

中国房地产

收盘价
港元 33.90

目标价
港元 42.82

潜在涨幅
+26.3%

2023 年 8 月 31 日

华润置地 (1109 HK)

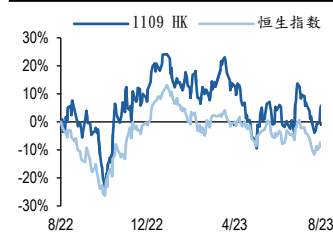
各线业务表现领先行业；经营业务强劲表现抗周期波动

- ④ **2023 上半年业绩稳定。**物业交付收入同比减少 8.0%至 546 亿元（人民币，下同），但受经营业务（包括租金、商管以及其它经营业务）收入大幅上升 35.6%至 184 亿元带动，总收入小幅上升 0.1%至 730 亿元。毛利率下降 1.3 个百分点至 25.7%，仍远高于行业平均水平的 10-20%。剔除投资物业公允价值收益，核心利润同比增长 10.9%至 112.7 亿元，高于市场预期。但若进一步剔除并购带来之负商誉会计影响，我们估算核心利润约为 88 亿元，则稍低于我们预期。公司建议中期每股派息为 0.198 元，同比上升 8.8%，派息率大致维持在 13%。
- ④ **进一步优化资产负债表。**2023 年 6 月底净有息负债率为 28.5%（2022 年底：38.8%），为五年新低。加权平均融资成本进一步下降 19 个基点至 3.56，接近行业最低水平（22 年：3.75%），同时平均债务期限拉长至 5.5 年。另外，非人民币净负债敞口占比下降 8.3 个百分点至只有 8.5%。
- ④ **各线业务表现领先行业。**上半年合同销售额为 1,702 亿元，同比上升 40.6%，销售均价同比上升 17.8%至 24,278 元。公司计划下半年可售资源 3,859 亿元，以 50-60%去化率估算，我们预计全年合同销售可达 3,600-4,000 亿元。资产管理规模较 2022 年末上升 5.7%至 3,971 亿元，购物中心/写字楼/酒店经营收入约为 86/10/11 亿元，同比上升 39.5/19.2/90.1%。截至 6 月底在营购物中心 67 个，公司预计到 26 年末在营购物中心将增加至 114 个。
- ④ **维持买入。**华润负债率维持在行业低位，我们相信平均财务成本有望在流动性宽松的环境下进一步降低。上半年并表口径已售未结合同销售额为 3,304 亿元，当中 1,423 亿元将于 2023 结算，已充分锁定我们全年的收入预测。另外，其投资物业组合强劲表现可抵消行业毛利率下行之影响。鉴于其坚韧的表现，优于同行的销售执行力，我们维持**买入**评级，目标价维持在 42.82 港元，较资产净值折让 25%。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	39.80
52周低位 (港元)	24.60
市值 (百万港元)	241,738.87
日均成交量 (百万)	13.77
年初至今变化 (%)	(5.17)
200天平均价 (港元)	34.37

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	212,108	207,061	226,117	272,340	299,494
同比增长 (%)	18.1	-2.4	9.2	20.4	10.0
核心利润 (百万人民币)	26,596	27,000	27,018	29,547	33,022
核心每股盈利 (人民币)	3.73	3.79	3.79	4.14	4.63
同比增长 (%)	10.2	1.5	0.1	9.4	11.8
市盈率 (倍)	8.4	8.3	8.3	7.6	6.8
每股账面净值 (人民币)	31.77	34.22	36.67	39.48	42.65
市账率 (倍)	0.99	0.92	0.86	0.80	0.74
股息率 (%)	4.4	4.4	4.5	4.9	5.4

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 华润置地 23 年上半年业绩概览

(人民币百万元)	22 年上半年	23 年上半年	同比 (%)
总收入	72,894	72,971	0.1
物业开发	59,365	54,620	(8.0)
经营性不动产	7,604	10,724	41.0
轻资产管理	3,640	5,009	37.6
生态圈要素型业务	2,285	2,618	14.5
收入成本	(53,258)	(54,249)	1.9
毛利	19,636	18,722	(4.7)
销售及管理费用	(4,215)	(4,938)	17.1
投资物业以及金融资产公允价值变动	2,385	3,738	56.7
其他净收入	1,224	4,473	265.4
息税前利润	19,031	21,995	15.6
财务成本	(905)	(892)	(1.3)
应占联营/合资企业利润	1,679	1,950	16.1
税前利润	19,805	23,053	16.4
所得税	(7,121)	(6,994)	(1.8)
税后利润	12,684	16,059	26.6
少数股东权益	(2,081)	(2,322)	11.6
净利润	10,603	13,738	29.6
核心净利润	10,160	11,270	10.9
每股核心盈利 (人民币)	1.425	1.580	10.9
每股派息 (人民币)	0.182	0.198	8.8
派息比率 (%)	12.8%	12.5%	(0.3 百分点)
毛利率 (%)	26.9	25.7	(1.3 百分点)
息税前利润率 (%)	26.1	30.1	4.0 百分点
净利润率 (%)	14.5	18.8	4.3 百分点
核心净利润率 (%)	13.9	15.4	1.5 百分点

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 华润置地 23 年上半年其他主要营运指标概览

	2021 年	2022 年	22 年上半年	23 年上半年
债务结构				
平均融资成本	3.71%	3.75%	3.71%	3.56%
平均债务期限	5.0 年	5.4 年	5.0 年	5.5 年
非人民币净负债敞口占比	17.1%	16.8%	17.1%	8.5%
开发销售业务-签约销售				
合同销售签约额(人民币十亿元)	315.8	301.3	121.0	170.2
合同销售签约面积(百万平米)	17.6	14.3	5.9	7.0
签约均价(人民币元/平米)	17,988	21,140	20,610	24,278
经营性不动产业务-购物中心				
出租率(%)	97	96.2	96.4	96.2
月均坪效(元/平米)	2,536	2,232	2,442	2,763
租售比(%)	12.1	13.9	11.5	12.6
经营性不动产业务-写字楼				
毛利率(%)	69.1	71.9	69.1	77.1
两费占比(%)	3.7	3.2	4.0	3.3
回报率 EBITDA/COST (%)	6.6	8.0	6.9	6.3
经营性不动产业务-酒店				
毛利率(%)	11.1	0.9	(8.0)	18.7
入住率(%)	46	42	34	64
平均房价(人民币元)	1,020	925	925	1,041
年底存量土储(万平米)				
其中开发销售型业务土储面积(万平米)		6,478		6,548
开发销售型业务土储分线城市占比(%)				
一線城市		12		17
二線城市		59		55
三線城市		29		28
投资物业土储分线城市占比(%)				
一線城市		18		21
二線城市		60		60
三線城市		22		19
投资物业土储业态占比(%)				
购物中心		68		70
写字楼		15		17
酒店		8		7
其他		9		6

资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 华润置地目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
16 HK	新鸿基地产	买入	89.50	127.60	42.6%	2023 年 02 月 23 日	香港房地产
17 HK	新世界发展	买入	17.04	33.30	95.4%	2022 年 09 月 21 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	21.95	23.84	8.6%	2023 年 08 月 23 日	香港房地产
823 HK	领展房托	中性	39.55	52.00	31.5%	2023 年 06 月 01 日	香港房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.89	3.36	277.5%	2023 年 03 月 31 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	10.04	11.48	14.3%	2023 年 03 月 15 日	内地房地产
1813 HK	合景泰富	买入	0.93	4.76	411.8%	2022 年 12 月 21 日	内地房地产
884 HK	旭辉控股集团	买入	0.76	3.30	334.2%	2022 年 08 月 30 日	内地房地产
1109 HK	华润置地	买入	33.90	42.82	26.3%	2022 年 05 月 24 日	内地房地产
3319 HK	雅生活服务	买入	5.07	8.22	62.2%	2023 年 08 月 29 日	物业服务
6098 HK	碧桂园服务	买入	9.22	16.00	73.5%	2023 年 08 月 29 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	9.32	10.80	15.9%	2023 年 03 月 23 日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	3.25	5.35	64.6%	2023 年 03 月 09 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.63	0.82	30.2%	2022 年 08 月 30 日	物业服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 8 月 30 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	212,108	207,061	226,117	272,340	299,494
主营业务成本	(154,909)	(152,771)	(167,645)	(200,386)	(220,181)
毛利	57,200	54,291	58,472	71,954	79,312
销售及管理费用	(11,965)	(11,280)	(12,210)	(14,434)	(15,873)
经营利润	45,234	43,010	46,262	57,520	63,439
财务成本净额	1,205	903	746	337	223
应占联营公司利润及亏损	4,297	4,101	4,430	4,368	3,102
其他非经营净收入/费用	9,629	7,495	569	626	688
税前利润	60,366	55,509	52,007	62,852	67,452
税费	(22,970)	(23,140)	(19,889)	(27,207)	(27,725)
非控股权益	(4,994)	(4,278)	(4,672)	(5,627)	(6,188)
净利润	32,401	28,092	27,446	30,018	33,540
作每股收益计算的净利润	26,596	27,000	27,018	29,547	33,022

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	106,773	95,545	80,400	96,877	122,935
有价证券	1,237	1,067	1,067	1,067	1,067
应收账款及票据	48,461	45,011	56,529	68,085	74,873
存货	43,538	44,151	45,913	46,842	47,641
开发中物业及土地预付款	359,488	451,810	490,241	510,512	527,950
其他流动资产	55,775	75,701	77,099	78,636	80,327
总流动资产	615,273	713,285	751,248	802,019	854,794
投资物业	217,530	237,885	257,885	277,885	297,885
物业、厂房及设备	15,427	16,012	16,890	17,659	18,290
无形资产	88	3,242	3,242	3,242	3,242
合资企业/联营公司投资	62,000	75,717	80,148	84,516	87,618
其他长期资产	39,486	35,191	35,191	35,191	35,191
总长期资产	334,532	368,047	393,356	418,493	442,227
总资产	949,804	1,081,332	1,144,604	1,220,512	1,297,020
短期贷款	54,544	61,243	55,748	51,727	49,779
应付账款	162,245	168,499	165,531	197,554	219,057
其他短期负债	247,839	297,514	337,248	345,335	355,512
总流动负债	464,627	527,256	558,527	594,617	624,348
长期贷款	90,747	97,924	104,825	115,401	129,526
长期应付账款	34,684	57,936	57,936	57,936	57,936
其他长期负债	67,670	56,508	59,483	63,077	66,934
总长期负债	193,101	212,369	222,244	236,414	254,397
总负债	657,728	739,625	780,770	831,031	878,744
股本	674	674	674	674	674
储备及其他资本项目	225,855	243,373	260,829	280,849	303,456
股东权益	226,529	244,047	261,503	281,523	304,130
非控股权益	65,547	97,660	102,332	107,958	114,146
总权益	292,076	341,707	363,834	389,481	418,276

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	60,366	55,509	52,007	62,852	67,452
合资企业/联营公司收入调整	(4,297)	(4,101)	(4,430)	(4,368)	(3,102)
折旧及摊销	1,306	1,333	1,533	1,763	2,028
营运资本变动	(23,748)	(47,763)	(20,117)	(12)	(705)
税费	0	0	0	0	0
其他经营活动现金流	(26,598)	(24,752)	(13,141)	(17,783)	(18,200)
经营活动现金流	7,028	(19,774)	15,852	42,451	47,473
资本开支	(2,187)	(2,297)	(2,412)	(2,532)	(2,659)
投资活动	(20,767)	(24,188)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
其他投资活动现金流	(2,454)	0	0	0	0
投资活动现金流	(25,408)	(26,485)	(22,412)	(22,532)	(22,659)
负债净变动	12,722	13,876	1,405	6,556	12,177
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(8,905)	(9,841)	(9,990)	(9,997)	(10,933)
其他融资活动现金流	36,382	30,995	0	0	0
融资活动现金流	40,198	35,031	(8,585)	(3,441)	1,244
汇率收益/损失	(185)	0	0	0	0
年初现金	87,534	106,773	95,545	80,400	96,877
年末现金	106,773	95,545	80,400	96,877	122,935

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.730	3.786	3.789	4.144	4.631
每股股息	1.380	1.401	1.402	1.533	1.713
每股账面值	31.767	34.224	36.672	39.479	42.649
利润率分析(%)					
毛利率	27.0	26.2	25.9	26.4	26.5
EBITDA利润率	25.6	24.8	21.1	21.8	21.9
EBIT利润率	25.0	24.1	20.5	21.1	21.2
净利率	15.3	13.6	12.1	11.0	11.2
盈利能力(%)					
ROA	3.5	3.6	2.8	2.7	2.9
ROE	10.8	10.9	10.2	9.9	10.5
其他					
净负债权益比(%)	13.2	18.6	22.0	18.0	13.5
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGOX Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。