

华润置地 (01109.HK)

业绩稳增，拿地积极

买入

核心观点

经常性业务平滑开发销售型业务波动，核心净利润稳健增长：2023H1，公司实现营业收入 730 亿元，同比微增 0.1%；其中，开发销售型业务收入 546 亿元，同比-8%；经常性业务收入 184 亿元，同比+36%，占总收入的 25%。2023H1，公司整体毛利率为 25.7%，较 2022 全年微降 0.5 个百分点；其中开发物业结算毛利率下降 6.0 个百分点至 17.0%，而投资物业毛利率提升 5.7 个百分点至 71.3%。2023H1，公司实现归母核心净利润 113 亿元，同比+11%；归母核心净利率为 15.4%，较 2022 全年提升了 2.4 个百分点。

销售靓眼，拿地积极：2023H1，公司全口径销售额行业排名保持第 4，销售金额 1702 亿元，同比+41%，销售面积 701 万 m²，同比+19%；销售均价 2.4 万元/m²，同比+18%。2023H1，公司新获取土储建面 797 万 m²，拿地金额 1023 亿元，以拿地金额/销售金额口径计算的拿地强度高达 60%。截至 2023H1 末，公司总土储建面为 6548 万 m²，可保障未来三年以上的发展需求。

财务稳健，融资成本进一步降低：截至 2023H1 末，公司稳居绿档，现金短债比 1.87 倍；净负债率 28.5%，较 2022 年末下降 10 个百分点，创五年新低。2023H1，公司加权平均融资成本为 3.56%，较 2022 年末下降 19bp，保持在行业最低水平。

投资建议：公司作为财务稳健的龙头央企，经常性业务有效平滑开发销售型业务波动，2023H1 业绩稳增，拿地积极。预计公司 2023-2025 年归母核心净利润分别为 290/322/357 亿元，对应核心 EPS 分别为 4.07/4.51/5.00 元，对应当前股价 PE 分别为 7.2/6.5/5.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，投资物业租金收入不及预期，盈利水平下行超预期，或行业基本面下行超预期，政策落地效果不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	212,108	202,061	214,689	227,375	240,061
(+/-%)	18.1%	-4.7%	6.2%	5.9%	5.6%
归母核心净利润(百万元)	26600	27000	29040	32154	35670
(+/-%)	10.2%	1.5%	7.6%	10.7%	10.9%
每股收益(元)	3.73	3.79	4.07	4.51	5.00
EBIT Margin	21.3%	18.8%	20.1%	21.2%	22.2%
净资产收益率(ROE)	15.1%	11.9%	11.0%	11.5%	11.9%
市盈率(PE)	7.8	7.7	7.2	6.5	5.8
EV/EBITDA	18.6	24.1	20.4	18.7	17.3
市净率(PB)	0.92	0.85	0.79	0.74	0.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

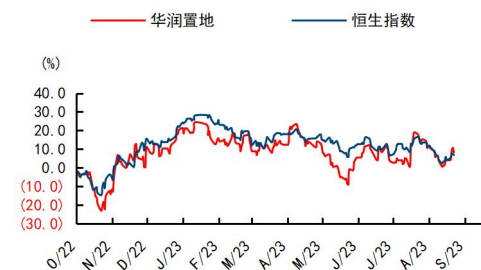
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	33.15 港元
总市值/流通市值	236391/236391 百万港元
52 周最高价/最低价	38.82/22.96 港元
近 3 个月日均成交额	341.17 百万港元

市场走势



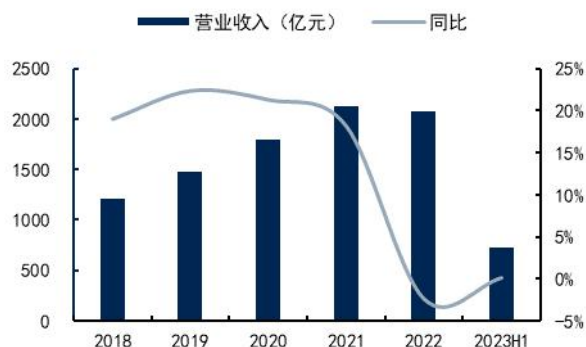
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华润置地 (01109.HK) - 核心净利维持正增，稳健经营优势尽显》——2023-03-31
《华润置地 (01109.HK) - 经营稳健扎实，保持拿地强度》——2022-09-05
《华润置地 (01109.HK) - 销售拿地井然有序，商业护城河越筑越深》——2022-04-01

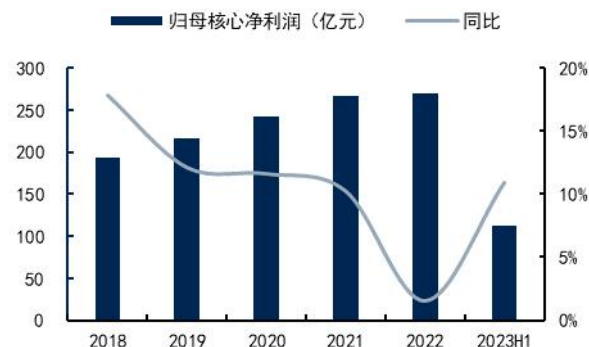
经常性业务平滑开发销售型业务波动，核心净利润稳健增长：2023H1，公司实现营业收入 730 亿元，同比微增 0.1%；其中，开发销售型业务收入 546 亿元，同比-8%；经常性业务收入 184 亿元，同比+36%，占总收入的 25%。2023H1，公司整体毛利率为 25.7%，较 2022 全年微降 0.5 个百分点；其中开发物业结算毛利率下降 6.0 个百分点至 17.0%，而投资物业毛利率提升 5.7 个百分点至 71.3%。2023H1，公司实现归母核心净利润 113 亿元，同比+11%；归母核心净利率为 15.4%，较 2022 全年提升了 2.4 个百分点。

图1：公司营业收入及增速



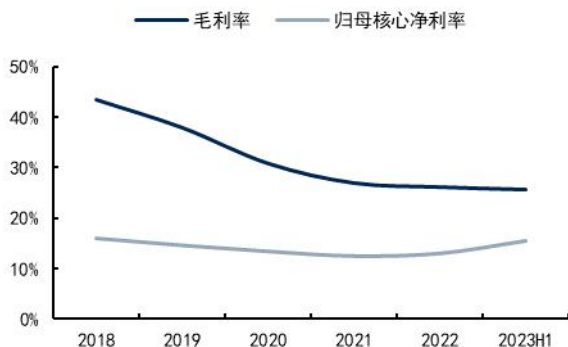
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母核心净利及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率及归母核心净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司各业务类型毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

销售靓丽，拿地积极：2023H1，公司全口径销售额行业排名保持第 4，销售金额 1702 亿元，同比+41%，销售面积 701 万 m^2 ，同比+19%；销售均价 2.4 万元/ m^2 ，同比+18%。2023H1，公司新获取土储建面 797 万 m^2 ，拿地金额 1023 亿元，以拿地金额/销售金额口径计算的拿地强度高达 60%。截至 2023H1 末，公司总土储建面为 6548 万 m^2 ，可保障未来三年以上的发展需求。

图5: 公司销售金额及同比



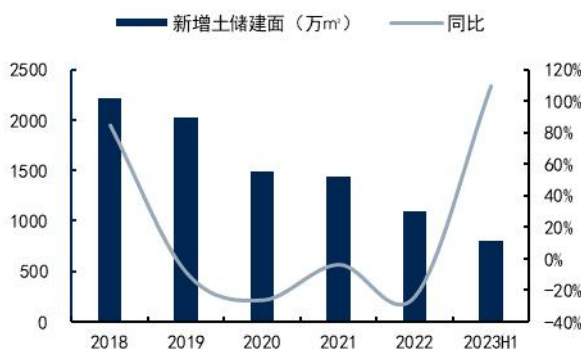
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司销售面积及同比



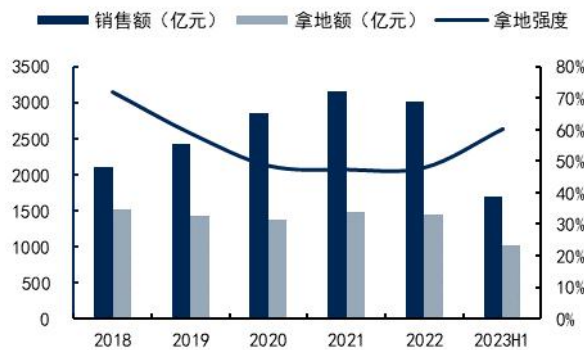
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司新增土储建面及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司拿地强度



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务稳健，融资成本进一步降低：截至 2023H1 末，公司稳居绿档，现金短债比 1.87 倍；净负债率 28.5%，较 2022 年末下降 10 个百分点，创五年新低。2023H1，公司加权平均融资成本为 3.56%，较 2022 年末下降 19bp，保持在行业最低水平。

投资建议：公司作为财务稳健的龙头央企，经常性业务有效平滑开发销售型业务波动，2023H1 业绩稳增，拿地积极。预计公司 2023-2025 年归母核心净利润分别为 290/322/357 亿元，对应核心 EPS 分别为 4.07/4.51/5.00 元，对应当前股价 PE 分别为 7.2/6.5/5.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，投资物业租金收入不及预期，盈利水平下行超预期，或行业基本面下行超预期，政策落地效果不及预期。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	106773	95545	103729	111741	121490	营业收入	212108	202061	214689	227375	240061
应收款项	100713	116743	120471	127590	134709	营业成本	154909	152771	159553	166467	173332
存货净额	403026	495961	509431	531136	552609	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3523	3969	4217	4466	4716	销售费用	6094	5895	6263	6633	7003
流动资产合计	615273	713285	738916	774934	813523	管理费用	5872	5386	5722	6060	6398
固定资产	15427	16012	14880	13593	12128	财务费用	1397	1700	5788	5585	5363
无形资产及其他	1693	4600	3943	3286	2629	投资收益	0	0	4000	4000	4000
投资性房地产	29519	25635	25635	25635	25635	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	62000	75717	85717	95717	105717	其他收入	16232	17146	0	0	0
资产总计	723913	835248	869091	913165	959632	营业利润	60069	53457	41363	46630	51964
短期借款及交易性金融负债	54544	61243	61243	61243	61243	营业外净收支	297	2053	0	0	0
应付款项	121130	126551	129988	135526	141005	利润总额	60366	55509	41363	46630	51964
其他流动负债	288954	339462	349513	364817	379973	所得税费用	22970	23140	10341	11657	12991
流动负债合计	464627	527256	540744	561586	582221	少数股东损益	4994	4278	3188	3594	4005
长期借款及应付债券	137118	159515	159515	159515	159515	归母核心净利润	26600	27000	29040	32154	35670
其他长期负债	55983	52853	53353	53853	54353						
长期负债合计	193101	212369	212869	213369	213869	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	657728	739625	753613	774955	796090	归母核心净利润	26600	27000	29040	32154	35670
少数股东权益	65547	97660	99700	102036	104639	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	226529	244047	261861	282257	304987	折旧摊销	1306	1333	4002	4289	4598
负债和股东权益总计	949804	1081332	1115175	1159248	1205716	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	1397	1700	5788	5585	5363
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1029)	(52726)	(3458)	(7731)	(7706)
每股收益	3.73	3.79	4.07	4.51	5.00	其它	(19849)	25623	835	1561	1902
每股红利	1.38	1.40	1.41	1.54	1.72	经营活动现金流	7028	1230	30419	30273	34463
每股净资产	31.77	34.22	36.72	39.58	42.77	资本开支	(2638)	(1918)	(2214)	(2345)	(2476)
ROIC	15%	10%	13%	15%	16%	其它投资现金流	3546	171	0	1067	0
ROE	15%	12%	11%	12%	12%	投资活动现金流	(27803)	(39337)	(12214)	(11278)	(12476)
毛利率	27%	24%	26%	27%	28%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	19%	20%	21%	22%	负债净变化	4853	22398	0	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	22%	23%	24%	支付股利、利息	(9841)	(9990)	(10020)	(10983)	(12239)
收入增长	18%	-5%	6%	6%	6%	其它融资现金流	714	(33)	0	0	0
净利润增长率	10%	2%	8%	11%	11%	融资活动现金流	40198	26136	(10020)	(10983)	(12239)
资产负债率	76%	77%	77%	76%	75%	现金净变动	19239	(11228)	8185	8012	9749
息率	4.7%	4.8%	4.8%	5.3%	5.9%	货币资金的期初余额	87534	106773	95545	103729	111741
P/E	7.8	7.7	7.2	6.5	5.8	货币资金的期末余额	106773	95545	103729	111741	121490
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	企业自由现金流	0	(31145)	30694	30374	34412
EV/EBITDA	19	24	20	19	17	权益自由现金流	0	(7449)	26353	26186	30389

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032