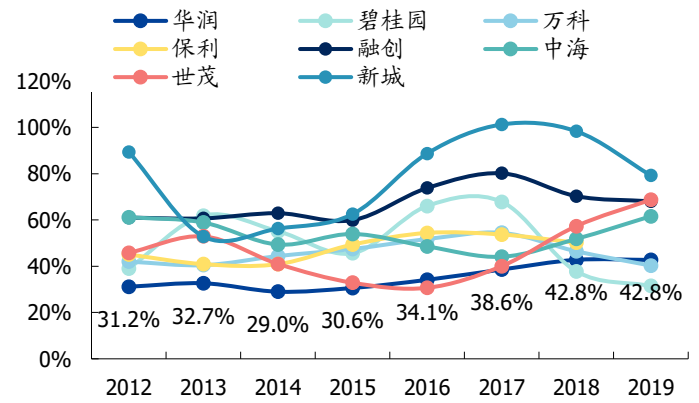
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 126: 房企非投资性资产周转率 (a)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 127: 房企非投资性资产周转率 (b)

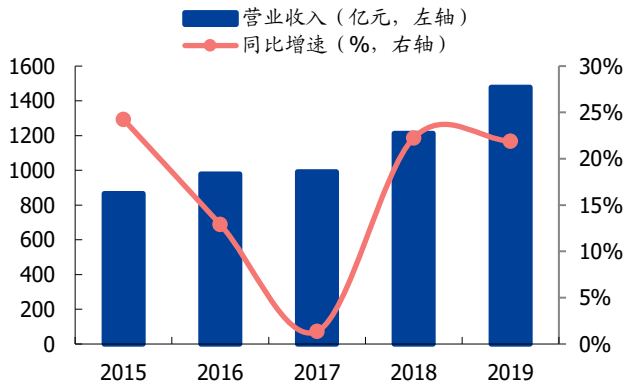


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.3 利润率保持高位

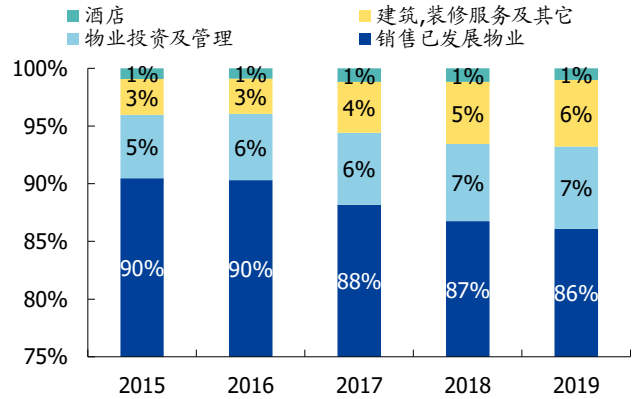
公司 2015-2019 年间的营业收入和归母净利润的年复合增长率分别为 14.3%和 18.2%，2019 年营收 1477.4 亿元，同比增长 21.9%，归母净利润 286.7 亿元，同比增长 18.3%。公司毛利率 2015-2018 年逐年提升，2019 年虽回落至 37.91%，但与主流房企对比来看，仍处于行业高位，其中开发业务毛利率为 36.5%，投资物业毛利率为 66.5%。

图表 128: 公司历年主营业务收入及同比增速



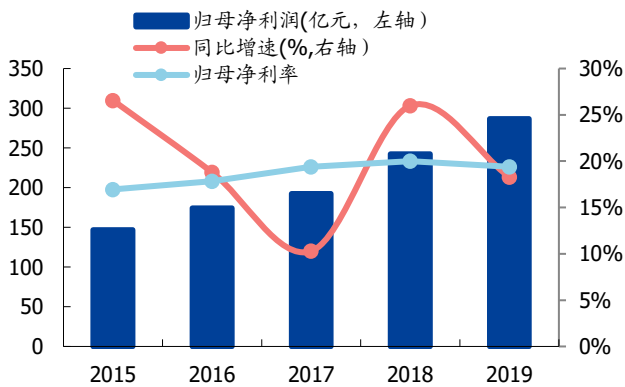
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 129: 公司历年主营业务收入分部占比



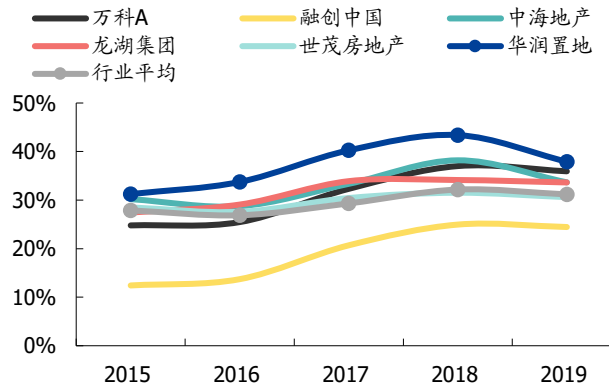
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 130: 公司历年归母净利润、同比增速及归母净利率



资料来源: Wind、国盛证券研究所

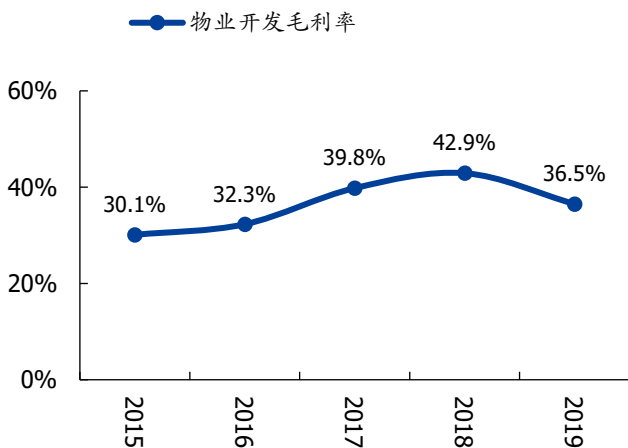
图表 131: 主流房企以及 SW 房地产开发板块毛利率对比



资料来源: 公司公告、Wind、国盛证券研究所

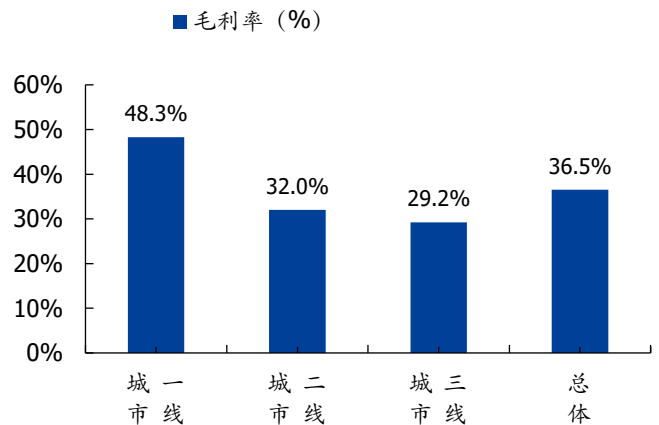
在毛利率下降的行业趋势下，仍在 18、19 年分别达到 42.9% 和 36.5% 且管理层有信心在未来继续保持 30-35% 的水平。从城市能级来看，一二线城市项目的高毛利率是提升整体毛利率的主因。

图表 132: 物业开发毛利率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 133: 2019 年物业开发毛利率水平按城市能级分解

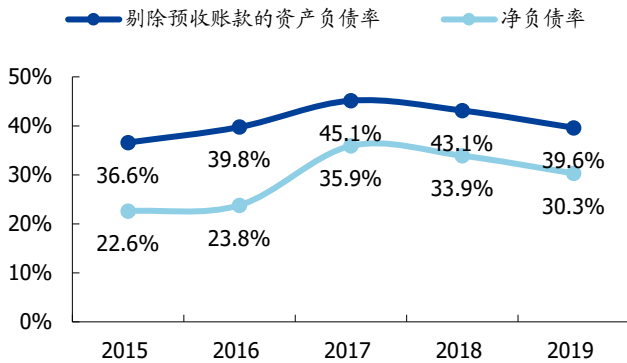


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

5.4 净负债率行业最低，融资成本低

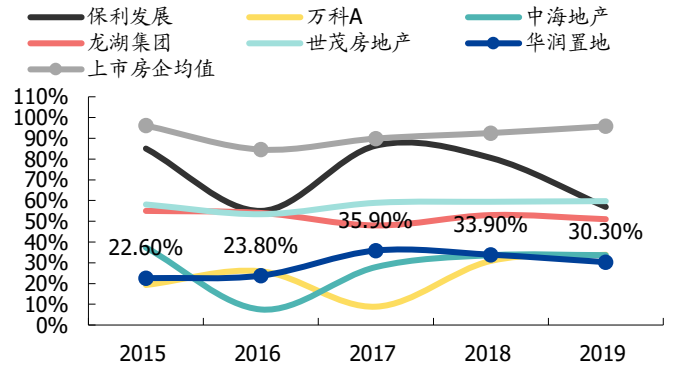
公司杠杆水平远低于上市房企均值。近五年公司净负债率稳定在 22.6%-35.9% 之间，在 2017 年达到高点 35.9% 之后逐年回落，整体处于行业低位，体现华润对杠杆的严格控制。2020 年公司净负债率为 30.3%，同比减少 3.6 个百分点；剔除预收账款后的资产负债率为 39.6%，同比减少 3.5 个百分点。从债务结构上来看，截至 2019 年公司有息负债为 1345.4 亿元，其中债券和银行借款占比分别为 27% 和 73%，人民币和非人民币占比分别为 74% 和 26%。

图表 134: 公司历年净负债率与剔除预收账款后的净负债率



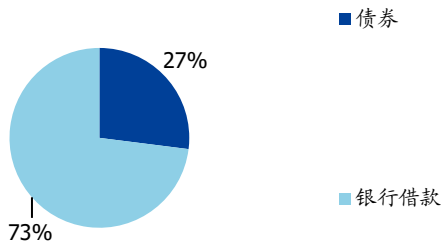
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 135: 主流房企净负债率比较



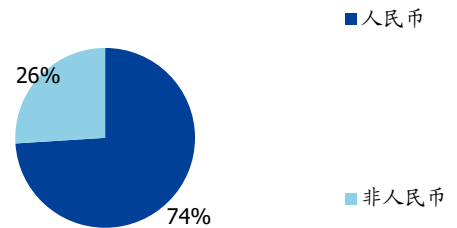
资料来源: 公司公告、《中国房地产上市公司测评研究报告》、国盛证券研究所

图表 136: 公司的债务结构划分



资料来源: 公司业绩会 PPT、国盛证券研究所

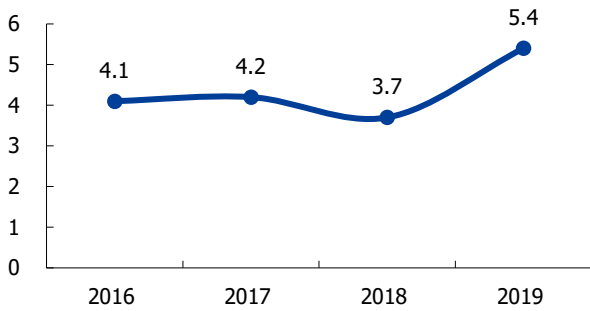
图表 137: 公司的债务结构划分



资料来源: 公司业绩会 PPT、国盛证券研究所

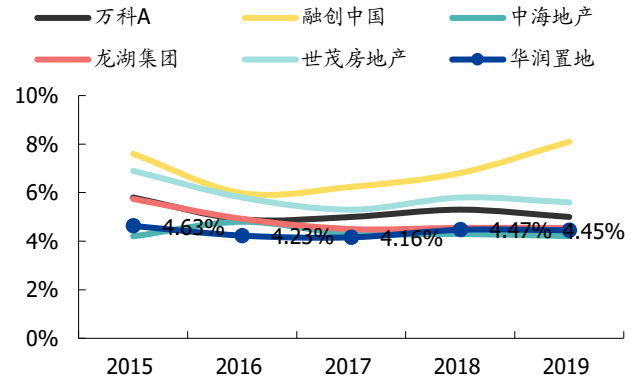
融资成本优势明显，债务期限结构优化。由于央企背景加上公司自身财务状况稳健，公司综合融资成本始终维持在 4.2%-4.6% 之间，保持在行业低位，2019 年为 4.45%，较上年下降 0.2 个百分点。在融资成本降低的同时，公司平均债务期限延长 1.7 年至 5.4 年，现金短债比为 2.98，较上年降低 0.23，在主流房企中位于前列，说明公司短期债务偿还能力较强，现金流安全性较高。

图表 138: 公司历年平均债务期限(单位: 年)



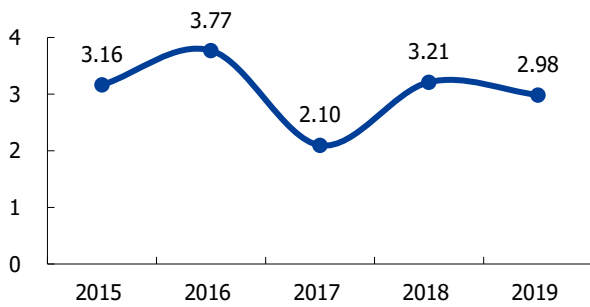
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 139: 公司综合融资成本及主流房企比较



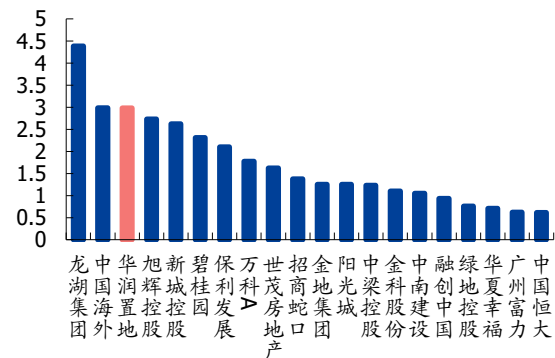
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 140: 公司历年现金短债比



资料来源: 公司公告、Wind、国盛证券研究所

图表 141: 主流房企现金短债比比较



资料来源: Wind、国盛证券研究所

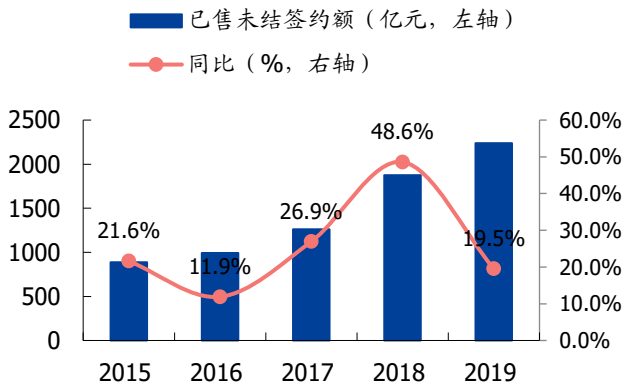
六、盈利预测与估值

6.1 可结算资源充沛，保障收入高增

6.1.1 未结算资源丰富，业绩锁定度高

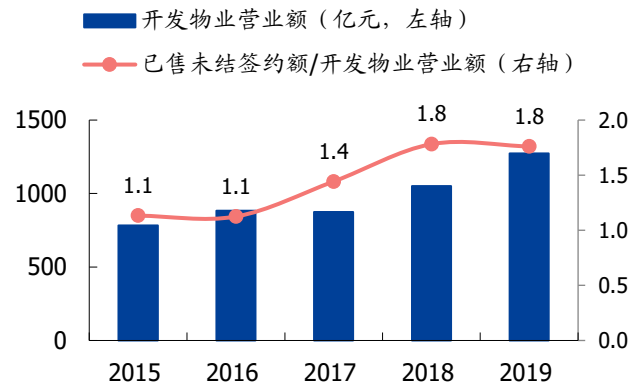
由于销售规模的快速增长，公司积累了丰富的未结转资源，截至 2019 年末公司已售未结的签约额为 2239.3 亿元，同比增长 19.5%，其中已锁定于 2020 年内结算的开发物业营业额为 1286.9 亿元。2019 年公司未结算签约额对当年开发物业营业额的覆盖率达到 1.8 倍，处于历年较高水平，对未来的结算需求有所保障。

图表 142: 公司已售未结签约额及同比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 143: 公司已售未结签约额对开发物业营业额覆盖倍数



资料来源: 公司公告、Wind、国盛证券研究所

6.1.2 业绩预测

1. 收入

鉴于公司较高的已售未结资源，我们预测公司 20/21/22 年各业态收入如下。

图表 144: 各业务收入及增速预测 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
销售物业	127199	134828	192038	218065
投资物业和管理	10536	11824	13363	15209
建筑装饰及其他	8510	8935	9382	9851
酒店	1491	833	1082	1191
总收入	147736	156419	215866	244315

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

2. 毛利率

由于深圳悦府等高毛利项目结算完毕，且 2017 年后地价有所上升，毛利率下降，预测 2020~2022 年销售物业的毛利率将下降至 30-35%。

6.2 估值

6.2.1 开发和投资业务

公司的投资物业业务具有永续经营、增长稳定、现金流稳定的特点，按照海外经验理应按照 P/FFO 或者 EV/EBITDA 的方式估值，但是由于公司投资物业和地产开发物业混业经营，投资物业业务只能使用租金或 EBITDA/资本化率的方法估值。需要注意的是，NAV 估值方法的隐含假设是业务有无法永续经营的风险，因而是一种接近资产清算、类 PB 的估值方式，会低估公司的投资物业业务的真实价值，是一种非常保守的估值方式。开发物业囿于行业特性，按照 NAV 给予一定折价的方式估值，是目前主流投资机构比较能够认可的、留有充分安全边际的估值方式。

我们首先计算公司的 NAV 水平。关键假设如下：

图表 145: NAV 测算关键假设

假设项	假设参数	说明
一二三线城市未来售价涨幅	0%, 0%, 0%	售价增速趋缓。
建安成本年均涨幅	2.5%	统计局建安投资金额/建安面积过去两年增速约 2-2.5%。
一二三线城市单方建安成本	5000、4000、3000 元/m ²	行业经验值。
资本化利息占土地款和建安成本之和的比例	4%	根据公司披露的存货和资本化利息计算得出。
预售进度	按每年销售 6-10 万方	行业经验值。根据项目区位和市场景气度调整。
结算进度	结算滞后销售 1-2 年	行业经验值。
结算价格	结算前 1-2 年销售价格均值	结算滞后销售 1-2 年, 故结算均价应为前两年均值。
销售管理费用率(销售额口径)	1.5%, 1.5%	考虑到当前市场形势销售难度加大, 提高销售费用率。
债务成本	4.45%	公司 19 年综合融资成本。
股权要求回报	12.8%	CAPM 公式计算
WACC	10.3%	计算得到的加权资本成本。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 146: 华润置地 NAV 计算

NAV 计算 (百万元) 2020E	
开发性物业资产价值	293,927
持有物业资产价值	164,325
总资产价值	458,252
19 有息负债	80,845
净资产价值	377,407
稀释股数(百万股)	7,131
NAV/sh (元/股)	52.93
NAV/sh (港币/股)	45.83
港币兑日人民币	0.866

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司 WACC 为 10.3%, 地产项目的权益现金流折现总额为 2939 亿元, 偿付 19 年所有净有息负债 808 亿元后, 重估后的净资产价值 3774 亿元, 每股折扣前 NAV 价值 52.93 元。

6.2.2 物业管理业务

2019 年华润万象 (物业和商业管理子公司) 收入 58.68 亿元, 归母净利润 3.64 亿, 2020H1 实现归母净利润 3.39 亿, 假设 2020 年按 6.78 亿, 2021 年增速 30%, 估值 40xPE 计算, 物业和商业管理业务价值 379.68 亿, 增厚公司每股价值 5.32 元。

6.2.3 目标价 47.7 港币/股，短期目标市值 3400 亿港元

总结：住宅和投资物业 NAV 按目标价 70% 计算，为 37.05 元/股，加上物业价值 5.32 元/股，合理价值为 42.37 元/股，合 48.93 港币/股。当前股价 34.35 港币/股。

七、投资建议

我们预测公司核心净利润仍将维持双位数的增长，2020、21、22 年核心净利润分别为 242.74/272.85/305.82 亿元，增速分别为 12%/12%/12%。归母净利润分别为 274.46/329.03/369.02 亿元，增速分别为-4.3%/19.9%/12.2%，EPS 为 3.85/4.61/5.17 元。合理价值为 48.93 港币/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1. 公司多元获取土地占比有所波动不及预期。多元业务涉及较多的沟通协商，公司无法明确项目落地的时间，可能会对公司综合毛利率有所波动。
2. 购物中心业务租金收到消费者信心影响不及预期。公司投资物业租金与宏观经济宏观经济相关性较强。如果经济下行影响消费者预期和行为，可能使得公司租金收入收入增速不及预期。
3. 住宅业务结算不及预期。公司住宅结算贡献了 76% 的收入，若住宅结算不及预期可能会大幅影响公司业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com