

# 向新模式转型的地产样板

华泰研究

2023年8月31日 | 中国香港

中报点评

房地产开发

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

46.62

研究员 陈慎  
 SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com  
 SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

研究员 刘璐  
 SAC No. S0570519070001 liulu015507@htsc.com  
 SFC No. BRD825 +(86) 21 2897 2218

研究员 林正衡  
 SAC No. S0570520090003 linzhengheng@htsc.com  
 SFC No. BRC046 +(86) 21 2897 2087

联系人 陈颖  
 SAC No. S0570122050022 chenying019881@htsc.com  
 +(86) 755 8249 2388

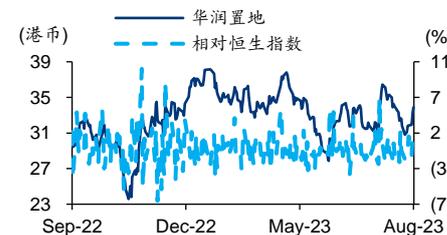
## 华泰证券研究所分析师名录



## 基本数据

目标价(港币)	46.62
收盘价(港币 截至8月30日)	33.90
市值(港币百万)	241,739
6个月平均日成交额(港币百万)	346.11
52周价格范围(港币)	23.95-40.50
BVPS(人民币)	34.90

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

### 1H23: 业绩质量稳步提升; 维持“买入”

公司发布中报业绩: 营收 730 亿, 同比基本持平, 核心净利 113 亿, 同比+11%, 得益于高毛利的经营性业务收入占比同比+6.5pct 至 25.1%, 公司净利稳步提升。我们维持营收和毛利率假设不变, 对应 23-25E EPS 为 4.21/4.67/4.90 元。可比公司 23E PE 均值 8.6 倍 (Wind 一致预期), 考虑公司强大的不动产经营能力和融资优势, 我们认为公司合理 23E PE 为 10.3 倍, 调整目标价至 46.62 港币 (前值: 44.89 港币), 维持“买入”评级。

### 开发业务: 优质土储支持销售重拾增长

1H23, 公司销售金额 1702 亿, 同比+41%, 大幅跑赢行业平均增速-2.5%; 销售均价同比+18%至 24278 元/平, 权益比例较 22 年提升 5pct 至 74%。公司 1H23 新增权益土储 552 万平, 对应权益土地款 705 亿, 分别同比+90%/+50%, 其中一二线城市新增土储货值占比达 93%, 拿地强化的同时持续聚焦核心城市。截至 1H23 末, 公司存量销售物业土储 5463 万平, 一二线城市占 72%。公司下半年计划推货 3859 亿, 其中 89%位于高能级城市, 且住宅占比达 68%, 我们预计公司 23 年销售额有望实现稳健增长。

### 不动产业务: 各业态回归向好趋势, 向新模式进发

1H23, 公司经营性不动产业务营收同比+41%至 107 亿, 核心净利同比+88%至 40 亿, 增长势头强劲, 其中: 1) 购物中心租金收入 86 亿, 同比+40%, 出租率 96.2%; 预计全年 EBITDA 成本回报率 9.5%。2) 写字楼租金收入 10 亿, 同比+19%, 预计全年 EBITDA 成本回报率 6.3%。3) 酒店经营收入同比+90%至 11 亿, 毛利率从去年同期的-8%提升至 1H23 的 19%, 入住率同比+30pct。公司期末资产管理规模为 3791 亿, 下半年计划新开购物中心 9 座和写字楼 3 座, 且十四五期间计划每年新开 10+座购物中心, 未来有望把握消费基础设施公募 REITs 的发展机会。

### 财务: 债务到期结构合理, 充裕结转资源支持业绩增长

截至 1H23 末, 公司三道红线指标维持绿档, 其中净负债率 28.5%, 创近 5 年新低, 平均债务期限 5.5 年, 到期结构分布合理, 公司财务稳健依旧, 三大信评机构均维持公司投资级评级。公司 1H23 开发业务结转收入同比-8%至 546 亿, 结转毛利率同比-5.8pct 至 17%。截至 1H23 末, 公司拥有并表/非并表已售未结资源 3304/1011 亿, 其中 1423/519 亿计划于 2H23 结转, 考虑公司已售未结部分毛利率 20%, 高于 1H23 结转毛利率, 叠加经营性不动产业务复苏势头强劲, 我们预计公司 23 年全年业绩将实现稳中有进。

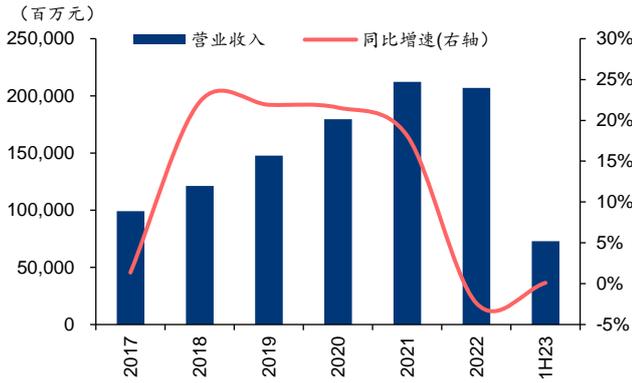
风险提示: 1) 经营性不动产业务收入增速不及预期; 2) 开发业务结转情况不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	212,108	207,061	230,965	255,110	266,339
+/-%	18.11	(2.38)	11.54	10.45	4.40
归属母公司净利润(人民币百万)	32,401	28,092	30,024	33,319	34,941
+/-%	8.69	(13.30)	6.88	10.97	4.87
EPS(人民币, 最新摊薄)	4.54	3.94	4.21	4.67	4.90
ROE(%)	15.07	11.94	11.82	12.10	11.71
PE(倍)	7.08	8.16	7.64	6.88	6.56
PB(倍)	1.01	0.94	0.87	0.80	0.74
EV EBITDA(倍)	10.75	13.49	12.33	10.94	10.05

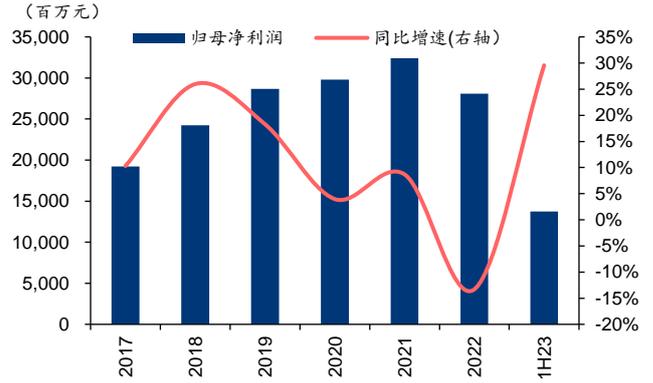
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 公司营收和同比增速



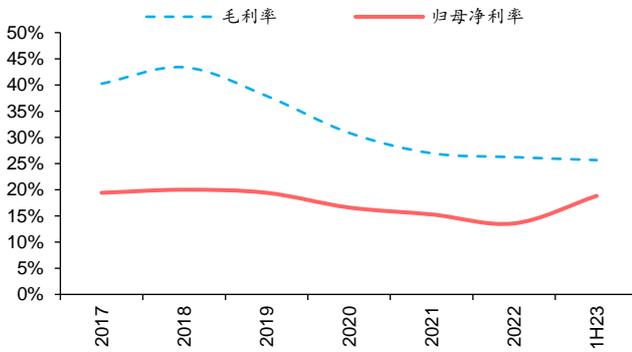
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 公司归母净利润和同比增速



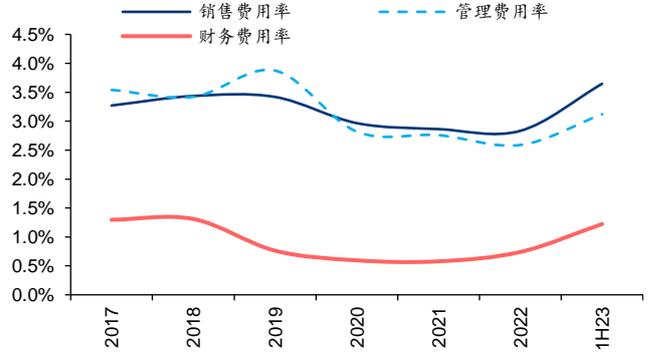
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 公司毛利率和归母净利率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 公司期间费用率



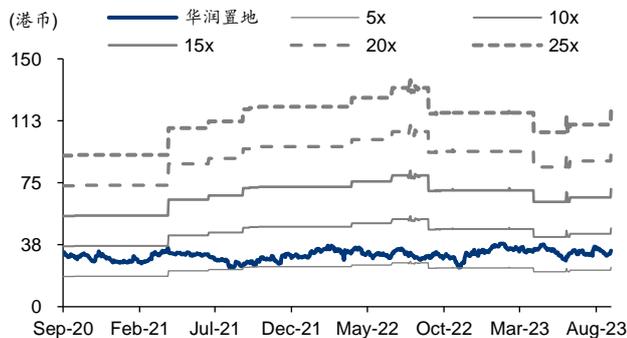
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 估值表

公司代码	公司简称	市值 (交易货币, 亿元)	股价 (交易货币)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
0960 HK	龙湖集团	1,046	17.34	4.08	3.61	3.74	4.05	4.0	4.5	4.3	4.0
0688 HK	中国海外发展	1,685	16.82	2.13	2.46	2.71	3.02	7.3	6.4	5.8	5.2
600007 CH	中国国贸	202	20.02	1.11	1.25	1.35	1.42	16.8	14.9	13.8	13.1
	平均							9.4	8.6	8.0	7.4

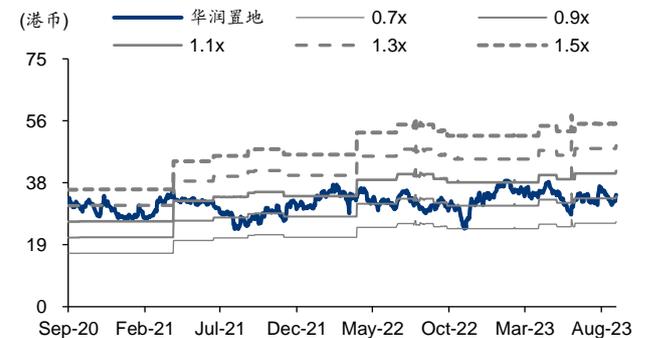
注: 盈利预测来自 Wind 一致预期, 统计时间为 2023 年 8 月 30 日。  
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表6: 华润置地 PE-Bands



资料来源: S&P, 华泰研究

图表7: 华润置地 PB-Bands



资料来源: S&P, 华泰研究

风险提示

1)经营性不动产业务收入增速不及预期; 2)开发业务结转情况不及预期。

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	212,108	207,061	230,965	255,110	266,339
销售成本	(154,909)	(152,771)	(171,721)	(188,189)	(195,433)
<b>毛利润</b>	57,200	54,291	59,244	66,921	70,906
销售及分销成本	(6,094)	(5,895)	(6,575)	(7,263)	(7,582)
管理费用	(5,872)	(5,386)	(6,007)	(6,635)	(6,927)
其他收入/支出	9,932	7,862	7,862	7,862	7,862
财务成本净额	902.77	535.57	252.50	(63.22)	(382.29)
应占联营公司利润及亏损	4,297	4,101	4,551	5,016	5,167
<b>税前利润</b>	60,366	55,509	59,327	65,838	69,043
税费开支	(22,970)	(23,140)	(24,731)	(27,445)	(28,781)
少数股东损益	4,994	4,278	4,572	5,074	5,321
<b>净利润</b>	32,401	28,092	30,024	33,319	34,941
折旧和摊销	(759.03)	(776.96)	(826.90)	(876.85)	(926.79)
EBITDA	60,222	55,751	59,902	66,778	70,352
EPS (人民币, 基本)	4.54	3.94	4.21	4.67	4.90

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	403,026	495,961	505,744	539,750	491,703
应收账款和票据	59,991	58,984	59,282	64,261	64,720
现金及现金等价物	108,748	97,468	174,306	265,080	337,053
其他流动资产	43,508	60,872	48,365	38,310	52,390
<b>总流动资产</b>	615,273	713,285	787,697	907,403	945,866
固定资产	15,427	16,012	16,546	17,031	17,466
无形资产	76.36	1,426	2,775	4,124	5,473
其他长期资产	319,028	350,610	362,230	362,677	373,077
<b>总长期资产</b>	334,532	368,047	381,551	383,831	396,016
<b>总资产</b>	949,804	1,081,332	1,169,248	1,291,234	1,341,882
应付账款	196,316	217,249	221,593	238,424	217,587
短期借款	55,588	62,242	68,130	74,829	81,528
其他负债	212,723	247,765	276,368	305,259	318,696
<b>总流动负债</b>	464,627	527,256	566,091	618,513	617,810
长期债务	130,189	161,977	193,766	225,554	257,343
其他长期债务	62,912	50,392	43,076	53,136	44,284
<b>总长期负债</b>	193,101	212,369	236,842	278,690	301,626
股本	673.83	673.83	673.83	673.83	673.83
储备/其他项目	225,855	243,373	263,408	286,051	309,144
股东权益	226,529	244,047	264,082	286,725	309,818
少数股东权益	65,547	97,660	102,232	107,306	112,627
<b>总权益</b>	292,076	341,707	366,314	394,031	422,445

### 估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	7.08	8.16	7.64	6.88	6.56
PB	1.01	0.94	0.87	0.80	0.74
EV EBITDA	10.75	13.49	12.33	10.94	10.05
股息率 (%)	4.28	4.36	4.65	5.17	5.42
自由现金流收益率 (%)	13.33	(25.05)	17.51	11.04	22.68

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	60,222	55,751	59,902	66,778	70,352
融资成本	(902.77)	(535.57)	(252.50)	63.22	382.29
营运资本变动	(4,527)	(88,032)	7,129	(11,737)	12,840
税费	(22,970)	(23,140)	(24,731)	(27,445)	(28,781)
其他	(19,870)	31,149	23,945	23,449	7,718
<b>经营活动现金流</b>	11,952	(24,807)	65,992	51,108	62,511
CAPEX	(2,493)	(2,245)	(2,245)	(2,245)	(2,245)
其他投资活动	(4,795)	(40,467)	(14,849)	14,163	(14,551)
<b>投资活动现金流</b>	(7,288)	(42,712)	(17,094)	11,918	(16,796)
债务增加量	15,348	38,442	37,677	38,488	38,488
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(8,779)	(9,827)	(9,989)	(10,676)	(11,848)
其他融资活动现金流	902.77	535.57	252.50	(63.22)	(382.29)
<b>融资活动现金流</b>	7,471	29,150	27,940	27,748	26,258
现金变动	12,135	(38,369)	76,838	90,775	71,972
年初现金	89,451	108,748	97,468	174,306	265,080
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	108,748	97,468	174,306	265,080	337,053

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	18.11	(2.38)	11.54	10.45	4.40
毛利润	3.22	(5.09)	9.12	12.96	5.95
营业利润	(1.99)	(7.78)	7.18	11.67	5.54
净利润	8.69	(13.30)	6.88	10.97	4.87
EPS	8.69	(13.30)	6.88	10.97	4.87
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	26.97	26.22	25.65	26.23	26.62
EBITDA	28.39	26.92	25.94	26.18	26.41
净利润率	15.28	13.57	13.00	13.06	13.12
ROE	15.07	11.94	11.82	12.10	11.71
ROA	3.56	2.77	2.67	2.71	2.65
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	34.00	51.94	33.17	12.31	0.59
流动比率	1.32	1.35	1.39	1.47	1.53
速动比率	0.46	0.41	0.50	0.59	0.74
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.23	0.20	0.21	0.21	0.20
应收账款周转天数	102.35	103.43	92.17	87.17	87.17
应付账款周转天数	432.08	487.28	460.00	440.00	420.00
存货周转天数	906.48	1,059	1,050	1,000	950.00
现金转换周期	576.74	675.37	682.17	647.17	617.17
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	4.54	3.94	4.21	4.67	4.90
每股净资产	31.77	34.22	37.03	40.21	43.45

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 陈慎、刘璐、林正衡, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

**香港-重要监管披露**

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

**美国**

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

**美国-重要监管披露**

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

**评级说明**

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

**行业评级**

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

**公司评级**

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司