



# 华润置地

## 短期压制移除，“三好学生”价值亟待重估

### 观点聚焦

#### 投资建议

**重申华润置地为板块首选，维持跑赢评级及目标价港币 46.4。**公司是攻防兼备的均好型龙头。住宅开发、商业地产及空间管理服务领域衍生业务齐头并进，“2+X”战略清晰，2021-25 年“十四五”铺排积极，管理层期权激励计划亦在酝酿当中，为其稳健、可持续、有质量的利润增长保驾护航，同时公司将于今年提升股息分派率，进一步加强长期股东回报。当前估值优势突出，我们认为高可见度的发展图景将有力驱动短期价值回归，中长期商业地产及多元业务价值释放将为估值中枢结构性抬升持续打开空间。

#### 理由

**住宅开发稳中寻进。**土储禀赋优越，当前总货值近万亿人民币，一二线城市面积占比近七成。依托国企背景及多元业态优势，公司充分解锁综合体勾地、旧改、地方国企改革等多元拿地方式。2019 年销售额 2425 亿人民币，全国排名第十，过去两年年化增速 19%。我们认为未来 2-3 年销售额将延续每年低双位数稳步增长，在维持业内前十地位的同时，亦可兼顾利润率等质量指标。

**商业地产硕果累累。**公司布局该赛道已有 20 年，先发优势突出，以“万象”系列复合型购物中心为代表，资产规模和运营效益领先同行，2019 年租金收入 120 亿元，其中商场租金 93 亿元。未来几年内生及外延双轮驱动，我们认为公司有能力提前达成“十四五”租金目标：受疫情影响 2020 年租金将维持 120 亿元，2021-25 年重回 15-20% 年化增长，至 2025 年租金达 240-300 亿元。在中性 cap rate 假设下对应资产价值将达到 2400-3000 亿元。商业地产亮眼表现将对公司整体成长性、财务安全性及估值带来全方位提振。

**“+X”衍生业务多点开花。**凭借其在住宅开发和商业地产两大主业上积累的品牌、开发建设、运营管理等方面优势，华润有能力拓展更多在空间服务管理领域的业务条线，如代建代运营、康养、长租公寓、建筑业务，等等。我们认为公司可能在这些业务单元具备一定成熟度后陆续进行分拆，充分释放“管理红利”。

**做激励、提派息，进一步夯实增长前景及长期股东回报。**我们认为管理层期权激励计划正在酝酿当中。此外，公司决定于今年将股息分派率从 35% 提升至 37%，对应今、明两年股息收益率为 4.2%、4.9%。

#### 盈利预测与估值

维持盈利预测不变。受竣工波动影响，公司 2019 年业绩表现暂时低于预期，投资者对其增长前景的担忧及分歧持续压制股价表现。公司目前交易于 8.8 倍/7.5 倍 2020/2021 年市盈率，无论横向对比可比标的龙湖（12 倍/10 倍 2020/2021 年市盈率），或具体分拆住宅开发和商业地产估值（图表 42），公司当前估值优势突出。

#### 风险

购房需求超预期下滑；拿地质量恶化；疫情反复影响商业表现；期权激励计划未能如期执行。

**张宇**

分析员

eric.zhang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080512070004

SFC CE Ref: AZB713

**王惠菁**

联系人

huijing.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116110020

SFC CE Ref: BND383

**成琪然**

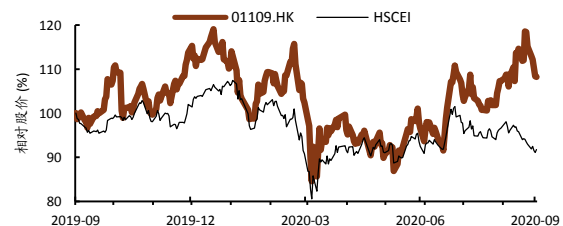
联系人

qiran.cheng@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080120070138

### 维持跑赢行业

股票代码	01109.HK
评级	跑赢行业
最新收盘价	港币 34.70
目标价	港币 46.40
52 周最高价/最低价	港币 39.17~26.19
总市值(亿)	港币 2,474
30 日日均成交额(百万)	港币 380.11
发行股数(百万)	7,131
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	10.52
主营行业	房地产



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	121,189	147,736	193,452	241,400
增速	18.9%	21.9%	30.9%	24.8%
核心净利润	19,300	21,650	25,114	29,401
增速	17.8%	12.2%	16.0%	17.1%
每股核心净利润	2.78	3.11	3.52	4.12
每股净资产	19.96	24.92	27.91	31.85
每股股利	1.06	1.07	1.30	1.53
每股经营现金流	3.93	4.70	-0.60	-0.67
市盈率	10.9	10.0	8.8	7.5
市净率	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.8	6.9	7.0	6.4
股息收益率	3.5%	3.4%	4.2%	4.9%
平均总资产收益率	3.4%	3.1%	3.1%	3.2%
平均净资产收益率	14.7%	13.2%	12.8%	13.2%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	121,189	147,736	193,452	241,400	营业收入	18.9%	21.9%	30.9%	24.8%
营业成本	-68,607	-91,736	-128,687	-165,333	毛利润	28.4%	6.5%	15.7%	17.4%
毛利润	52,582	56,000	64,766	76,067	息税前利润	26.4%	6.4%	6.2%	15.7%
其他收入/费用	888	2,828	0	0	核心净利润	17.8%	12.2%	16.0%	17.1%
销售管理费用	-8,337	-10,815	-13,758	-17,027	稀释每股核心净利润	17.8%	11.6%	13.3%	17.1%
息税前利润	45,133	48,013	51,007	59,040	每股股利	29.9%	2.7%	19.8%	17.1%
财务费用	-1,743	-1,327	-1,088	-1,191	<b>盈利能力</b>				
联营、合营公司投资收益	1,297	3,718	3,526	3,862	毛利率	43.4%	37.9%	33.5%	31.5%
公允价值损益及一次性损益	7,039	10,590	10,590	10,590	毛利率 (扣土地增值税)	32.9%	29.0%	26.8%	25.5%
税前利润	51,726	60,994	64,035	72,300	息税前利润率	37.2%	32.5%	26.4%	24.5%
所得税	-24,449	-26,643	-24,867	-27,949	核心净利润率	15.9%	14.7%	13.0%	12.2%
少数股东损益及优先股分红	2,752	5,390	5,822	6,719	销售管理费用率	6.9%	7.3%	7.1%	7.1%
归属母公司净利润	24,238	28,672	33,057	37,343	土地增值税占营业收入比率	10.5%	8.9%	6.7%	6.0%
核心净利润	19,300	21,650	25,114	29,401	有效税率	47.3%	43.7%	38.8%	38.7%
<b>资产负债表</b>					<b>偿债能力</b>				
货币资金	70,969	63,699	61,366	59,405	净债务资本比率	37.7%	36.2%	37.4%	38.6%
应收账款及票据	44,076	51,292	67,164	83,811	短期借款占比	16.7%	15.9%	14.3%	12.9%
已竣工及在建物业	305,595	356,210	420,032	493,344	现金对短期借款覆盖率	3.2	3.0	2.9	2.9
其他流动资产	41,262	48,893	48,893	48,893	息税前利润利息覆盖率	7.4	6.4	6.5	6.9
流动资产合计	461,903	520,095	597,455	685,453	<b>回报率分析</b>				
投资性物业	126,864	156,490	167,080	177,669	净资产收益率	14.7%	13.2%	12.8%	13.2%
联营、合营公司权益	30,953	40,842	44,368	48,230	总资产收益率	3.4%	3.1%	3.1%	3.2%
其他非流动资产	36,024	44,681	45,021	45,339	已动用资本回报率	24.0%	20.9%	18.6%	18.6%
资产合计	655,743	762,108	853,924	956,691	投入资本回报率	8.0%	7.5%	7.5%	7.6%
短期借款	22,101	21,345	20,967	20,778	<b>每股指标</b>				
应付账款	88,246	98,213	137,773	177,007	每股资产净值 (港元)	N.A.	N.A.	54.25	N.A.
预收账款	192,265	226,720	226,936	231,637	稀释每股净利润 (元)	3.50	4.12	4.64	5.24
其他流动负债	45,336	44,789	44,789	44,789	稀释每股核心净利润 (元)	2.78	3.11	3.52	4.12
流动负债合计	347,948	391,067	430,464	474,211	每股净资产 (元)	19.96	24.92	27.91	31.85
长期借款	110,111	113,200	125,560	140,448	每股股利 (元)	1.06	1.07	1.30	1.53
其他非流动负债	16,979	24,369	33,125	42,488	<b>估值分析</b>				
负债合计	475,039	528,635	589,149	657,147	资产净值折扣/ (溢价)	N.A.	N.A.	36.0%	N.A.
少数股东权益	37,329	49,898	55,720	62,439	市盈率 (核心净利润)	10.9	10.0	8.8	7.5
归属母公司股东权益	143,376	183,574	209,055	237,106	市净率	1.5	1.2	1.1	1.0
<b>现金流量表</b>					股息收益率	3.5%	3.4%	4.2%	4.9%
税前利润	51,726	60,994	64,035	72,300	核心净利润对股利比率	2.6	2.9	2.7	2.7
折旧和摊销	565	761	752	775	自由现金流收益率	6.0%	6.9%	-2.4%	-2.7%
支付税款	-24,009	-18,959	-16,111	-18,586					
营运资金变动	5,922	4,101	-39,918	-46,024					
其他经营活动现金流	-6,969	-14,192	-13,028	-13,261					
经营活动现金流	27,235	32,706	-4,270	-4,795					
资本支出	-14,570	-17,780	-1,092	-1,092					
联营、合营公司投资	-31,711	-26,606	0	0					
其他投资活动现金流	1,162	1,503	0	0					
投资活动现金流	-45,118	-42,883	-1,092	-1,092					
借款变动	23,884	383	11,982	14,699					
股权融资	5,000	18,432	0	0					
支付股利	-6,705	-9,069	-7,576	-9,292					
其他筹资活动现金流	11,784	-7,628	-1,377	-1,480					
筹资活动现金流	33,963	2,118	3,029	3,927					
汇率变动及其他	2,480	2,512	0	0					
现金变动	16,080	-8,059	-2,333	-1,961					
自由现金流	12,665	14,926	-5,362	-5,887					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

华润置地是华润集团旗下地产业务旗舰，大股东华润集团持有其 59.55% 股权。公司的主营业务包括住宅开发、投资物业和增值服务。公司在物业开发上主打中高端市场，兼顾城市与郊区。公司 2019 年销售金额为 2425 亿人民币。投资物业收入所占比重在一众开发商中位居前列。



## 目录

<b>住宅开发稳中寻进</b>	<b>5</b>
在手资源优质	5
解锁“花式拿地”	6
“前十”地位稳固	7
<b>商业地产硕果累累</b>	<b>10</b>
先发优势奠定基础，运营之道锦上添花	10
“十四五”租金目标料提前达成	13
<b>“+X”非房业务多点开花</b>	<b>14</b>
<b>财务盘面稳固扎实</b>	<b>15</b>
得天独厚的融资优势	15
审慎严格的财务管理	16
<b>短期压制移除，价值回归可期</b>	<b>18</b>
业绩重回稳健增长，商业板块利润贡献持续提升	18
中长期维度估值结构性扩张可期	19
<b>风险</b>	<b>21</b>
<b>附录</b>	<b>22</b>

## 图表

图表 1: 2020 上半年末土地储备分布	5
图表 2: 截至上半年末，华润土储布局各大都市圈，超高能级、高能级和中能级城市占比近 90%	5
图表 3: 华润在手货值可覆盖 3-4 年销售	6
图表 4: 依托国企背景及多元业态优势，华润在招拍挂外，充分打开城市更新、收并购（尤其地方国企混改）、勾地等多种拿地渠道	7
图表 5: 2019 年非公开渠道贡献地块数量占比为 44%	7
图表 6: 2020 上半年新拿地中非公开渠道按数量占比 47%，按权益地价占比约 27%	7
图表 7: 华润 2019 年销售额同比增长 15%至 2,425 亿人民币，过去 2 年复合增速为 19%	8
图表 8: 华润上半年完成全年销售目标的 42%，高于行业平均水平，全年目标料将提前达成	8
图表 9: 公司下半年可售资源充足，隐含下半年去化率 37%（对比上半年去化率为 40%）且其中 60%为新货，我们认为全年目标能够平稳达成	9
图表 10: 华润下半年推货对下半年预计销售额覆盖倍数领先行业	9
图表 11: 华润下半年新推货占比处于行业中等水平	9
图表 12: 公司在商场、写字楼和酒店均有布局，其中商场是其商业地产板块核心资产	10
图表 13: “万象城”等产品定位中产，风格统一突出	11
图表 14: 合作品牌丰富全面，商户忠诚度高	11
图表 15: 2019 年商场的租金收入为 93 亿人民币，过去三年复合增速 32%	11
图表 16: 商场零售额过去三年复合增速高达 34%	11
图表 17: 华润力求与租户共赢，商场租售比合理	11
图表 18: 华润的万象城会员数快速增长，客户黏性持续加强	12
图表 19: 同店租金与零售额稳步提升，内生增长势头良好	12
图表 20: 处于各运营阶段的商场平均成本回报率均表现不俗	12
图表 21: 2019 年底华润在营和在建商场分布	13
图表 22: 我们预计未来几年积极的新开业将为“十四五”租金目标的达成提供额外支撑	13
图表 23: 凭借其在传统住宅和商业地产两大主业上的优势，华润有能力拓展更多在空间服务管理领域的业务条线（即	



“+X” 业务)	14
图表 24: 华润净负债率处于行业较低水平, 融资成本较同行具备明显优势	15
图表 25: 华润拥有境内外全投资级信用评级	15
图表 26: 华润近年来平均融资成本控制在 5%以下, 截至 2020 年中期为 4.26%	15
图表 27: 华润在规模扩张的同时净负债率维持在 50%以下	16
图表 28: 近年来在手现金可为短期债务提供充裕的覆盖	16
图表 29: 2019 年以来平均债务到期期限明显拉长	16
图表 30: 商业地产的公允价值重估收益能够为表观利润带来强支撑	16
图表 31: 近年来投资物业账面值占总资产比例稳定在 20%左右	16
图表 32: 华润对投资物业价值评估时所用资本化率仍较为保守	17
图表 33: 公司在 2019 年 10 月进行的配股改善了 2019 年底净负债率近 4 个百分点	17
图表 34: 我们预计今明两年收入分别同比增长 31%和 25%	18
图表 35: 我们预计今明两年核心净利润分别同比增长 16%和 17%	18
图表 36: 我们预计今明两年公司报表端毛利率将自高位逐步回归, 但绝对水平仍为行业领先	18
图表 37: 华润 2019 年竣工出现暂时波动, 我们预计 2020 年伴随竣工进度修复, 住宅结算收入表现有保障	19
图表 38: 公司目前在手已售未结可覆盖我们预测的 2020 年收入	19
图表 39: 商业板块毛利率稳步提升	19
图表 40: 我们预计盈利中来自商业地产板块的贡献将稳步提升	19
图表 41: 商业地产租金收入可完全覆盖派息	19
图表 42: 若将华润当前市值及远期市盈率按业务拆分, 我们认为公司资产价值被市场显著低估	20
图表 43: 华润置地历史 NAV 折让和远期市盈率	20
图表 44: 与可比标的龙湖相比, 华润目前估值优势突出	20
图表 45: 公司发展历史	22
图表 46: 股权结构图	22



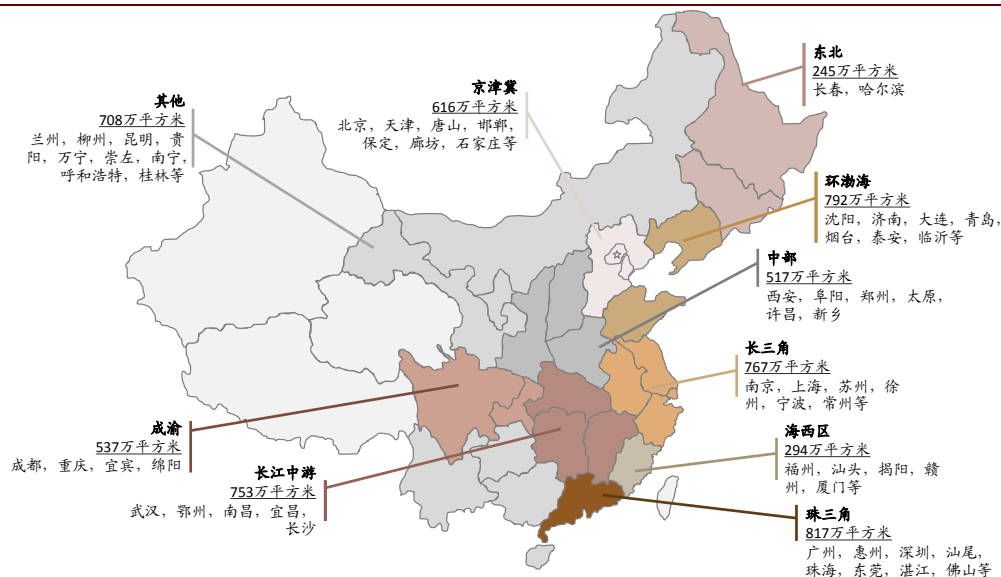
## 住宅开发稳中寻进

优越的土储禀赋和多元拿地渠道助力公司维持行业前十地位。华润置地深耕一二线城市，土储禀赋优越，截至2020年中期土储总货值达到9,750亿人民币，能够覆盖3-4年销售，其中一二线城市面积占比为67%。依托国企背景及多元业态优势，华润拥有多元化拿地渠道，能够获取优质项目从而对未来的规模和利润率提供支撑。2019年华润销售额同比增长15%至2425亿人民币，全国排名第十，过去3年年均复合增速为31%。往前看，我们认为公司未来2-3年内销售额仍能实现每年低双位数的稳步增长，在维持业内前十地位的同时，亦可兼顾利润率等质量指标。

## 在手资源优质

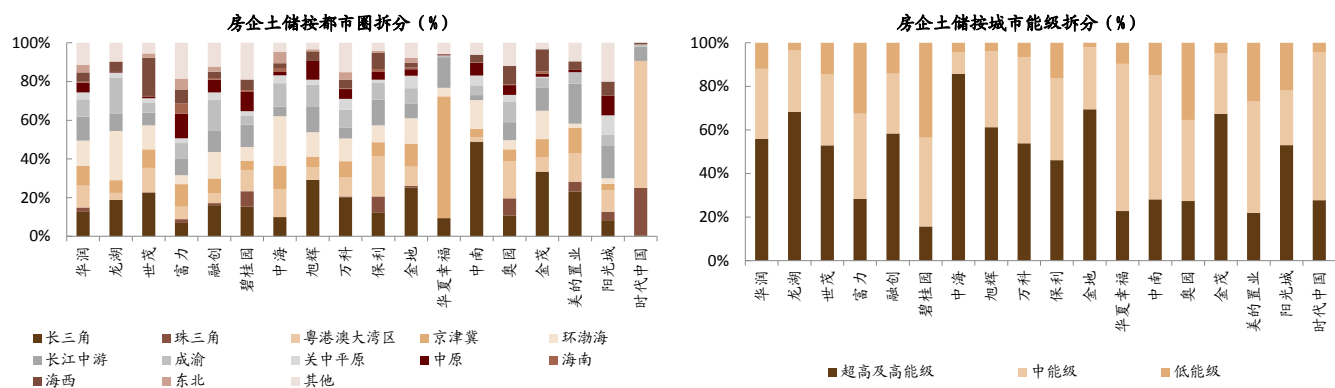
土储适度，区域布局良好。截至2020年中期华润9,750亿人民币的未售土储货值可覆盖3-4年销售，储备适度。公司重点布局主流都市圈的核心城市，总土储中超高能级、高能级和中能级城市占比近90%，资源禀赋优越。

图表1：2020上半年末土地储备分布

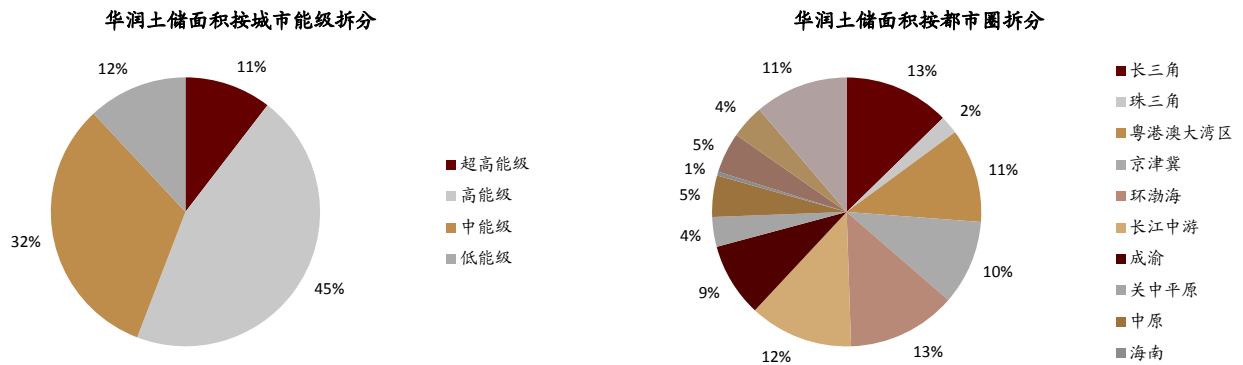


资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表2：截至上半年末，华润土储布局各大都市圈，超高能级、高能级和中能级城市占比近90%

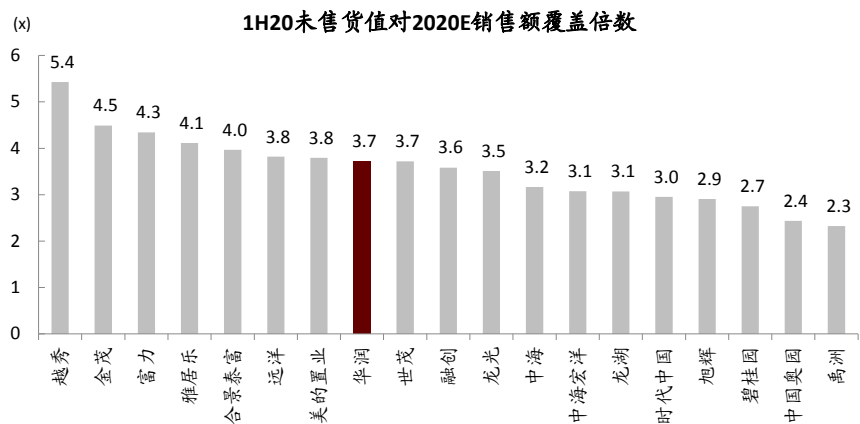






注：华润数据为截至 1H20，中海为截至 2018 年末，其他公司为截至 2019 年末。  
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：华润在手货值可覆盖 3-4 年销售



资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 解锁“花式拿地”

**多元化拿地渠道夯实资源优势。**依托国企背景及多元业态优势，华润在招拍挂外，充分打开城市更新、收并购（尤其地方国企混改）、勾地等多种拿地渠道，2019 年非公开渠道在新获取地块中占比为 44%，今年上半年非公开渠道拿地项目数量占比近一半，权益地价占比约 27%。我们预计公司未来将持续获取优质项目，为规模和利润率提供支撑。

### 城市更新

截至 2020 年中期，华润拥有 19 个核心旧改项目，其中绝大部分位于粤港澳大湾区，开发面积达 1,630 万平米，对应权益货值 2,730 亿人民币，公司预计其中 44%可以在未来 5 年内转化为土储，且今年下半年即可贡献权益可售货值 180 亿人民币。

### 参与地方国企改革

凭借国企身份，公司在地方国企改革中占得先机。例如 2018 年底华润入股天津城投置地、收购其 49%股权。通过此次收购获取了 4 个优质开发项目和 1 个核心区域购物中心。

### 依托多元业态获取综合体地块

典型案例如深圳华润中心、杭州华润中心、沈阳华润中心等城市综合体，涵盖了商场、

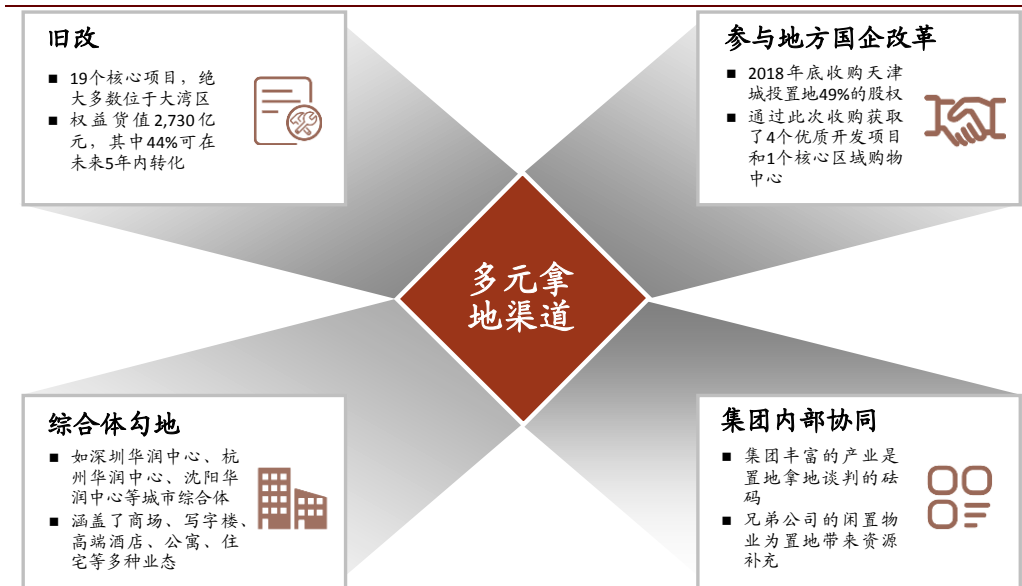


写字楼、高端酒店、公寓、住宅等多种业态。

#### 充分利用集团内部协同

母公司华润集团是中国规模最大的综合性国有企业之一。一方面，集团丰富的产业是置地拿地谈判的筹码；另一方面，集团旗下兄弟公司的闲置物业为置地带来资源补充。

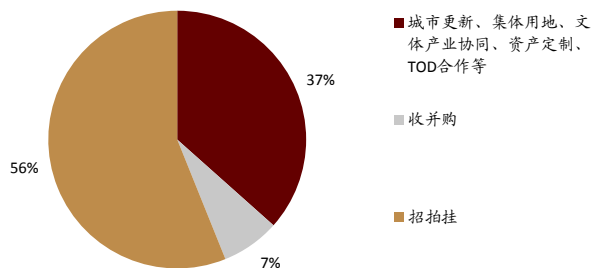
图表 4：依托国企背景及多元业态优势，华润在招拍挂外，充分打开城市更新、收并购（尤其地方国企混改）、勾地等多种拿地渠道



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 5：2019 年非公开渠道贡献地块数量占比为 44%

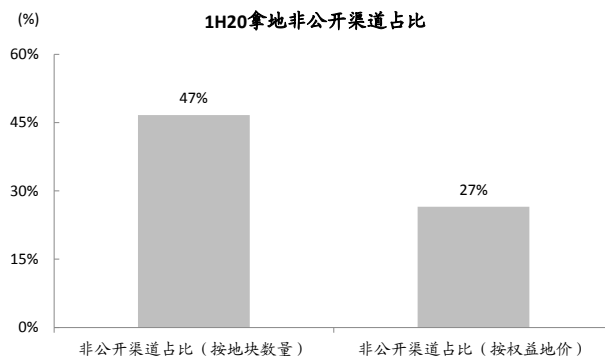
2019年各渠道新获取项目数量占比（%）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 6：2020 上半年新拿地中非公开渠道按数量占比 47%，按权益地价占比约 27%

1H20拿地非公开渠道占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

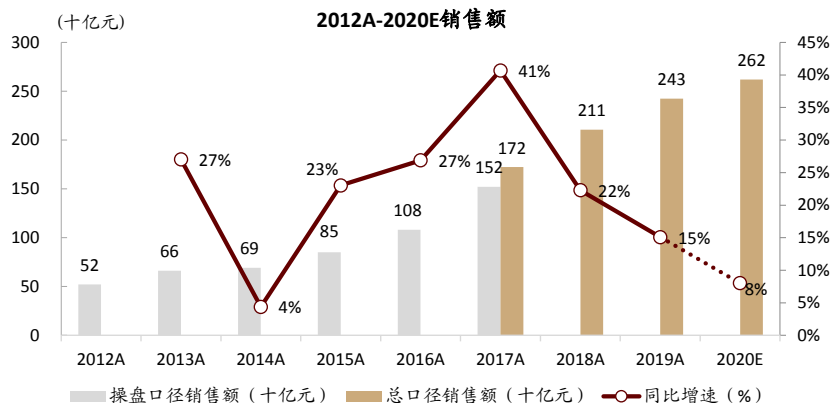
#### “前十”地位稳固

平衡规模扩张及质量，“前十”地位稳固。华润 2019 年销售额同比增长 15%至 2,425 亿人民币，全国排名第十，过去 2 年复合增速为 19%。今年上半年公司销售额为 1,108 亿人民币，仍保持在业内第九，对应全年 2,620 亿人民币的销售目标（同比增长 8%）完成度为 42%。考虑到公司为下半年准备了充足的可售资源（4,122 亿人民币，隐含下半年去化率 37%，对比上半年去化率为 40%）且其中 60%为新货，我们认为全年目标能够平稳达成。往前看，我们预计在优质存量资源和拿地优势带动下，未来 2-3 年内公司销售额



每年能够维持低双位数增速，在保持行业前十地位的同时亦可兼顾利润率等指标。

图表 7：华润 2019 年销售额同比增长 15% 至 2,425 亿人民币，过去 2 年复合增速为 19%



注：公司 2017 年之前采用操盘口径销售额，之后换为总口径。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 8：华润上半年完成全年销售目标的 42%，高于行业平均水平，全年目标将提前达成

	1H20销售同比 增速	1H20目标 完成度	2H20隐含销售 增速	2020年预计销售 同比增速	2020年可售货值 增速
禹洲	50%	43%	23%	33%	35%
金茂	31%	51%	18%	24%	30%
中海宏洋	15%	43%	26%	21%	39%
龙光 (权益口径)	12%	42%	27%	20%	20%
世茂	10%	33%	37%	27%	28%
龙湖	5%	43%	9%	7%	13%
时代中国	4%	40%	6%	5%	7%
中海	4%	48%	21%	12-15%	16%
美的置业	2%	40%	33%	19%	22%
合景泰富	2%	36%	33%	20%	19%
越秀	2%	42%	49%	25%	13%
中国奥园	-5%	39%	26%	12%	22%
碧桂园 (权益口径)	-5%	44%	26%	10%	20%
雅居乐	-5%	46%	9%	2%	10%
华润	-7%	42%	22%	8%	17%
旭辉	-9%	35%	33%	15%	19%
融创	-9%	33%	18%	8%	9%
富力 (权益口径)	-15%	34%	29%	10%	9%
远洋	-30%	32%	26%	0%	-14%
平均	-0.6%	40%	24%	13%	16%

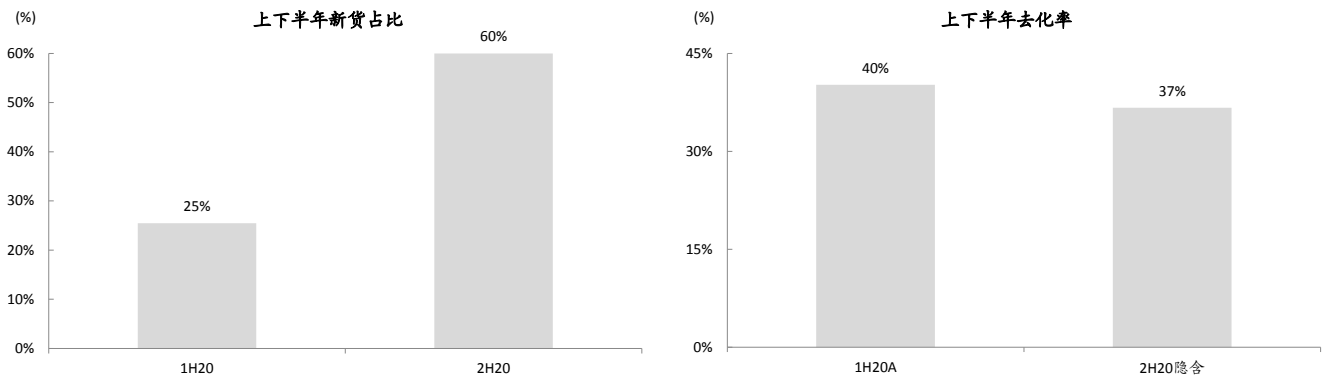
注：越秀、宏洋、世茂 2020 年销售目标为中金预测。

资料来源：公司公告，中金公司研究部



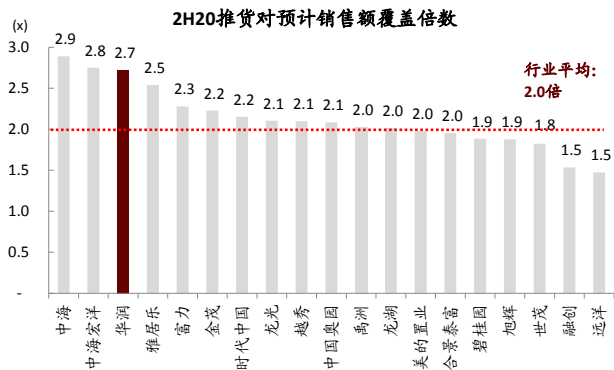


图表9：公司下半年可售资源充足，隐含下半年去化率37%（对比上半年去化率为40%）且其中60%为新货，我们认为全年目标能够平稳达成



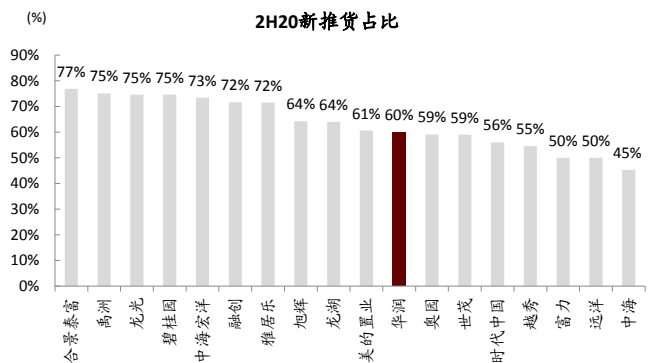
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表10：华润下半年推货对下半年预计销售额覆盖倍数领先行业



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表11：华润下半年新推货占比处于行业中等水平



资料来源：公司公告，中金公司研究部



## 商业地产硕果累累

商业地产板块基于其先发优势和运营之道，内生与外延并举加强公司“十四五”租金目标的确定性。华润布局商业地产已有20年，目前公司已积累精耕细作的运营之道，资产规模和运营效益均领先同行，2019年租金收入同比增长26%至120亿人民币，其中商场租金93亿人民币（同比增长36%）。我们预计未来几年商业地产板块尤其商场将贡献双位数同店增长，叠加积极新开业，公司有能力强提前达成“十四五”租金目标：考虑到疫情影响2020年租金将维持120亿人民币的规模，2021-25年重回15-20%年化复合增速，至2025年租金达到240-300亿人民币，在中性cap rate假设下对应资产价值约2400-3000亿人民币。期间，商业地产的亮眼表现将对公司整体成长性、财务安全性及估值带来全方位提振。

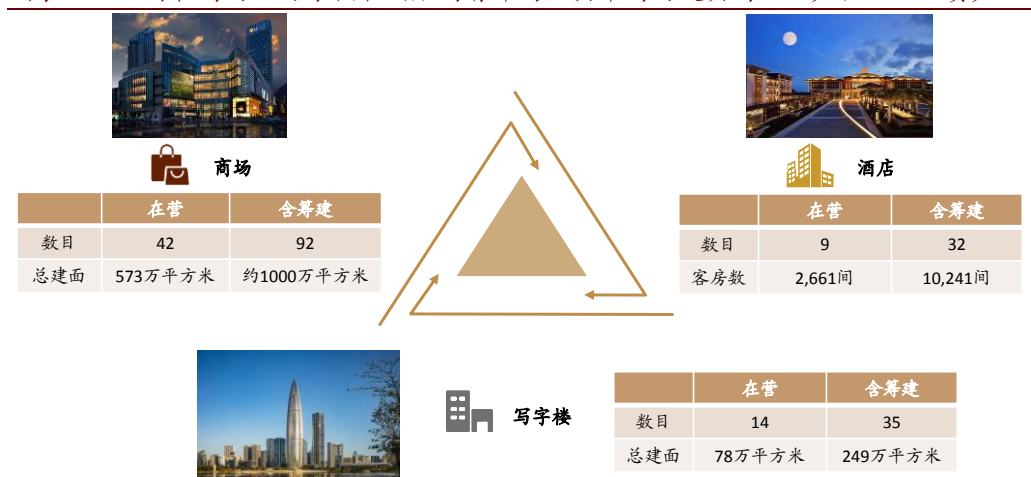
### 先发优势奠定基础，运营之道锦上添花

先发优势与运营之道带来可观规模与丰厚收益。华润是内房中最早布局商业地产的公司之一，其中商场是其商业板块的核心资产。截至2020年中期，华润共拥有在营重资产商场42家，商场零售额过去三年复合增速高达34%，2019年租金收入为93亿人民币，过去三年复合增速32%，其中近三年同店增速均维持在15%或以上。同时，平均成本回报率亦表现亮眼（图表20）。

公司在多年实践中积累了精耕细作的运营之道，包括：

- ▶ 选址聚焦一二线城市核心地段，奠定客流基础；
- ▶ “万象”系列复合型购物中心聚焦中产消费需求，商场风格统一突出；
- ▶ 合作品牌丰富全面，商户忠诚度高；
- ▶ 人才储备充足，专长与岗位匹配。

图表 12: 公司在商场、写字楼和酒店均有布局，其中商场是其商业地产板块核心资产



注：商场数据为截至1H20末，写字楼和酒店数据截至2019年底。  
资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 13：“万象城”等产品定位中产，风格统一突出



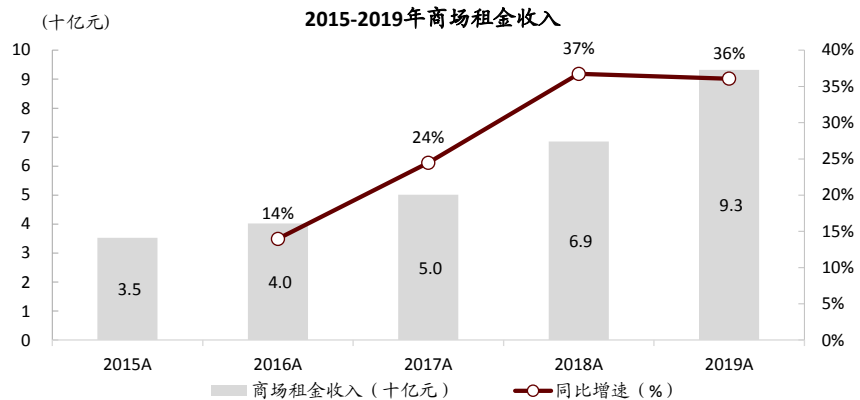
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 14：合作品牌丰富全面，商户忠诚度高



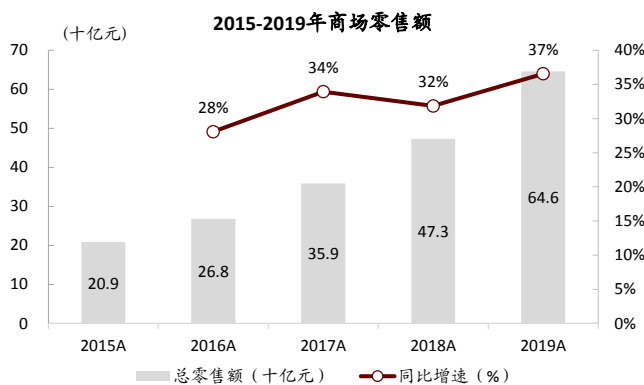
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 15：2019 年商场的租金收入为 93 亿人民币，过去三年复合增速 32%



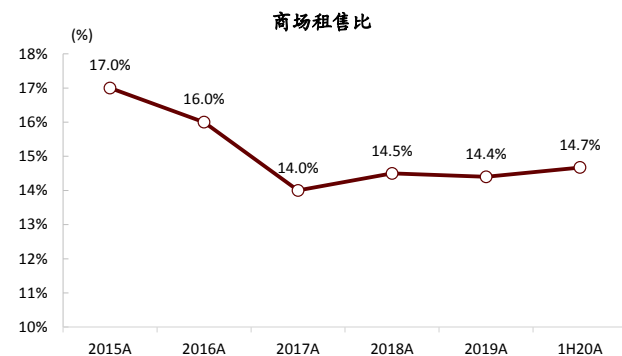
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 16：商场零售额过去三年复合增速高达 34%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

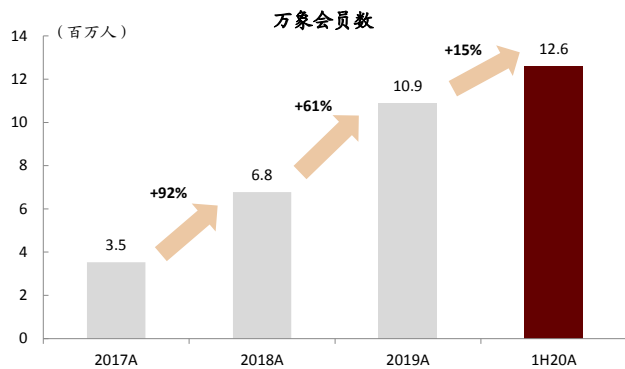
图表 17：华润力求与租户共赢，商场租售比合理



资料来源：公司公告，中金公司研究部

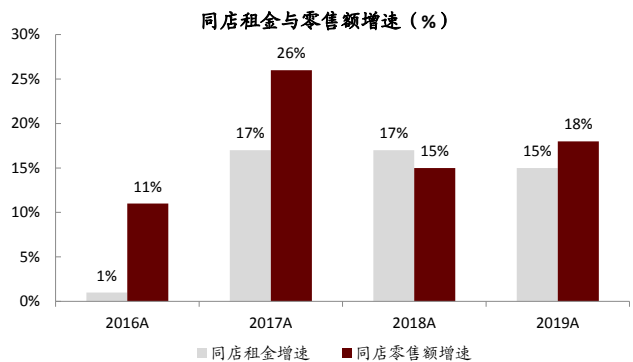


图表 18: 华润的万象城会员数快速增长, 客户黏性持续加强



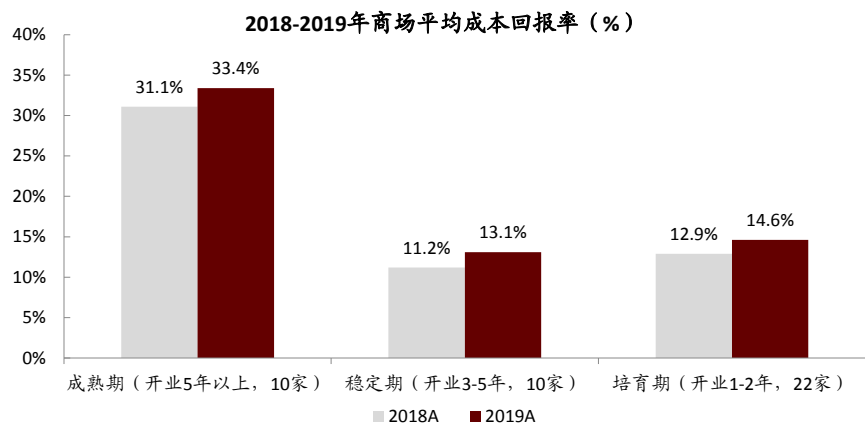
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 19: 同店租金与零售额稳步提升, 内生增长势头良好



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 20: 处于各运营阶段的商场平均成本回报率均表现不俗



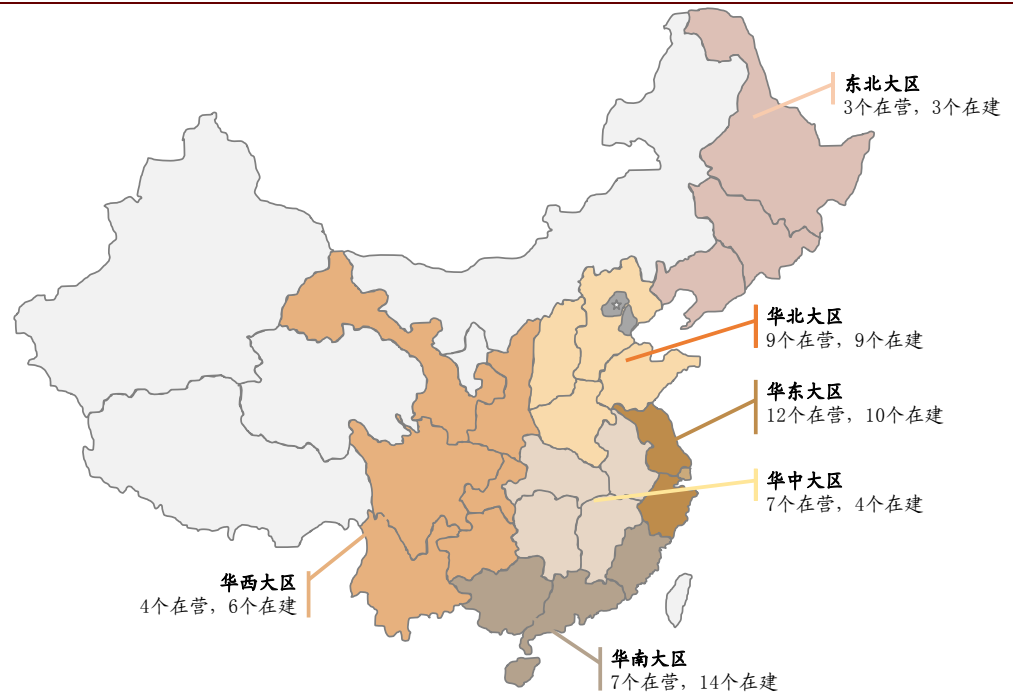
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



### “十四五”租金目标提前达成

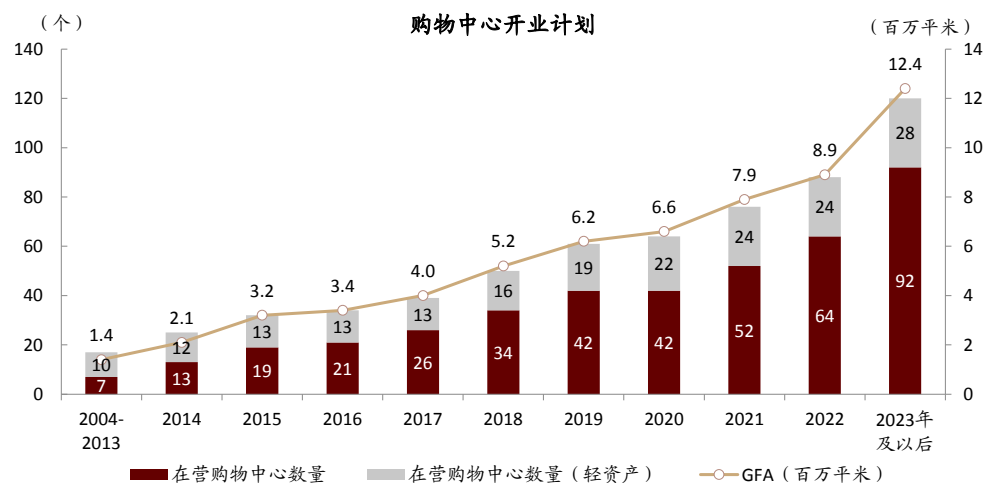
内生与外延并举，为“十四五”租金目标保驾护航。考虑到疫情影响我们预计今年公司整体租金收入将与去年持平（120亿人民币），但考虑到有韧性的同店增长和积极的新开业计划，我们预计商业地产的租金收入将自2021年起重回每年约15-20%增长，至2025年租金增至240-300亿人民币可见度高。

图表 21: 2019 年底华润在营和在建商场分布



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 22: 我们预计未来几年积极的新开业将为“十四五”租金目标的达成提供额外支撑



资料来源：公司公告，中金公司研究部





## “+X”非房业务多点开花

基于主业衍生多元业务，或为公司创造更多价值释放途径。凭借其在传统住宅开发和商业地产两大主业上积累的品牌、开发建设、运营管理等方面优势，华润有能力拓展更多在空间服务管理领域的业务条线（即“+X”业务），如代建代运营、康养、长租公寓、建筑业务，等等。此外，我们认为公司可能在这些业务单元具备一定成熟度后陆续进行分拆，充分释放“管理红利”。

图表 23：凭借其在传统住宅和商业地产两大主业上的优势，华润有能力拓展更多在空间服务管理领域的业务条线（即“+X”业务）



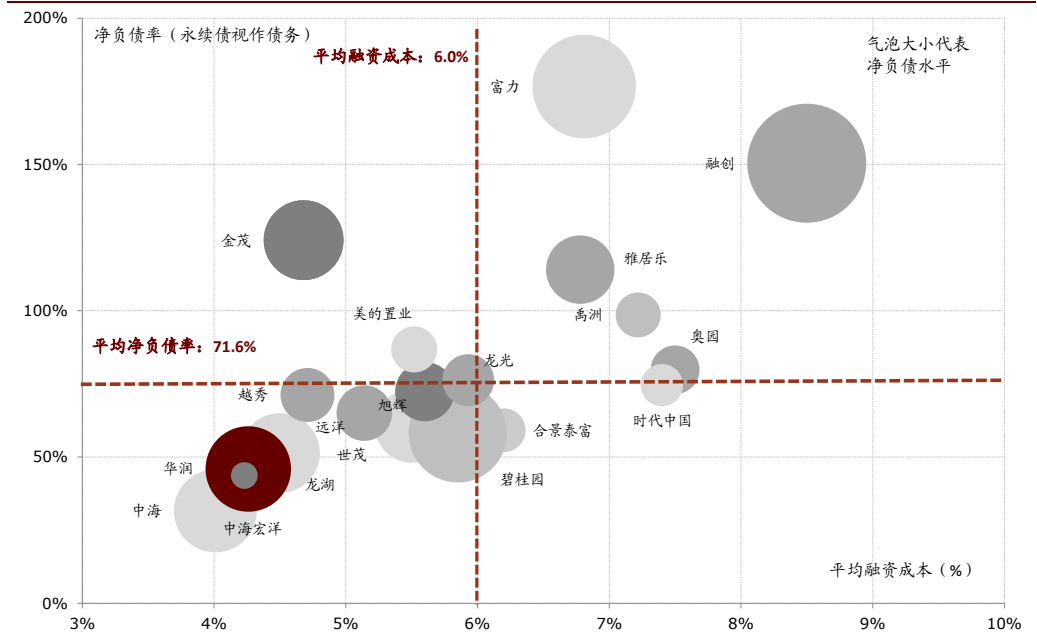
资料来源：公司公告，中金公司研究部



## 财务盘面稳固扎实

融资端具备优势，兼顾规模扩张与稳健的财务状况。受益于国企背景，华润近年来融资成本控制在5%以下，同时公司执行严格的财务管理，过去几年在销售规模积极扩张的同时净负债率维持在50%以下。扎实的财务盘面使其面对外部市场波动游刃有余，亦有余力逢低吸纳优质土地资源，从而夯实中长期增长前景。

图表 24：华润净负债率处于行业较低水平，融资成本较同行具备明显优势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 得天独厚的融资优势

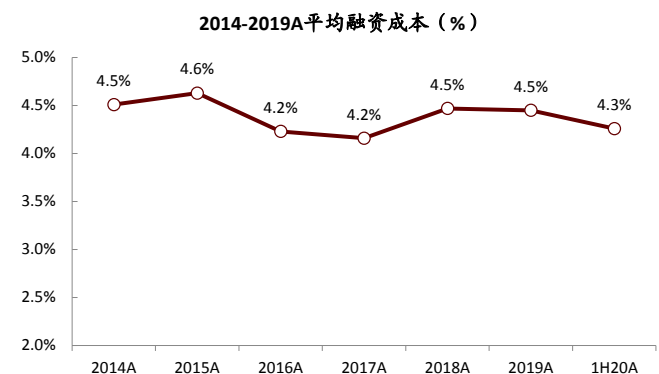
融资成本低廉。受益于国企背景，华润持续保持境内外全投资级信用评级，近年来平均融资成本控制在5%以下，截至2020年中期为4.26%，基本处于业内最低水平。

图表 25：华润拥有境内外全投资级信用评级

评级机构	华润置地评级	评级展望
STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES MCGRAW HILL FINANCIAL	BBB+	稳定
Moody's Corporation	Baa1	稳定
Fitch Ratings	BBB+	稳定
中诚信国际 CCXI	AAA	稳定

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 26：华润近年来平均融资成本控制在5%以下，截至2020年中期为4.26%



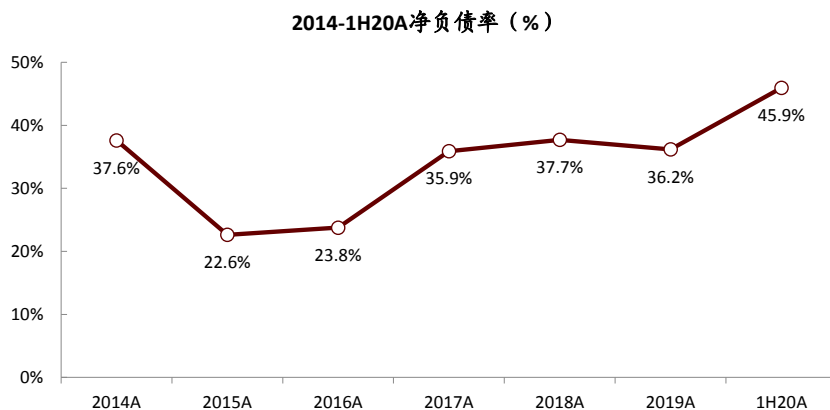
资料来源：公司公告，中金公司研究部



### 审慎严格的财务管理

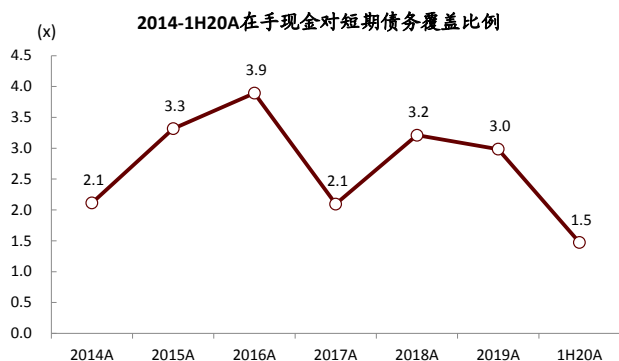
**多途径维持稳健财务状况。**过去几年，华润在销售规模积极扩张的同时维持了资产负债表的健康强劲，净负债率保持在 50% 以下。我们认为主要因为公司在拥有多元拿地渠道的背景下保持适中土储规模、不过分囤地。此外，其商业地产颇具规模，每年贡献可观公允价值评估收益，为损益表及股东权益提供额外支撑。最后，公司适时发行高级美元永续债和增发新股，进一步增厚股本权益。

图表 27：华润在规模扩张的同时净负债率维持在 50% 以下



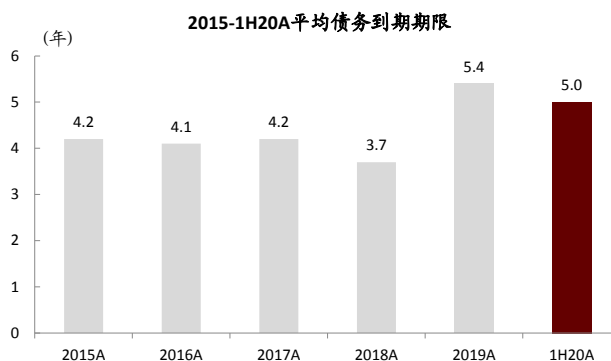
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 28：近年来在手现金可为短期债务提供充裕的覆盖



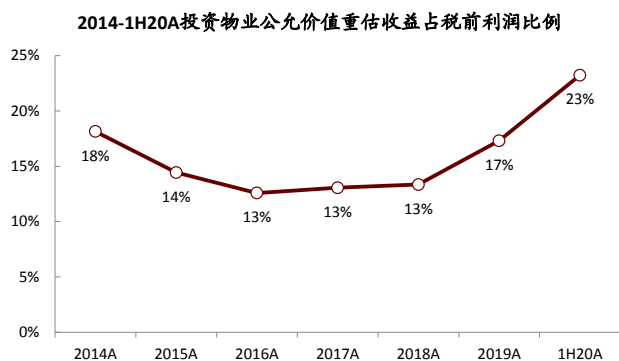
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 29：2019 年以来平均债务到期期限明显拉长



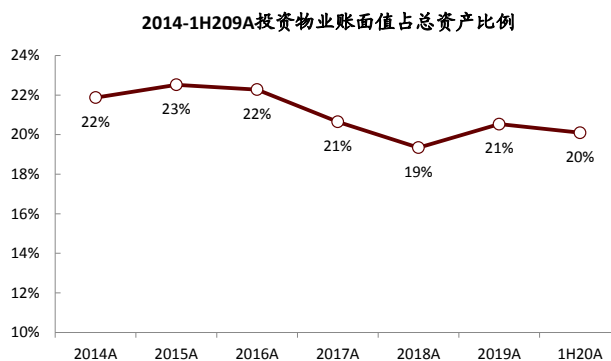
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 30：商业地产的公允价值重估收益能够为表观利润带来强支撑



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 31：近年来投资物业账面值占总资产比例稳定在 20% 左右



资料来源：公司公告，中金公司研究部

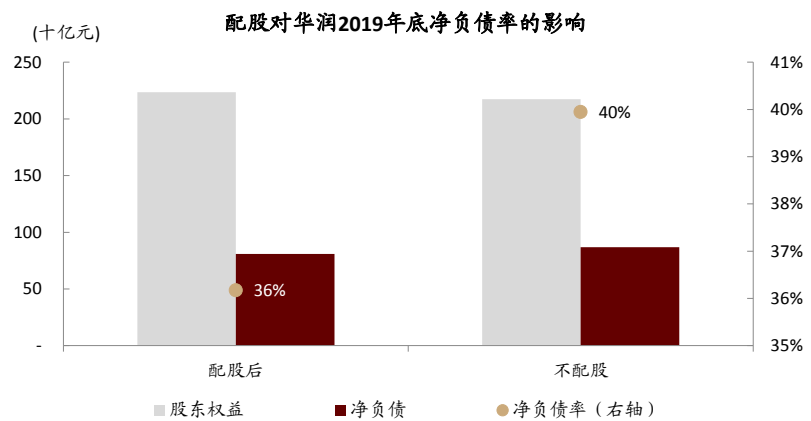


图表 32: 华润对投资物业价值评估时所用资本化率仍较为保守

物业评估资本化率	1H20		
	购物中心	写字楼	境外写字楼
完工	5.3-7.5%	5.3-7.0%	4.3%
在建	5.3-7.5%		N/A

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 33: 公司在 2019 年 10 月进行的配股改善了 2019 年底净负债率近 4 百分点



资料来源：公司公告，中金公司研究部



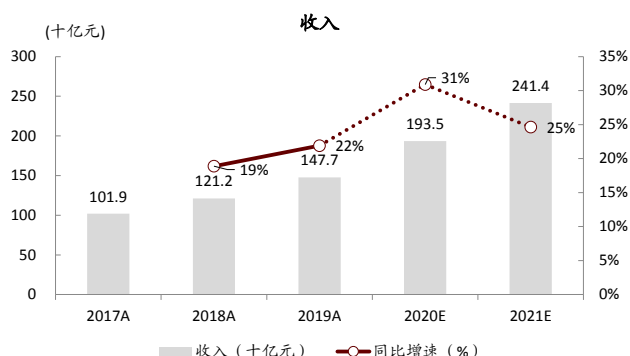
## 短期压制移除，价值回归可期

伴随公司明确长期战略打法以及“十四五”增长铺排，我们认为这将在短期有效带动公司价值回归，并在中长期支撑其估值结构性扩张。2019年公司核心净利润同比仅增长12%，低于市场预期，投资者对公司增长前景的分歧及担忧情绪持续压制股价表现，当前与可比标的龙湖相比公司估值优势突出。伴随管理层换届及内部调整结束，近期新任管理团队重新明确长期战略及“十四五”增长铺排，我们预计股权激励计划亦在酝酿当中，这都将显著加强公司增长前景及投资者信心。此外，公司已决定提升分红派息比例，进一步加强长期股东回报。

### 业绩重回稳健增长，商业板块利润贡献持续提升

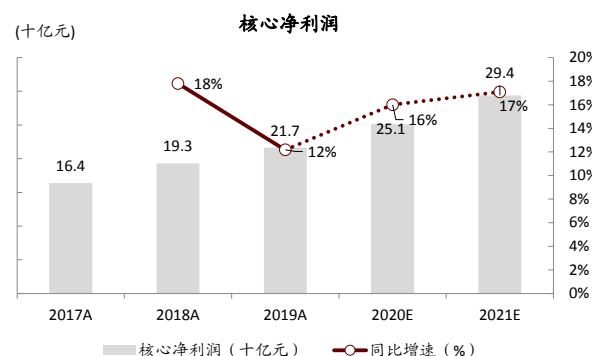
预计今、明两年盈利每年将实现高双位数增长，其中商业地产板块贡献比例将持续提升。我们预计今、明两年核心净利润同比增长16%和17%至251亿人民币和294亿人民币。目前在手已售未结充足，为住宅开发业务结算提供保障。此外，我们预计商业地产板块带来的利润贡献将突破15%并持续稳定提升，夯实盈利增长确定性，改善公司利润结构。

图表 34：我们预计今明两年收入分别同比增长 31% 和 25%



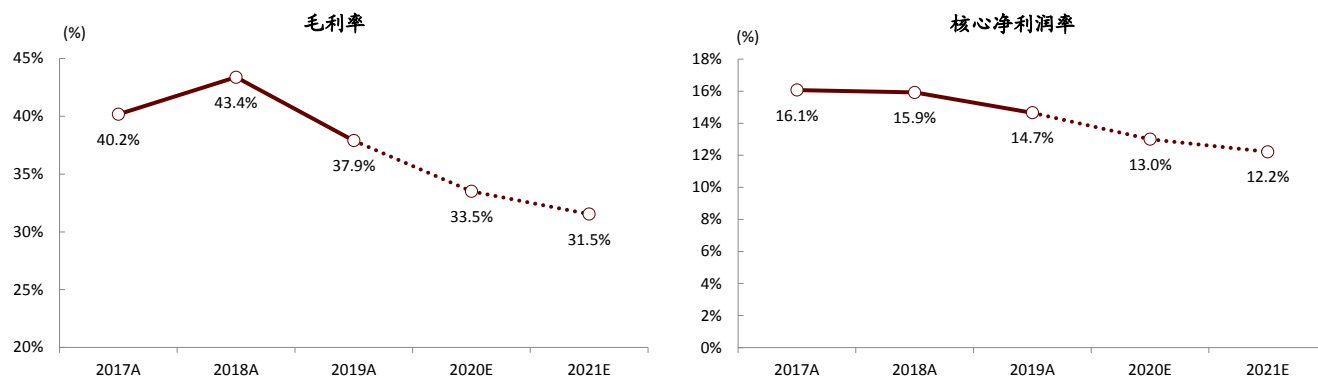
注：由于公司报表货币 2018 年从港币改为人民币并重述 2017 年报表，我们在此暂不提供 2017 年之前的数据。  
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 35：我们预计今明两年核心净利润分别同比增长 16% 和 17%



注：由于公司报表货币 2018 年从港币改为人民币并重述 2017 年报表，我们在此暂不提供 2017 年之前的数据。  
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 36：我们预计今明两年公司报表端毛利率将自高位逐步回归，但绝对水平仍为行业领先

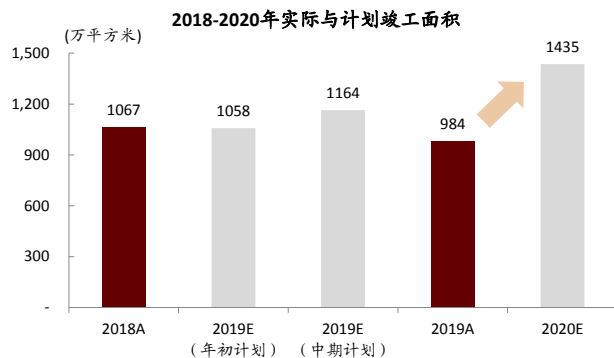


注：由于公司报表货币 2018 年从港币改为人民币并重述 2017 年报表，我们在此暂不提供 2017 年之前的数据。  
资料来源：公司公告，中金公司研究部



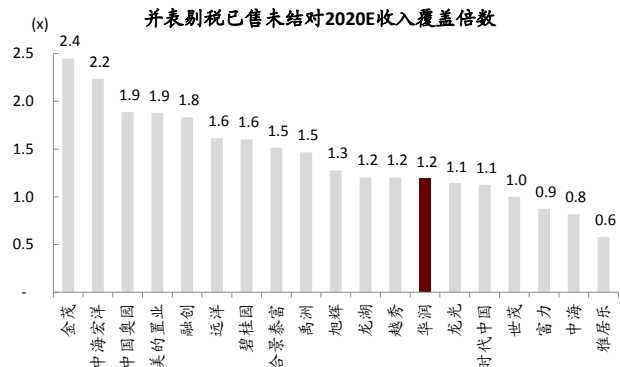


图表 37: 华润 2019 年竣工出现暂时波动, 我们预计 2020 年伴随竣工进度修复, 住宅结算收入表现有保障



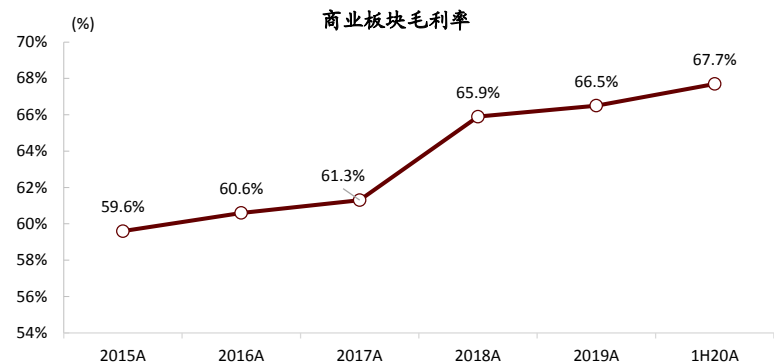
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 38: 公司目前在手已售未结可覆盖我们预测的 2020 年收入



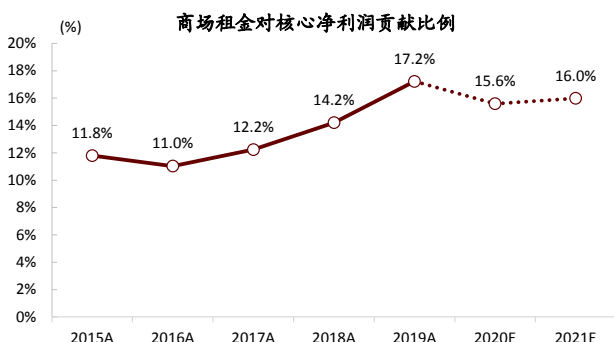
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 39: 商业板块毛利率稳步提升



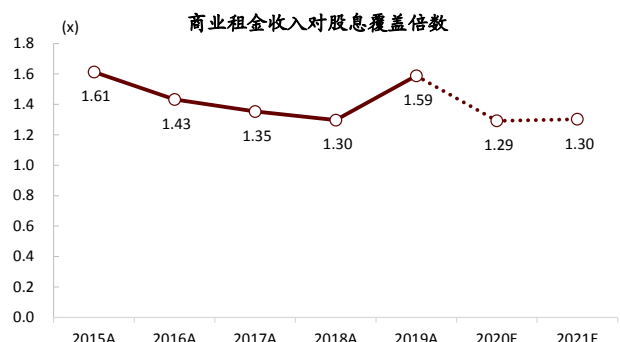
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 40: 我们预计盈利中来自商业地产板块的贡献将稳步提升



注: 2019 年由于住宅开发业务交付暂时不及预期, 盈利增长疲弱, 商业地产板块的利润贡献比例短暂跳升。资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 41: 商业地产租金收入可完全覆盖派息



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

### 中长期维度估值结构性扩张可期

我们认为中长期维度公司估值中枢仍有进一步抬升空间, 主要驱动力是商业地产及其他多元业务价值的逐步释放。简单来看, 若将华润当前市值及远期市盈率按业务拆分, 给定住宅开发业务约 6-7 倍市盈率估值 (与可比房企一致), 则隐含其商业地产板块目前交



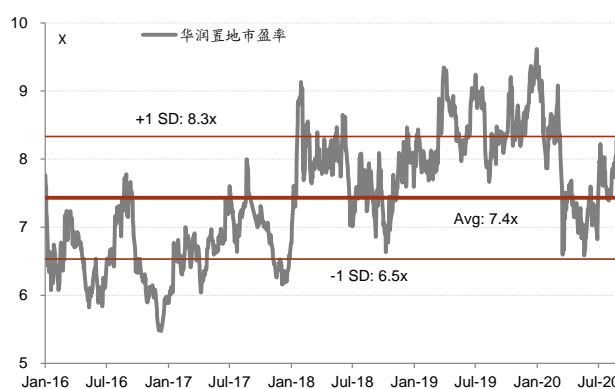
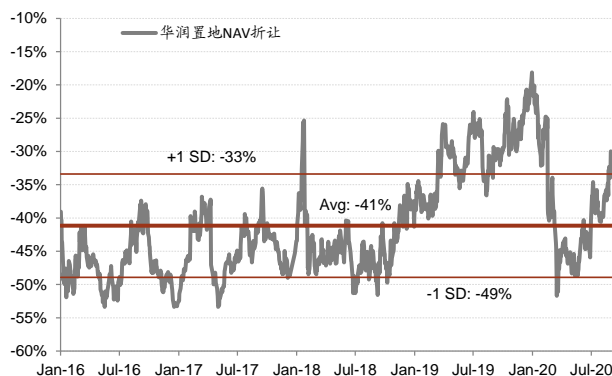
易于约 7-8% cap rate, 公司资产价值存在显著低估。

图表 42: 若将华润当前市值及远期市盈率按业务拆分, 我们认为公司资产价值被市场显著低估

	龙南					华润				
当前市值隐含零售物业资本化率测算										
综合远期市盈率	10.5					8.0				
商场业务贡献核心盈利占比	12.0%					16.0%				
假设物业开发及其他业务整体市盈率	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5
隐含商场业务市盈率	47.2	43.5	39.8	36.2	32.5	21.1	18.5	15.9	13.3	10.6
对应NOI倍数	24.19	22.31	20.43	18.55	16.67	14.47	12.67	10.87	9.08	7.28
隐含零售物业资本化率	4.13%	4.48%	4.90%	5.39%	6.00%	6.91%	7.89%	9.20%	11.02%	13.74%
不同估值假设下公司综合市盈率中枢	物业开发及其他业务整体市盈率					物业开发及其他业务整体市盈率				
资本化率	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5	资本化率	5.5	6.0	6.5	7.0
4.0%	10.7	11.1	11.6	12.0	12.5	5.5%	8.9	9.3	9.7	10.1
4.5%	10.0	10.5	10.9	11.4	11.8	6.0%	8.5	8.9	9.4	9.8
5.0%	9.5	10.0	10.4	10.8	11.3	6.5%	8.2	8.6	9.1	9.5
5.5%	9.1	9.5	10.0	10.4	10.9	7.0%	8.0	8.4	8.8	9.2
6.0%	8.7	9.2	9.6	10.1	10.5	7.5%	7.7	8.2	8.6	9.0
6.5%	8.4	8.9	9.3	9.8	10.2	8.0%	7.5	8.0	8.4	8.8

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 43: 华润置地历史 NAV 折让和远期市盈率



资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 44: 与可比标的龙湖相比, 华润目前估值优势突出

公司名称	代码	当前评级	股价	目标价	市值	每股收益				P/E (x)				P/B (x)				股息收益率				每股NAV	溢/折价	
						18A	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E			
H股地产						(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)									(HK\$)			
中国海外发展	0688.HK	地产行业	21.20	31.32	232	3.2	3.5	4.1	4.7	6.5	6.1	5.2	4.5	0.8	0.7	0.7	0.6	4.2%	4.8%	5.7%	6.7%	44.90	-53%	
华润置地	1109.HK	地产行业	34.70	46.40	247	3.2	3.5	4.0	4.6	10.9	10.0	8.8	7.5	1.5	1.2	1.1	0.9	3.5%	3.4%	4.2%	4.9%	54.25	-36%	
中国金茂	0817.HK	地产行业	4.75	6.28	60	0.5	0.6	0.7	0.8	9.5	8.2	7.0	5.7	1.3	1.3	1.1	1.0	4.6%	4.9%	5.8%	7.0%	9.59	-50%	
龙湖集团	0960.HK	地产行业	41.25	48.92	248	2.5	2.9	3.4	4.1	16.8	14.2	12.0	10.0	2.6	2.4	2.1	1.8	2.7%	3.2%	3.8%	4.6%	48.75	-15%	
世茂集团	0813.HK	地产行业	33.05	45.20	117	2.9	3.5	4.1	5.0	11.4	9.3	8.0	6.6	1.6	1.5	1.3	1.1	3.6%	4.4%	5.3%	6.4%	49.61	-33%	
远洋集团	3377.HK	中性	1.74	2.32	13	0.4	0.3	0.4	0.5	4.4	5.7	4.6	3.7	0.2	0.2	0.2	0.2	12.2%	7.8%	8.8%	10.0%	6.10	-71%	
合景泰富	1813.HK	地产行业	13.56	17.32	43	1.4	1.8	2.4	3.0	9.9	7.4	5.7	4.5	1.3	1.1	0.9	0.8	4.7%	6.1%	8.0%	10.0%	20.77	-35%	
碧桂园	2007.HK	中性	9.60	11.16	212	1.7	2.0	1.9	2.0	5.5	4.7	5.0	4.9	1.6	1.3	1.1	0.9	5.8%	6.6%	6.4%	6.6%	20.20	-52%	
融居乐	3383.HK	地产行业	10.30	12.07	40	2.0	1.8	2.0	2.3	5.3	5.6	5.1	4.5	0.9	0.8	0.7	0.7	9.5%	9.8%	9.8%	9.8%	16.19	-36%	
龙光集团	3380.HK	地产行业	12.80	17.50	71	1.4	2.0	2.5	3.0	8.9	6.4	5.1	4.3	2.3	2.0	1.5	1.2	5.9%	6.5%	7.9%	9.4%	23.63	-46%	
旭辉控股	0884.HK	地产行业	6.04	8.39	50	0.8	1.0	1.2	1.4	7.7	6.2	5.2	4.3	1.7	1.4	1.2	1.0	5.0%	6.3%	6.7%	8.1%	10.70	-44%	
禹洲集团	1628.HK	中性	3.49	4.10	19	0.9	0.9	1.0	1.2	4.0	3.9	3.5	3.0	0.7	0.7	0.6	0.5	9.0%	11.5%	10.6%	12.5%	5.84	-40%	
中海宏洋	0081.HK	地产行业	4.74	6.21	16	0.7	1.1	1.4	1.7	6.8	4.4	3.4	2.7	0.8	0.7	0.6	0.5	3.0%	5.4%	7.3%	9.8%	10.95	-57%	
融创中国	1918.HK	地产行业	31.55	51.16	147	5.5	6.9	7.1	8.5	5.7	4.6	4.5	3.7	2.2	1.5	1.2	0.9	3.0%	4.0%	4.4%	4.9%	5.9%	72.63	-57%
中国奥园	3883.HK	地产行业	8.25	12.57	22	1.1	1.7	2.5	3.2	7.5	4.8	3.3	2.6	1.6	1.3	1.0	0.8	5.0%	7.4%	11.2%	13.9%	18.64	-56%	
美的置业	3990.HK	地产行业	18.68	27.10	23	3.1	3.9	4.8	6.0	4.8	3.9	3.1	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6	7.7%	10.3%	12.8%	10.8%	44.71	-58%	
时代中国控股	1233.HK	地产行业	11.74	15.84	23	2.6	3.2	3.3	3.9	4.5	3.7	3.6	3.0	1.1	1.1	0.8	0.7	6.7%	8.0%	8.4%	9.9%	25.92	-55%	
富力地产	2777.HK	地产行业	9.76	13.10	34	3.4	3.1	3.2	3.5	2.9	3.1	3.1	2.8	0.4	0.4	0.3	0.4	13.4%	14.6%	13.0%	14.4%	32.85	-70%	
越秀地产	0123.HK	地产行业	1.49	2.07	23	0.3	0.3	0.3	0.4	5.8	5.5	4.7	3.8	0.5	0.5	0.5	0.4	6.1%	6.8%	8.6%	10.5%	4.09	-64%	
平均值										7.4	6.2	5.3	4.5	1.3	1.1	0.9	0.8	6.1%	6.8%	7.7%	9.1%		-49%	
中间值										6.5	5.6	5.0	4.3	1.3	1.1	0.9	0.8	5.0%	6.5%	7.9%	9.8%		-52%	
市值加权平均										9.0	7.8	6.8	5.8	1.6	1.3	1.1	1.0	4.6%	5.3%	5.9%	6.9%		-43%	
*如在平均市净率计算中剔除融创和碧桂园																								
平均值															1.2	1.1	0.9	0.8						
中间值															1.2	1.1	0.9	0.7						
市值加权平均															1.5	1.3	1.2	1.0						

注：数据截至 2020 年 9 月 11 日；所有公司为中金覆盖，采用中金预测

资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



## 风险

**购房需求超预期下滑。**今年由于疫情扰动，开发商普遍在下半年集中供货，若需求端超预期下滑则会带来降价压力和潜在渠道营销费用增加，为销售和利润率带来负面影响。

**拿地质量恶化。**公司经营重心在一二线城市，而往后看一二线城市土拍市场拿地利润率下滑是必然趋势，并且如果市场火热、溢价率高企，公司或选择合作拿地导致权益比例下降。因此若非公开渠道未能贡献较多高利润率地块，则整体土储质量将下降。

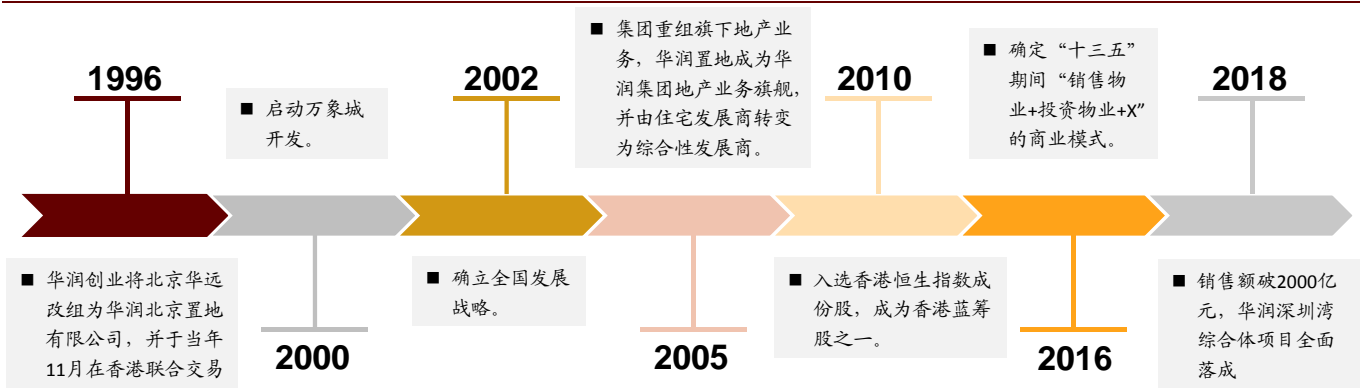
**疫情反复影响商业表现。**若疫情反复、防控措施再次加强，则会对商场客流量造成显著负面影响，使得商业板块租金表现不及预期。

**期权激励计划未能如期执行。**若公司的期权激励计划不能如期落地，则可能引发投资者对公司治理和增长前景的担忧，从而给股价带来波动。



## 附录

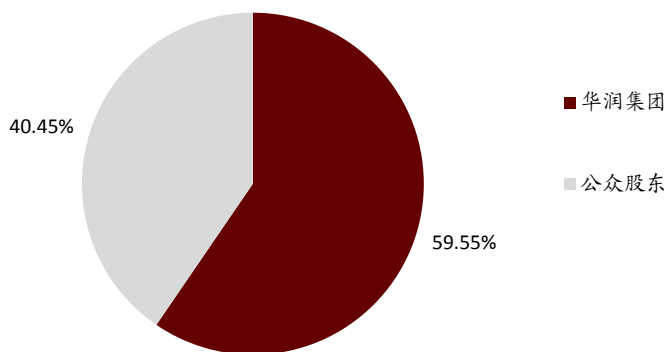
图表 45: 公司发展历史



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 46: 股权结构图

2019年底股权结构(%)



资料来源：公司公告，中金公司研究部



---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。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。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。





**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624  
编辑：张莹



## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

**CICC US Securities, Inc**

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

**China International Capital Corporation (UK) Limited**

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

**中国国际金融（香港）有限公司**

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

