



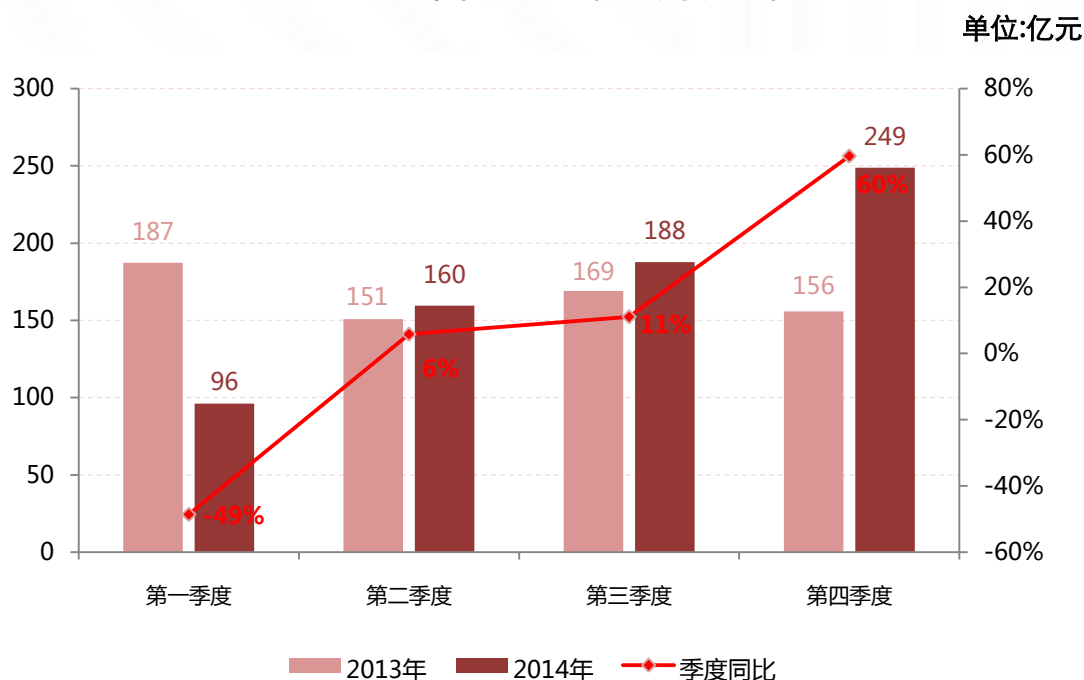
华润置地：业绩增长平稳，持有型物业规模利润双爆发

分析师/CRIC 研究中心 朱一鸣、洪圣奇（香港）、陈开朝

■ 两大助力推动销售业绩平稳增长

2014年，华润置地实现销售额692.2亿元，同比微增4%，整体表现较平。从季度看，全年销售前冷后热：一季度销售不到百亿，同比锐减49%；二、三季度同比平稳增长；到四季度，大卖249亿元，同比激增60%，单季销售创历史新高。

附图：2014 年华润置地销售金额季度分布



资料来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

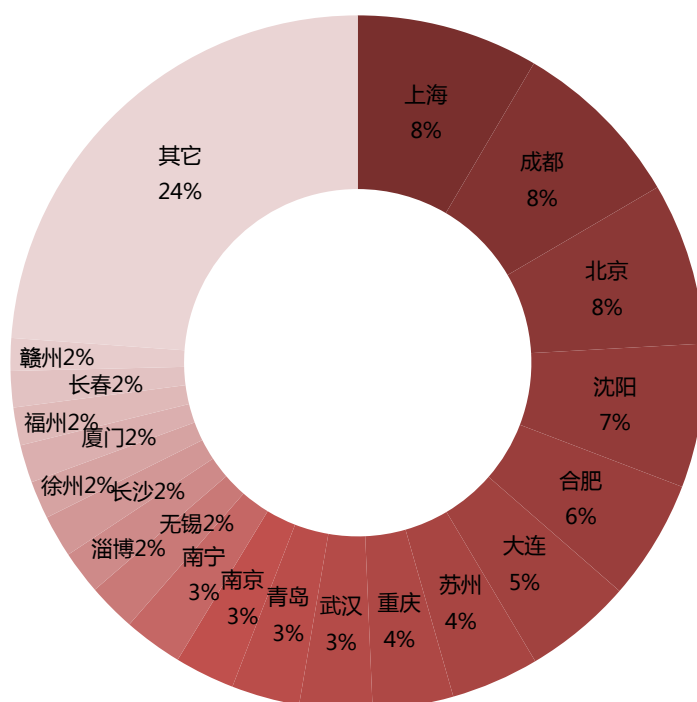
华润置地第四季度销售“异峰”突起，主要靠两大助力：

一靠政府救市不怠，中高档改善需求应激释放。2014年，华润置地动用的降价促销力

度并不大，为此企业首4个月销售一度遇冷。但在各城市纷纷取消限购（尤其930）后，市场二改（120-144m²）、中高档改善（144-220m²）、高档（220m²以上）需求不断释放，行情非常契合华润置地的产品定位。根据CRIC监测，前三季度华润置地120m²以上户型销售金额占比55%，四季度该比重升至60%，尤其是220m²以上高档户型，销售占比高达26%，相较前三季度提高9个百分点。

二靠主力布局城市市场行情快速反弹。华润置地主力布局的城市要么是需求坚挺的一线城市，如北京、上海，两城市合计贡献16%；要么是需求强烈的二线城市，如成都、沈阳、合肥、大连、苏州、重庆、武汉、青岛、南京、南宁、长沙、厦门、福州、长春等二线城市，这14个城市贡献了53%的业绩。可以看到，为华润置地贡献了3/4业绩的TOP20城市，极少风险城市，且大多在下半年尤其第四季度行情较快复苏，成为企业业绩跃升的一大助力。

附图：2014年华润置地销售金额 TOP20 城市



资料来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

■ 2015年有望顺利实现780亿元销售目标

华润置地公布，2015年销售目标为780亿元，同比增长11%，相比2014年的实际销售增速提高了7个百分点。我们认为，该目标制定表明企业对2015年行情持谨慎乐观态度，从当前时点看，今年完成780亿元的销售额并不难：**一则今年企业可售货量高达1600亿元，如果按去年50%去化率（=2014年近700亿元销售额/1400亿元可售货值）估算，今年销售额预计将达到800亿元。**需要指出，中高档定位的华润置地非常契合此轮改善型需求驱动

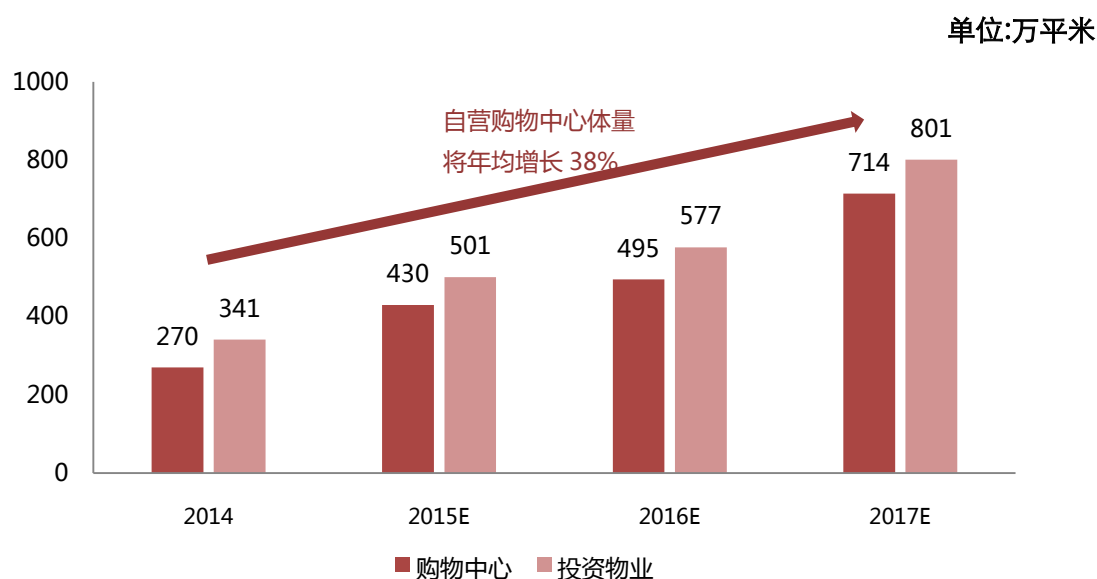
的行情，所以今年去化率应该会超过去年，为此完成既定目标不难。**二则母公司史上力度最大的注资项目今年将带来可观贡献。**2014年8月份，华润置地宣布，母公司华润集团拟将其深圳和济南的4个优质商住、综合体项目注入华润置地。但实际上，2014年上述项目仍属于母公司，2015年将正式划给华润置地。根据CRIC 监测，深圳的两个项目华润城润府、银湖蓝山润园分别于10月12日和11月8日首开，截至2015年2月底，两个项目已累计销售逾50亿元，预计可为企业带来可观业绩，也进一步降低了目标的实现难度。

■ 商办转型硕果累累，规模和利润开始爆发

自2004年12月7日首家自营购物中心深圳万象城开业以来，整整十年时间，华润置地一直稳扎稳打开拓商办持有物业，累积到今天，企业商办持有物业无论是规模体量和营收利润贡献都已相当可观，而且进入了一个爆发期。

一是未来3年商办持有物业体量迅猛上升。截至2014年末，华润置地已有14个、270万平米体量的购物中心在运营。未来三年，企业自营购物中心体量增长将开始爆发：2015年在青岛、淄博、赣州、合肥、沈阳、长沙的6个万象城将新开业，新增总体量160万平米；2016年在日照、温州、上海的3个万象城将新开业，新增总体量65万平米；2016年在西安、太原、南通、成都、杭州、深圳、北京密云、昆山、厦门的9个万象城将新开业，新增总体量219万平米。到2017年末，华润置地将拥有31个自营购物中心，合计体量714万平米。因此未来三年，自营购物中心体量将保持年均38%的高速增长。

附图：2014年-2017年华润置地持有物业体量的趋势



资料来源：企业年报，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

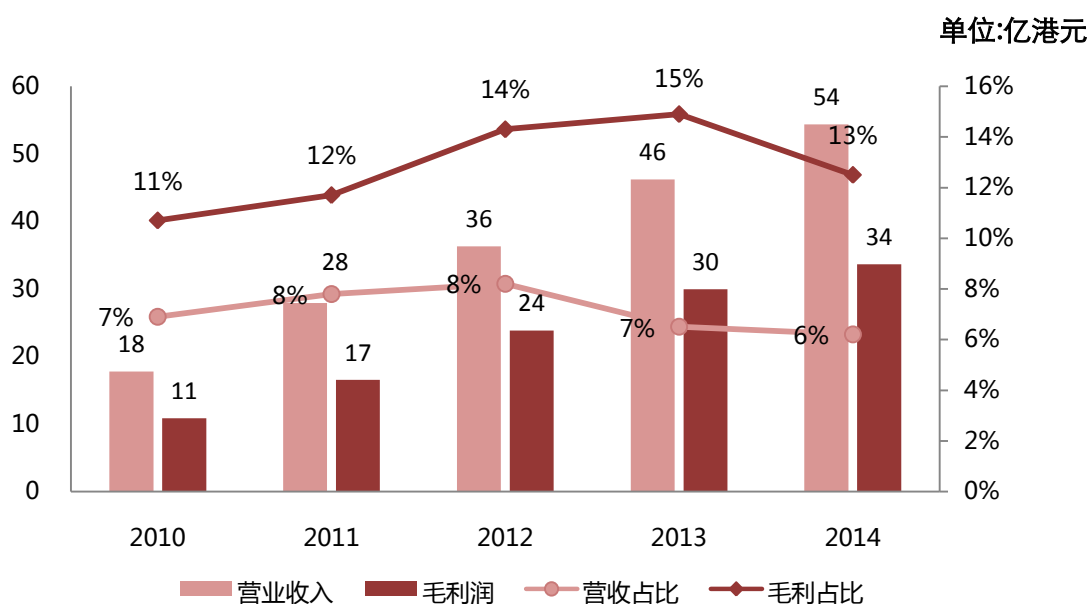
二是持有投资物业营收毛利持续快增。2014年，27个已经投入运营的持有投资物业(含

酒店)租金收入为54.36亿港元,同比上升17.6%。相比2010年的18亿元收入,持有投资物业租金收入和毛利润均增长了2倍,年均增速高达32%。

根据企业推案计划,2015年到2017年企业计划新推的可售货量分别为1077万平米、739万平米、876万平米。可以看到,2016年和2017年新推可售货量较2015年少(注:由于上年库存留存,2016年和2017年的可售货值预计相较2015年应会继续上升)。企业高官对此的解释是,公司将更多精力和资金投向商业地产发展。我们根据推案判断,未来三年企业开发物业销售额很可能维持年均10%增长的“新常态”。

根据持有投资物业体量和开发物业销售额的增速匡算,如果持有投资物业的租金坪效不变,那么到2017年,持有投资物业租金收入将占到总营收的10%左右,毛利润将占到总毛利润的20%左右。这离企业持有投资物业毛利贡献达40%的远景还有一段距离,但与国内其它房企相比,华润置地商业地产转型无论是体量、营收、利润,还是品牌口碑,都开始收获累累硕果。

附图:2010年-2014年华润置地持有营收和毛利润



资料来源:企业年报,中国房地产决策咨询系统(CRIC)

■ 无需跨界多元化,未来只需做好三件事

进入白银时代,行业发展天花板显现,房企无论大小都在积极考虑跨界转型。由于华润集团本身就是极其多元化的企业,所以华润置地无需考虑房地产业务外的多元化,只需借力集团下商超、医疗健康、金融等兄弟板块,共同完善社区服务和商业运营即可。换句话讲,

未来华润置地可以更加专注发展住宅和持有投资物业。

正因为此，我们认为，未来华润置地只需做好三件事：

一是根据行情需求及时调整产品结构，推动产品转型升级。华润置地产品定位中高端，符合改善需求渐成主流的大趋势。但功能结构往往决定了产品热销或滞销。2015年行情回暖，刚改和二改特征显著，消费者对住宅品质有更高的需求，但对价格依然敏感。企业应该根据这一市场特征调整产品结构，加快中小户型产品的更新换代，以对销行情。另外，随着80、90后成为改善住房的购房主力，传统户型功能区划分逐渐跟新生代的需求相脱节。为此需要企业积极研究主流需求的变化，不断强化个性化订制能力。

二是加快商业地产轻资产化运营，实现更有效的扩张。截至2014年末，企业持有投资物业土地储备高达541万平米，占总土地储备的13.5%，投资物业土储中，权益面积占比85%。再看那些已投入运营的投资物业，企业平均持股近90%。可见，华润置地商业地产目前仍是重资产运营。等到未来几年企业持有投资物业体量爆发增长，这种重资产模式会给企业带来巨大的资金压力。当然我们也发现，企业在温州、惠州、柳州、汕头、无锡、南通、赣州等三四线城市开拓商业地产，更多以合作拿地、合营方式开发运营（持股比例都在50%及以上）。这说明企业拓展三四线城市时，兼顾了轻资产化需求和风险控制，比较稳妥。但仅这些还不够，企业还需更广泛深入地用股权合作方式推动商业地产扩张。另外，两会中央报告提出支持资产证券化发展，对企业商业地产融资和轻资产运作而言都是一大良机。

三是利用稳健财务和融资成本优势，积极把握调整期战略收购良机。2014年末，企业持有现金403亿元港币，同比大升43%；现金短债比2.1，长短债比3.5，现金足以应付短债，财务结构合理。同时公司保持较低的融资成本，加权平均借贷成本仅4.47%，企业净负债率42.7%，在行业中也处于较低水平。总之，企业财务非常稳健。另外，华润置地有母公司担保，无论国内信贷、还是境外发债都受资本市场青睐，融资渠道非常通畅。这在市场分化调整的当下，是一个巨大的优势。为此建议，未来几年华润置地利用自身财务和融资上的优势，积极把握市场收购良机，实现弯道超车。

表：2012-2014 年企业财务指标

	财务指标	FY12	FY13	FY14	同比/百分点变动	单位
规模指标	总营业额	44,364	71,389	88,381	24%	港币百万元
	物业销售营业额	38,522	64,818	80,482	24%	港币百万元
	股东净利润	10,563	14,319	14,689	3%	港币百万元
	股东净利润（核心）	6,938	8,369	11,299	35%	港币百万元
	总资产	228,256	281,757	330,315	17%	港币百万元
盈利及运营指标	毛利率	38%	28%	31%	2.4pts	
	净利率	24%	20%	17%	-3.4pts	
	净利率（核心）	16%	12%	13%	1.1pts	
	每股收益	181.90	252.10	252.20	0%	港仙
	每股收益（核心）	119.48	147.34	193.99	32%	港仙
	营销及管理费用率	6%	5%	7%	2.7pts	
现金及偿债能力指标	现金	21,953	28,239	40,289	43%	港币百万元
	短期负债	5,283	16,256	19,414	19%	港币百万元
	长短期债务比	9.0	3.0	3.5	0.5pts	
	现金短债比	4.2	1.7	2.1	0.3pts	
	净负债与资本比率	40%	39%	41%	2.3pts	
资本效率指标	资产杠杆率	3.0	3.0	3.1	0.1pts	

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理

补充说明：此报告仅为企业业绩发布后的及时快评，后期 CRIC 研究中心还将有详实的年报分析报告推出，敬请关注！