

01109.HK 华润置地

港股通（沪、深）

买入（首次）

多元化发展，超蓝筹实力

2018年11月14日

市场数据

日期	2018.11.13
收盘价(港元)	28.05
总股本(亿股)	69.31
总市值(亿港元)	1944
净资产(亿元)	1233.48
总资产(亿元)	5576.09
每股净资产(元)	17.80

数据来源: Wind

相关报告

《综合实力强大，盈利能力突出》20180822

《综合实力强劲，业绩稳步增长》20180325

《限制政策加码，销售状况良好》20171016

《结转节奏导致上半年业绩倒退，全年展望稳定》20170827跟踪报告

《利润率提升，综合实力强劲》20170326跟踪报告

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	101,644	126,843	153,508	184,339
同比增长(%)	7.5	24.8	21.0	20.1
核心净利润(百万元)	16,337	21,167	23,891	26,869
同比增长(%)	15.8	29.6	12.9	12.5
毛利率(%)	40.2	40.8	38.5	36.4
核心净利润率(%)	16.1	16.7	15.6	14.6
净资产收益率(%)	16.4	15.9	16.0	16.2
每股核心收益(元)	2.36	3.05	3.45	3.88
每股股息(元)	0.86	1.07	1.21	1.36

数据来源: 兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **首次评级覆盖给予买入评级，目标价 36.00 港元:** 华润置地背靠华润集团，是实力雄厚的地产蓝筹，主营业务包括物业开发和投资物业，位居行业第一梯队。公司的土地储备大部分位于一、二线城市，可保障合约销售未来 3-4 年发展；投资物业占据城市核心稀缺地段，为公司贡献稳定现金流。公司的业绩保持稳健增长，我们预计公司 2018-2020 年的核心净利润分别为 211.7、238.9 和 268.7 亿元，分别同比增长 29.6%、12.9% 和 12.5%。我们首次评级覆盖华润置地给予买入评级，目标价为 36.00 港元，较公司 NAV 折让 10%，为 2018-2020 年的 10.5、9.3、8.2 倍 PE。对于目前 28.05 港元股价，有 28% 的上升空间。
- **四大核心竞争力，确保行业龙头地位:** 华润置地经过数十年发展，我们认为其具备以下四大核心竞争力，确保其行业内的龙头地位：1) 销售规模行业前十，主打中高端产品，销售溢价有保障；2) 土地储备充足，主要布局核心一、二线城市，成本可控；3) 商业地产龙头，占据一、二线城市最核心地段，打造高端品牌；4) 财务实力强劲，行业领先信贷评级，超低融资成本。
- **行业格局稳固，利于龙头公司整合:** 中国房地产行业的发展已经进入平稳期，行业格局稳固，在严厉的行业调控政策下，流动性偏紧的宏观环境中，龙头地产公司在资金、土地、人才等方面的优势更趋明显。华润置地物业销售规模排名前十，更是国内的龙头商业地产运营商，在行业的整合过程中将抢占先机。
- **长期可跟踪稳健业绩，派息丰厚:** 华润置地有长期可跟踪的稳健业绩，2010-2017 年核心净利润年复合增速达到 24%。同时公司保持稳定派息政策，派息率达到核心净利润的 35%，当前股息收益率为 3.4%。

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; 人民币贬值; 公司销售不及预期; 投资物业出租率下降。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Buy

(Initiation)

China Resources Land Limited
(1109.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

Diversified Business and Super Strength

11/14/2018

China Property

Key Data		Key Financial Indicators				
Nov. 13, 2018		FY	2017A	2018E	2019E	2020E
Closing Price (HKD)	28.05	Revenue (Mn/CNY)	101,644	126,843	153,508	184,339
Total Shares (Mn)	6931	YoY (%)	7.5	24.8	21.0	20.1
Market Cap (HKD/Mn)	194413	Core Net Profit (Mn/CNY)	16,337	21,167	23,891	26,869
Net Assets (CNY/Mn)	123348	YoY (%)	15.8	29.6	12.9	12.5
Total Assets (CNY/Mn)	557609	Gross Margin (%)	40.2	40.8	38.5	36.4
BVPS(CNY)	17.80	Core Net Profit Margin (%)	16.1	16.7	15.6	14.6
		ROE (%)	16.4	15.9	16.0	16.2
		EPS -Core (CNY)	2.36	3.05	3.45	3.88
		Dividend Per Share (CNY)	0.86	1.07	1.21	1.36

Analyst

Jian Song

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

Company Profile

China Resources Land Limited (CR Land) is a domestic leading comprehensive real estate developer. It was listed on HKEX in Nov 1996 and joined HSI as real estate blue chip in 2010. By 2018H1, its total assets amounted to CNY 557.6B and net assets amounted to CNY 123.3B.

Highlights

Initiate at BUY, TP HK\$36.00: CR Land, backed by China Resources (Holdings) Company Limited, continue maintaining in first tier industry group, is a real estate blue chip. Its main businesses include development property and investment property. Company's land bank is sufficient and mainly located in first and second tier cities, which is able to support future contracted sales of 3 to 4 years; Investment properties are located in core area of core cities, contributing stable cash inflow. Company's performance maintains stable growth. We expect core net profit in 2018E/2019E/2020E to be CNY 21167M, 23891M, 26869M, up by 29.6%, 12.9% and 12.5% y-o-y. Based on a 10% discount of NAV, **We initiate coverage with BUY, TP HK\$36.00**, representing 10.5X, 9.3X and 8.2X PE from 2018 to 2020, implying a 28% upside from the current price.

Four core competitive strength to guarantee industry leading status: After decades of development, CR Land possesses four core competitive strength to guarantee the leading status: **1) Advantage of sales scale.** Company maintains Top 10 contracted sales, focuses on building mid and high level products, and has price premium. **2) Sufficient land bank.** Most of land bank is located in first and second tier cities. Costs are controllable. **3) Commercial IP leader.** IP are located in core area of first and second tier cities, establishing high-end brand. **4) Strong financial advantage and stable credit rating.** Company has leading industry credit rating and the lowest weighted average cost of funding.

Industry entered in steady stage, integration of leading companies on the way: The development of domestic real estate industry has entered in steady stage with stable competition pattern. Under tight industry regulation and in the macro environment of tight liquidity, leading real estate companies' advantages in capital, land and talents are more obvious. CR Land not only has large property sales scale, but also ranked top in the commercial IP industry, which helps it hold market share early ahead of peers in the process of industry integration.

Long-term stable performance; high dividend payout: Company's performance is stable and trackable in long term. **2010-2017 CAGR of core net profit reaches 24%.** In addition, CR Land maintains stable dividend payout policy, dividend payout ratio (to core net profit) amounts to 35% and dividend yield reaches 3.4%.

Potential risks: 1) Macroeconomic growth slows down. 2) Stricter industry regulation and policies. 3) Tighter liquidity. 4) RMB depreciation. 5) Contracted sales below expectation. 6) Average occupancy rate of investment property decreases.

目 录

1、地产蓝筹，位居行业第一梯队	6 -
1.1、地产蓝筹，实力雄厚	6 -
1.2、孵化战略，加速成长	8 -
2、四大核心竞争力，确保行业龙头地位	9 -
2.1、销售规模领先，行业第一梯队	9 -
2.2、土地储备丰富，实现全国布局	11 -
2.3、商业地产龙头，打造高端品牌	15 -
2.4、财务实力强劲，超低融资成本	21 -
3、行业格局稳固，利于龙头公司整合	24 -
3.1、行业格局稳固，集中度加速提升	24 -
3.2、商业地产回暖，商场焕发新活力	28 -
4、财务分析及盈利预测	31 -
4.1、主要财务指标分析	31 -
4.2、盈利保持稳健增长	34 -
5、估值与评级	35 -
6、风险提示	37 -

图 表

图 1、公司历年合约销售金额	6 -
图 2、中国房地产销售金额排行榜名次	6 -
图 3、公司的历年合约销售面积	7 -
图 4、公司的历年合约销售均价	7 -
图 5、公司营业收入	7 -
图 6、公司营业收入构成	7 -
图 7、公司股权架构	8 -
图 8、公司的合约销售金额	9 -
图 9、公司的合约销售面积及销售均价	9 -
图 10、公司历年销售金额增速及行业对比	9 -
图 11、公司历年销售面积增速及行业对比	9 -
图 12、公司销售金额区域分布	10 -
图 13、公司销售面积区域分布	10 -
图 14、公司各区域销售均价	10 -
图 15、公司销售金额城市分布	10 -
图 16、公司土地储备覆盖的城市数量	11 -
图 17、公司的历年总土储和权益土储	11 -
图 18、公司两大业务的历年土地储备	11 -
图 19、投资物业土地储备按产品分布	11 -
图 20、公司土地储备城市分布	12 -
图 21、开发物业的土地储备按区域分布	13 -
图 22、投资物业的土地储备按区域分布	13 -
图 23、开发物业的土地储备按城市分布	13 -

图 24、投资物业的土地储备按城市分布	- 13 -
图 25、公司的新增土储和新增权益土储	- 13 -
图 26、公司的新增土储占销售面积比例	- 13 -
图 27、公司新增土储按区域分布	- 14 -
图 28、公司新增土储按城市分布	- 14 -
图 29、公司的历年收购地价和权益地价	- 14 -
图 30、公司的历年新增土地成本	- 14 -
图 31、公司运营投资物业按个数划分	- 15 -
图 32、公司运营投资物业按面积划分	- 15 -
图 33、商场租金收入按条线划分	- 16 -
图 34、商场租金收入按城市	- 16 -
图 35、公司已开业商场的建筑面积和出租率	- 16 -
图 36、公司预计开业商场的可租面积	- 17 -
图 37、公司及竞争对手租金对比	- 18 -
图 38、公司及竞争对手商场数量对比	- 18 -
图 39、公司及竞争对手运营面积对比	- 18 -
图 40、公司及竞争对手出租率对比	- 18 -
图 41、购物商场体验模式	- 19 -
图 42、2013 年公司购物商场业态分布	- 19 -
图 43、2016 年公司购物商场业态分布	- 19 -
图 44、一点万象、华润通 App	- 20 -
图 45、深圳万象城外部实景	- 20 -
图 46、深圳万象城内部实景	- 20 -
图 47、公司的历年净负债率及对比	- 21 -
图 48、公司及主要上市公司的净负债率	- 21 -
图 49、公司的历年平均融资成本及对比	- 22 -
图 50、公司及主要上市公司的平均融资成本	- 22 -
图 51、公司的债务构成按期限划分	- 22 -
图 52、公司的债务构成按币种划分	- 22 -
图 53、主要城市的 GDP 占比	- 24 -
图 54、主要城市的人口占比	- 24 -
图 55、行业销售金额集中度	- 25 -
图 56、行业销售面积集中度	- 25 -
图 57、近一年的行业销售金额及增速	- 27 -
图 58、近一年的行业销售面积及增速	- 27 -
图 59、社会消费品零售总额	- 28 -
图 60、实物商品网上零售额及占比	- 28 -
图 61、城镇居民人均可支配收入	- 29 -
图 62、城镇居民家庭支出结构	- 29 -
图 63、新增购物中心数量 TOP15 企业	- 29 -
图 64、新增购物中心数量 TOP15 城市	- 29 -
图 65、主要一二线城市优质零售物业新增供应量	- 30 -
图 66、主要一二线城市优质零售物业空置率	- 30 -
图 67、公司的历年营业收入及同比增速	- 31 -
图 68、公司的历年毛利润及同比增速	- 31 -
图 69、公司的历年归母净利润及同比增速	- 31 -
图 70、公司的核心净利润及同比增速	- 31 -
图 71、公司的历年毛利率	- 32 -
图 72、公司的历年归母净利率	- 32 -
图 73、公司的历年核心净利率	- 32 -

图 74、公司的历年销售费用率	- 32 -
图 75、公司的历年管理费用率	- 33 -
图 76、公司的历年财务费用率	- 33 -
图 77、公司的历年派息率	- 33 -
图 78、公司的历年股息收益率	- 33 -
图 79、公司的历年 ROA	- 33 -
图 80、公司的历年 ROE	- 33 -
图 81、公司的销售金额预测	- 34 -
图 82、公司的结转金额预测	- 34 -
图 83、公司的 PE Band	- 37 -
图 84、公司的 PB Band	- 37 -
图 85、公司港股通持股比例	- 37 -
表 1、公司的发展历程	- 6 -
表 2、公司主要管理层	- 8 -
表 3、土地储备面积 TOP5 城市及省份	- 12 -
表 4、2017 年中国商业地产 TOP10	- 15 -
表 5、主要竞争对手对比	- 17 -
表 6、2016 年以来公司的部分融资情况	- 21 -
表 7、公司及主要上市公司信用评级	- 23 -
表 8、2013-2017 中国房地产销售排行榜	- 25 -
表 9、2018 年 8 月以来新出台的主要城市（地区）商品房监管政策	- 26 -
表 10、截至 2018 年 3 季度主要房地产公司合约销售及全年目标完成情况	- 27 -
表 11、盈利预测	- 35 -
表 12、WACC 计算表	- 35 -
表 13、NAV 计算表	- 36 -
表 14、行业估值表(截止 20181113)	- 36 -
附表	- 38 -

报告正文

1、地产蓝筹，位居行业第一梯队

1.1、地产蓝筹，实力雄厚

华润置地有限公司（以下简称“华润置地”），是国内领先的综合房地产开发商。公司于1996年11月在香港联交所上市，并于2010年被选作地产蓝筹股加入恒生指数。公司的业务涵盖住宅开发，购物中心、写字楼、酒店、高端公寓等持有物业并在积极拓展增值服务，其中在投资物业方面，华润置地致力于成为商业地产的领跑者。截止至2018年中期，公司总资产规模达到5576亿元，净资产达到1233亿元。

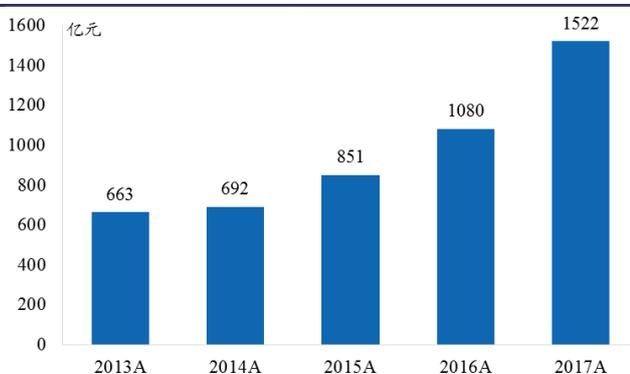
表 1、公司的发展历程

时间	事件
1994 年	华润置地在北京成立
1996 年	公司赴香港联合交易所上市
2002 年	确定全国布局，深圳华润中心奠基、成都翡翠城项目启动
2009 年	连续四年获得“中国蓝筹地产企业”
2010 年	晋身香港恒生指数成分股，成为香港 43 只蓝筹股之一
2010 年	进行组织架构调整，内地业务划分为十个大区及三个利润中心，确定“两级总部、三级管控”的架构
2013 年	深圳 1234space 开业，商业板块形成万象城综合体、区域商业中心万象汇/五彩城、体验式时尚潮人生活馆 1234space 三种模式
2017 年	进驻境内外城市达 62 个，开工项目超 240 个，运营商场 26 个

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

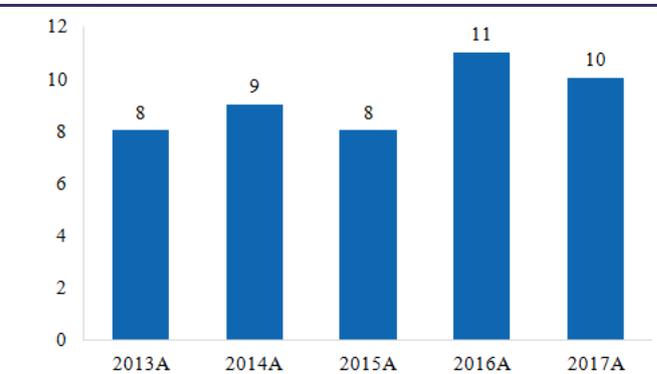
2017 年公司的合约销售金额为 1521.6 亿元人民币，同比增长 40.8%，对于年初提出的 1200 亿销售目标，超额 26.8% 完成。位于中国房地产行业销售排行榜第 10 位，保持行业第一梯队。

图 1、公司历年合约销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

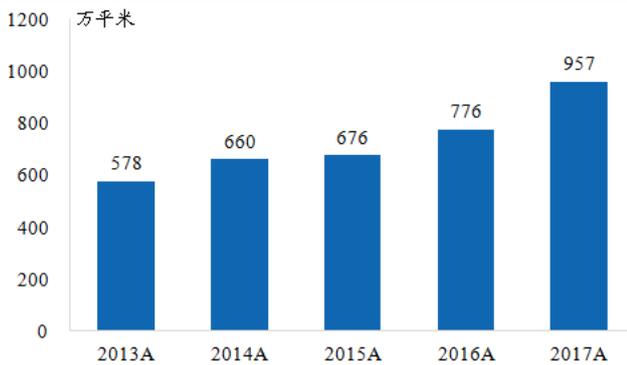
图 2、中国房地产销售金额排行榜名次



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

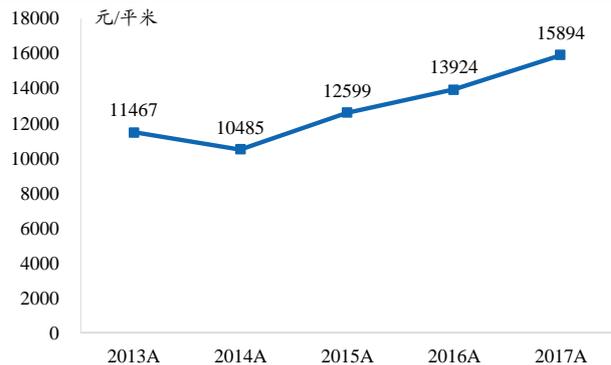
2017 年公司的销售合约销售面积为 957.3 万平方米，同比增长 23.4%，从面积划分位于中国房地产销售排行第十位。公司秉持“品质给城市更多改变”的品牌理念，在全国多城市布局，在发展规模的同时明确定位，坚持高端经营化路线，以及精细设计的准则、毫厘工程标准和情感悉心服务。2017 年公司平均售价为 15894 元/平方米，同比增长 14.1%，行业的平均售价为 7892 元/平方米，公司的销售均价在行业内位于中上水平。

图 3、公司的历年合约销售面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

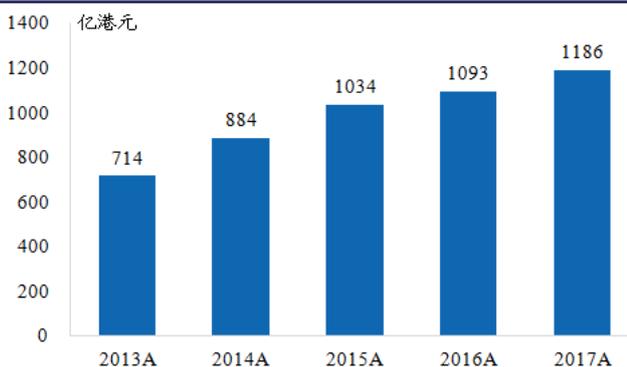
图 4、公司的历年合约销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

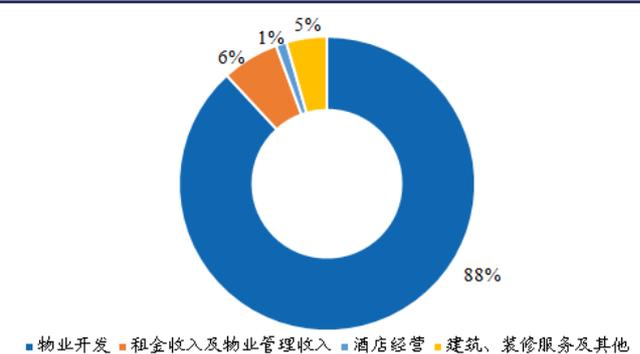
随着公司的销售增长和业绩释放，公司的营业收入历年来稳步上升。2017 年全年公司实现营业收入 1186 亿港元，同比增长 8.5%。从公司的营业收入构成来看，物业开发、租金收入及物业管理收入、酒店经营、建筑装修服务及其他分别占比 88%、6%、1%、5%。物业开发业务部分占比有所下降，租金收入及物业管理收入占比持续上升。

图 5、公司营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司营业收入构成

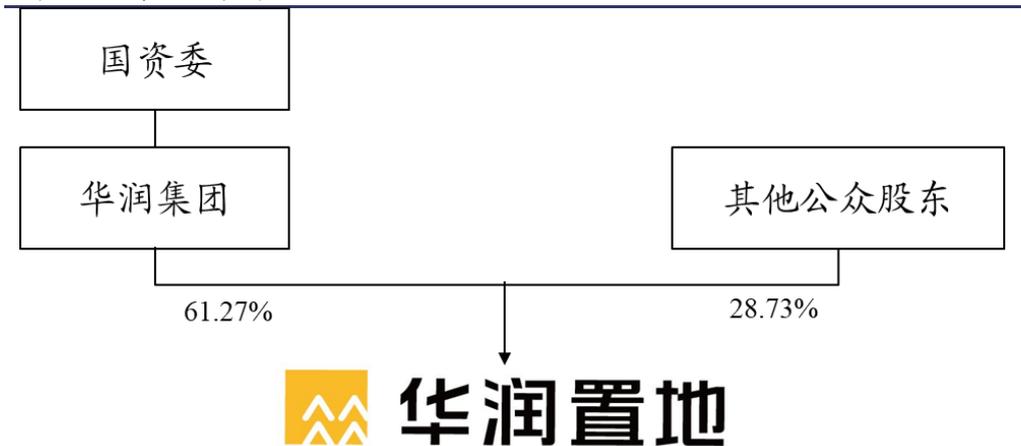


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、孵化战略，加速成长

华润置地的控股股东是华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”），持股比例为 61.27%，有绝对控股权。华润集团 2003 年始归属国务院国资委直接监管，并被列为国有重点骨干企业，在 2018 年《财富》发布的世界 500 强中名列 86。其在香港拥有华润燃气、华润啤酒等 6 家上市公司。华润置地是华润集团旗下的地产业务旗舰，在其发展历程中，得到集团的大力支持。

图 7、公司股权架构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的主要管理层保持稳定，并拥有多年的行业经验。

表 2、公司主要管理层

人员	职位	履历
吴向东	执行董事、提名委员会主席	1993 年，加入华润集团 2005 年，加入华润置地 2006 年 9 月，被委任为执行董事
唐勇	副主席、执行董事	1993 年，加入华润集团 2001 年，加入华润置地 2013 年 6 月，被委任为董事总经理 2014 年 11 月起，兼任副董事长
俞建	执行董事、高级副总裁及首席财务官	英国石油公司香港及伦敦总部战略规划和资金部门工作 8 年 北京和香港的中信集团从事融资租赁业务 7 年 2009 年加入华润集团，担任财务部资金总监及财务部高级副总监 2014 年，加入华润置地 2014 年 8 月，被委任为执行董事

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2005 年华润置地战略重组后，公司确定了“孵化战略”和一体化综合开发模式，成为了公司近几年快速发展的重要动力。“孵化战略”是指华润集团在前期购买土地，当项目更加成熟时按市场价格注入上市公司。从 2005 年至今，华润集团累计注入了超过 560 亿元的资产，总建筑面积超过 2200 万平方米。

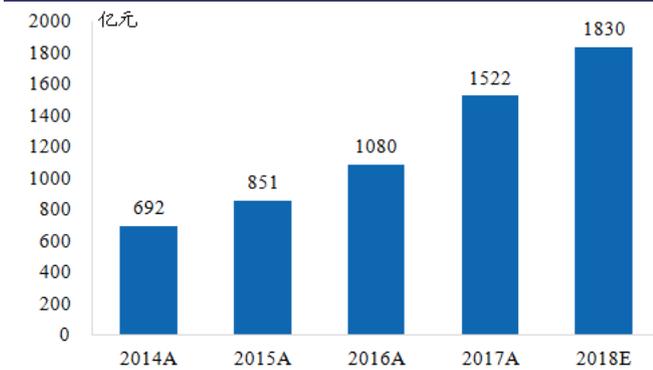
2、四大核心竞争力，确保行业龙头地位

我们认为，公司在发展过程中主要持有四大核心竞争力：1) 销售规模领先，行业第一梯队；2) 土地储备丰富，实现全国布局；3) 商业地产龙头，打造高端品牌；4) 财务实力强劲，超低融资成本。

2.1、销售规模领先，行业第一梯队

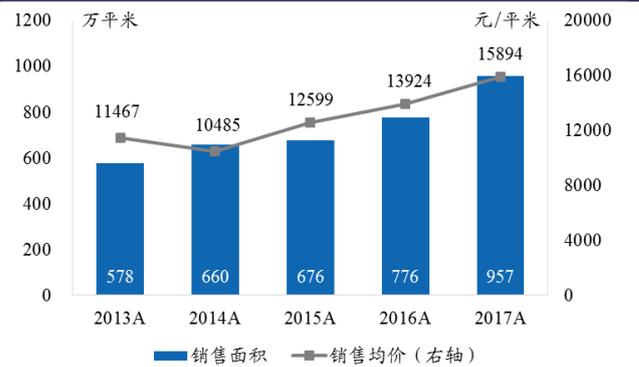
量价齐升带动公司销售规模增长。公司 2017 年实现合约销售金额和面积分别为 1521.6 亿元人民币和 957.3 万平方米，分别同比增长 40.8%和 23.4%，销售均价为 15894 元/平方米，同比增长 14.2%。2017 年，主要的 20 家上市公司销售金额和面积中位数为 1024 亿元、632 万平方米，公司的销售金额和面积领先行业水平。公司订立了 2018 年 1830 亿元销售目标，同比增长 20.3%。2018 年公司的可售货值为 3100 亿元，达到 59%去化率即可完成销售任务。

图 8、公司的合约销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

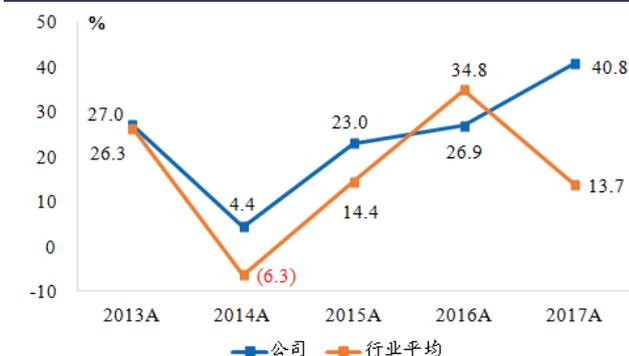
图 9、公司的合约销售面积及销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

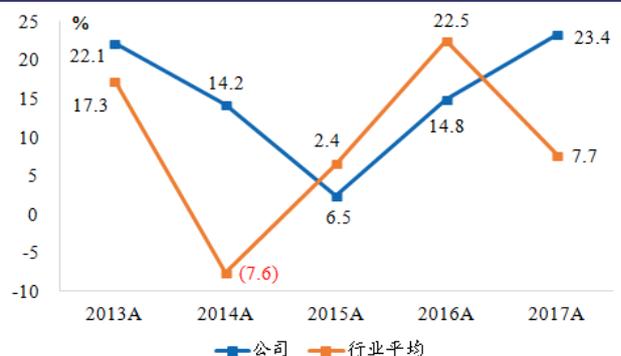
公司的销售规模高速提升，提升速度远超行业平均水平。2017 年公司的销售金额同比增长 40.8%，行业平均增速为 13.7%。期内公司的销售面积同比增长 23.4%，行业平均增速为 7.7%。

图 10、公司历年销售金额增速及行业对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司历年销售面积增速及行业对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的销售区域分布方面，华北、华东、华南、华西、东北、华中和其他地区的销售金额分别占比 10.0%、25.7%、22.2%、24.2%、10.5%、7.3%、0.2%。以上 7 地区的销售面积分别占比 16.3%、22.0%、21.2%、12.1%、18.1%、10.2% 和 0.2%。

图 12、公司销售金额区域分布

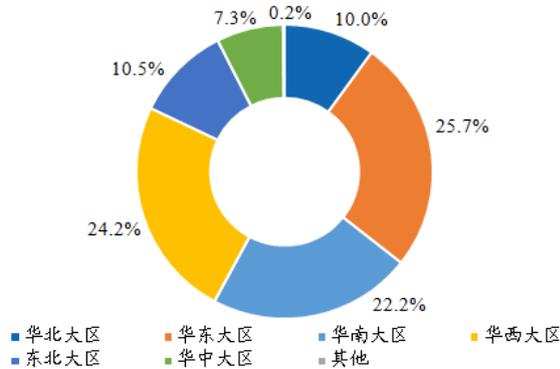
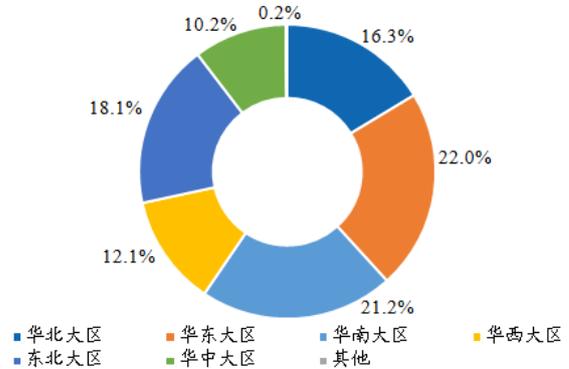


图 13、公司销售面积区域分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

各区域的销售单价上，华东、华南、华西和其他地区的销售单价高于公司销售均价，其中华西地区销售均价达 31700 元/平米，主要由于产品定位高端、服务质量优质，且华西地区限售限购力度不及华东等热点区域。

公司的销售城市分布以一二线城市为主，一线、二线、三线城市的销售金额占比分别为 31%、55%、14%。

图 14、公司各区域销售均价

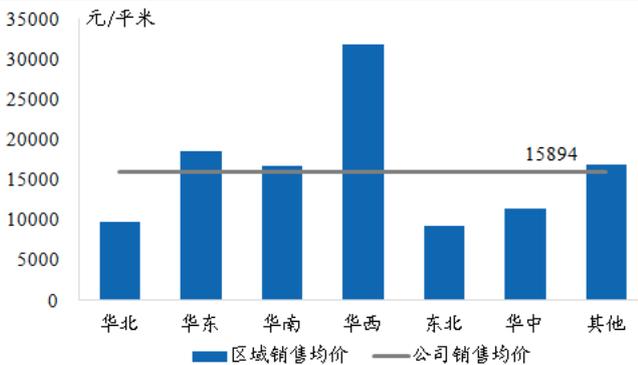
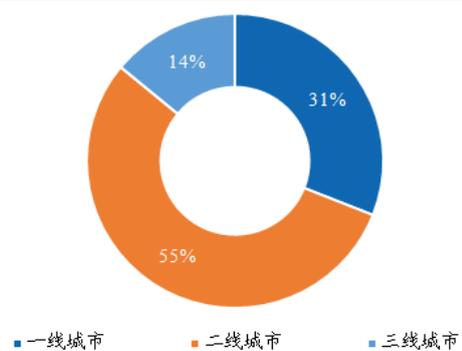


图 15、公司销售金额城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

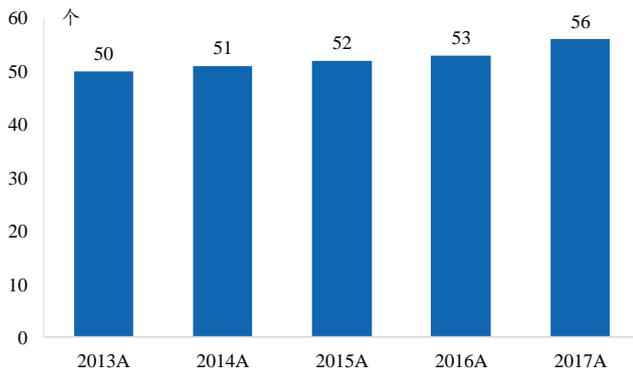
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、土地储备丰富，实现全国布局

华润置地很早就实现了全国布局，2013 年项目覆盖城市的个数已达 50 个，截至 2017 年，公司项目遍及 62 个城市，持有土地储备覆盖 56 个城市，包括主要的一线、二线及周边城市和经济较强的其他城市。

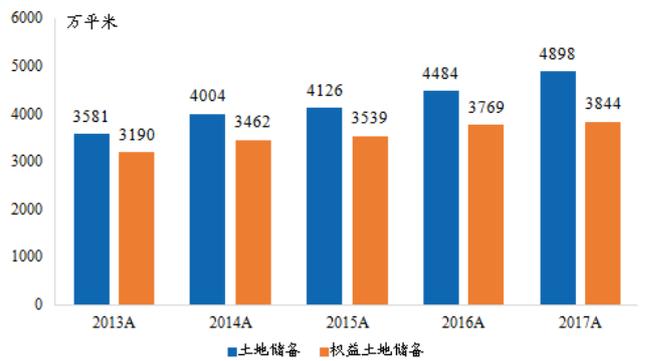
公司的土地储备充足，能够为销售规模进一步提升提供支持。截至 2017 年末，公司的总土地储备为 4898 万平方米，同比增长 9.2%，其中权益部分为 3844 万平方米。按照目前的销售进度，公司持有土地储备可供未来 3-4 年的销售。

图 16、公司土地储备覆盖的城市数量



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、公司的历年总土储和权益土储

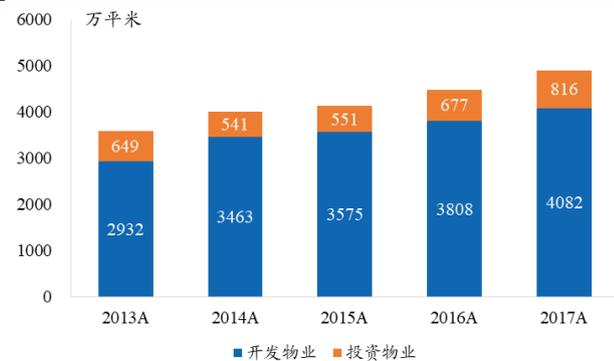


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从土地储备的构成来看，2017 年公司的投资物业总土地储备建筑面积为 816 万平方米，同比增长 20.5%，占比为 16.7%，较 2016 年提升 1.6 个百分点；开发物业的总土地储备建筑面积为 4082 万平方米，同比增长 7.2%。

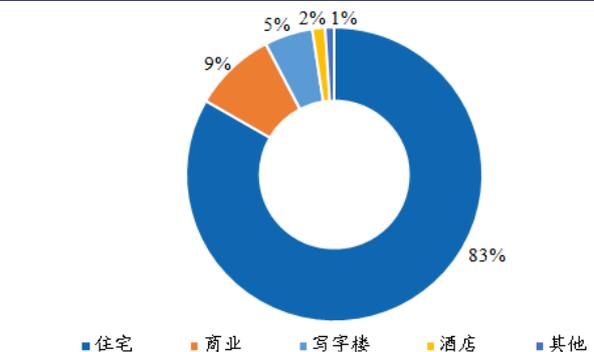
投资物业的土地储备占比呈上升趋势，但住宅产品仍为土地储备的主要构成部分，占比为 83%。投资物业部分，商业、写字楼、酒店和其他产品分别占比 9%、5%、2%和 1%。

图 18、公司两大业务的历年土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、投资物业土地储备按产品分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

华润置地在全国 7 个大区内精选优质城市布局，覆盖了几乎所有的一二线城市。目前 4 个一线城市、香港地区、除台北以外的 22 个省会城市已全面覆盖，在沿海地区经济较为发达的逾 30 城市，公司也均已进驻。

图 20、公司土地储备城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2017 年末，土地储备量排名前五的城市分别是惠州、重庆、南京、成都和武汉，分别占比 5.4%、5.1%、5.0%、4.8% 和 4.5%，除惠州均为核心的一二线城市。2017 年惠州土地储备占比提升较多，受到深圳和广东的外溢效应推动，住房需求增长，未来有望实现销售突破。土地储备量排名前五的省份分别是广东、江苏、山东、辽宁和四川，分别占比 13.8%、13.6%、8.0%、6.2% 和 5.2%。

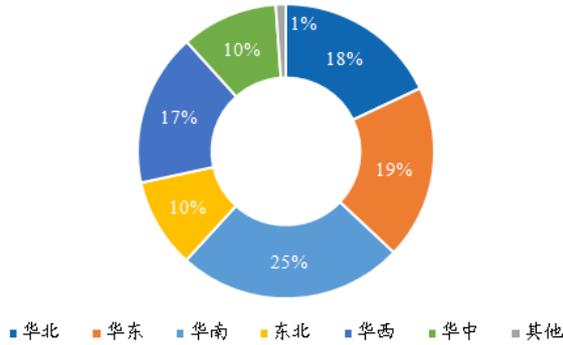
表 3、土地储备面积 TOP5 城市及省份

排名	城市	建筑面积 (万平方米)	占比 (%)	省份	建筑面积 (万平方米)	占比 (%)
1	惠州	263.7	5.4	广东	670.1	13.8
2	重庆	246.2	5.1	江苏	659.8	13.6
3	南京	240.4	5.0	山东	386.4	8.0
4	成都	231.4	4.8	辽宁	302.0	6.2
5	武汉	217.5	4.5	四川	252.5	5.2
	合计	1199.2	24.8		2270.8	46.9

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

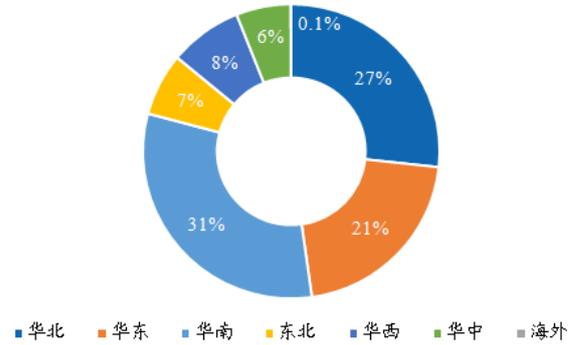
从开发物业的总土地储备区域分布来看，截至 2017 年末，公司在华北、华东、华南、东北、华西和华中地区的土储占比分别为 18%、19%、25%、10%、17%、10%，分布较为均匀。从投资物业的总土地储备区域分布来看，截至 2017 年末，公司在华北、华东、华南、东北、华西和华中地区的土储占比分别为 27%、21%、31%、7%、8% 和 6%。

图 21、开发物业的土地储备按区域分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

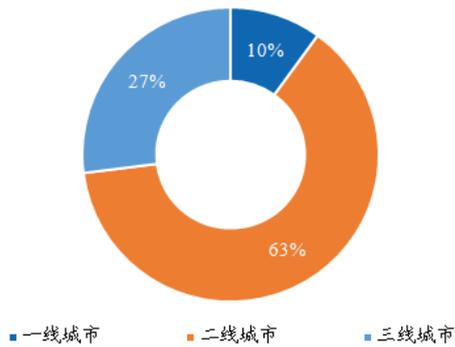
图 22、投资物业的土地储备按区域分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

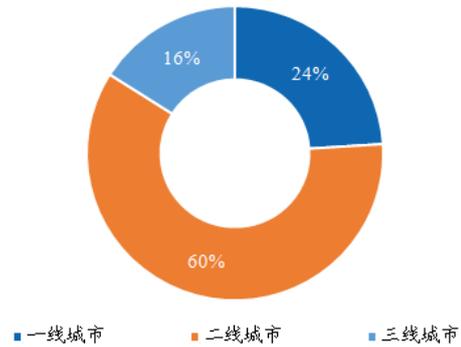
从总土地储备的城市能级分布来看，公司侧重于在一二线核心城市布局。其中开发物业业务的土地储备城市构成中，一二线城市合计占比 73%。投资物业的土地储备城市构成中，一二线城市的合计占比为 84%，同比提升 2 个百分点。

图 23、开发物业的土地储备按城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

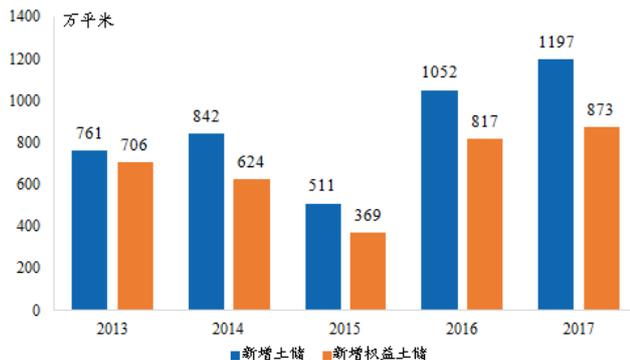
图 24、投资物业的土地储备按城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

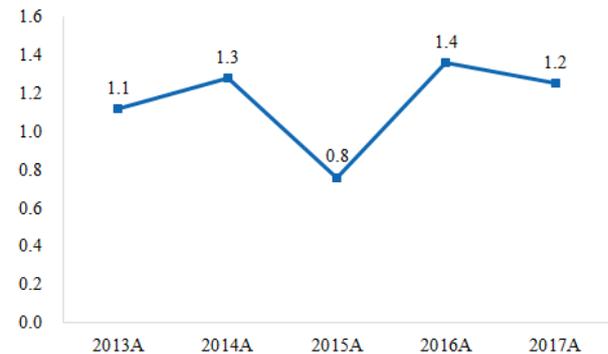
公司保持稳健的土地投资策略，有序补充土地储备。2017 年公司新增 64 个土地项目，建筑面积为 1197 万平米，占销售面积之比约 120%，其中新增权益土地储备建筑面积为 873 万平米，权益比例为 72.9%。

图 25、公司的新增土储和新增权益土储



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、公司的新增土储占销售面积比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

从新增土地储备的区域分布看，华北、华东、华南、西南、西北、东北和华中地区的占比分别为 26%、27%、9%、9%、3%、13%和 13%。从新增土地储备的城市分布看，一二线城市占比达 86%。

图 27、公司新增土储按区域分布

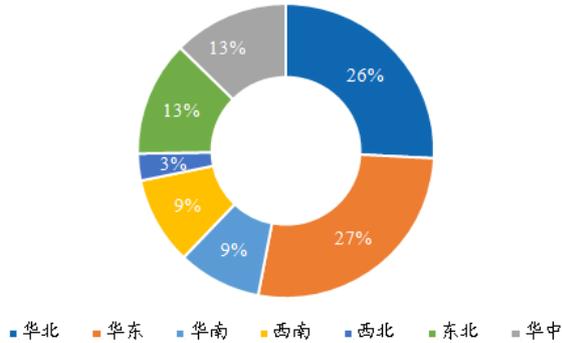
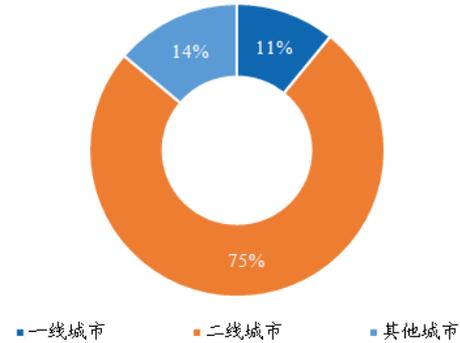


图 28、公司新增土储按城市分布

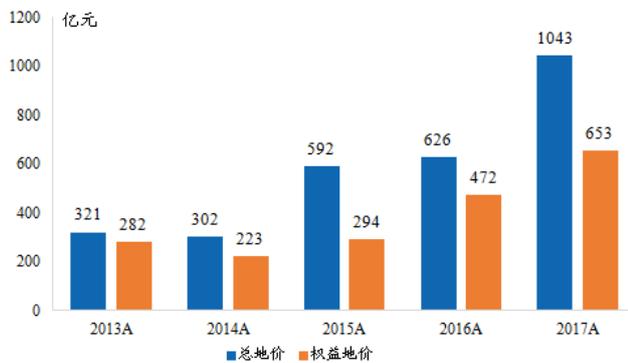


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

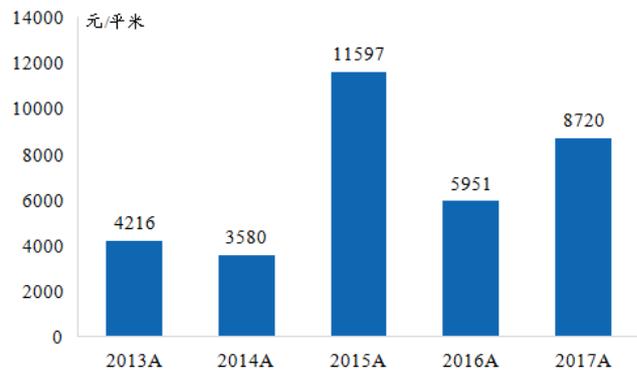
拿地成本方面，公司 2017 年新增土地储备的总地价为 1043 亿元，权益地价为 653 亿元，权益比例为 62.6%。平均土地成本为 8720 元/平方米，同比增长 46.5%，主要由于公司在一二线城市拿地较多，且拿下多块高价地，包括香港赞善里项目（楼面均价：23.5 万元）、北京永外大街地块（楼面均价：52167 元）。但以 2017 年均价估算，2017 年销售均价约为新增土地成本的 1.8 倍，利润空间充足。

图 29、公司的历年收购地价和权益地价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、公司的历年新增土地成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、商业地产龙头，打造高端品牌

根据观点地产网发布的《2017 年度中国商业地产 TOP100》榜单，华润置地稳居榜首，是国内排名第一的商业地产运营商。

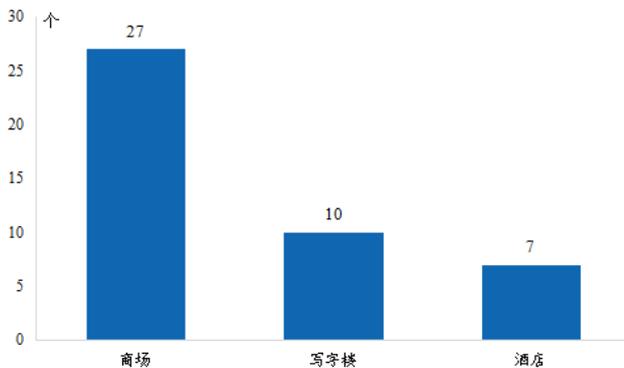
表 4、2017 年中国商业地产 TOP10

名次	公司	营运指标 (40%)	管理指标 (30%)	品牌指标 (20%)	创新指标 (10%)	总得分 (100%)
1	华润置地	40	25.1	16.9	7.7	89.7
2	恒隆地产	35	26.3	17.9	8.7	87.9
3	印力商用置业	39	25.9	14.6	7.1	86.6
4	大连万达地产	40	24.1	15.8	5.9	85.8
5	龙湖地产	32	26.3	16	8.1	82.4
6	凯德集团(中国)	35	24.5	15	7.8	82.3
7	新鸿基地产	33	25.3	15.5	7.9	81.7
8	太古地产	32	24.6	16.7	8.2	81.5
9	大悦城地产	35	23.2	15.5	7.2	80.9
10	九龙仓集团	33	25.7	15.5	6.6	80.8

资料来源：观点地产网，兴业证券经济与金融研究院整理

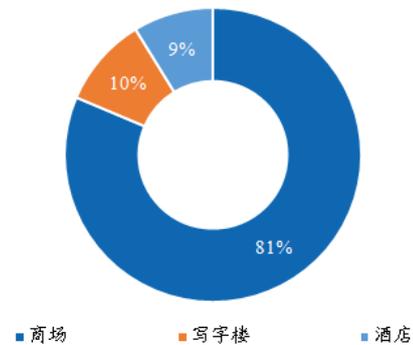
公司有丰富的投资物业组合，包括商场、办公楼和酒店，其中有 27 个商场、10 栋写字楼和 7 座酒店。截至 2017 年末，公司在营投资物业中商场、写字楼和酒店的建筑面积分别占比 81%、10%和 9%，商场为主要运营产品。

图 31、公司运营投资物业按个数划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、公司运营投资物业按面积划分

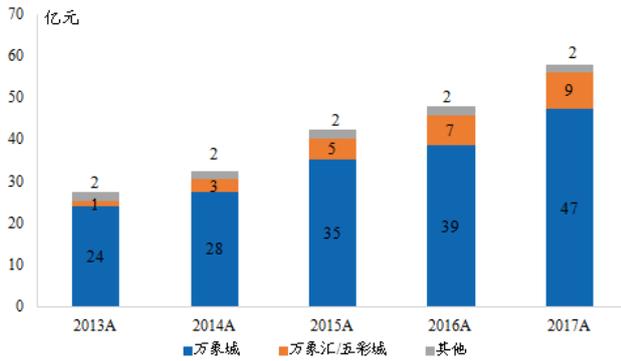


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的商场有三条产品线，分别是万象城（大型、高端、一线和强二线城市）、五彩城/万象汇（中型、中高端、一二线城市）和其他商场如 1234Space（小型、中高端、一二线城市），2017 年上半年万象城正式进入西北，目前商场已覆盖全国七大区域，开业的万象城、万象城/五彩汇和其他商场分别有 15 个、9 个和 3 个。

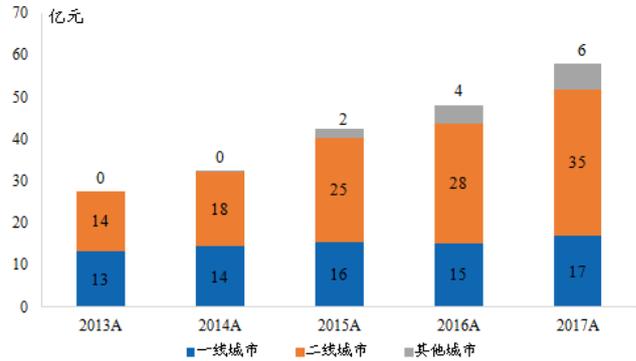
2017 年商场的租金收入中，47 亿元来自万象城，9 亿元来自万象汇和五彩城，2 亿元来自其他商场。按照城市划分，一二线城市共获得 48 亿元收入，其他城市共获得 6 亿元收入。

图 33、商场租金收入按条线划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、商场租金收入按城市

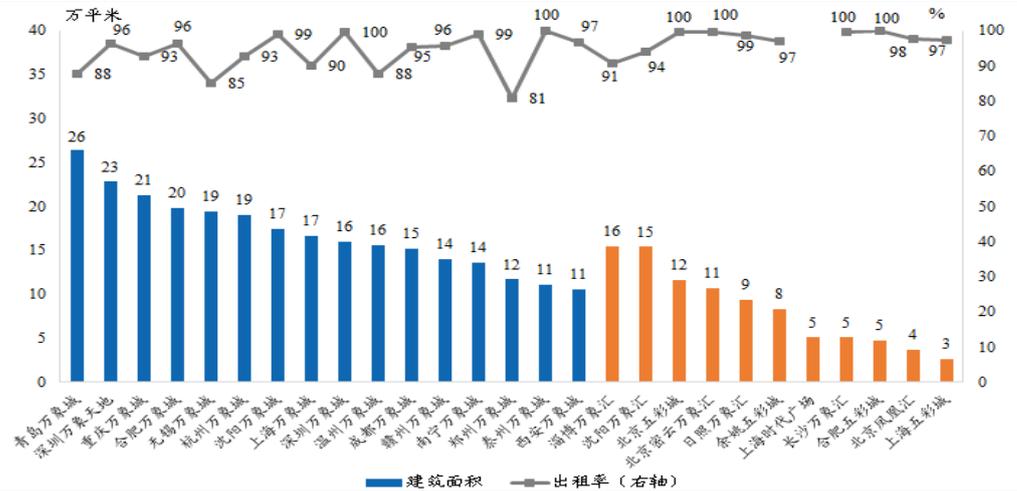


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

商场租金收入体现公司的盈利能力，而与租金收入息息相关的是商场的销售额。华润置地在 2017 年总共实现 358.7 亿港元零售额，同比增长 33.9%，增速与商品零售增长同步（社会零售额增长 10.2%，商场零售额增长 34%，电子商务增长 32%）。2016 年，公司的商场平均成本回报率约为 20%，同比提升约 2 个百分点。

发展前期公司主要以成熟市场为突破，在市场巩固后一方面继续深耕，另一方面拓展周边后力强劲的强三线城市市场。公司当前已开业商场的建筑面积在 3 万至 26 万之间，出租率在 78% 至 100% 之间。

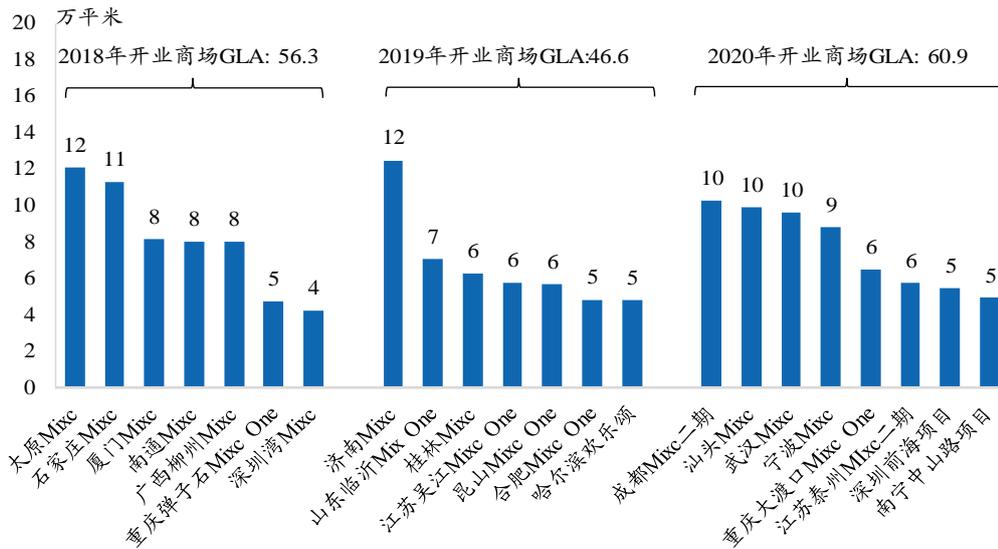
图 35、公司已开业商场的建筑面积和出租率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 至 2020 年，规模进入高速扩张期，至 2020 年 3 年间租金收入预计将迎来重大突破。公司分别计划开业 8 个、7 个和 8 个商场（包括二期）。三年内增加的万象城及万象城二期项目达 13 个。预计开业项目中，原有城市深耕占约 43%，扩展新城市占约 57%。

图 36、公司预计开业商场的可租面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

就商场方面，目前国内的主要竞争对手包括龙湖地产、新城发展控股、宝龙地产以及大悦城地产，我们对主要运营数据做了对比。

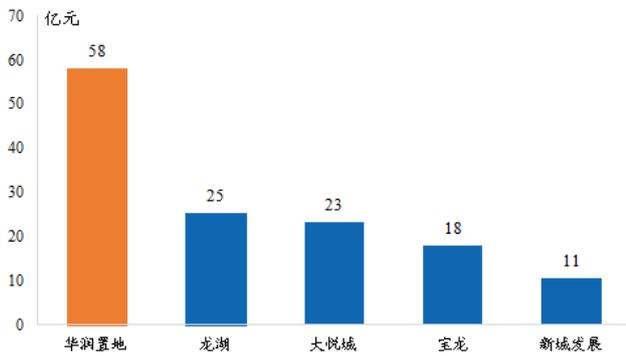
表 5、主要竞争对手对比

竞争对手	产品线	项目的城市分布	商场体量	定位
华润置地	万象城、五彩城/万象汇、潮人馆	8个开在一线、14个开在二线、5个开在其他城市	大中型	中高端
龙湖地产	天街、星悦荟、家悦荟	5个开在一线、21个开在二线城市	大中型	中高端
新城发展控股	吾悦广场	7个开在二线、12个开在其他城市	大中型	中端
宝龙地产	宝龙城、宝龙天地、宝龙广场	7个开在一线、12个开在二线、5个开在其他城市	大中小型	中低端
大悦城地产	大悦城、中粮广场	3个开在一线、3个开在二线、1个开在其他城市	大中型	中端-

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

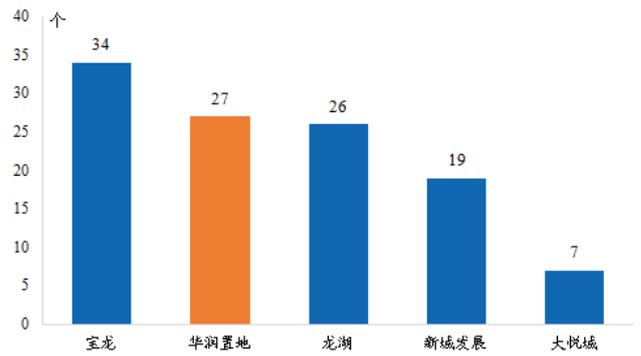
从租金收入上来说，华润置地租金收入额遥遥领先其他对手，且保持较高的增长速度。2013至2017年华润置地租金收入年复合增长率为20.6%。华润置地租金收入主要则得益于扩张的规模、全面的城市布局和一二线城市充足的消费贡献。

图 37、公司及竞争对手租金对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、公司及竞争对手商场数量对比



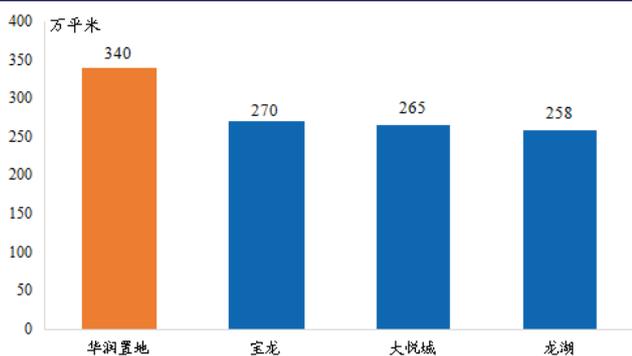
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从商场数量来看华润置地位于同行业前列。2013 年到 2017 年华润置地新开业了 19 家购物中心，截至 2017 年开业商场数量为 34 个，商场数量仅次于宝龙。华润置地和宝龙的商业模式有所区别，宝龙主要深入弱二线及三线城市，商场体量相对更小，定位于中低端，且在三四线城市扩张速度快，华润置地的模式则是商场体量大，占地广，在一二线城市依然保持较高的数量，实现核心城市深耕和打造品牌影响力。

从运营面积上看，华润置地具有规模优势。截止至 2017 年末，公司已开业商场建筑面积为 340 万平米，同比增长 25.9%。

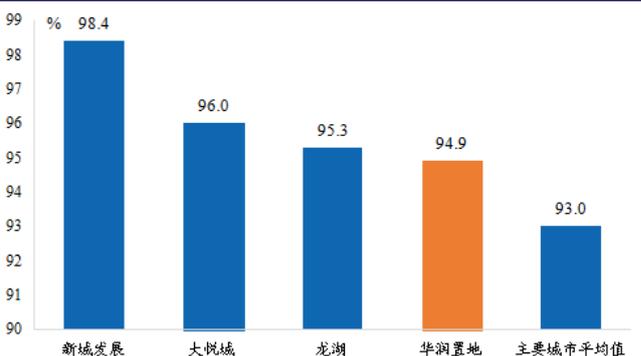
出租率方面，截至 2017 年，公司商场部分的平均出租率为 95%，低于其他 4 家公司，主要在于华润置地新开业 5 家商场，这部分商场首年平均出租率偏低。但与我国主要城市的商场平均出租率相比，华润置地仍具有优势。

图 39、公司及竞争对手运营面积对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

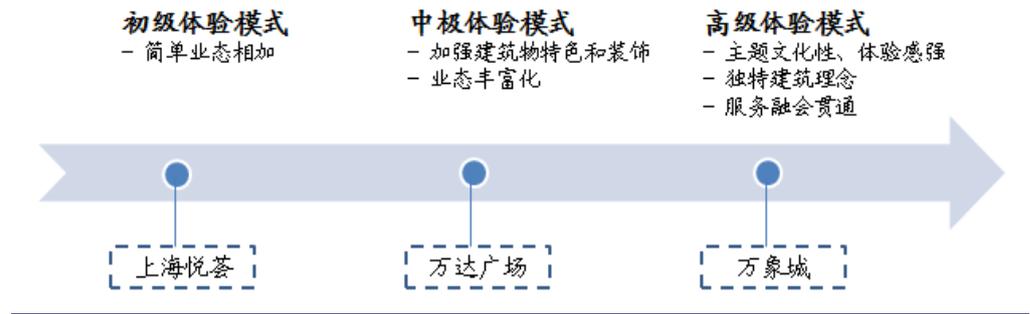
图 40、公司及竞争对手出租率对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

在运营能力考察之外，随着商场业务逐渐趋同，零售业由“货-场-人”向“人-货-场”转变，“以人为本”成为各企业的获客核心。消费者除了对产品性价比、性能有要求之外，产生了对社交体验和参与感的诉求，购物商场在即时性、便捷性、个性化方面有了更大的提升空间，引进多元业态、打造有特色的购物商场成为重要竞争力。

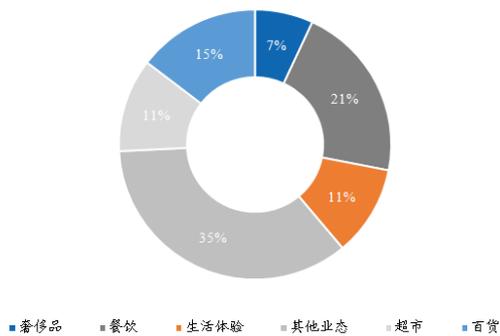
图 41、购物商场体验模式



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

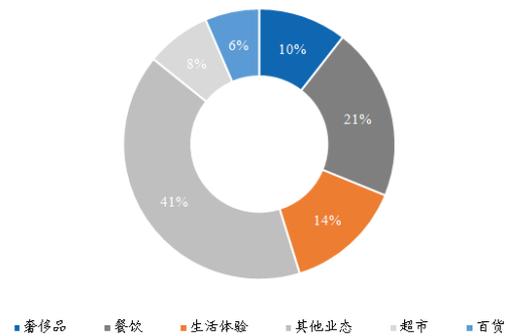
在商业地产竞争加剧的同时，华润置地首批转型，其一体化、重品质和体验的商场模式在行业内成为标杆。除了传统业态之外，公司引入了体验业态，打造特色的主题陈设，与知名 IP 合作，呈现出更加丰富和有活力的新业态。2016 年与 2013 年对比，公司商场的传统零售业态如百货类平均占比明显下降，而生活体验类和其他业态占比则呈现上升趋势。

图 42、2013 年公司购物商场业态分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

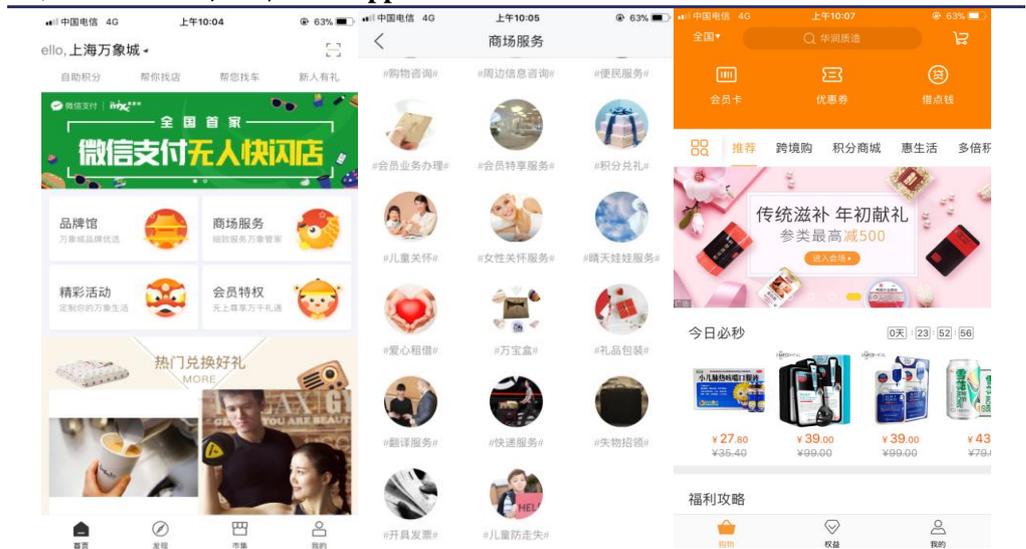
图 43、2016 年公司购物商场业态分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

在快消费时代科技和消费的结合是助力零售业后劲勃发的重要一环，智慧零售将成为零售业发展趋势。华润置地开发了“一点万象”、“华润通”手机软件，并积极拓宽微信服务号，开发小程序等渠道，截至 2017 年上半年 app 注册用户数量突破 80 万，月环比增长率为 116%，用户日活跃率约为 8%。

图 44、一点万象、华润通 App



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司打造高端优质品牌，以深圳万象城为例。深圳万象城为国内建造的第一批都市综合体项目，迄今为止一直保持为深圳地区规模最大，本地营业额最高的华南片区超大型购物中心。深圳万象城建筑面积逾 20 万平方米，首批试点引入新业态，侧重文化体验和高品质服务。商场租户构成中奢侈品、配套服务、餐饮、生活体验、超市、百货分别占比 25%、21%、19%、15%、4%、16%。商场的售卖品牌中高档一线品牌约占 20%，中高档品牌约占 80%。2017 年深圳万象城租金收入突破 10 亿港元，同比增长 8.8%，单年出租率达 99.5%，

图 45、深圳万象城外部实景



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、深圳万象城内部实景

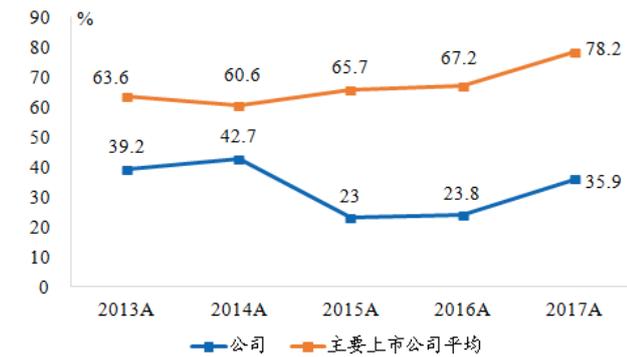


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、财务实力强劲，超低融资成本

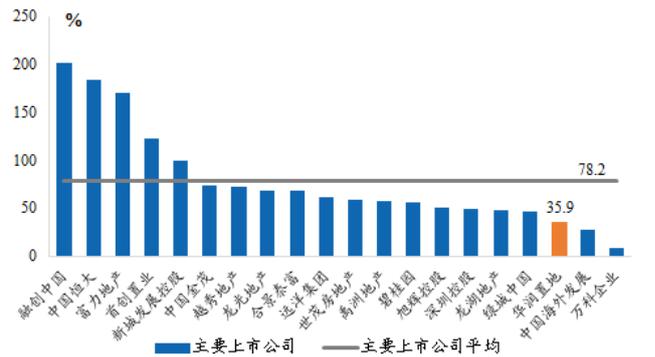
公司净负债率持续保持行业较低水平，抗风险能力高。较 2016 年，公司 2017 年的净负债率提升了 2.1 个百分点，主要由于公司进行了充分的土储补仓，以匹配增长的销售规模，从而地价支出增长，但公司的净负债率仍在行业内维持偏低水平，截至 2017 年末，公司的净负债率为 35.9%，行业平均净负债率为 78.2%。

图 47、公司的历年净负债率及对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、公司及主要上市公司的净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2016 年以来，公司进行了 7 次中期票据融资，共获得金额 200 亿元。2018 年至今，公司已完成三个种类票据的发行，融资金额合计为 100 亿元，受到行业监管加强的影响票据利率有所上浮，但较行业仍处于偏低水平。

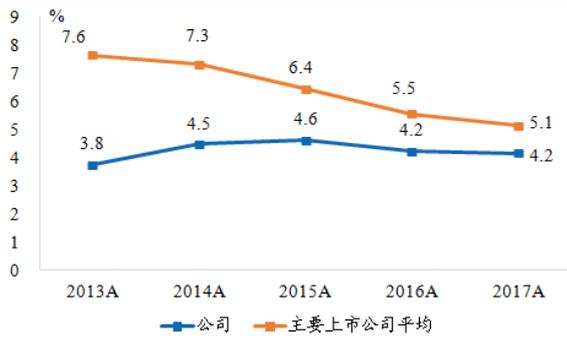
表 6、2016 年以来公司的部分融资情况

发行日期	类型	金额 (亿元人民币)	到期 (年)	利率 (%)
2016/05/30	第一期中期票据品种一	20	2019 年	3.20
2016/05/30	第一期中期票据品种二	30	2021 年	3.60
2017/07/25	第一期中期票据品种一	38	2020 年	4.55
2017/07/25	第一期中期票据品种二	12	2022 年	4.70
2018/03/09	第一期中期票据	60	2021 年	5.38
2018/04/04	第二期中期票据品种一	5	2021 年	4.98
2018/04/04	第二期中期票据品种二	35	2023 年	5.23

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

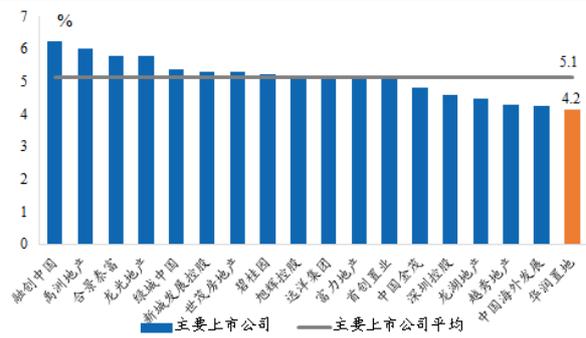
公司融资成本低廉，融资渠道通畅。公司财务稳健，且背靠华润集团的支持，享有集团担保，也与华润信托等集团旗下公司具有合作关系，融资能力处于行业较高水平。公司融资成本持续下降，截至 2017 年末，平均融资成本为 4.2%，我们统计的主要上市公司的平均融资成本为 5.1%，在 18 家对标企业中，华润置地融资成本最低。2018 年，房地产行业面临流动性环境进一步收紧，市场对企业融资能力的考察力度加大，华润置地较低的融资成本和较强的抗风险能力将帮助公司保持优势地位。

图 49、公司的历年平均融资成本及对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

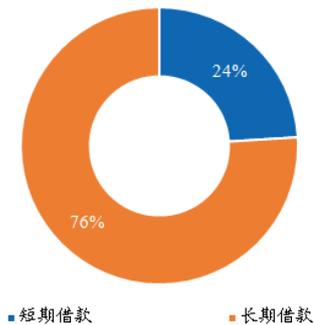
图 50、公司及主要上市公司的平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

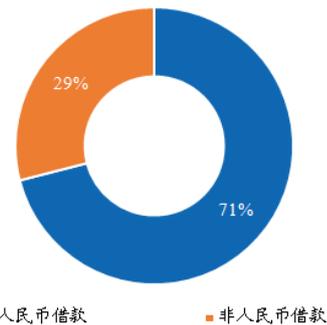
从公司的债务结构来看，截至 2017 年末公司的总有息借贷为 1263 亿港元，其中按期限划分 24% 为短期借款，76% 为长期借款。按币种划分人民币借款和非人民币借款占比为 71% 和 29%。公司持有现金充裕，现金流稳定。2017 年公司实现销售回款 1155 亿元，截至年末公司的持有现金为 643.2 亿港元，约为一年内到期借款的 2.1 倍。

图 51、公司的债务构成按期限划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、公司的债务构成按币种划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司财务实力雄厚稳健，穆迪、标普和惠誉分别给予公司 Baa1, BBB+ 和 BBB+ 的信用评级, 展望稳定。同行业 20 家企业中, 穆迪给予 Baa1 评级、标普给予 BBB+ 评级、惠誉给予 BBB+ 及以上评级的仅有华润置地、万科企业、中国海外发展三家公司。

表 7、公司及主要上市公司信用评级

公司	穆迪	标普	惠誉
中国海外发展	Baa1	BBB+	A-
华润置地	Baa1	BBB+	BBB+
万科企业	Baa1	BBB+	BBB+
中海宏洋	Baa2	BBB-	BBB
世茂房地产	Ba2	BB+	BBB-
新城发展控股	Ba2	BB	BB
龙湖地产	Baa3	BBB-	BBB
远洋地产	Baa3	N/A	BBB-
中国金茂	Baa3	BBB-	BBB-
禹州地产	Ba3	BB-	BB-
旭辉控股	Ba3	BB-	BB
富力地产	Ba3	B+	BB(*-)
绿城中国	Ba3	BB-	N/A
建业地产	Ba3	B+	BB-
碧桂园	Ba1	BB+	BBB-
恒大地产	B1	B	B+
合景泰富	B1	B+	BB-
融创中国	B2	B+	BB-

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

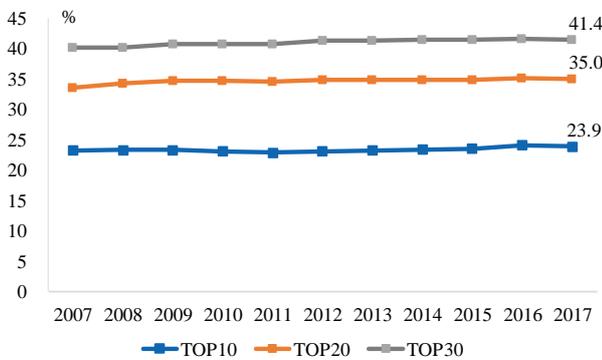
3、行业格局稳固，利于龙头公司整合

我们认为中国房地产行业发展到现阶段，行业的格局已经确立，（1）中国主要城市群已经成形，这些区域内的城市的产业结构、配套设施、交通轨道都已经逐步完善，经济发展走上正轨，人口的吸附和聚集能力强；（2）指经过激烈的行业竞争和多个周期的轮动，行业内主要玩家已经确立，前 20 大开发商出现逆袭的机会已经非常小，龙头地产公司的优势将进一步放大，行业的集中度提升；（3）行业监管力度加强，限售限购政策加码，融资环境缩紧，此时对行业内企业的融资能力和营运能力考察力度加大，龙头优质企业在行业内具有优势。（4）人均购买力水平提升和消费结构升级带动娱乐性需求增长，市场供给增加为商业地产规模继续扩大带来机遇。需求和供给双向拉动商业地产行业蓬勃发展。

3.1、行业格局稳固，集中度加速提升

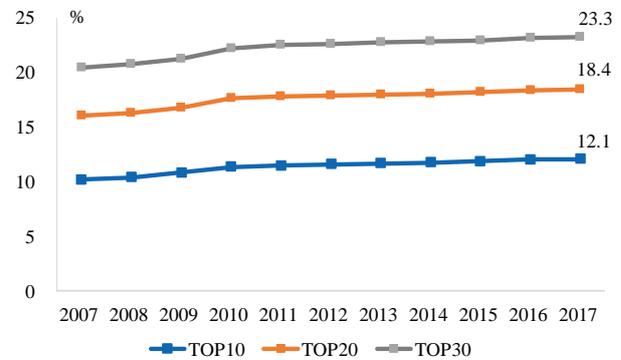
城市的发展和人口的流入相互促进，经济的发展吸引人口的流入，人口的流入更带动经济的发展。Top 10/20/30 的城市的 GDP 分别占全国 GDP 的比例为 23.9%、35.0%、41.4%；从人口来看，Top 10/20/30 的城市的人口分别占全国总人口比例达到 12.1%、18.4%、23.3%，该比例正逐年提升。另外，2010 年我国的城镇化率不足 50%，截至 2017 年末该指标为 58.5%，预计未来还将进一步提高。随着城镇化水平提升，主要城市的人口不断增加，住房需求也随之提高。

图 53、主要城市的 GDP 占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、主要城市的人口占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

中国房地产行业经过激烈的行业竞争和多个周期的轮动，行业内主要玩家已经确立，前 20 大开发商出现逆袭的机会已经非常小。如下表所示，2013-2017 年房地产行业销售排行榜的前十名地产开发商的变动非常小。

表 8、2013-2017 中国房地产销售排行榜

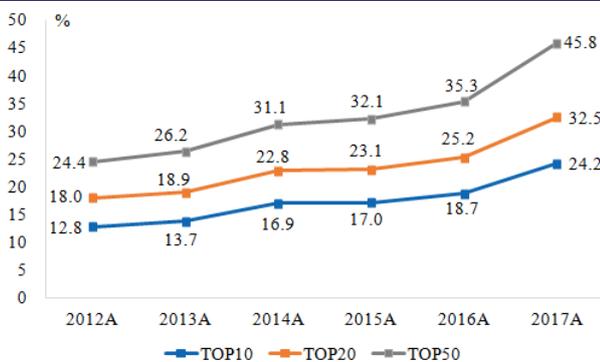
排名	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
1	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	碧桂园
2	绿地集团	绿地集团	恒大地产	万科地产	万科地产
3	万达集团	万达集团	绿地集团	碧桂园	中国恒大
4	保利地产	恒大地产	万达集团	绿地集团	融创中国
5	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	保利地产
6	碧桂园	碧桂园	保利地产	中海地产	绿地控股
7	恒大地产	中海地产	碧桂园	融创中国	中海地产
8	华润置地	世茂房地产	华润置地	华夏幸福	龙湖地产
9	世茂房地产	华润置地	融创中国	绿城中国	华夏幸福
10	绿城中国	融创中国	华夏幸福	万达集团	华润置地

资料来源：CRIC，兴业证券经济与金融研究院整理

2017 年主要房地产公司都超目标完成销售，20 家房地产企业的平均销售完成度为 1.3，销售金额平均同比增长 49.1%，销售面积平均同比增长 37.1%，全国商品房 2017 年销售金额和面积的同比增速分别为 13.7% 和 7.7%，上市房企的增速远超行业平均水平。

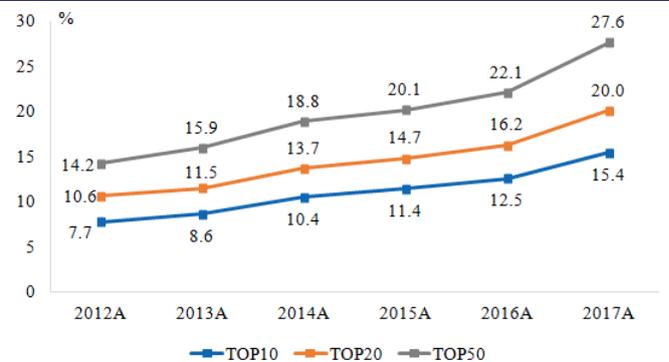
位于一梯队的上市房企在规模、资金和品牌方面享受巨大的优势。房地产行业的集中度持续提升，单个地产公司的规模上限不断被刷新。截至 2017 年末，全行业千亿销售企业达到 17 个，销售面积超过 800 万平方米的企业达 15 个。全年前 10 企业的销售金额和销售面积占比达到行业的 24.2% 和 15.4%，分别同比增长 46.7% 和 32.1%，增速远超行业平均水平。排名前 20 企业销售金额和面积占比分别达到行业的 32.5% 和 20.0%，分别同比增长 46.3% 和 33.0%，排名前 50 的企业销售金额和面积分别达到行业的 45.8% 和 27.6%，分别同比增长 47.4% 和 34.6%。第一梯队公司的行业地位确立并稳固，预计在未来龙头企业的市场份额将进一步集中，第一梯队企业强者恒强，中小企业试图弯道超车趋难。

图 55、行业销售金额集中度



资料来源：CRIC, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、行业销售面积集中度



资料来源：CRIC, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

从国家对行业的监管政策看，融资环境整体收紧，2016 年四季度《关于房地产公司债券的分类监管方案》、《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》等政

策相继出台，对房企发行公司债进行限制。目前境内融资渠道整体持续收紧，预计行业的整体融资成本呈上行趋势，融资能力较强的龙头公司更具优势。

自 2016 年下半年开始，全国范围尤其是一二线核心城市开始陆续出台商品房限购限售限贷政策，国家提出“住房不炒”、“租购并举”的口号，严控地产市场投机乱象，旨在优先满足刚需。2018 年初，多达十余个城市发布限售限购新政，后续各地陆续补充出台新政策，对商品房销售实行监管和规范，至今各地仍然维持强监管力度。

表 9、2018 年 8 月以来新出台的主要城市（地区）商品房监管政策

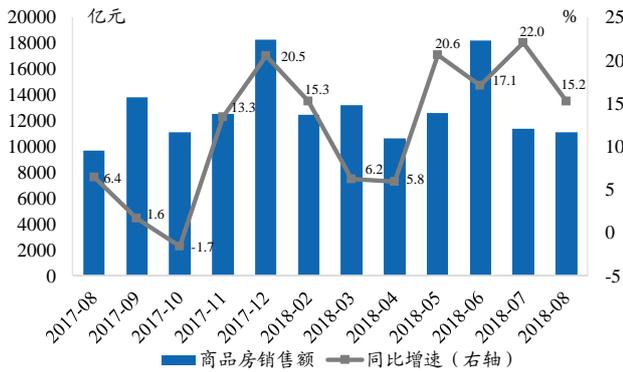
日期	城市	政策内容
10.24	海南	中央纪委国家监委发布了《中共海南省委关于巡视整改进展情况的通报》，坚决遏制炒房炒地投机行为，严格实施全域限购等政策
10.19	合肥	发布《关于加强新建商品房现房销售管理工作的通知》，鼓励支持房地产开发企业实行新建商品房现房销售
9.30	杭州	发布《关于进一步规范商品房销售现场公示和代理销售行为有关事项的通知》，对商品房销售现场的公示内容、商品房代理销售作具体规范
9.26	北京	公布《北京市新增产业的禁止和限制目录（2018 年版）》，东西城禁止新建房地产开发经营中的住宅类项目。全市范围内禁止新建容积率小于 1.0 的住宅项目
9.19	上海	至年底，住建委、房管局等 9 部门将联合开展房地产市场专项整治工作，重点打击虚假信息、投机炒房、虚拟交易、违规收费、违规提取住房公积金等违法违规行为
9.12	哈尔滨	发布《哈尔滨市人民政府关于稳定商品房价格的意见》，对道里、道外、等 6 个区，要编制住房发展规划、建立商品房销售价格调控联席会议制度、严格商品房销售价格申报制度、提高商品房预售审批门槛
9.13	北京	发布《关于调整住房公积金个人住房贷款政策的通知》，首套住房认房又认贷；不同区域实行差别化贷款额度；贷款期限从最长可以计算到借款人 70 周岁调整为原则上最高不得超过 65 周岁
9.4	福建省	发布《关于公开征求房地产市场“双随机”检查和“黑名单”管理 2 个文件修改意见的通知》，打击房地产开发企业未取得相关资质或未按照规定备案擅自开展相关活动、闲置土地、哄抬房价、一房多卖等行为
9.3	青海省	自 2018 年 8 月至 12 月底，在全省范围内开展打击侵害群众利益违法违规行为、治理房地产市场乱象专项行动。此次专项行动将重点打击投机炒房行为和房地产“黑中介”
8.24	呼和浩特	发布《我市将多措并举调控房价稳定房地产市场》，指出将处置权抵押、调整用地性质、调整户型结构等措施纳入解决房地产遗留问题范围；加大供应量，继续落实商品住房开发项目配建 3% 的公共租赁住房任务
8.24	郑州	发布《郑州市人民政府关于依法查处商品房违法预售行为的通告》，提出不得在未取得预售证时以任何形式进行销售；应在销售现场显著位置公示证件；取得预售许可后应在 10 日内一次性公开房源和价格
8.16	吉林省	发布《吉林省开展打击侵害群众利益违法违规行为治理房地产市场乱象专项行动工作方案》，将重点打击投机炒房、“黑中介”、开发企业违法违规、虚假广告、房地产市场监管职责履行不到位的五大行为
8.14	重庆	发布《关于整治和打击房地产领域违法犯罪行为的通知》，重点打击造散布房地产虚假信息扰乱公共秩序、“炒卖房号”非法牟利、房地产领域非法集资、伪造公文、挪用/侵占房地产交易资金、“一房多卖”等九类行为
8.14	成都	发布《成都各区（市）县及市级有关部门开展房地产市场秩序专项整治行动工作部署》。市房管局将加强商品房销售行为监管，查处违规销售，督促属地房管部门指导开发企业制作“商品房销售咨询投诉举报电话栏”
8.13	南京	发布《关于调整我市企事业单位住房限购政策的通知》，停向企事业单位及其他机构销售商品住房，限制购买的房屋为商品住房
8.6	沈阳	在三环区域及浑南区全域内，本市户籍购买第二套及以上商品房，满 5 年可上市交易；本市户籍购买第二套及以上二手房，满 2 年可上市交易。住房公积金购买二套商品房，首付比例上调为 40%。购买二套二手房，房屋

竣工使用年限 10 年以下，首付比例上调为 50%；房屋竣工使用年限 10 年以上 25 年以下，首付比例上调为 60%

资料来源：地方政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

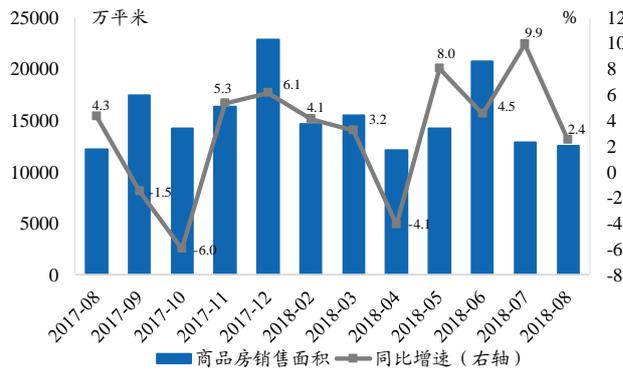
在收紧的调控环境之下，行业销售速度面临进一步减缓可能。从 2018 年上半年销售情况来看，全行业的累计销售金额和面积的同比增速已出现下滑，分别为 13.2% 和 3.3%，2017 年上半年的累计销售金额和面积同比增速分别为 21.5%、16.1%。截至 2018 年 9 月，累计同比增速为 13.3%、2.9%，2017 年同期增速为 14.6%、10.3%。

图 57、近一年的行业销售金额及增速



资料来源 Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、近一年的行业销售面积及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

监管加强之际，市场对企业资产质量的考察加剧，优质的龙头房地产企业优势将更加显著和凸显，行业差异化加大，集中度将进一步提升。主要上市公司 2018 年上半年的销售金额和销售面积的平均同比增速分别为 47% 和 41%（1 至 9 月的增速为 48% 和 43%）。主要上市公司的全年目标完成度在 38% 至 95% 之间，平均完成度为 71%。与行业对比，一梯队的地产公司规模增长速度保持遥遥领先。

表 10、截至 2018 年 3 季度主要房地产公司合约销售及全年目标完成情况

代码	公司	销售金额 (亿元)	同比 (%)	销售面积 (万平方米)	同比 (%)	销售目标 (亿元)	完成度
2007.HK	碧桂园	4156	38.4	4406	27.8	-	-
2202.HK	中国恒大	4481	22.4	4264	15.6	5500	81.5
3333.HK	万科企业	4316	9.0	2902	8.9	-	-
1918.HK	中国海外发展	2264	23.3	1232	9.1	2900	78.1
0688.HK	融创中国	1915	-6.3	1197	4.2	4500	42.6
0960.HK	新城发展控股	1596	225.1	1272	258.5	1800	88.7
1109.HK	华润置地	1564	55.4	870	31.7	1830	85.5
3900.HK	龙湖集团	1491	16.3	927	11.2	2000	74.5
1030.HK	世茂房地产	1208	76.2	736	78.5	1400	86.3
0884.HK	旭辉控股	1070	55.2	675	73.5	1400	76.4
0813.HK	绿城中国	1015	9.0	550	9.6	1600	63.4
2777.HK	中国金茂	948	160.1	321	105.6	1000	94.8
3377.HK	富力地产	870	46.4	661	44.5	1300	66.9
0817.HK	远洋集团	708	48.8	325	29.9	1000	70.8

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

海外公司深度研究报告

2868.HK	龙光地产	549	74.8	297	66.8	660	83.1
3800.HK	合景泰富	486	77.2	281	75.2	650	74.8
0123.HK	首创置业	423	27.9	169	2.9	800	52.8
1628.HK	越秀地产	358	24.4	174	2.8	550	65.0
1813.HK	禹洲地产	339	17.2	229	33.2	600	56.4
0604.HK	深圳控股	57	-44.7	33	-33.2	150	38.1
平均			47.8		42.8		71.1

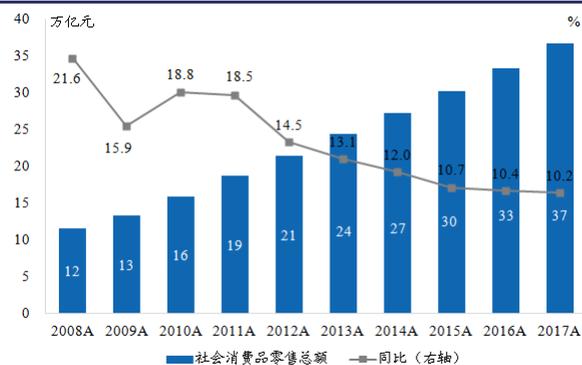
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、商业地产回暖，商场焕发新活力

根据国家统计局数据，2017年全年，社会消费品零售总额达到36.6万亿元，同比增长10.2%。其中实物商品网上零售额为5.5万亿元，同比增长31.2%，占社会消费品零售总额的比重为15.0%。2015年全年实物商品网上零售额为3.3万亿元，占社会消费品零售总额的比重为10.8%。

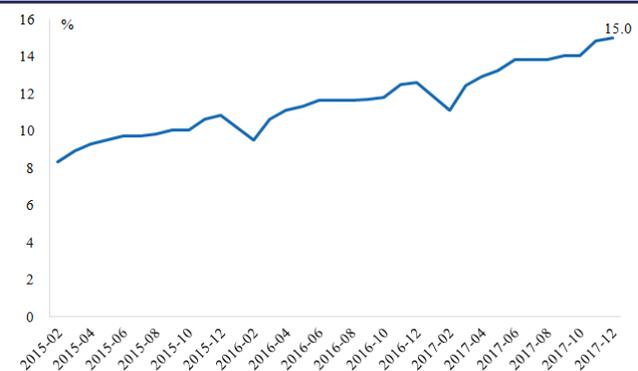
前几年，受到互联网电商的冲击，对于以商超/百货为主营业态的实体商场造成很大负面影响。经过几年的发展，互联网电商的增速放缓，实体商场在业态上进行调整，引入更多的体验式业态，提供一站式的购物、休闲、娱乐功能。同时，随着商场数量增多，商场的业务产生趋同性，企业自主寻求转型，组合特色业态、谋求创新成为各公司的目标。

图 59、社会消费品零售总额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 60、实物商品网上零售额及占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

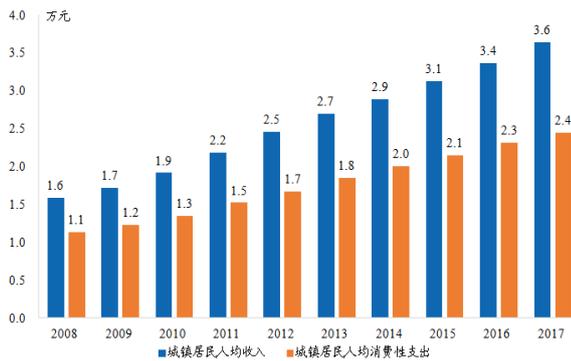
随着人均 GDP 及人均可支配收入的增加，中国城镇居民的消费结构也在发生转变，“消费升级”给线下商场带来新的活力。2017年全国居民人均可支配收入25974元，比上年名义增长9.0%，其中城镇居民人均可支配收入36396元，同比增长8.3%。而2017年全国居民人均消费支出18322元，同比增长7.1%，其中城镇居民人均消费支出24445元，同比增长5.9%。

从消费支出构成来看，人均医疗保健消费、人均教育文化娱乐消费、人均交通通

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

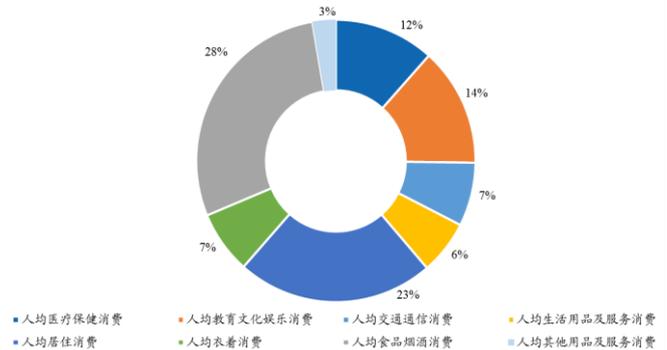
信消费、人均生活用品及服务消费、人均居住消费、人均衣着消费、人均食品烟酒消费和人均其他用品及服务消费分别占比 12%、14%、7%、6%、23%、7%、28%、3%。另外，消费结构中食品、衣着、生活用品等商品类消费与居住、交通、通信、文娱及医疗保健等服务类消费的占比分别从 2008 年的 54.4% 和 41.9% 变成 2017 年的 42.1% 和 55.3%。随着中国居民消费结构升级带来的服务性消费的占比提升，线下商场由于能够为消费者提供一站式购物、休闲、娱乐等服务，将迎来新的活力。

图 61、城镇居民人均可支配收入



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、城镇居民家庭支出结构

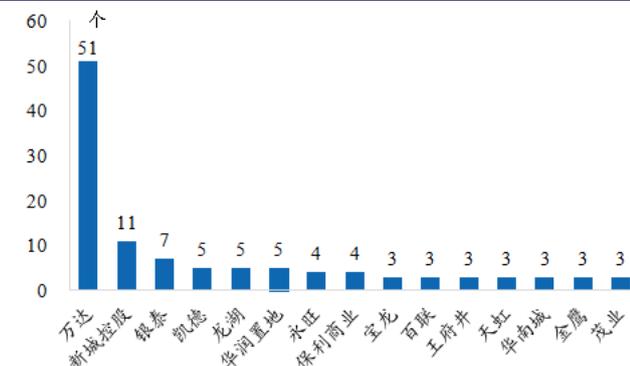


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

随着经济实力增强、消费结构升级、娱乐服务类需求增加，商业地产的规模逐步增长。截至 2016 年，全国商场数量达到 4500 家，2000 年至 2016 年年复合增长率为 17.6%。2017 年全国新开业的商业面积不低于 8 万平方米的大中型商场为 323 家，新增建筑面积约 4190 万平方米，若算入小于 8 万平方米、不低于 2 万平方米的小型商场，新开业商场达 560 家。

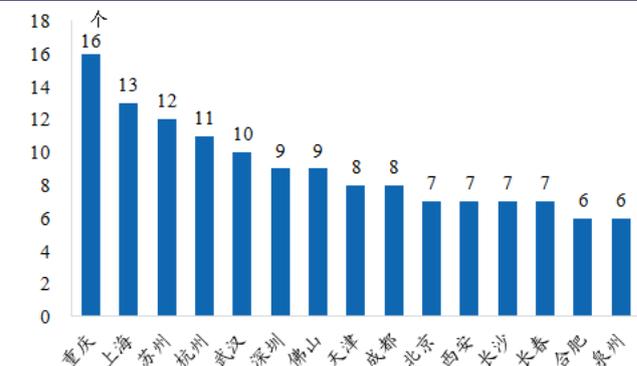
从新开业数量来看，华润置地新开业 5 个项目，高于全国企业平均开业个数。从 2017 年的新增购物中心城市分布看，新增较多的为一二线城市。在贡献前 15 的城市中，一线城市包括上海、深圳和北京，二线城市和其他经济发达的三线城市分别占 10 个和 2 个。

图 63、新增购物中心数量 TOP15 企业



资料来源：联商网，兴业证券经济与金融研究院整理

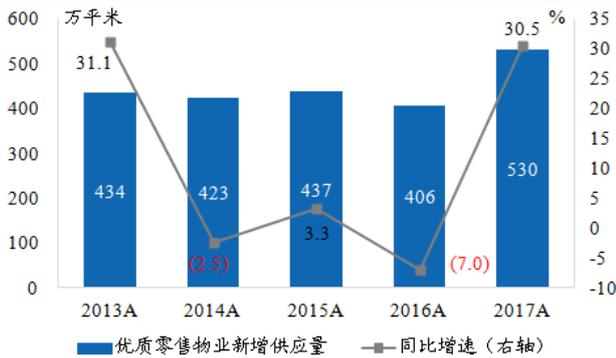
图 64、新增购物中心数量 TOP15 城市



资料来源：联商网，兴业证券经济与金融研究院整理

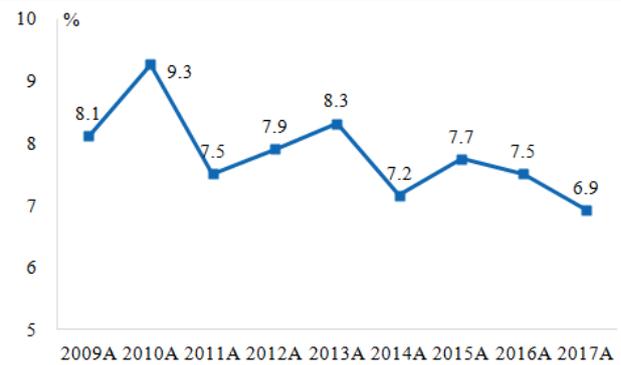
主要一二线城市优质零售物业的新增供应量增速转负为正，市场供给增加。2017年主要城市的优质零售物业供应面积为530万平方米，同比增速为30.5%。主要城市优质零售物业的空置率为6.9%，估算出租率约为93%，华润置地的商业地产业务重点面向一二线主流城市，截至2017年末公司商场部分的平均出租率为95%，位于主要城市优质零售物业平均出租率水平之上。

图 65、主要一二线城市优质零售物业新增供应量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 66、主要一二线城市优质零售物业空置率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4、财务分析及盈利预测

4.1、主要财务指标分析

2017年华润置地实现营业收入1186亿港元，同比增长29.4%。其中物业开发业务收入为1045.6亿港元，同比增长5.9%，结算部分的收入增长主要源于结算单价增长。投资物业业务的收入为74.0亿港元。截至2017年末未结转收入为1260.9亿元，可保障未来收入持续增长。

公司的毛利润高速增长。2017年公司实现毛利润477亿港元，同比增速为29.4%。公司开发物业和投资物业的毛利润分别为417亿港元和54亿港元，分别同比增长30.7%和22.4%。两项业务的毛利润占整体毛利润的比例分别为87.2%和11.3%，其中由于物业开发的毛利率提升，物业开发业务的毛利润占比同比提升约1个百分点。

图 67、公司的历年营业收入及同比增速

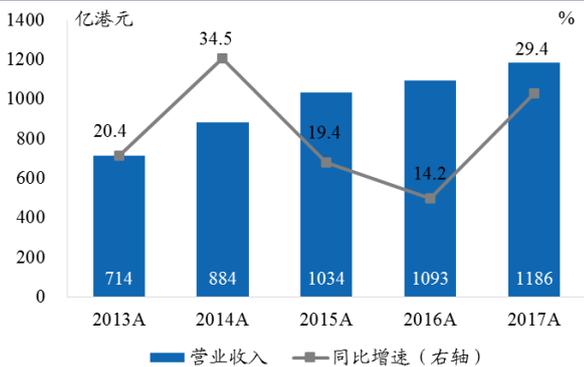
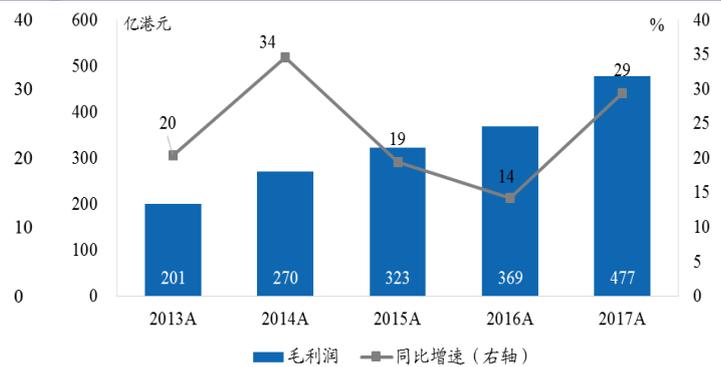


图 68、公司的历年毛利润及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

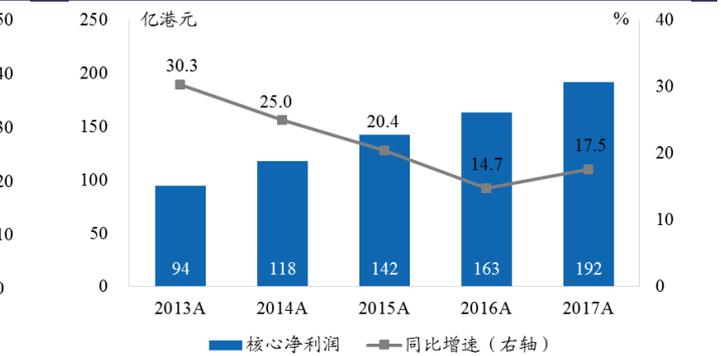
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的归母净利润稳步增长。2017年公司的归母净利润为230亿港元，同比增长12.9%。公司的归母净利率高于行业平均水平。公司2017年核心净利润为192亿港元，同比增长18.0%。

图 69、公司的历年归母净利润及同比增速



图 70、公司的核心净利润及同比增速



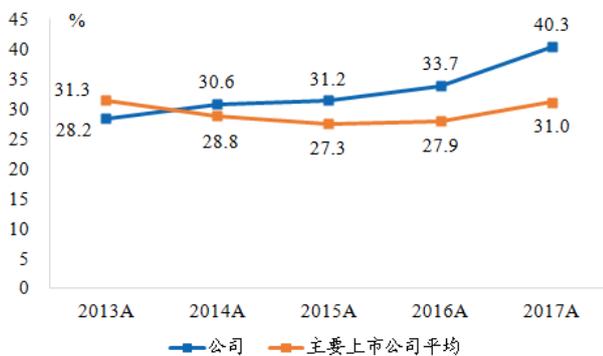
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的毛利率水平跃居统计组合内第一。2013年至2017年公司的毛利率水平持续提升，2017年公司的毛利率为40.3%（2018H1达到48%），行业的平均毛利率为31.0%，公司毛利率水平远高于同行业其他公司。公司毛利率提升主要源于开发物业和投资物业的毛利率双双提升。开发物业的毛利率为39.8%，同比大幅提升7.5个百分点，主要由于结算部分单价增长。投资物业的整体毛利率为61.3%，其中剔除酒店的毛利率和酒店的毛利率分别为69.4%和17.9%，均提升约2个百分点。

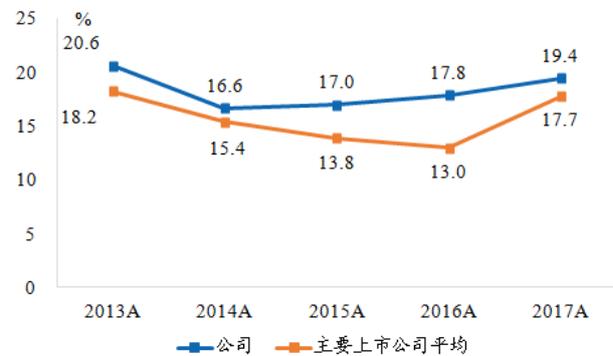
2017年公司的归母净利率为19.4%，同比提升1.6%。行业的平均归母净利率为17.7%。

图 71、公司的历年毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

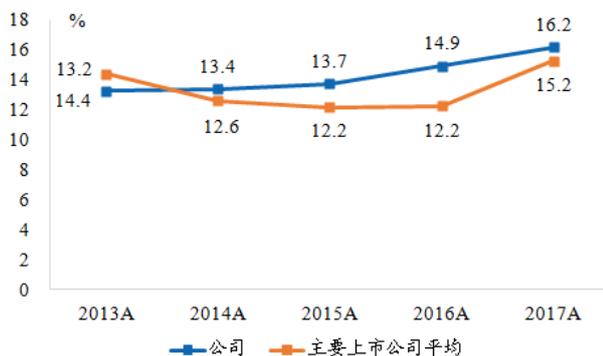
图 72、公司的历年归母净利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

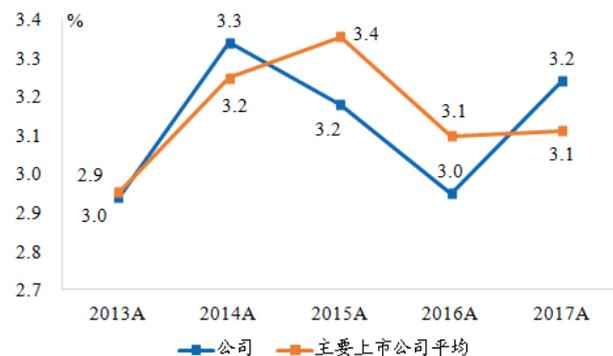
公司的盈利能力提升。公司的核心净利率为16.2%，同比提升1.3%。

图 73、公司的历年核心净利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

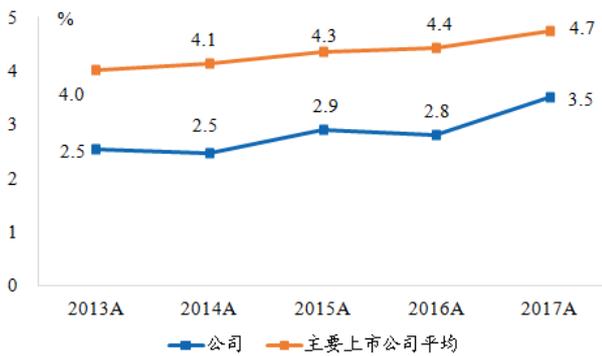
图 74、公司的历年销售费用率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

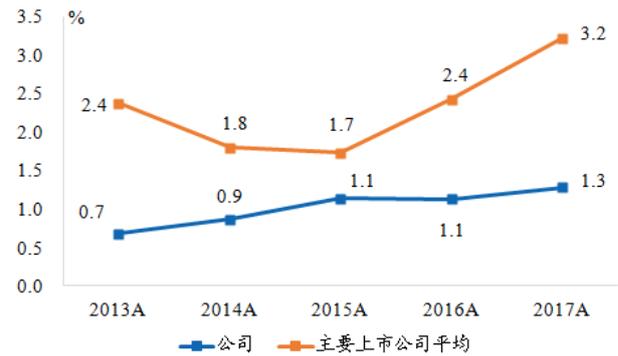
从三费率看，销售费用率提升，管理费用率和财务费用率均低于行业平均值。销售费用提升主要源于公司定位高端，提升服务品质，销售费用有所增长。公司运营效率较高，融资成本较低，截至2017年末，公司的管理费用率和财务费用率分别为3.5%和1.3%，在行业内具备优势。

图 75、公司的历年管理费用率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

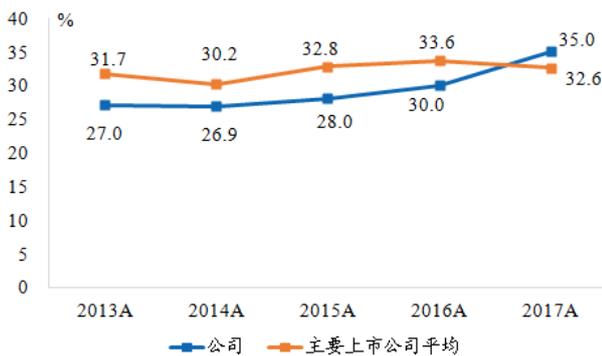
图 76、公司的历年财务费用率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

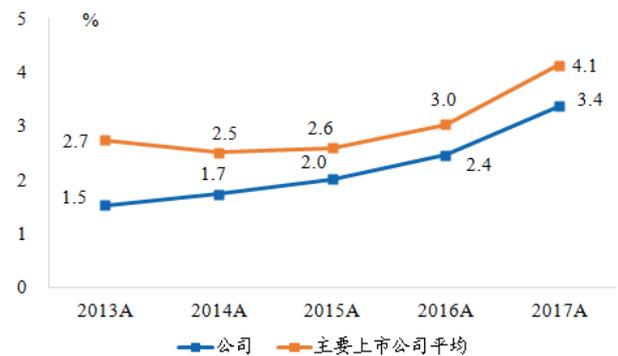
2017 年加大派息力度，公司的派息应占核心净利润比例持超过行业平均值。2017 年公司中期每股派息 10 港仙，末期派息 86.7 港仙，全年合计每股派息 96.7 港仙，同比增长 37.4%。公司的股息收益率持续提升，2017 年公司的股息收益率为 3.4%，较 2013 年，提升约 2 个百分点。

图 77、公司的历年派息率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

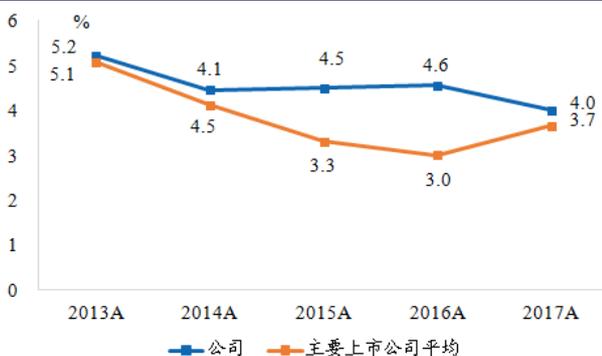
图 78、公司的历年股息收益率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

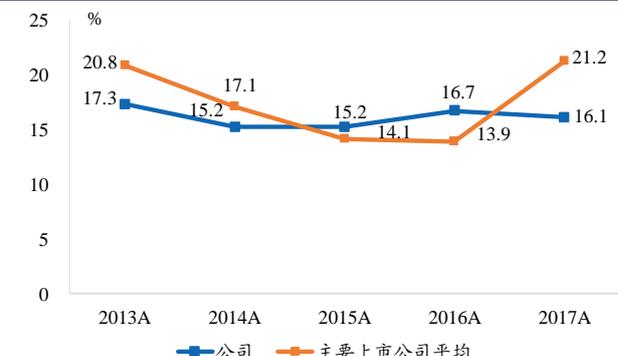
从 ROA 指标看，公司的 ROA 高于行业平均水平。2017 年公司的 ROA 为 4.0%，行业的 ROA 为 3.7%。从 ROE 指标看，2017 年公司的 ROE 为 16.1%，公司的 ROE 低于主要上市公司平均水平，但高于全行业的平均值。

图 79、公司的历年 ROA



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 80、公司的历年 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

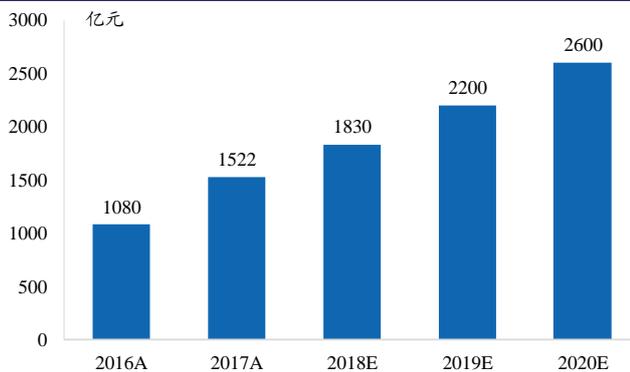
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4.2、盈利保持稳健增长

开发物业将能为公司提供稳定的现金流入。截至 2017 年末，公司土地储备为 4898 万平方米，同比增长 9.0%。2017 年全年公司新增 64 幅土地，合计面积 1197 万平米，新增土储面积占期内销售面积比例为 125%。公司在收购土地上遵循稳健理念，保持土地供应稳中有增，为未来 3 年的销售提供资源补充。另外，背靠华润集团，华润置地在获地成本上也有先发优势，公司能够以较低的成本获得母公司孵化的成熟优质地块，同时借助母公司支持在业内享受较低水平的融资成本，资金充裕、抗风险能力强。

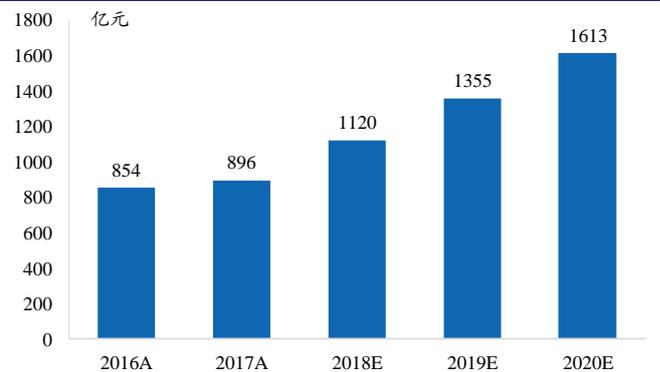
在合约销售上，销售规模稳步增长。公司 2017 年实现合约销售 1522 亿元，超额 27% 完成目标。目前充足的可供结转金额将为后续收入增长奠定基础。公司在 2018、2019 和 2020 年的已售计划结算面积分别为 926、1110、1431 万平米，2016 至 2017 年销售提速，据此我们预测开发物业 2018 至 2020 年结算额将出现较大涨幅，2018、2019、2020 年的物业发展收入预测值分别为 1120 亿、1355 亿、1613 亿元。

图 81、公司的销售金额预测



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

图 82、公司的结转金额预测



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

公司的投资物业尤其是购物商场方面潜力、动力均充足，具有潜在的长期收益，能够为公司带来资本增值。1) 目前公司旗下购物中心已覆盖全国七个大区，除了存量商场，公司预计将在 2018、2019、2020 年开业 8、7、8 个购物商场及二期项目。我们预期公司 2018、2019、2020 的商场租金收入为 72.4 亿、99.1 亿、145.1 亿元；2) 公司近年来写字楼租金回报稳定，2017 年在伦敦收购一座写字楼，预计 2018、2019、2020 年将实现租金收入 11.6 亿、12.4 亿、13.1 亿元；3) 公司旗下有三个酒店于 2016 年起新开业，目前仍处于成长期，我们预计 2018、2019、2020 年酒店方面的租金收入分别为 13.2 亿、14.7 亿、16.3 亿元。

公司的开发物业和投资物业协同发展，我们预计公司未来三年毛利率水平为 40.8%、38.5%、36.4%，核心净利率水平为 16.7%、15.6%、14.6%，核心 EPS 分

别为 3.05、3.45、3.88 元，当前价格下的股息率水平分别为 4.3%、4.8%、5.4%。

表 11、盈利预测

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	101,644	126,843	153,508	184,339
同比增长(%)	7.5	24.8	21.0	20.1
核心净利润(百万元)	16,337	21,167	23,891	26,869
同比增长(%)	15.8	29.6	12.9	12.5
毛利率(%)	40.2	40.8	38.5	36.4
核心净利润率(%)	16.1	16.7	15.6	14.6
净资产收益率(%)	16.4	15.9	16.0	16.2
核心每股收益(元)	2.36	3.05	3.45	3.88

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

5、估值与评级

我们采用 NAV 净资产价值方法对华润置地进行估值。WACC 折现率的计算方法为：市场的无风险利率为 3.2%，市场组合的风险溢价为 8.0%，历年数据参考得到 Beta 值为 1.2。债务成本方面，公司财务成本为 4.4%，税率为 25%。公司债务占 30%，权益占比 70%，因此可计算得出 WACC 值为 9.98%。

表 12、WACC 计算表

WACC	
无风险利率	3.2%
市场风险溢价	8.0%
Beta	1.2
股权成本	12.8%
债务成本	4.4%
税率	25.0%
税后债务成本	3.3%
债务/总资本	30.0%
权益/总资本	70.0%
WACC	9.98%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

据计算，我们得出公司的 NAV 为 39.68 港元，**我们首次评级覆盖华润置地，给予买入评级，目标价为 36.00 港元**，相当于公司 NAV 折让 10%，为 2018-2020 年的 10.5、9.3、8.2 倍 PE。对于目前 28.05 港元股价，有 28% 的上升空间。

表 13、NAV 计算表

NAV 细则				
类型	百万人民币	百万港币	每股	占比
开发物业	142,410	161,298	23.3	260%
租金收入及管理物业收入	126,913	148,069	18.3	205%
酒店运营	23,667	27,613	3.4	38%
总资产	292,990	336,980	8.9	100%
减去:				
净负债	51,788	61,954	7.5	
净资产	241,202	275,026		
总股数 (百万股)		6,931		
NAV		39.68		
目标价		36.00		
折让		10%		
当前股价		28.05		
上升空间		28%		

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

我们选择了地产行业共 20 家企业进行对比。公司的 EPS 领先行业平均水平，PE、PB 高于行业平均值。

表 14、行业估值表(截止 20181113)

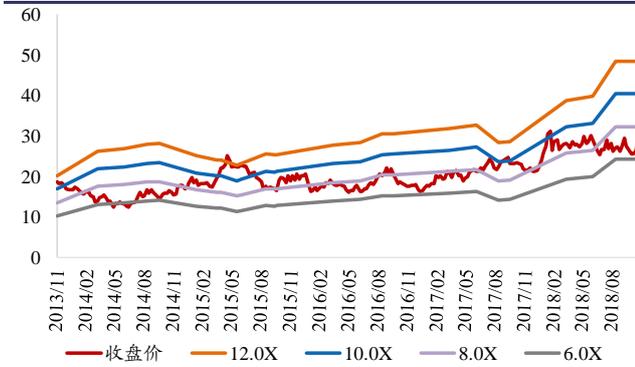
代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS		PE		PB	息率 (%)	ROE (%)
				2017A	2018E	2017A	2018E	2017A		
0960.HK	龙湖地产	20.45	1213	2.17	2.07	8.4	8.8	1.4	4.5	19.0
1109.HK	华润置地	28.05	1944	2.52	3.05	9.9	8.2	1.3	3.4	17.7
0817.HK	中国金茂	3.46	400	0.37	0.50	8.2	6.5	0.9	7.6	12.3
0688.HK	中国海外	25.05	2745	3.72	3.98	6.0	6.3	1.0	3.2	16.7
0604.HK	深圳控股	2.40	198	0.64	0.42	3.3	5.7	0.5	7.5	13.3
1918.HK	融创中国	22.45	989	2.76	3.57	7.2	5.6	1.7	2.7	32.8
0813.HK	世茂房地产	17.06	564	2.32	2.77	6.5	5.5	0.8	5.9	14.2
0081.HK	中海宏洋	2.63	90	0.56	0.48	4.2	5.4	0.5	1.5	10.6
0123.HK	越秀地产	1.34	166	0.18	0.23	6.5	5.1	0.4	6.9	7.2
3380.HK	龙光地产	7.92	435	1.17	1.42	6.0	4.9	1.4	5.2	30.5
2007.HK	碧桂园	8.88	1922	1.23	1.63	6.4	4.9	1.5	5.5	31.8
3900.HK	绿城中国	5.67	123	0.77	1.06	6.5	4.7	0.4	4.4	8.6
1030.HK	新城发展控股	4.59	271	0.67	0.87	6.1	4.7	1.5	4.4	34.5
3377.HK	远洋集团	3.29	251	0.68	0.67	4.3	4.3	0.4	9.8	11.1
0884.HK	旭辉控股	3.40	264	0.68	0.77	4.4	3.9	0.9	6.8	26.9
1813.HK	合景泰富	5.99	190	1.17	1.62	4.5	3.3	0.6	8.3	14.0
1628.HK	禹洲地产	2.91	135	0.70	0.83	3.7	3.1	0.7	10.3	20.6
2777.HK	富力地产	11.54	372	6.57	3.46	1.6	3.0	0.5	11.5	40.2
1777.HK	花样年控股	0.88	51	0.20	0.24	3.9	2.9	0.3	8.0	9.8
0337.HK	绿地香港	1.87	52	0.46	0.55	3.6	2.7	0.4	8.0	14.1
	平均					5.6	5.0	0.9	6.3	19.3

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院

注：加粗部分为兴业证券预测，其余为 Wind 一致预测

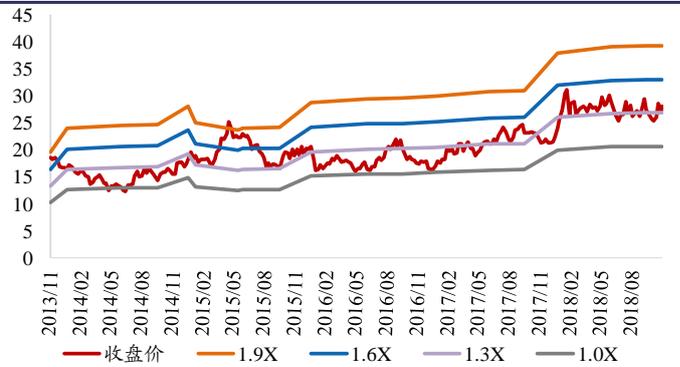
从历史数据来看，从 2015 年至今，公司的 PE 范围在约 6 倍至 13 倍之间波动。公司综合实力强健，我们看好公司未来发展，预计未来 EPS 会持续增长，认为给予 2018E、2019E、2020E 10.5、9.3、8.2 倍估值处于合理区间。

图 83、公司的 PE Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 84、公司的 PB Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

另外，公司为沪、深股通股票，目前港股通持股市值为 11.2 亿港元，持股数量为 4088 万股，占比约 0.59%。

图 85、公司港股通持股比例



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

6、风险提示

公司面临的风险有：1) 宏观经济增长放缓；2) 行业调控政策加严；3) 流动性收紧；4) 人民币贬值；5) 公司销售不及预期；6) 投资物业出租率下降。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	334,062	374,500	421,690	474,651
货币资金	53,768	59,605	71,062	83,978
存货	224,442	250,327	277,755	308,568
应收账款	42,020	50,737	59,042	68,274
其他应收款	5,612	5,612	5,612	5,612
其他流动资产	8,220	8,220	8,220	8,220
非流动资产	146,224	154,072	162,540	171,693
物业、厂房及设备	8,218	8,725	9,201	9,649
土地使用权	2,288	2,288	2,288	2,288
投资物业	99,209	106,550	114,541	123,246
于联营/合营公司的权益	13,498	13,498	13,498	13,498
其他非流动资产	18,117	18,117	18,117	18,117
递延税项资产	4,894	4,894	4,894	4,894
资产总计	480,286	528,572	584,230	646,344
流动负债	239,567	253,646	276,567	302,877
短期借款	25,457	24,511	28,111	31,911
应付账款	64,027	79,051	98,372	120,882
应付税项	19,613	19,613	19,613	19,613
已收物业销售按金	119,373	119,373	119,373	119,373
其他流动负债	11,098	11,098	11,098	11,098
非流动负债	96,387	114,534	128,934	144,134
长期借款	79,899	98,045	112,445	127,645
长期应付款	4,221	4,221	4,221	4,221
递延所得税负债	12,268	12,268	12,268	12,268
负债合计	335,955	368,179	405,500	447,011
股本	579	579	579	579
储备	119,029	132,787	148,316	165,781
少数股东权益	24,522	27,027	29,834	32,973
股东权益合计	144,130	160,393	178,730	199,333
负债及权益合计	480,085	528,572	584,230	646,344

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	39,340	42,941	48,433	54,435
折旧和摊销	451	493	523	552
公允价值变动损益	(4,771)	0	0	0
财务费用	1,277	2,117	2,442	2,785
所得税开支	(13,082)	(19,270)	(21,734)	(24,428)
营运资金的变动	(11,519)	(19,578)	(16,412)	(17,535)
经营活动产生现金流量	10,318	5,003	11,227	13,329
投资活动产生现金流量	(24,712)	(6,641)	(6,966)	(7,224)
融资活动产生现金流量	27,294	7,475	7,196	6,811
现金净变动	12,899	5,837	11,457	12,916
现金的期初余额	37,776	53,768	59,605	71,062
现金的期末余额	53,213	59,605	71,062	83,978

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	101,644	126,843	153,508	184,339
营业成本	60,809	75,098	94,437	117,256
销售费用	3,361	4,194	5,076	6,095
管理费用	3,634	4,535	5,488	6,590
财务费用	1,367	2,117	2,442	2,785
其它收益	1,533	1,701	2,025	2,481
营业利润	35,373	44,717	50,533	56,879
公允价值变动	5,132	0	0	0
投资收益	126	254	254	254
其它经营开支	1,367	2,117	2,442	2,785
税前盈利	39,340	42,941	48,433	54,435
所得税	17,653	19,270	21,734	24,428
税后盈利	21,686	23,671	26,699	30,008
少数股东损益	2,060	2,367	2,670	3,001
归属母公司净利润	19,626	21,167	23,891	26,869
核心 EPS(港元)	2.36	3.05	3.45	3.88

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	7.5	24.8	21.0	20.1
营业利润增长率	23.4	26.4	13.0	12.6
核心净利润增长率	15.8	29.6	12.9	12.5
盈利能力(%)				
毛利率	40.2	40.8	38.5	36.4
核心净利率	16.1	16.7	15.6	14.6
ROE	16.4	15.9	16.0	16.2
偿债能力				
净资产负债率(%)	35.9	39.2	38.9	37.9
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力(次)				
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
应收帐款周转率	2.4	2.5	2.6	2.7
每股资料(元)				
每股收益	2.8	3.1	3.4	3.9
每股净资产	17.3	19.2	21.5	24.0
估值比率(倍)				
PE	10.6	8.2	7.2	6.4
PB	1.6	1.5	1.3	1.2

海外公司深度研究报告

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

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.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

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、寰蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司和朗诗绿色集团有限公司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条例定义为本「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。