

买入 (维持)

01109.HK 华润置地

港股通 (沪、深)

目标价: 41.00 港元

现价: 31.15 港元

预期升幅: 32%

一线城市拿地占比提高

2020年6月19日

市场数据

日期	2020.6.18
收盘价(港元)	31.15
总股本(亿股)	71.31
总市值(亿港元)	2221.29
总资产(亿元)	7621.08
净资产(亿元)	1735.74
每股净资产(元)	24.34

数据来源: Wind

相关报告

《增长稳健, 业绩扎实》

20200327

《租金收入高速增长, 投资物业价值将重估》20190821

《布局核心城市, 双轮驱动动力足》20190328

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

事件:

- 据公告, 公司 2020 年 5 月实现销售金额和面积 212 亿元和 127 万平米, 同比下降 0.4%和增长 10.6%。权益销售金额为 139 亿元和 94 万平米, 同比持平 and 增长 8%。截至 5 月公司实现累计销售金额和面积 790 亿元和 454 万平米, 同比下降 13%和 7%。

投资要点

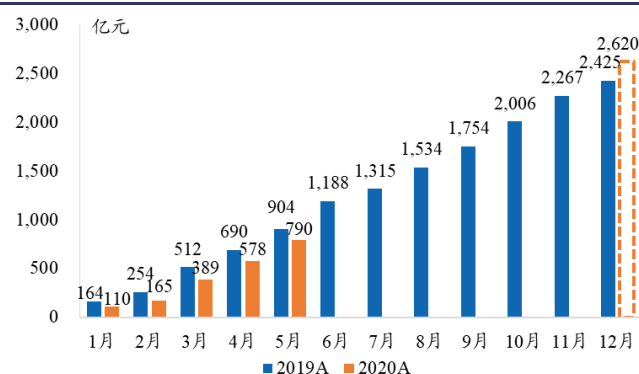
- **维持“买入”评级, 目标价 41.00 港元:** 公司保持量入为出、平稳有序的拿地节奏, 前 5 月土地投资均分布在核心一二线及强三线城市, 权益比例超过 70%。公司销售稳步恢复, 当前全年销售目标完成度约三成。展望全年投资物业租金收入, 我们预计下半年恢复速度会加快, 我们预计公司全年租金收入 (购物中心+写字楼) 为 111 亿元人民币, 同比增长 5%。我们预计公司 2020/2021 年的营业收入为 1722/1991 亿元, 同比增长 17%/16%; 核心净利润为 242/271 亿元, 同比增长 12%/12%。我们维持“买入”评级, 目标价 41.00 港元, 对应 2020/2021 年 PE 为 10.9/9.7 倍, 较现价有 32% 的上升空间。目前股价对应股息收益率为 3.8%。
- **截至 5 月销售完成度 30%:** 5 月单月公司实现销售金额和面积 212 亿元和 127 万平米, 同比持平 and 增长 11%, 环比增长 12%和 14%。截至 5 月, 公司实现累计销售金额和面积 790 亿元和 454 万平米, 同比下降 13%和 7%, 较上月累计负增长缩窄 3 和 6 个百分点, 累计销售均价为 17404 元/平米, 截至 5 月的销售完成度为 30%。按区域分部, 华南、华东、华北、华西、东北和华中销售贡献占比分别为 32%、25%、18%、11%、9%、5%。
- **平稳有序补充土储:** 1 至 5 月公司新增土地项目 22 个, 新增土地储备 GFA 为 342 万平米, 新增权益 GFA 为 244 万平米, 对应权益比例为 72%。新增土地款项为 438 亿元, 平均拿地成本为 12835 元/平米, 土地成本上升主要源于一线城市拿地占比提高。1 至 5 月新增土地款项占销售金额的比例为 56%, 较 2019A 下降 3 个百分点。
- **一线城市拿地占比提高:** 1 至 5 月, 公司新进入 1 个城市嘉兴。公司在二线城市及强三线城市拿地占比达到 100%。一线城市拿地占比提高, 公司首 5 月在一线城市获取了 7 幅土地, 一线城市新增权益土地款占比达到 38%。
- **5 月单月租金收入同比增速转正:** 5 月单月公司的租金收入增速实现转负为正。5 月公司实现租金收入 11 亿元人民币, 同比增长 3%; 购物中心零售额同比增长 26%, 同店同比增长 13%。截至 5 月的累计租金收入为 40 亿元, 同比下降 15%, 较上月负增长缩窄 5 个百分点。

风险提示: 宏观经济增长放缓; 行业调控政策加严; 流动性收紧; 公司销售不及预期; 人民币贬值; 租金收入不及预期。

报告正文

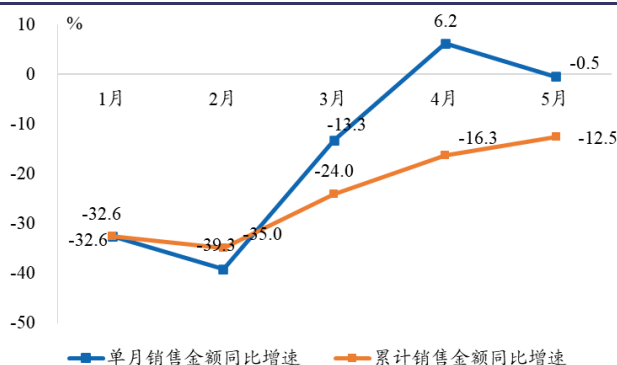
- **截至5月销售完成度30%:**5月单月公司实现销售金额和面积212亿元和127万平方米,同比持平 and 增长11%,环比增长12%和14%。截至5月,公司实现累计销售金额和面积790亿元和454万平方米,同比下降13%和7%,较上月累计负增长缩窄3和6个百分点,累计销售均价为17404元/平米,截至5月的销售完成度为30%。按区域分部,华南、华东、华北、华西、东北和华中销售贡献占比分别为32%、25%、18%、11%、9%、5%。

图1、累计销售金额



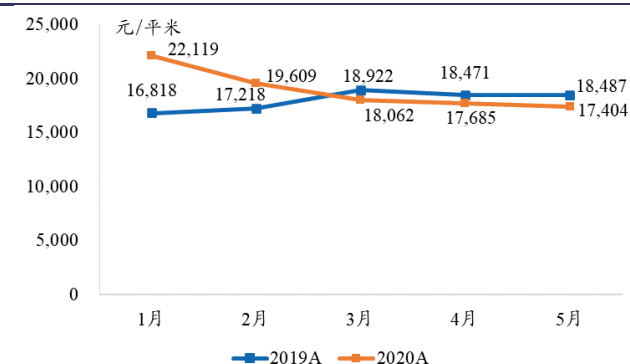
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图2、销售金额增速



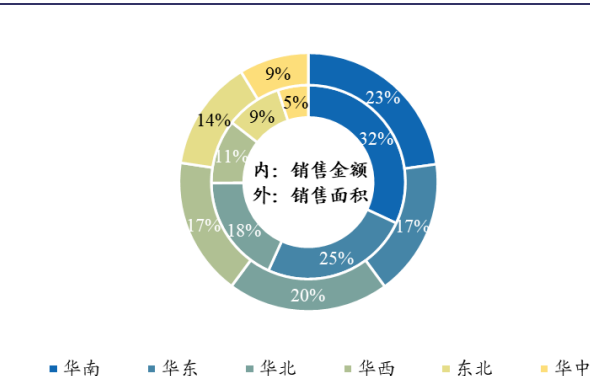
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图3、累计销售均价



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

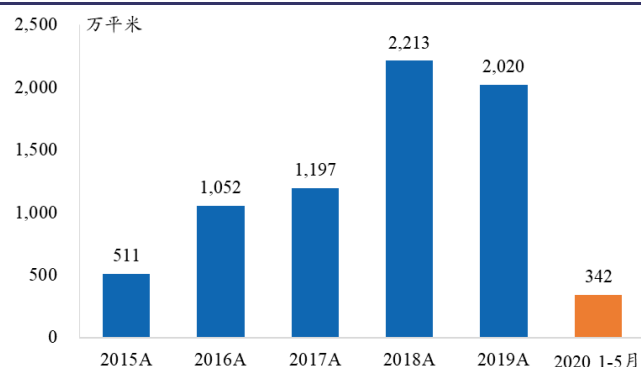
图4、累计销售金额及面积区域分布



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

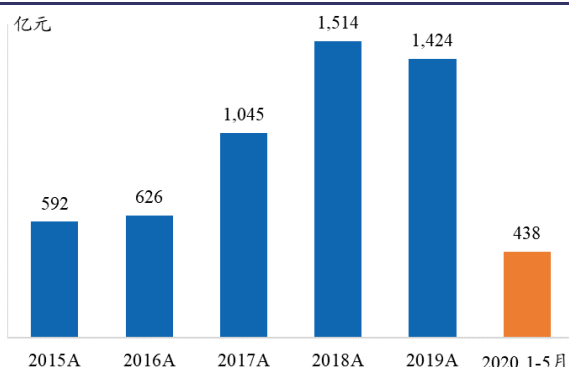
- **平稳有序补充土储:**1至5月公司新增土地项目22个,新增土地储备GFA为342万平方米,新增权益GFA为244万平方米,对应权益比例为72%。新增土地款项为438亿元,平均拿地成本为12835元/平米,土地成本上升主要源于一线城市拿地占比提高。1至5月新增土地款项占销售金额的比例为56%,较2019A下降3个百分点。

图5、新增土地储备 GFA



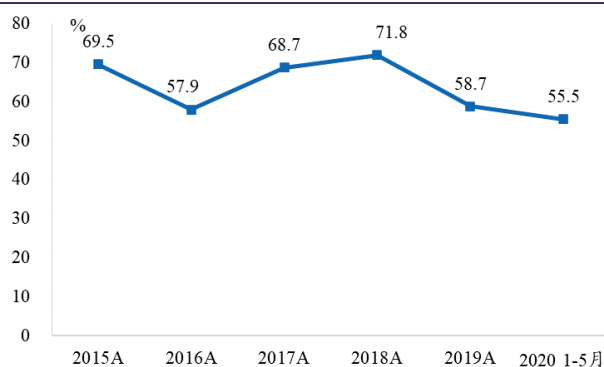
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、新增土地款项



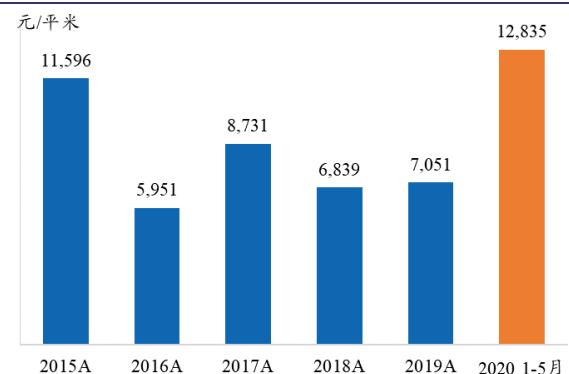
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、新增土地款项占销售金额比例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、新增土地成本



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **一线城市拿地占比提高：**1至5月，公司新进入1个城市嘉兴。公司在二线城市及强三线城市拿地占比达到100%。一线城市拿地占比提高，公司首5月在一线城市获取了7幅土地，一线城市新增权益土地款占比达到38%。

表1、2020年1-5月拿地情况

区域	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	土地数量 (幅)
东北	100%	60	18%	60	24%	42	10%	42	16%	7,000	2
华北	55%	90	26%	50	20%	201	46%	96	36%	22,399	6
华东	89%	57	17%	51	21%	58	13%	57	21%	10,141	5
华南	43%	38	11%	17	7%	63	14%	26	10%	16,328	4
华中	49%	26	8%	13	5%	33	8%	16	6%	12,593	2
华西	77%	71	21%	54	22%	43	10%	32	12%	6,017	3
城市	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	土地数量 (幅)
一线	44%	87	26%	39	16%	240	55%	102	38%	27,414	7
二线	80%	211	62%	169	69%	171	39%	141	52%	8,092	11
强三线	86%	43	13%	37	15%	28	6%	26	10%	6,445	4
其他	NA	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	NA	0
时间	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	土地数量 (幅)
1月	71%	91	27%	65	26%	77	17%	53	20%	8,459	4
2月	60%	104	30%	63	26%	220	50%	109	40%	21,272	7
3月	81%	63	18%	51	21%	78	18%	59	22%	12,382	3

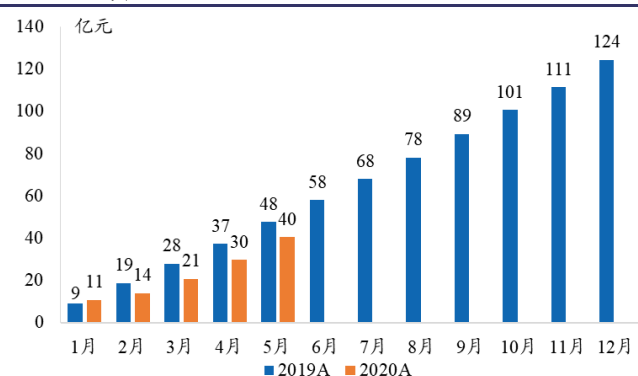
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4月	79%	61	18%	48	20%	28	6%	26	10%	4,677	5
5月	77%	24	7%	18	8%	35	8%	22	8%	NA	3
合计	72%	342		244		438		269		12,835	22

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

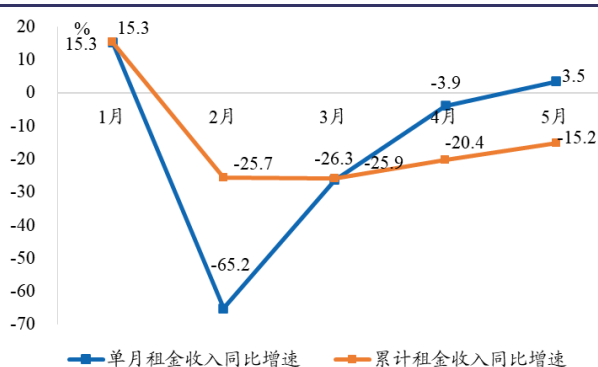
- **5月单月租金收入同比增速转正**：5月单月公司的租金收入增速实现转负为正。5月公司实现租金收入11亿元人民币，同比增长3%；购物中心零售额同比增长26%，同店同比增长13%。截至5月的累计租金收入为40亿元，同比下降15%，较上月负增长缩窄5个百分点。

图9、投资物业租金收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、租金收入增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“买入”评级，目标价 41.00 港元**：公司保持量入为出、平稳有序的拿地节奏，前5月土地投资均分布在核心一二线及强三线城市，权益比例超过70%。公司销售稳步恢复，当前全年销售目标完成度约三成。展望全年投资物业租金收入，我们预计下半年恢复速度会加快，我们预计公司全年租金收入（购物中心+写字楼）为111亿元人民币，同比增长5%。我们预计公司2020/2021年的营业收入为1722/1991亿元，同比增长17%/16%；核心净利润为242/271亿元，同比增长12%/12%。我们维持“买入”评级，目标价41.00港元，对应2020/2021年PE为10.9/9.7倍，较现价有32%的上升空间。目前股价对应股息收益率为3.8%。
- **风险提示**：宏观经济增长放缓；行业调控政策加严；流动性收紧；公司销售不及预期；人民币贬值；租金收入不及预期。

表2、行业估值表（截至 20200618）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE			PB	息率 (%)	ROE (%)
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A		
1109.HK	华润置地	31.15	2221	3.11	3.39	3.80	9.0	8.3	7.4	1.2	3.8	18.4
0081.HK	中海宏洋	4.77	163	0.97	1.26	1.53	4.4	3.4	2.8	0.7	5.3	18.0
0119.HK	保利置业	2.55	93	1.05	1.26	1.51	2.2	1.8	1.5	0.3	8.2	12.3
0123.HK	越秀地产	1.42	220	0.24	0.31	0.38	5.3	4.2	3.4	0.5	7.2	9.3
0337.HK	绿地香港	2.79	78	0.89	1.07	1.28	2.8	2.4	2.0	0.5	9.0	20.2
0604.HK	深圳控股	2.33	206	0.48	0.57	0.68	4.4	3.7	3.1	0.5	7.7	9.4
0688.HK	中国海外	24.75	2712	3.80	4.07	4.67	5.9	5.5	4.8	0.9	4.1	15.6
0813.HK	世茂房地产	33.35	1180	3.18	3.72	4.53	9.4	8.1	6.6	1.6	4.3	17.4
0817.HK	中国金茂	5.69	670	0.53	0.63	0.77	9.6	8.1	6.6	1.5	4.0	17.2
0884.HK	旭辉控股	6.40	520	0.82	1.03	1.25	7.0	5.6	4.6	1.5	5.9	23.1
0960.HK	龙湖集团	37.25	2233	2.66	3.17	3.83	12.6	10.6	8.8	2.2	3.5	20.9
1030.HK	新城发展控股	7.36	457	1.32	1.52	1.75	5.0	4.4	3.8	1.6	4.6	35.4
1233.HK	时代中国	14.70	285	2.73	3.33	4.04	4.8	4.0	3.3	1.3	6.3	28.9
1238.HK	宝龙地产	4.63	192	0.67	0.87	1.11	6.3	4.8	3.7	0.5	8.6	13.7
1628.HK	禹洲地产	3.42	179	0.71	0.87	1.03	4.3	3.5	3.0	0.7	11.7	17.0
1813.HK	合景泰富	12.92	410	3.09	2.09	2.56	3.8	5.6	4.5	1.0	6.3	30.4
1908.HK	建发国际	12.70	149	1.99	2.78	3.70	5.7	4.1	3.1	1.8	6.5	25.7
1918.HK	融创中国	34.35	1599	5.99	6.62	7.75	5.2	4.7	4.0	1.7	3.9	37.2
1966.HK	中骏集团	3.61	151	0.85	0.99	1.14	3.8	3.3	2.9	0.8	6.6	21.2
2007.HK	碧桂园	10.06	2200	1.88	2.18	2.47	4.8	4.1	3.7	1.3	6.2	28.9
2772.HK	中梁控股	5.44	195	1.17	1.29	1.58	4.2	3.8	3.1	2.0	8.8	67.8
2777.HK	富力地产	9.15	320	3.00	3.06	3.35	2.7	2.7	2.5	0.4	15.4	13.3
3301.HK	融信中国	7.00	119	1.87	2.23	2.65	3.4	2.8	2.4	0.6	8.6	21.6
3377.HK	远洋集团	1.94	148	0.35	0.45	0.58	5.0	3.9	3.0	0.3	7.0	5.4
3380.HK	龙光地产	13.94	769	1.83	2.20	2.66	6.9	5.7	4.7	1.9	6.0	35.5
3383.HK	雅居乐集团	9.35	366	1.94	2.01	2.23	4.3	4.2	3.8	0.7	10.7	17.5
3883.HK	中国奥园	9.58	259	1.56	2.34	2.88	5.5	3.7	3.0	1.4	6.3	31.2
3900.HK	绿城中国	8.23	205	0.55	0.63	0.76	13.5	11.7	9.8	0.7	4.0	9.0
3990.HK	美的置业	19.76	243	3.61	4.15	4.98	4.9	4.3	3.6	1.1	8.1	24.0
6158.HK	正荣地产	4.93	215	0.59	0.68	0.81	7.5	6.5	5.4	1.2	2.0	16.8
平均							5.8	5.0	4.2	1.1	6.7	22.1

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院

注：粗体部分为兴业证券预测，其余为 Wind 一致预测

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	520,095	579,997	653,736	728,085
货币资金	63,699	71,661	80,862	91,519
存货	356,210	380,420	436,694	517,594
应收账款	50,563	78,295	86,558	69,349
其他应收款	36,327	36,327	36,327	36,327
其他流动资产	13,295	13,295	13,295	13,295
非流动资产	242,013	254,084	267,183	281,235
物业、厂房及设备	11,104	11,438	11,752	12,046
使用权资产	4,665	4,665	4,665	4,665
投资物业	156,490	168,227	181,012	194,769
于联营/合营公司的权益	40,831	40,831	40,831	40,831
其他非流动资产	20,304	20,304	20,304	20,304
递延税项资产	8,620	8,620	8,620	8,620
资产总计	762,108	834,081	920,918	1,009,319
流动负债	391,067	426,187	472,305	516,007
短期借款	21,345	22,882	24,016	24,771
应付账款	98,213	122,716	142,500	158,447
应付税项	28,562	28,562	28,562	28,562
合同负债	226,720	235,800	261,000	288,000
其他流动负债	15,776	15,776	15,776	15,776
非流动负债	137,569	154,032	171,897	190,143
长期借款	113,200	129,663	147,528	165,774
长期应付款	3,009	3,009	3,009	3,009
递延所得税负债	19,440	19,440	19,440	19,440
负债合计	528,635	580,218	644,202	706,150
股本	674	674	674	674
储备	172,900	188,627	206,258	226,328
少数股东权益	49,898	54,562	59,784	66,167
股东权益合计	233,473	253,863	276,716	303,170
负债及权益合计	762,108	834,081	920,918	1,009,319

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	60,994	48,579	53,503	61,557
折旧和摊销	646	666	686	705
公允价值变动损益	0	0	0	0
财务费用	2,121	2,325	2,674	2,987
所得税开支	(26,643)	(19,432)	(20,866)	(24,007)
营运资金的变动	(13,241)	(18,358)	(19,554)	(20,744)
经营活动产生现金流量	22,016	11,818	14,155	17,912
投资活动产生现金流量	(28,742)	(10,774)	(11,497)	(12,171)
融资活动产生现金流量	(7,653)	6,917	6,543	4,917
现金净变动	(14,379)	7,962	9,201	10,657
现金的期初余额	69,246	63,699	71,661	80,862
现金的期末余额	63,699	71,661	80,862	91,519

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	147,736	172,249	199,084	228,852
营业成本	91,736	114,126	135,375	155,278
销售费用	5,070	6,201	6,371	7,094
管理费用	5,745	6,698	7,167	8,239
财务费用	1,327	2,325	2,674	2,987
其它收益	2,828	1,963	2,288	2,586
营业利润	48,013	47,186	52,459	60,827
公允价值变动	10,590	0	0	0
投资收益	1,977	1,977	1,977	1,977
其它经营开支	1,327	2,325	2,674	2,987
税前盈利	60,994	48,579	53,503	61,557
所得税	26,643	19,432	20,866	24,007
税后盈利	34,352	29,147	32,637	37,550
少数股东损益	5,390	4,664	5,222	6,383
核心净利润	21,647	24,194	27,126	30,877
核心 EPS(元)	3.11	3.47	3.89	4.43

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	21.9	16.6	15.6	15.0
营业利润增长率	6.4	(1.7)	11.2	16.0
核心净利润增长率	12.2	11.8	12.1	13.8
盈利能力(%)				
毛利率	37.9	33.7	32.0	32.1
核心净利率	14.7	14.0	13.6	13.5
ROE	18.4	13.3	13.7	14.2
偿债能力				
净资产负债率(%)	30.3	31.9	32.8	32.7
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.4
营运能力(次)				
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	2.9	2.2	2.3	3.3
每股资料(元)				
每股核心收益	3.11	3.39	3.80	4.33
每股净资产	24.34	26.55	29.02	31.83
估值比率(倍)				
PE	9.0	8.3	7.4	6.5
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券股份有限公司及其或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司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“主要美国机构投资者”除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券股份有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券股份有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。