

买入

2023 年 9 月 14 日

经常性业务增长强劲，盈利结构持续优化

- **核心归母净利润同比增长 10.9%:** 2023 年上半年公司实现营业收入 729.7 亿元，同比增长 0.1%。其中，开发业务收入为 546.2 亿元，同比下降 8%；经常性业务收入为 183.6 亿元，同比增长 35.6%，收入占比提升 6.5%至 25.1%。整体毛利率为 25.7%，同比下降 1.2%，其中开发业务下降 5.8%至 17%，经常性业务上升 5.8%至 71.3%。归母净利润人民币 137.4 亿元，同比增长 29.6%；扣除投资物业评估增值后的核心归母净利润 112.7 亿元，同比增长 10.9%。其中经常性业务核心净利润贡献占比 42.8%。公司宣派中期股息每股 0.198 元，较去年同期增加 8.8%。
- **开发销售权益持续增厚，土储结构持续优化:** 上半年公司实现销售额 1702 亿元，同比增长 40.6%，权益比提升 5 个 ppt 至 74%，签约面积同比增长 19.4%至 701 万方，均价同比增长 17.8%至 2.43 万元/平。签约销售额排名提升至行业前四，其中一二线项目占比提升至 90%。上半年公司新获取项目 35 个，总地价 1023 亿元（权益比 69%），新增土储面积 797 万方（权益比 69.3%），总货值 2270 亿元（权益比 64.2%），一二线新增可售货值占比达 93%。截止 2023 年 6 月底，公司开发土储为 6548 万方，一二线占比 72%；投资物业土储 1085 万方，一二线城市占比 81%，可保障公司 3 年以上发展。2023 年下半年可售资源达 3859 亿元，其中 89%位于一二线高能级城市，未来三年可结算面积接近 5000 万方，丰富的优质资源保障业绩高质量增长。
- **经常性业务收益稳定增长，差异化竞争优势凸显:** 公司经常性业务，包括经营性不动产业务、轻资产管理业务及生态圈要素型业务，上半年收入分别为 107.2 亿元、50.1 亿元及 26.2 亿元，同比分别增长 41%、37.6%及 14.5%。经常性业务营收贡献占比提升 6.5%至 25.1%，利润贡献同比提升 17.8%至 42.8%。其中，购物中心上半年零售额同比增长 38.9%至 751 亿元，大幅优于市场平均水平。租金收入 86 亿元，同比增长 40%，整体出租率维持在 96.2%的行业高位，租售比为 12.6%。下半年计划新开购物中心 9 座，未来租金收入有较大上升空间。上半年写字楼租金收入 10 亿元，同比增长 19.2%，整体出租率提升至 81.8%。下半年计划新开写字楼 3 座，预计全年 EBITDA 成本回报率 6.3%。上半年酒店业务随着疫情结束旅游消费复苏，收入同比大幅增长 90.1%至 10.8 亿元，毛利率也改善至 18.7%，酒店业务回归向好趋势。
- **债务结构持续优化，偿债能力提升:** 期内公司加权平均融资成本较 2022 年全年下降 19 个基点至 3.56%，维持在行业低位水平。平均债务年限拉长至 5.5 年。非人民币净负债敞口下降 8.3%至 8.5%。截至 6 月末，现金短债比 1.87 倍，融资储备短债比 1.58 倍，净有息负债率 28.5%，创近五年新低水平。整体财务仍然保持稳健且结构持续优化。
- **目标价 45 港元，维持买入评级:** 公司凭借精益化运营和健康的财务结构，业务保持稳健增长，签约销售额稳居行业第四。我们预计公司 2023 年-2025 年实现归母核心净利润约 279 亿元/300 亿元/337 亿元，分别给予开发业务及经常性业务 2023 年 5 倍及 28 倍市盈率，目标价 45 港元，维持买入评级。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

行业	房地产
股价	33.75 港元
目标价	45.0 港元 (+32.6%)
股票代码	1109
已发行股本	71.31 亿股
市值	2406.69 亿港元
52 周高/低	38.89/22.34 港元
净资产	37.85 元/每股
主要股东	CRH (59.55%)

盈利摘要

年结日: 31/12	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	212,108	207,061	229,935	253,085	274,659
变动 (%)	18.1%	-2.4%	11.0%	10.1%	8.5%
归母核心净利润(百万人民币)	26,596	27,000	27,906	29,957	33,727
变动 (%)	10.2%	1.5%	3.4%	7.3%	12.6%
每股盈利(人民币元)	4.54	3.94	4.46	4.76	5.30
市盈率@33.75 港元	6.4	7.4	6.5	6.1	5.5
DPS(元)	1.38	1.40	1.45	1.55	1.75
息率 (%)	4.8%	4.8%	5.0%	5.4%	6.0%

股价表现



来源: 公司资料, 第一上海

来源: 彭博

附录 1：主要财务报表

<百万港币>, 财务年度截至<十二月>						<百万港币>, 财务年度截至<十二月>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	212108	207061	229935	253085	274659	增长率 (%)					
- 物业销售	183861	176162	188396	202911	216203	收入	18%	-2%	11%	10%	9%
- 租金收入	15867	15627	22494	27621	32521	毛利润	3%	-5%	3%	10%	11%
- 其他	12380	15271	19045	22553	25936	税前利润	0%	-8%	5%	7%	11%
毛利	57200	54291	55810	61615	68253	净利润	10%	-13%	13%	7%	11%
投资物业估值收益	7795	6978	7187	7331	7478	归属股东净利润	9%	-13%	13%	7%	11%
其他收入与损益	4394	3113	4669	4202	3782						
销售与管理费用	11965	11280	12646	13920	15106	盈利分析 (%)					
应占联营合营收益	4297	4101	4870	4754	6069	综合毛利率	27%	26%	24%	24%	25%
经营利润	61763	57209	59896	63989	70475	经营利润率	29%	28%	26%	25%	26%
净财务成本	1397	1700	1357	1503	1284	净利率	18%	16%	16%	15%	16%
						地产业务净利率	10%	8%	7%	7%	7%
税前利润	60366	55509	58539	62486	69191						
税项	22970	23140	21973	23476	25728	回报率 (%)					
少数股东权益	4994	4278	4754	5071	5650	派息比率	37%	37%	37%	37%	37%
归属利润	32401	28092	31812	33939	37813	ROA	4%	3%	3%	3%	3%
核心利润	26596	27000	27906	29957	33727	ROE	15%	12%	12%	12%	13%
派息	9831	9990	10326	11085	12480						
未分配利润	22570	18101	21486	22854	25334	偿付能力					
						流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3
每股盈利	4.54	3.94	4.46	4.76	5.30	利息覆盖率	10.0	6.4	5.8	5.6	7.3
每股派息	1.38	1.40	1.45	1.55	1.75	净负债率	19%	29%	21%	24%	28%
资产负债表						现金流量表					
<百万港币>, 财务年度截至<十二月>						<百万港币>, 财务年度截至<十二月>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	106773	95545	148050	151444	156066	税前利润	60366	55509	58539	62486	69191
存货	463	463	509	560	616	折旧摊销	1306	1333	1467	1613	1775
可供销售物业	402563	495498	545048	599553	659508	利息收入	-2602	-7957	-8668	-9600	-8201
其他	105473	121779	130675	140460	151223	营运资金变动	27606	-49626	43324	-11615	-12768
流动资产	615273	713285	824282	892017	967414	税项	-20578	-23140	-21973	-23476	-25728
固定资产	15427	16012	17613	19374	21312	经营现金流	7028	-31595	64974	11693	16554
投资物业	217530	237885	261674	287841	316625						
于联营合营企业投	62000	75717	84803	94980	106377	固定资产投资	-1967	-1918	-3068	-3374	-3712
其他	39574	38433	41879	45785	50212	投资物业投资	-27308	-20355	-23789	-26167	-28784
总资产	949804	1081332	1230251	1339997	1461940	合营联营公司投资	-6044	-13717	-9086	-10176	-11398
合同负债	212719	247765	322095	354304	389735	已收利息	1819	7957	8668	9600	8201
应付账款	131693	140858	161987	178186	196004	其他	5697	-21295	-4433	-6347	-6976
短期借贷	49322	52337	57571	63328	69660	投资现金流	-27803	-49328	-31707	-36465	-42668
其他	70893	86296	92653	96971	101729						
流动负债	464627	527256	634306	692789	757129	借贷变化	12722	32275	29715	24118	27448
长期借贷	90747	97924	122405	140766	161881	已付股息	-10820	-10820	-10820	-10820	-10820
应付高级票据	0	0	0	0	0	已付财务费用	-8151	-8696	-10025	-11103	-9485
递延税务	29153	31820	36593	40253	44278	其他	38297	38297	-1481	14267	13065
其他	73201	82624	69000	70317	71796	融资现金流	40198	51056	17413	27564	29692
总负债	657728	739625	862304	944124	1035084						
股东权益	226529	244047	265533	288388	313722	现金变动	19424	-29867	50680	2792	3579
少数股东权益	65547	97660	102414	107485	113135						
永续资本工具	0	0	0	0	0	期初现金及等价物	87534	106773	95545	146224	149016
负债与权益合计	292076	341707	367947	395873	426857	期末现金及等价物	106773	95545	146224	149016	152595

资料来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。