

华润置地：高效资金运营撬动商业扩张

分析师/CRIC 研究中心 朱一鸣、洪圣奇（香港）、陈开朝

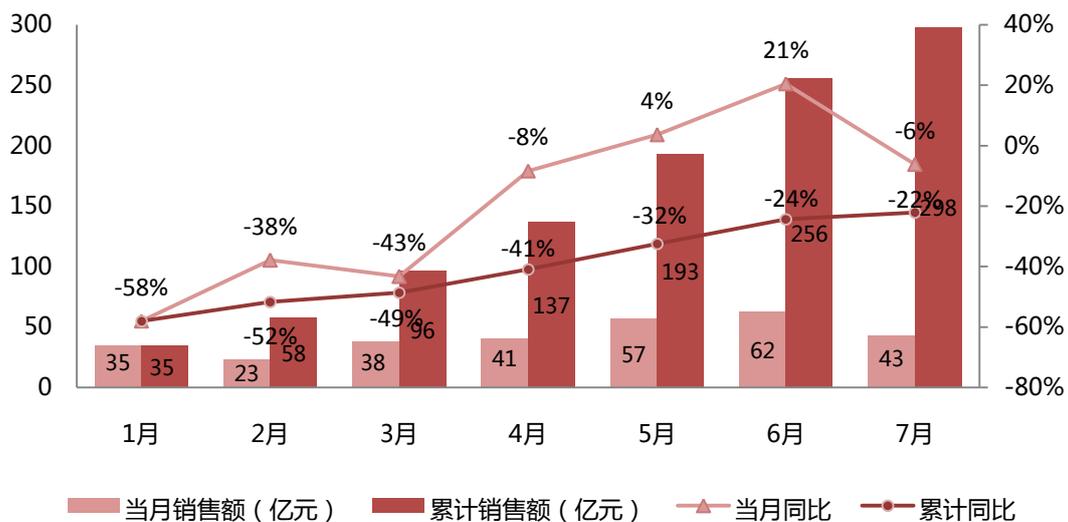
■ 风险城市重压，全年目标难完成

1-7月，华润置地实现签约销售金额298亿元，同比下降22%。业绩大幅下滑，主要受推案少和风险城市集中布局拖累：由于推案跟不上，在一季度市场行情还好的时候，企业已连续3个月同比降幅都近40%以上，尤其在1月份降幅近6成。而在杭州、青岛、宁波等风险城市，业绩更是明显受影响，大幅下滑。以杭州为例，企业销售同比降幅超9成，这个主力销售区去年前7月贡献业绩近40亿元，今年前7月已不到2亿元。

1-7月，华润置地仅实现年度目标的43%，远落后于恒大、万科等龙头房企。企业如要完成700亿目标，接下来月均要卖80.4亿。而在华润的历史上，月度销售超过80亿元的仅2013年1月一次。

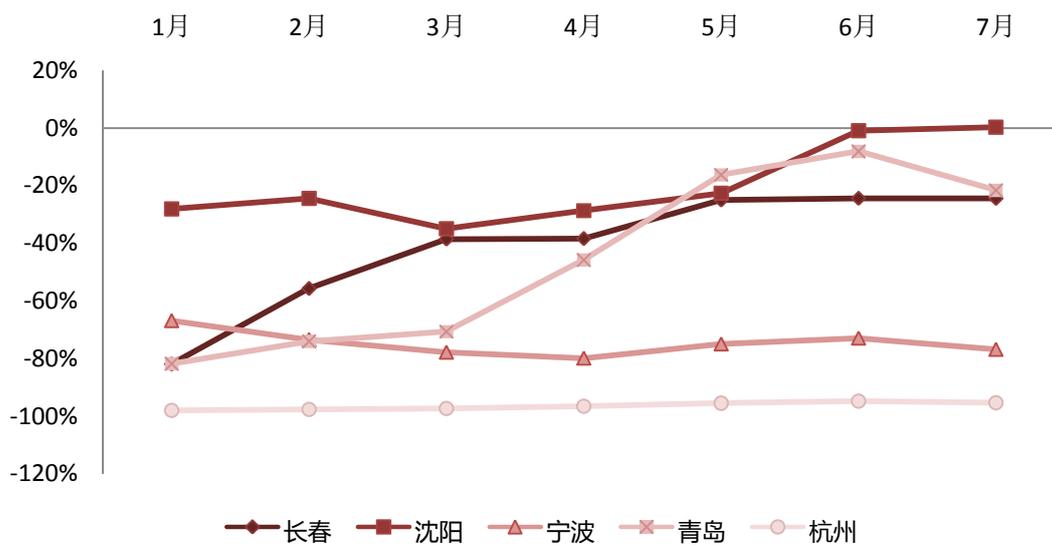
为提振销售，8月19日华润置地宣布拟收购母公司旗下深圳及山东四个物业，具体为深圳大涌村项目、深圳三九银湖项目、济南兴隆项目及济南档案馆东项目。可看到，4个项目中，有3个今年都有业绩贡献：深圳大涌村项目一期产品预计将于9月底、10月初入市，下半年预计销售几十亿元，深圳三九银湖项目一期产品400套高层住宅预计10月末推出，而济南兴隆项目已开盘在售。如果成功，这将是母公司最大规模的一次注资，对提振企业三四季度销售无疑有帮助。但要看到，今年上半年企业去化率低至34%，如果三四季度没有显著改善，企业完成700亿元目标的可能性非常小。

附图：2014年1-7月华润置地月度销售情况



资料来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统 (CRIC)

附图：2014年1-7月华润置地5大城市累计销售金额同比下滑情况



资料来源：中国房地产决策咨询系统 (CRIC)

附表：8月19日华润置地宣布拟收购母公司项目一览

单位：万平方米、亿元、元/平方米

项目	拿地时间	属性	建面	拿地投入	楼板价	备注
深圳大涌村项目	2012-10	综合体	159	—	—	一期预计9月底、10月初入市，今年预计销售几十亿元。
深圳三九银湖项目	2010-9	商住	28	24.7	7990	一期产品400套高层住宅预计10月末推出。
济南兴隆项目	2012-3	综合体	309	—	—	在售
济南档案馆东项目	2013-12	综合体	59	11.76	2072	在建

资料来源：企业公告、花旗银行

■ 净负债率升至55%

营收利润快增。上半年，企业营业收入276.88亿港元，同比增长76%；其中，开发物业实现营业收入240.54亿元，同比增长91%；包括酒店在内的投资物业实现营业收入26.27亿港元，同比增长22%。核心净利润大增83.7%至36.90亿港元。

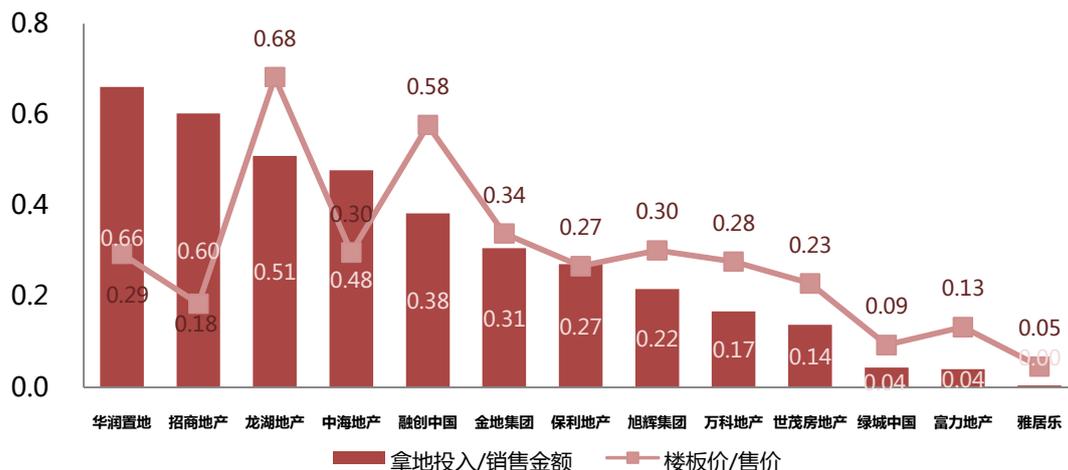
净利润率大降。上半年，企业毛利率为31%，同比下滑0.8个百分点；其中开发物业结算毛利率为28.2%，略高于去年同期。净利率为18%，同比下滑9.8个百分点，降幅明显。但核心净利润率为11%，同比上升2.9个百分点。

负债相对合理。截至6月末，企业持有现金245.09亿港元，现金短债比约1.0，现金足以应付短债偿付。长短债比为2.3，债务结构合理。由于快速扩张，净负债率同比上升17.2个百分点至55%，但依然处于稳健水平。

■ 聚焦二三线高强度拿地

1-7月，华润置地以197亿元增持了计容积率面积621.53万平方米的土地，同比分别激增273%和349%，其中开发物业549.87万平米，投资物业71.66万平米。前7月，华润置地拿地销售比(地投入/销售金额比)为0.66，位居典型房企首位。

附图：2014年1-7月典型房企累计拿地销售比

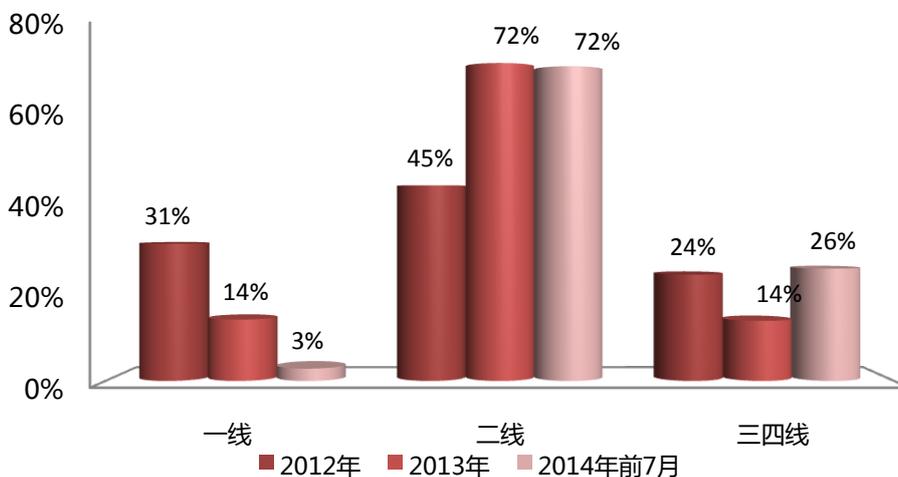


注：华润置地为企业中报公布数据，其它为CRIC监测数据

资料来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

拿地聚焦二三线，重心继续下沉。从近三年拿地面积看，一线比重持续下滑，从2012年的近2成下降到去年的近1/7，今年前7月已下降至3%；今年前7月二线拿地比重超过7成，与2013年持平，三四线比重近1/4，明显上升。随着华润置地商业版图不断拓展，万象城和五彩城加快在全国复制，企业土地扩张也开始“深入二三线”布局。

附图：2012年-2014年前7月华润置地招拍挂拿地建面城市能级分布



资料来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

■ 高效资金运营推动商业大扩张

在国内房企纷纷减少拿地之时，华润置地却逆势强劲扩张，一个促因是土地市场行情下行时战略储备机遇显现，但更多还是基于企业自身的商业战略规划。

7月，华润置地发布未来商业地产发展战略，将致力成为“中国商业地产领导者”。今

年以来企业高节奏拿下多幅地块，绝大部分是为其商业布局服务。比如，企业1月、5月在柳州、汕头落子，将分别用来打造广西、广东第二个万象城；6月以38.34亿元摘得福州鼓楼区两地块将分别用来建万象城跟五彩城，7月与桂林签约，将华润万象城、华润五彩城、国际旅游养生养老三大项目，总投资约400亿港元；在佛山、贵阳、南京等地，华润置地也有落子布局高端城市综合体。上述项目，除去佛山、贵阳、桂林的政府签约项目，剩下6个商业项目合计投入108亿元和274万平米，分别占企业前7月拿地的55%和44%。其它地块，除了昆明盘龙区KCPL2012-30地块是住宅定位外，也基本上是商住项目。

对于经常需要高溢价拿地的商业地产而言，华润置地今年无疑赶上了好时候：企业前7月除了北京市门头沟区门头沟新城MC00-0017-6007等地块商业金融以108%高溢价拿下，以及昆明盘龙区KCPL2012-30地块以46%中溢价拿下外，基本都以底价拿下。

附表：2014年前7月华润置地商业地块项目一览

日期	新增商业项目
1月24日	以11.05亿元竞得柳州P(2013)37号地块，总建面近70万平米，打造广西第二个万象城。
2月24日	与佛山中德工业服务区签合作协议，拟投资200亿元，在佛山新城建高端都市综合体。
2月28日	以7.97亿竞得苏州吴江区Wj-j-2014-012、Wj-j-2014-013和Wj-j-2014-014三宗连体地块，总面积超15万平米，建华润五彩城。
4月23日	与贵阳政府签约，拿下观山湖区奥体中心东侧两幅地块，总建筑面积126万平方米。打造高端城市综合体，涵盖大型购物中心、高端写字楼、高端商务公寓、花园洋房及高层住宅等多产品类型。总投资逾80亿元，计划于2018年全部竣工。
5月28日	以15.7亿元竞得汕头南国商城黄金地块，建广东第二家“万象城”。项目总建面约47万平米，引入现代化购物中心、国际甲级写字楼群、时尚顶级都市住宅。
6月20日	以底价38.34亿元摘得福州鼓楼区宗地2014-08和09号地块，打造万象城跟五彩城。
6月26日	以底价34.8亿元拍得位于南京浦口一幅商住混合地块。初定名“南京华润国际社区”，为华润置地在南京的首个综合体项目，规划30万平米的住宅及40万平米的高端商业配套。
7月3日	与桂林政府签约，建设华润万象城、华润五彩城、国际旅游养生养老三大项目。总投资约400亿港元，建设周期8-10年，内容包括大型购物中心、五星级酒店、甲级写字楼、旅游养生养老地产、体育休闲设施、城市综合体、高档住宅社区等。

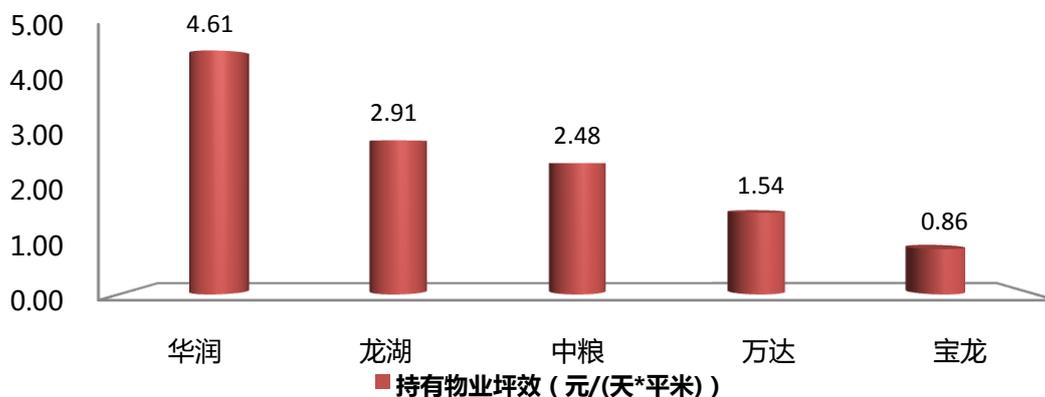
资料来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

在强劲扩张时，企业现金流依然通常，主要受益于高效的资金运营：

一是高效的经营现金流。截至6月末，华润置地在营物业总建筑面积达250.21万平米（具体包括144万平米商业、37万平米办公、18万平米酒店），企业20多个持有物业上半年实现营业收入26.27亿港元。折算人民币，华润置地持有物业营收坪效高达4.61元/（天*平方米），远高于拥有成熟商业品牌的万达、中粮、龙湖等标杆房企。这从侧面说明，华润置地持有物业的经营效率非常高的。到2017年，企业商业项目运营将进入高峰期，主力项目将上升到40多个，营收预计也将翻番增长。这笔持续稳定高增长的产出将有力反哺商业地产

的持续扩张。

附图：典型房企持有物业经营坪效对比



注：华润置地、万达、龙湖为2014年上半年数据，中粮、宝龙为2013年全年数据

资料来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

二是活跃的境外低息融资。背靠雄厚的华润集团，有华润信托和华润银行等兄弟金融机构的贷款支持，同时企业境外低息融资优势也非一般房企可比。今年为配合商业板块大扩张，华润置地于2月发布20亿美元的中期票据计划，截至中报发布日，已成功筹集5年期年息4.375%的8亿美元和10年期年息6.000%的7亿美元优先债券；7月，企业又从银行成功融资15亿元人民币和54.6亿港元。1-7月，仅上述融资折合人民币近150亿元，为商业板块强劲扩张提供了有力支撑。

附表：2014年前7月华润置地重大融资事项

时间	融资事件
2月28日	两批涉及11亿美元的优先票据上市。其中，4亿美元2019年到期票据年率4.375%，7亿美元2014年到期票据年率6.0%。
5月15日	发行本金总额3.5亿美元2019年到期优先票据，年利率4.375%。
7月16日	与一家银行订立15亿元人民币三年期贷款融资协议。
7月21日	与多家银行订立23.4亿港元及4亿美元四年期贷款融资协议，利率为LIBOR或Hibor上加190基点。

资料来源：企业公告，中国房地产决策咨询系统（CRIC）

表：2012-2014年上半年企业财务指标

	财务指标	1H12	1H13	1H14	同比/百分点变动	单位
规模指标	总营业额	7,919	15,775	27,688	76%	港币百万元
	物业销售营业额	5,384	12,579	24,054	91%	港币百万元
	股东净利润	3,751	4,345	4,904	13%	港币百万元
	股东净利润（核心）	1,105	1,333	3,134	135%	港币百万元
	总资产	206,054	253,929	299,334	18%	港币百万元
盈利及运营指标	毛利率	48%	31%	31%	-0.8pts	
	净利率	47%	28%	18%	-9.8pts	
	净利率（核心）	14%	8%	11%	2.9pts	
	每股收益	62.80	75.30	85.30	13%	港仙
	每股收益（核心）	18.50	23.11	54.50	136%	港仙
	营销及管理费用率	5%	4%	6%	2.3pts	
现金及偿债能力指标	现金	19,784	21,214	24,509	16%	港币百万元
	短期负债	18,535	9,501	23,510	147%	港币百万元
	长短期债务比	2.5	5.0	2.3	-54%	
	现金短债比	1.1	2.2	1.0	-53%	
	净负债与资本比率	66%	38%	55%	17.2pts	
资本效率指标	资产杠杆率	3.0	3.1	3.1	1%	

备注：股东净利润（核心）

= 股东净利润 - (资产重估增值 + 出售资产收益 + 兑汇损失 + 其它重大调整) * 0.75

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半年报分析报告推出，敬请关注！