

华润置地 (01109.HK)

竞争格局改善优先受益方，优质资产运营引领者

行业产能出清方向明确，公司以高信用优势及城市深耕竞争力将优先受益于竞争格局改善：1、在行业高速扩张阶段公司秉承行稳致远策略，2020年之前的销售额增速不具备明显优势，2020年后公司迎来逆势扩张，销售额增速与可比同行的剪刀差逐渐拉大。2、2023H1公司再创销售佳绩，实现累计合同销售额1702.4亿元（+40.6%），位列克而瑞销售排行榜第四位，较2021年上升四名。3、公司于早年扩张后专注于核心城市深耕，2022年市占率排行前五城市较2021年增加10个至24个，核心单城销售额稳定。4、2023H2公司总可售货源约3859亿元，其中89%位于一二线高能级城市，住宅产品占比68%，将有力支持公司销售额持续领跑。

土地投资“调结构、调节奏、调布局”，以有效投资做实增量：1、2020年后公司逐渐提升独立开发比例，在追求安全稳健发展的同时也为后续权益利润的结转提升贡献比例，2023H1拿地权益比提升至73%相对高位。2、2019年后公司整体土地扩张相对稳健，基本保持每年1400亿元以上投资额，以有效投资保障后续销售业务，对应拿地销售比均值仍超50%（2023H1达60%）。3、公司土地投资策略逐步由利润导向走向深耕与优化并行的质量导向。2023M1-8公司获取44个项目，新增土储898万平（一/二线占比达35.8%/59.3%；居克而瑞新增土储价值榜榜首）。

作为内资商业运营引领者，第二增长曲线动能足，业绩贡献占比超14%：截至2023H1，公司旗下在营购物中心67个、写字楼20个、酒店17家；生态圈要素型领域涉及代建、长租和产业地产等多个衍生领域。公司存量商业资产规模行业领先，既能有力支持主营获取资源产生协同效益，又能自主盈利贡献长期稳定现金流，同时持有型资产自身的融资能力为公司在下行周期增加了重要的抗风险能力。2023H1公司经营性不动产业务实现租金收入107亿元（业绩贡献占比达14.7%），yoy+41%。

投资建议：住开业务方面，在供给侧改革下公司作为头部央企受益竞争格局改善，前景向好，支持业绩表现稳居市场前列；已售未结资源充沛，有望锁定未来稳定收入；土地投资“调结构、调节奏、调布局”，以有效投资做实增量，优质存量土储为后续盈利能力筑底企稳提供保障。经营性不动产业务方面，公司已然成为内资商业运营引领者，以“万象系”购物中心为代表的投资物业是公司重点发展的业务板块，同时亦是估值差异化体现所在。我们预计公司2023/2024/2025年营收为2394.3/2634.3/2799.5亿元；归母净利润为293.6/318.9/350.0亿元；对应EPS为4.12/4.47/4.91元/股；对应PE为6.7/6.2/5.6倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：政策放松不及预期；拿地规模不及预期；行业基本面下行风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	212,108	207,061	239,427	263,428	279,952
增长率 yoy (%)	18.1	-2.4	15.6	10.0	6.3
归母净利润（百万元）	32,401	28,090	29,362	31,888	35,003
增长率 yoy (%)	8.7	-13.3	4.5	8.6	9.8
EPS 最新摊薄（元/股）	4.54	3.94	4.12	4.47	4.91
净资产收益率 (%)	12.8	9.5	9.0	9.0	9.0
P/E (倍)	6.1	7.0	6.7	6.2	5.6
P/B (倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6

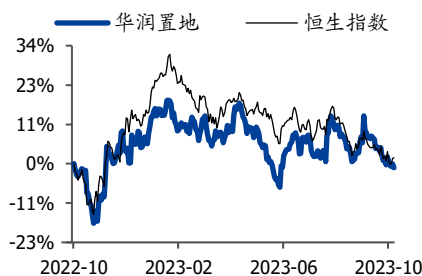
资料来源：Wind，国盛证券研究所。注：股价为2023年9月28日收盘价；汇率为2023年9月28日数据，1HKD=0.918 CNY。

买入（首次）

股票信息

行业	地产发展商
9月28日收盘价(港元)	30.20
总市值(百万港元)	215,354.38
总股本(百万股)	7,130.94
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	9.82

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 周卓君

执业证书编号：S0680523070006

邮箱：zhouzhuojun@gszq.com

分析师 肖依依

执业证书编号：S0680523080005

邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

研究助理 夏陶

执业证书编号：S0680122080038

邮箱：xiatao@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	615273	713285	830559	870519	951104
现金	108748	97468	99417	102400	107520
应收票据及应收账款	48461	45011	47750	47843	52719
其他应收款	40722	57759	65836	74854	81673
预付账款	11529	13974	13626	14609	18188
存货	403026	495961	599487	625723	686118
其他流动资产	2787	3112	4443	5091	4886
非流动资产	334532	368047	419230	469806	523490
长期投资	62000	75717	92468	108434	124938
固定资产	15427	16012	19102	21437	23169
无形资产	6315	7200	7807	8508	9317
其他非流动资产	250790	269118	299853	331427	366066
资产总计	949805	1081332	1249789	1340326	1474594
流动负债	464627	527256	647467	684427	761644
短期借款	49322	52337	56001	60481	68343
应付票据及应付账款	136915	149764	175054	179031	196261
其他流动负债	278390	325155	416413	444916	497040
非流动负债	193101	212369	226639	243165	259374
长期借款	125431	155860	167146	178321	186929
其他非流动负债	67670	56509	59493	64844	72445
负债合计	657728	739625	874107	927592	1021019
少数股东权益	65547	97660	102273	107436	113276
股本	674	674	674	674	674
留存收益	225855	243374	272735	304623	339626
归属母公司股东权益	226529	244047	273409	305297	340300
负债和股东权益	949804	1081332	1249789	1340326	1474594

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7028	1230	24897	21675	24065
净利润	37395	32368	33975	37052	40842
折旧摊销	928	893	1098	1290	1469
财务费用	1397	1700	1870	2057	2263
投资损失	4297	4102	4307	4522	4749
营运资金变动	-23748	-23757	2145	-4217	-6739
其他经营现金流	-13241	-14076	-18497	-19029	-18518
投资活动现金流	-27803	-39337	-41161	-40085	-42122
资本支出	2187	1897	2469	1802	-93
长期投资	-16184	-4822	-16751	-15966	-16503
其他投资现金流	-41800	-42262	-55443	-54249	-58718
筹资活动现金流	40198	26136	18213	21392	23177
短期借款	23600	3015	3664	4480	7862
长期借款	-4011	30429	11286	11174	8609
其他筹资现金流	20609	-7308	3263	5738	6706
现金净增加额	19423	-11971	1949	2983	5120

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	212108	207061	239427	263428	279952
营业成本	154909	152771	181617	198294	207377
营业费用	6094	5895	6769	7394	7802
管理费用	5872	5386	6180	6747	7142
财务费用	1397	1700	1870	2057	2263
其他收益	4437	3119	3778	3449	3613
公允价值变动收益	7795	6978	7387	7182	7284
投资净收益	4297	4102	4307	4522	4749
营业利润	60365	55508	58464	64090	71014
利润总额	60365	55508	58464	64090	71014
所得税	22970	23140	24489	27038	30172
净利润	37395	32368	33975	37052	40842
少数股东损益	4994	4278	4613	5164	5839
归属母公司净利润	32401	28090	29362	31888	35003
EBITDA	18829	15463	17443	18849	20438
EPS (元/股)	4.54	3.94	4.12	4.47	4.91

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	18.1	-2.4	15.6	10.0	6.3
营业利润 (%)	0.3	-8.0	5.3	9.6	10.8
归属母公司净利润 (%)	8.7	-13.3	4.5	8.6	9.8
获利能力					
毛利率 (%)	30.9	27.0	26.2	24.1	24.7
净利率 (%)	15.3	13.6	12.3	12.1	12.5
ROE (%)	12.8	9.5	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	5.9	4.6	4.4	4.4	4.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.2	68.4	69.9	69.2	69.2
净负债比率 (%)	35.8	39.6	39.9	40.3	40.1
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	-1.2	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	4.54	3.94	4.12	4.47	4.91
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.99	0.17	3.49	3.04	3.37
每股净资产 (最新摊薄)	31.77	34.22	38.34	42.81	47.72
估值比率					
P/E	6.1	7.0	6.7	6.2	5.6
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	19.5	27.8	25.7	24.9	24.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 10 月 9 日收盘价

内容目录

一、经营策略稳健，以 3+1 一体化的业务模式形成发展合力	6
二、开发销售型业务受益竞争格局改善，销售前景向好	8
2.1 头部央企在资金流动性及资源整合链条上相对受益，投资价值彰显	8
2.2 土地投资“调结构、调节奏、调布局”，以有效投资做实增量	13
2.3 财务稳健穿越周期，信用优势明显	19
2.4 业绩表现稳居市场前列；已售未结资源充沛，有望锁定未来稳定收入	22
三、经营性不动产业务是公司差异化价值体现所在	26
3.1 商业不动产业务	26
3.1.1 购物中心	28
3.1.2 写字楼	34
3.2 生态圈要素型业务	36
四、盈利预测与估值	39
4.1 盈利预测	39
4.2 可比公司法估值	41
风险提示	42

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权架构（截至 2022 年报）	7
图表 3: 华润置地与行业销售金额同比增速比较	8
图表 4: 华润置地全口径销售金额	9
图表 5: 华润置地全口径销售面积	9
图表 6: 华润置地全口径销售均价	9
图表 7: 华润置地 2022 年至今月度销售走势与百强销售额对比	9
图表 8: 2023 下半年华润置地可售资源分布	10
图表 9: 2023 下半年华润置地预期供货节奏	10
图表 10: 华润置地 2023 年销售表现	10
图表 11: 华润置地 2023 年权益销售表现	10
图表 12: 公司于克而瑞销售榜单中的排名变化	11
图表 13: 2023 上半年区域签约额贡献	11
图表 14: 华润置地分区域签约销售占比	12
图表 15: 华润置地分线城市签约销售占比	12
图表 16: 华润置地 2023 上半年 TOP10 城市签约额贡献 59%	12
图表 17: 公司布局城市数量及单城市销售规模	12
图表 18: 35-45 岁购房群体占比	13
图表 19: 公司住宅产品系介绍	13
图表 20: 华润置地新增项目个数	14
图表 21: 华润置地新增土储建面及 yoy	14
图表 22: 华润置地新增土储总价及 yoy	14
图表 23: 华润置地新增土储均价及 yoy	14
图表 24: 克而瑞拿地榜单排行	14
图表 25: 华润置地新增土储权益比例	15
图表 26: 华润置地拿地金额/销售金额	15

图表 27: 华润置地新增土储能级分布 (按投资金额)	15
图表 28: 华润置地截至 2023M8 权益拿地额 TOP10 城市	15
图表 29: 主流房企一线城市拿地金额 (亿元) 对比	16
图表 30: 2023 年至今华润置地拿地情况	16
图表 31: 华润置地总土地储备及增速	18
图表 32: 华润置地权益储备及增速	18
图表 33: 华润置地土储权益比例 (按面积)	18
图表 34: 华润置地开发销售土储覆盖销售面积倍数	18
图表 35: 华润置地总土地储备分类	19
图表 36: 华润置地开发销售土储能级分布	19
图表 37: 华润置地开发销售土储区域分布	19
图表 38: 华润置地 2023 上半年投资物业土储业态占比	19
图表 39: 华润置地在手现金	20
图表 40: 华润置地总有息负债	20
图表 41: 华润置地三道红线	20
图表 42: 华润置地加权平均融资成本	21
图表 43: 华润置地平均债务期限 (年)	21
图表 44: 华润置地 2023 上半年债务期限结构 (按境内外) (十亿元)	21
图表 45: 华润置地 2023 上半年债务利率结构	21
图表 46: 华润置地 2022 年至今债券发行明细	22
图表 47: 华润置地营业收入及同比	23
图表 48: 华润置地营业收入构成	23
图表 49: 华润置地房地产板块结算情况	23
图表 50: 华润置地已售未结金额	23
图表 51: 华润置地截至 2023H1 已售未结分布 (亿元)	23
图表 52: 华润置地 2023-2025 可结算面积 (百万平米)	23
图表 53: 华润置地综合毛利率	24
图表 54: 华润置地各业务板块毛利率	24
图表 55: 华润置地三项费用率	24
图表 56: 华润置地利息支出及同比增速	24
图表 57: 华润置地归母净利润及同比	25
图表 58: 华润置地归母核心净利润及同比	25
图表 59: 华润置地净利润率	25
图表 60: 华润置地每股盈利指标	25
图表 61: 华润置地“3+1”业务模式	26
图表 62: 华润置地商业地产发展历程	27
图表 63: 华润置地经营性不动产业务收益	27
图表 64: 华润置地租金覆盖股息及利息倍数	27
图表 65: 华润置地经营性不动产业务公允价值构成 (按类型)	28
图表 66: 投资物业之公允价值变动收益	28
图表 67: 重点 24 城人均购物中心面积	29
图表 68: 重点 24 城购物中心空置率情况	29
图表 69: 华润置地购物中心产品线	29
图表 70: 华润置地已开业购物中心数量	30
图表 71: 华润置地在营购物中心面积	30
图表 72: 华润置地计划在营购物中心数量	30
图表 73: 华润置地计划在营购物中心面积 (百万平米)	30

图表 74: 华润置地购物中心城市能级分布 (截至 2023H1)	31
图表 75: 华润置地购物中心区域分布 (截至 2023H1)	31
图表 76: 截至 2023H1, 华润置地在营购物中心城市分布项目个数简略图.....	31
图表 77: 华润置地购物中心零售额	32
图表 78: 华润置地购物中心出租率	32
图表 79: 华润置地购物中心月均销售坪效	32
图表 80: 华润置地购物中心租售比	32
图表 81: 2022 年商场销售额及客流 TOP 统计	33
图表 82: 华润置地重奢购物中心租金表现 (亿元)	33
图表 83: 华润置地购物中心重奢及非重奢零售额同比.....	33
图表 84: 华润置地购物中心重奢及非重奢零售额同店同比.....	33
图表 85: 华润置地购物中心租金收入及同比.....	34
图表 86: 华润置地购物中心毛利率	34
图表 87: 华润置地购物中心 EBITDA/Cost	34
图表 88: 华润置地单位购物中心业绩表现	34
图表 89: 华润置地写字楼租金收入及同比	35
图表 90: 华润置地写字楼出租率.....	35
图表 91: 华润置地写字楼毛利率.....	35
图表 92: 华润置地写字楼回报率.....	35
图表 93: 华润置地酒店租金收入及同比.....	36
图表 94: 华润置地酒店平均房价及入住率	36
图表 95: 华润置地长租公寓发展路径.....	37
图表 96: 华润置地长租公寓业绩表现	37
图表 97: C-REITs 试点范围拓展路径.....	38
图表 98: 华润置地营业收入及毛利率测算表 (百万元)	40
图表 99: 华润置地盈利预测表 (百万元)	40
图表 100: 华润置地盈利预测表-历史及假设费用率 (营业收入口径)	41
图表 101: 可比公司估值 (股价为 2023 年 9 月 28 日收盘价, 货币均为 CNY, 1HKD=0.918CNY)	41

一、经营策略稳健，以 3+1 一体化的业务模式形成发展合力

华润置地于 1996 年改组成立（前身是 1994 年华创入股北京华远，通过财务管控进入地产行业），同年 11 月在香港联交所上市，是华润(集团)有限公司旗下负责城市建设运营的业务单元。2004 年，国资委确定房地产开发业务为华润集团主营业务之一。2005 年，公司收购集团北京华润大厦等优质出租业务，涉足商业开发。2016 年，公司提出“2+X”新商业模式，致力于发展物业服务、长租公寓、城市更新等多元化业务，向城市综合投资开发运营商转型。2020 年公司以“韧性生长，奋楫笃行”为主要战略规划，在市场下行的经营环境中取得有韧性的业绩增长。2021 年公司提出“勇毅笃行，韧性生长”，以开展“相关多元多赛道创新发展模式”实现逆周期成长。2022 年公司“稳中精进，勇毅笃行”的战略重点在于“稳”字当头，即在房地产业低迷的当下保持稳健的经营策略，从而稳健穿越周期，稳步提升效益。2023 年公司在“有利润增长的营收和有现金流的利润”核心思想指导下实现累计合同销售额 1702.4 亿元（yoy+40.6%），合同销售面积 701.0 万平（yoy+19.4%）。

十四五阶段，公司将持续以“城市投资开发运营商”战略定位为指引，通过构建 3+1 一体化发展的业务模式，以开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务三大主营业务形成合力共同发展，形成“大型城市地标综合体、大型城市更新/城市旧改、大型城市场馆、城市 TOD 上盖综合体、城市投资开发运营生态圈的构建和运营”五大核心竞争力和资源优势：

1. 住开业务方面，截至 2022 年末公司已布局境内外 74 个城市，在供给侧改革下公司作为头部央企受益竞争格局改善，前景向好，支持业绩表现稳居市场前列；已售未结资源充沛，有望锁定未来稳定收入；土地投资“调结构、调节奏、调布局”，以有效投资做实增量，优质土储存量为后续开发业务盈利能力筑底企稳提供保障。
2. 经营性不动产业务方面，公司已然成为内资商业运营引领者，以“万象系”购物中心为代表的投资物业是公司重点发展的业务板块，同时亦是公司差异化价值体现所在。
3. 轻资产管理业务上，公司于 2020 年分拆商业运营与物业管理业务，成立华润万象生活有限公司(简称:华润万象生活, 股票代码:1209.HK)，并在香港联合交易所主板成功上市，商管业务持续引领好成绩。

图表 1：公司发展历程

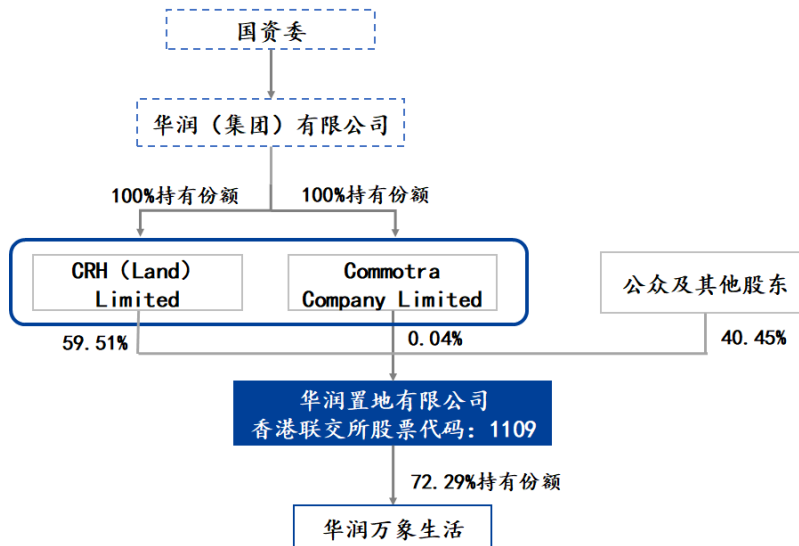


资料来源：根据公司官网资料整理，国盛证券研究所

控股股东实力雄厚，股权集中稳定

华润(集团)有限公司为公司控股股东，通过 CRH (Land) Limited 和 Commotra Company Limited 合计持有公司 59.55%的股份（自 2019 年末以来持股比例均为 59.55%），股权结构稳定，为公司长期平稳运行奠定基础。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2022 年报)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

华润(集团)有限公司为国务院国资委直接监管的国有重点骨干企业之一，现已发展成为业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业 6 大领域，下设 26 个业务单元，一家直属机构，实体企业 3077 家，在职员工约 37.5 万人，位列 2023 年《财富》世界五百强第 74 位的大型集团有限公司。强大的股东背景成为公司快速发展的坚实后盾，同时集团产业链资源亦为公司多元发展提供更多可能。

二、开发销售型业务受益竞争格局改善，销售前景向好

2.1 头部国央企在资金流动性及资源整合链条上相对受益，投资价值彰显

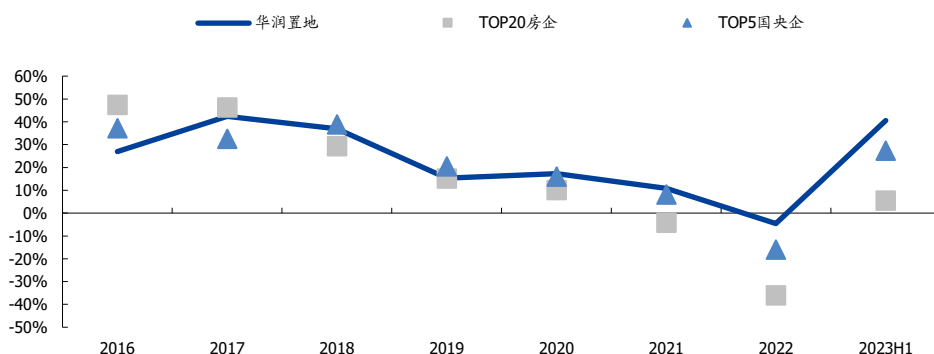
行业产能出清方向明确，国央企在资金流动性及资源整合链条上相对受益，投资价值彰显；同时在需求侧政策利好下，公司以高信用优势及城市深耕竞争力将优先受益于竞争格局改善：

1. 2020年后在“三道红线”、“两集中”等政策监管下，房企此前依赖的高杠杆扩张路径已明显受限，资源倾斜下公司迎来逆势扩张，销售额增速与可比同行的剪刀差逐渐拉大。
2. 2022年，公司以3013亿元销售金额位列克而瑞销售排行榜单第四位，较2021年上升四名，受益于竞争格局改善行业排名稳步提升。2023H1公司再创销售佳绩，实现累计合同销售额1702.4亿元(yoy+40.6%)，合同销售面积701.0万平(yoy+19.4%)。
3. 公司于早年扩张后专注于核心城市深耕，2022年市占率排行前五城市较2021年增加10个至24个，单城销售额稳定，产品力受市场认可度持续提升。

公司销售表现优于同行平均水平

在行业高速扩张阶段，“高杠杆、高负债、高周转”模式曾一度被部分房企奉为主臬，而“三高”旧模式虽为部分企业带来迅速发展，但房地产行业自身具备的金融属性致其对融资杠杆的使用依赖程度较强，进一步催化房地产行业金融风险。公司由于一直秉承行稳致远策略，2020年之前（尤其2016年）公司的销售额增速对比TOP20房企及TOP5国央企CAGR不具备优势；2020年在“三道红线”、“两集中”等政策监管下，此前房企依赖的高杠杆扩张路径已明显受限，资源倾斜下公司迎来逆势扩张，销售额增速与可比同行的剪刀差逐渐拉大。数据来看，近四年（2018年末至2022年）华润、TOP20房企及TOP5国央企销售额CAGR分别为9.4%、-6.1%及6.1%；2023H1三者销售额增速分别为40.6%、5.5%、27.4%，公司表现优于同行平均水平。

图表3：华润置地与行业销售金额同比增速比较



资料来源：克而瑞，国盛证券研究所

注：TOP5国央企为2022年克而瑞销售排行榜单前五的国央企（含华润置地）。

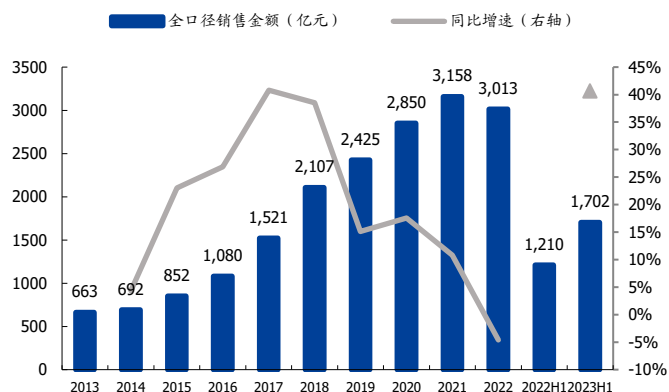
2022年下半年以来已走出独立业绩，月均销售额近300亿元

截至2022年末公司已布局境内外74个城市，实现开发销售型业务签约额3013.3亿元（权益比69.3%，提升1pct），同比下降4.6%；实现签约面积1425万平方米（权益比72.8%），同比下降18.8%；对应销售均价21144元/平方米，同比增长11.5%。

月度走势来看，2022年上半年受大环境影响房地产企业多成交疲软，公司月均全口径销售额约200亿元，较2021年同期月均水平下滑26.6%，月度同比走势与百城商品住宅

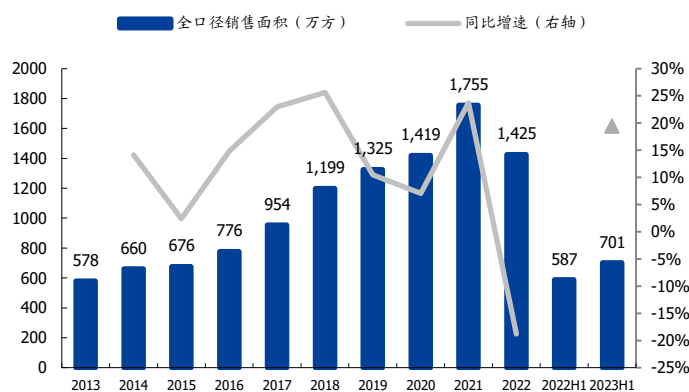
销售额相对趋同；6 月在社交环境影响逐渐淡化叠加年中推盘量提升的背景下，公司实现单月签约额 396.9 亿元，同比提升 2.5%。2022 年下半年行业烂尾楼停贷事件发酵，致市场成交活跃度复苏迹象趋缓，面对行业变局公司通过前置供货（2022 年公司新开项目 67 个，其中当年拿地当年开盘项目 30 个；平均首开周期为 7.1 个月，较 2021 年提速 2.3 个月）提高开发效率，以产品力及市场竞争力实现 2022H2-2023H1 月均全口径销售额约 300 亿元，较 2022H1 月均值同比提升约 44.8%，低迷大环境下营运能力突出（2022H2-2023M8 公司月均销售额增速为 32.7%，同期百城商品住宅月均销售额增速为 -4.6%）。

图表 4：华润置地全口径销售金额



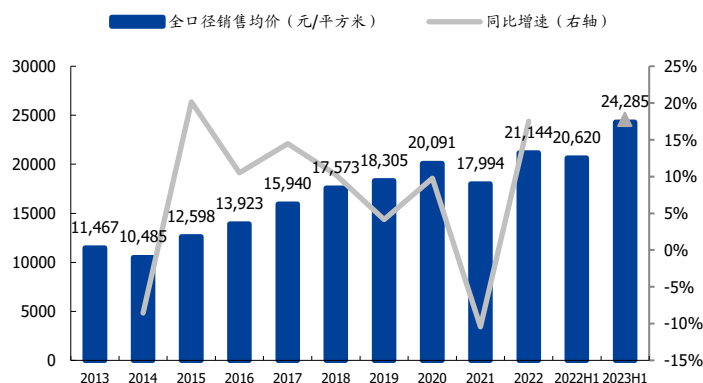
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 5：华润置地全口径销售面积



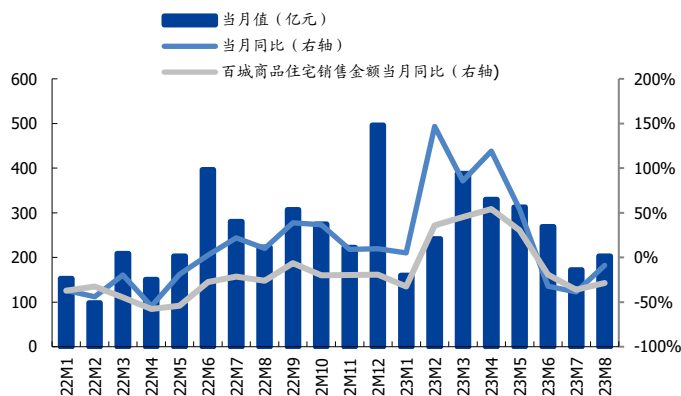
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 6：华润置地全口径销售均价



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 7：华润置地 2022 年至今月度销售走势与百强销售额对比



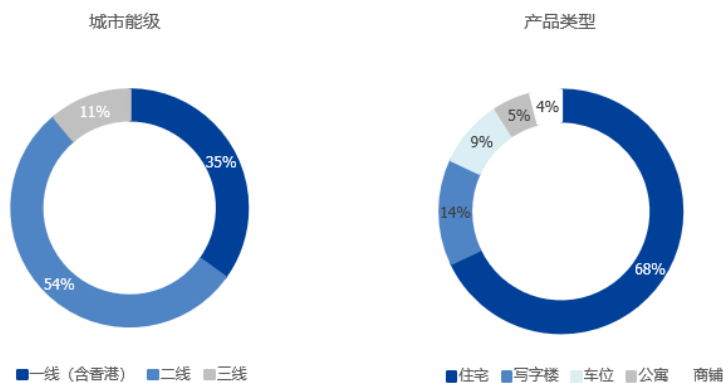
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

2023 年可售资源优质，支持公司行业排名稳步提升

2023 年公司总可售货源达 5384 亿元（同比提升 2.0%），可售资源城市能级及产品类型结构优质，其中 89% 位于市场供求关系健康的一二线高能级城市，住宅产品占比 77%。于 2022 公司全年业绩发布会，管理层表示“按照全年 60% 去化计算，公司全年实际销售金额将超过 3000 亿元”。

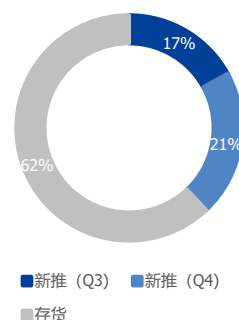
其中 2023H2 公司总可售货源约 3859 亿元，其中 89% 位于一二线高能级城市，住宅产品占比 68%。

图表 8: 2023 下半年华润置地可售资源分布



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

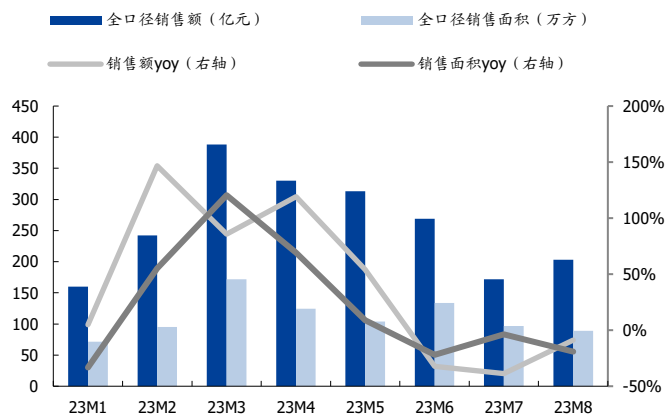
图表 9: 2023 下半年华润置地预期供货节奏



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

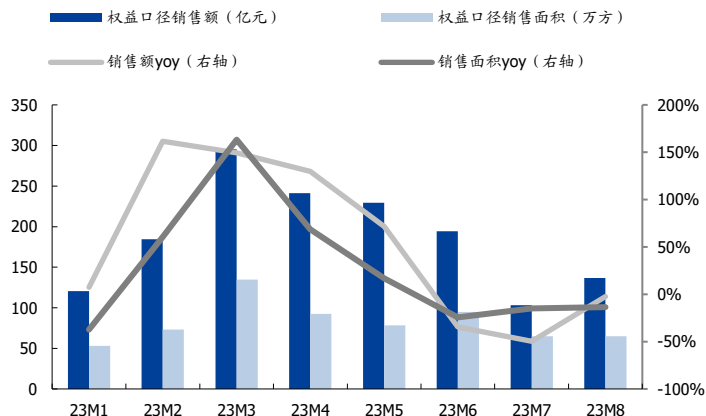
据公司公告数据,截至 2023 年 8 月,公司累计实现销售额 2077.2 亿元(权益比 72.5%),同比提升 21.2%,当前销售目标完成额达 69.2%(若以公司年初预计的 3000 亿元计算);累计实现销售面积 887.0 万平(权益比 74.0%),同比提升 11.2%。2023 年初首五个月公司单月销售额均实现同比正增长,且 2 月及 4 月单月同比涨幅均破 100%,逆势跑出加速度;6 至 8 月受市场情绪及淡季影响,在去年同期高基数下录得单月销售额同比为负。2023 年 8 月公司位列克而瑞全口径和权益口径(累计)销售排行榜单第四位。其中前者较 2022 年末持平,而后者较 2022 年末上升一位。

图表 10: 华润置地 2023 年销售表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 华润置地 2023 年权益销售表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司于克而瑞销售榜单中的排名变化

华润置地	全口径销售额 (亿元)	排行	全口径销售面积 (万方)	排行	权益口径销售额 (亿元)	排行
2023M8	2077	4	892.6	5	1527	4
2023H1	1702	4	705.4	5	1268	5
2022 年	3013	4	1390.4	4	2112	5
2021 年	3158	8	1825.1	10	2174	8
2020 年	2850	9	1500	15	1819	12
2019 年	2430	10	1324.1	16	1676	11
2018 年	2106	9	1205.9	14	1811	8

资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

注: 克而瑞数据与公司年报披露数据存在细微差距。

公司聚焦高能级城市深耕战略成效显著

从公司销售贡献占比来看, 公司长期坚守一二线高能级城市布局策略, 近五年 (2018 至 2023H1) 一二线销售额占比均高于 84%; 同时在区域选择上相对均衡, 以华东、华南 (含深圳) 及华北为主要发力点 (近五年销售贡献占比约 70%-75%), 辅以华西、东北及华中区域落子。

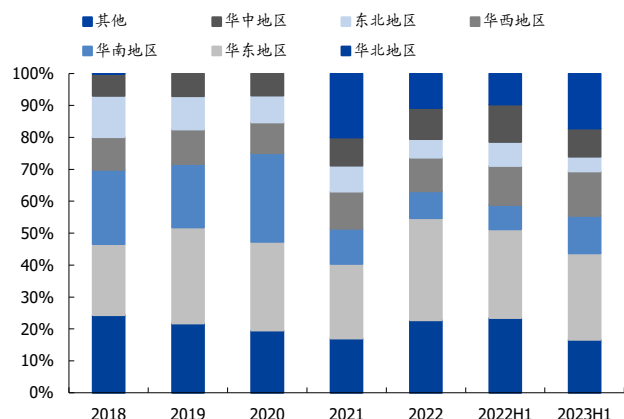
受益于持续深耕需求稳健销售风险较低的高能级城市, 公司 2023 上半年签约均价同比提升 17.8%。具体能级城市来看, 2023 上半年公司一二线城市签约额占比提升至 90% 高位, 较去年同期提升 4pct, 其中前十城市的签约额占比达 59%, 百亿销售城市达 4 座; 区域分布来看, 2023 上半年华东/华南/深圳区域分别实现销售额 461/200/258 亿元, 同比提升 37%/119%/121%, 销售结构深度优化。

图表 13: 2023 上半年区域签约额贡献



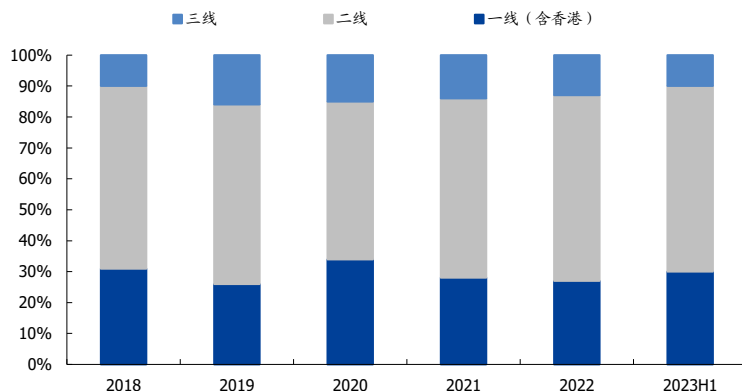
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 14: 华润置地分区域签约销售占比



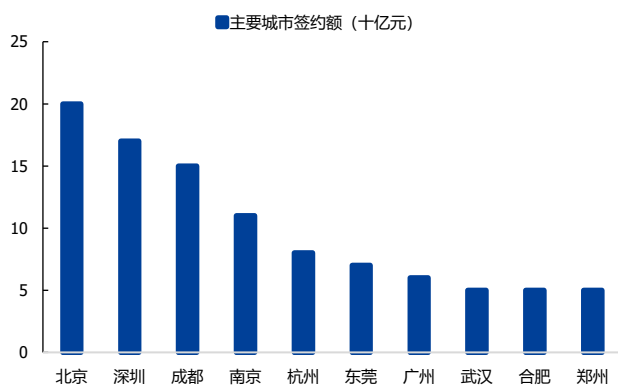
资料来源: 公司年报、公司公告, 国盛证券研究所
注: 其他为深圳及香港 (2021-2023 上半年单独剥离)。

图表 15: 华润置地分线城市签约销售占比



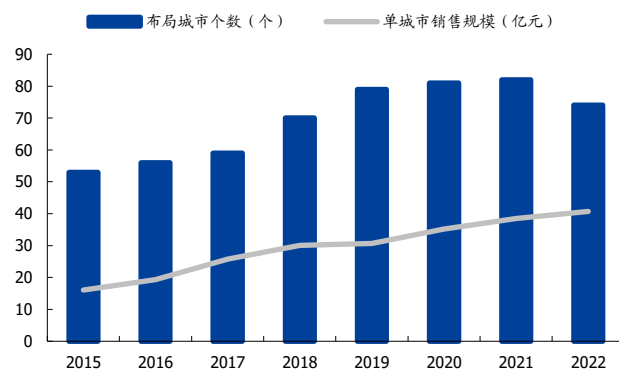
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 16: 华润置地 2023 上半年 TOP10 城市签约额贡献 59%



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 17: 公司布局城市数量及单城市销售规模



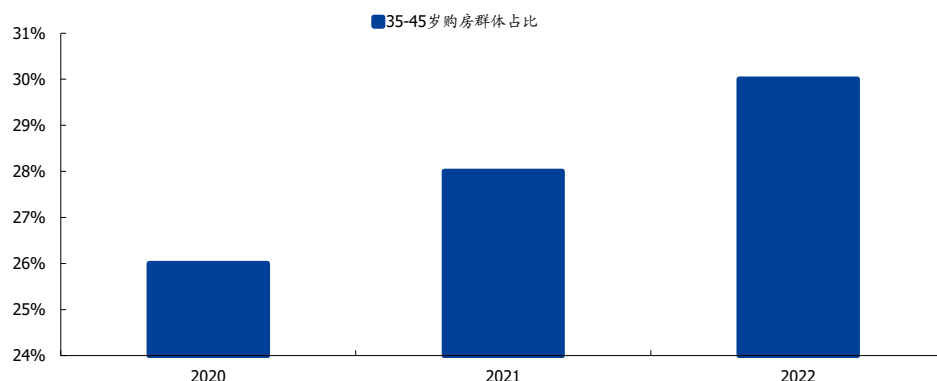
资料来源: Wind、公司年报, 国盛证券研究所

公司产品线及国企背书背景更受益于市场稳定的改善型需求

公司目前沉淀出包括“瑞系”、“悦系”、“润系”、“时光系”在内的 4 大住宅产品线, 瞄准核心城市中高端客群, 以高品质产品满足多元改善需求。根据 1 月 13 日, 中国人民大学商学院与贝壳研究院联合发布的《住房需求洞察系列研究之改善性购房需求专题报告》, 可以发现在经济下行期间, 刚性需求受到未来收入预期下滑、人口结构变化等因素的较大挤压, 改善性需求更显韧性, 数据来看重点 50 城市改善购房占比 (以 35 岁-45 岁购房群体为代表) 由 2020 年的 26% 提高到 2022 年的 30%; 尤其一二线高能级城市的改善性需求更高, 例如北京、天津、厦门已步入了改善性主导的市场, 三城改善群体交易量均在刚需交易量的 1.5 倍以上。

同时, 在民企保交楼及现金流安全问题下, 国企信用背书优势凸显, 需求端国企产品往往成为购房者首要选择; 供给端大部分出险民企最终的结局仍是缩表或退出市场, 为国企逆势扩张提供机会。

图表 18: 35-45 岁购房群体占比



资料来源：中国人民大学商学院与贝壳研究院专题报告，国盛证券研究所
注：35 岁-45 岁购房群体，是以改善性需求为主的核心人群。

图表 19: 公司住宅产品系介绍

产品系	定位	开篇之作	其他代表作	产品展示图
瑞系	国际化高定奢居	深圳湾瑞府 2019 年深圳湾瑞府首次开盘均价 15.8 万/平，单套总价 2448 万起，最高单套总价约 1.2 亿元。	武汉瑞府 郑州北龙湖瑞府	
悦系	时代的繁华坐标	深圳湾悦府 2015 年 8 月 29 日，华润深圳湾悦府产品发布，以高端住宅迭代范本延续公司第一座高端住宅华润幸福里（2009 年 8 月 2 日）作为深圳、甚至全国的高端住宅典范。	武汉幸福里 长沙悦府	
润系	东方的简雅极作	北京海淀幸福里 2021 年，作为润系开篇之作，海淀幸福里不断攀越新的峰层，一举摘得 129 亿销售额的荣耀勋章。	郑州琨瑜府 长沙润樾府	
时光系	岁月的温润载体	清河橡树湾（2005 年）	武汉橡树湾	

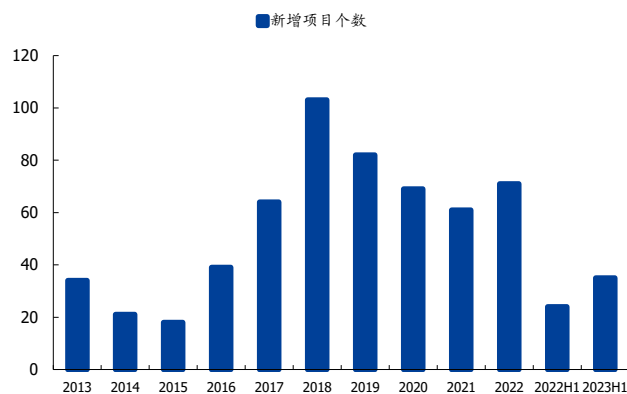
资料来源：根据华润置地华中大区公众号整理，国盛证券研究所

2.2 土地投资“调结构、调节奏、调布局”，以有效投资做实增量

2022 年，公司在流动性充裕基础上保持较强土地投资能力，全年新获取项目 71 个（其中多元化拿地项目数量占比 37%）；合计拿地总价 1442 亿元，较 2021 年仅小幅下滑 3.2%，权益地价 1102 亿元（权益比 76%），同比下滑 2.1%；新增土储面积 1095 万平方米，同比下滑 23.9%，权益面积 789 万平方米（权益比 72%），同比下滑 28.7%；对应拿地均价约 13172 元/平，高能级城市聚焦下同比提升 27%。公司 2022 年新增土储货值、价值及建面于克而瑞房企拿地排行榜中均位列第二，销售及拿地的良性滚动为公司跨越周期优大于市提供有力动能。

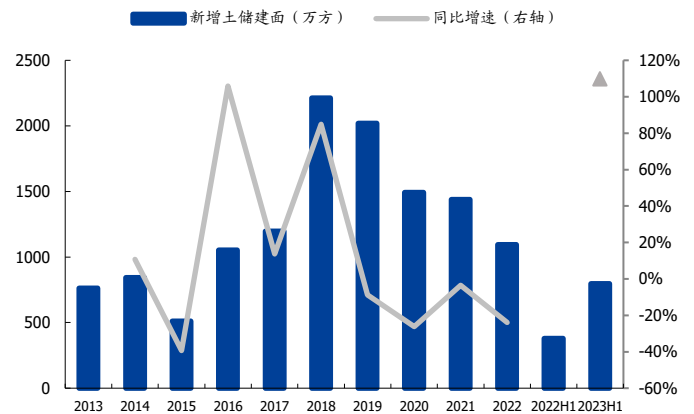
根据公司拿地通函，2023 年 1-8 月公司共获取 44 个项目，新增土储 898 万平（一（含香港，下同）/二线占比达 35.8%/59.3%），对应权益价款 867 亿元（一/二线占比达 44.2%/49.8%），权益比约 73%；于克而瑞新增土储货值及新增土地价值榜单中均位列首位。

图表 20: 华润置地新增项目个数



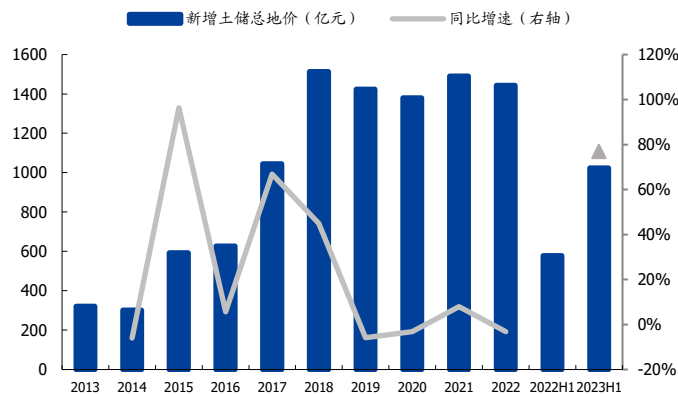
资料来源: 业绩 PPT、公司年报, 国盛证券研究所

图表 21: 华润置地新增土储建面及 yoy



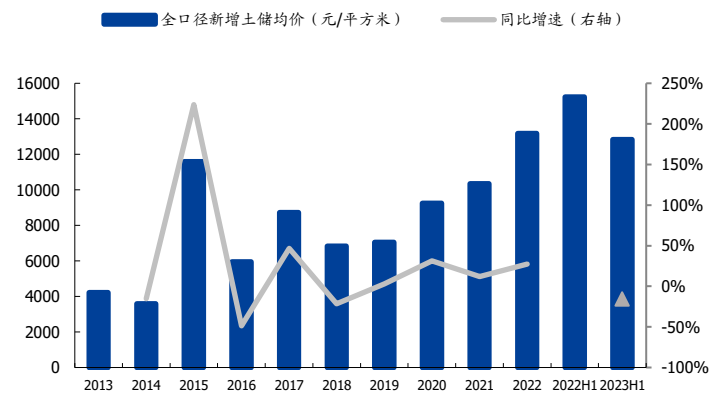
资料来源: 业绩 PPT、公司年报, 国盛证券研究所

图表 22: 华润置地新增土储总价及 yoy



资料来源: 业绩 PPT、公司年报, 国盛证券研究所

图表 23: 华润置地新增土储均价及 yoy



资料来源: 业绩 PPT、公司年报, 国盛证券研究所

图表 24: 克而瑞拿地榜单排行

年份	排名	新增土地货值	排名	新增土地价值	排名	新增土地建面
		亿元		亿元		万方
2023M8	1	1828.8	1	745.3	1	477.9
2022	2	2393.8	2	1066.1	2	770.7
2021	7	2843.4	6	1375.3	8	1201.4
2020	11	3026.2	9	1326	16	1414.7
2019	6	3000.5	6	1169.3	10	1706.7
2018	7	3247.8	5	1262.4	9	2127.8

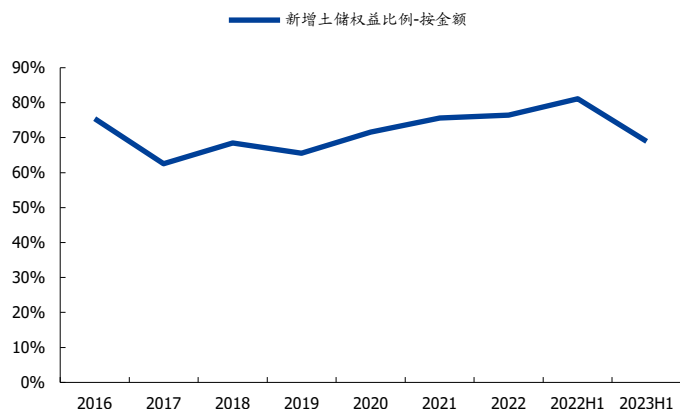
资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

注: 克而瑞榜单数据仅包含招拍挂土地以及收并购项目, 与公司披露的多元拿地数据存在口径差异, 仅供参考。

调结构: 以过往数据分析来看, 2017 年起公司借助合作撬动规模增长, 拿地权益比由 2017 年的 75% (金额口径) 逐渐下滑至 2019 年的 66% 低点; 2020 年后公司逐渐提升独立开发比例, 在追求安全稳健发展 (公司主动提高权益比, 2021 年房企集中暴雷期间一定程度已规避合作风险) 的同时也为后续权益利润的结转提升贡献比例, 截至 2022 年末, 公司金额口径拿地权益比例再次提升至 76.4% 的高位。2023H1, 受土地市场竞争激烈影响, 公司在保障拿地总量与质量的同时小幅下滑权益比至 69%。

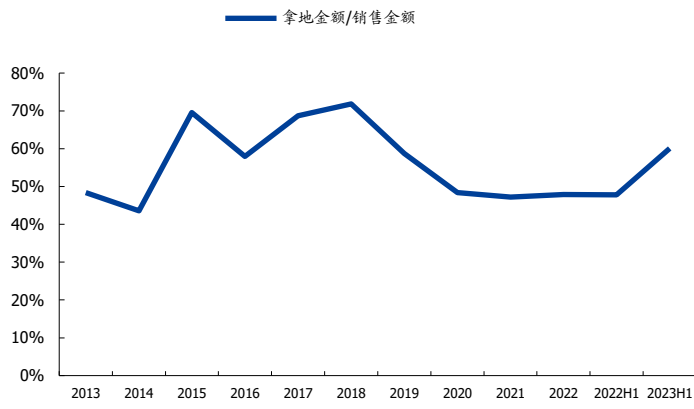
调节奏：同时公司 2019 年前土地投资额度持续扩张，2013-2018 土地投资金额 CAGR 约 36.4%，年均土地投资总价约 733.1 亿元，对应拿地销售比均值约 60%。2019 年后公司动态调整投资策略，整体土地扩张相对稳健，基本保持每年 1400 亿元以上（2020 年接近 1400 亿元）的投资额，以有效投资保障后续销售业务的可持续性增长，对应拿地销售比均值仍超 50%（2022 年为 48%，2023H1 达 60%）。

图表 25：华润置地新增土储权益比例



资料来源：业绩 PPT、公司年报，国盛证券研究所

图表 26：华润置地拿地金额/销售金额

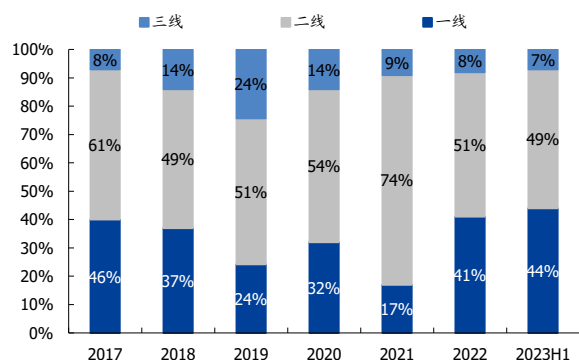


资料来源：业绩 PPT、公司年报、公司公告，国盛证券研究所

调布局：公司土地投资策略可划分为三个阶段，逐步由利润导向走向深耕与城市优化并行的质量导向，抓住市场机会做城市替换。

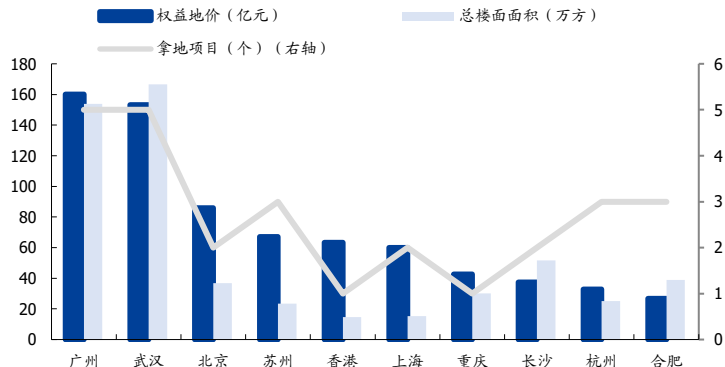
- 1) 2014-2017 年，在提高毛利率水平策略下公司重仓高能级城市。
- 2) 2018-2021 年，公司在二线城市宏观调控趋严叠加核心城市竞争愈发激烈的背景下拓宽拿地区域，选择性进入部分低能级城市，期间公司于一线/二线/三线（三线城市如烟台北、无锡、惠州、徐州等）的年均拿地比例分别为 28%/57%/15%。
- 3) 2022 年至今，公司坚定落实“调结构、调节奏、调布局”策略，在保证财务稳健的前提下，严格执行财务回报指标要求，以重点城市的投资聚焦为业绩的持续增长夯实基础。纵向来看，2022 年土地投资中，公司于一线/二线/三线的拿地金额占比分别为 41%/51%/8%，一线较 2021 年提升 24pct；2023H1 公司于一二线城市投资占比达 93%，总可售货值占比近 93%，其中在广州、北京、武汉、南京等地获取优质商业综合体项目 5 个。横向来看，2022 年及 2023H1 公司于一线城市补货金额均超其他主流样本房企。

图表 27：华润置地新增土储能级分布（按投资金额）



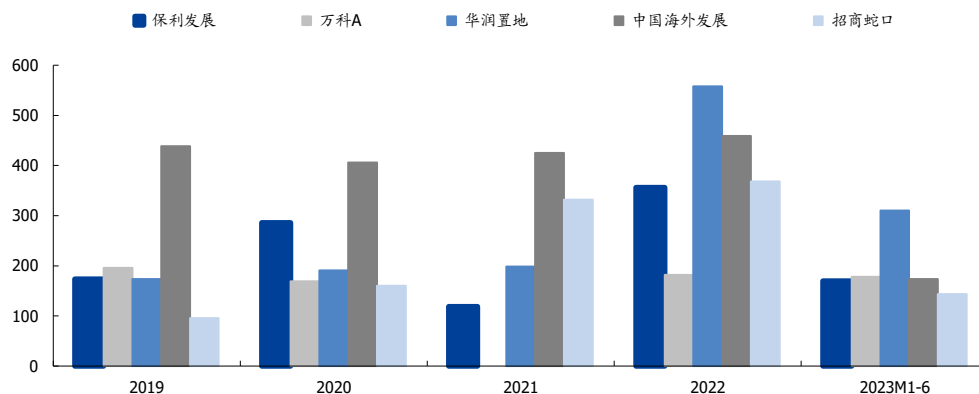
资料来源：业绩 PPT，国盛证券研究所

图表 28：华润置地截至 2023M8 权益拿地额 TOP10 城市



资料来源：公司拿地通函，国盛证券研究所
注：数据统计截至 2023 年 8 月底。

图表 29: 主流房企一线城市拿地金额 (亿元) 对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 2020 至 2022 年, 万科、华润及中海曾被禁止在上海拿地。

多元增储: 公司开拓出包括收并购、城市更新、集体用地、文体产业协同、资产定制、TOD 合作等投资渠道, 将公开拿地与多元增储渠道结合以提升土储质量, 为销售可持续性增长提供高质量保障。2023 年 3 月 29 日, 公司发布公告称以 124 亿元的总代价完成华夏幸福及其相关子公司持有的 4 个项目公司股权收购。彰显公司充裕流动性的同时, 公司也在可控成本下通过受让标的股权公司, 间接取得武汉长江中心项目、武汉中北路项目和南京大校场项目, 以及标的股权公司下属的子公司, 有效补充武汉及南京优质土储。

图表 30: 2023 年至今华润置地拿地情况

拿地月份	项目名称	所在城市	城市能级	总楼面面积	华润方需支付价款	权益比例	拿地方式
				平方米	百万元		
2023M1	建邺区江心洲长租公寓项目	南京	二线城市	46,519	72	30%	-
2023M1	荔湾区白鹅潭综合体项目商业地块	广州	一线城市	248,408	2,981	100%	底价竞得
2023M1	长沙湾润发仓商住项目	香港	一线城市	146,784	6,344	45%	认购合营企业股权
2023M2	增城区润城生命科学园产业项目	广州	一线城市	237,181	20	40%	底价竞得
2023M2	工业园区中新大道南住宅项目	苏州	二线城市	102,179	3,643	100%	摇号竞得
2023M2	上城区四七堡空港高架路西住宅项目	杭州	二线城市	45,866	2,055	100%	摇号竞得
2023M2	朝阳区朝阳站综合体项目	北京	一线城市	275,500	6,358	100%	底价竞得
2023M3	武昌区长江中心综合体项	武汉	二线城市	1,172,000		100%	收购华夏幸福股权
2023M3	武昌区中北路商住项目	武汉	二线城市	223,100	12,400	100%	收购华夏幸福股权
2023M3	秦淮区大校场综合体项目	南京	二线城市	632,590		60%	收购华夏幸福股权
2023M4	晋源区长风商务区商住项目	太原	二线城市	639,947	1,181	51%	承债式股权收购
2023M4	青浦区徐泾小涞港西住宅项目	上海	一线城市	75,819	3,015	100%	溢价竞得
2023M4	番禺区长隆综合体项目住宅及商办地块	广州	一线城市	615,484	8,962	50%	封顶摇号
2023M4	番禺区长隆综合体项目商业地块	广州	一线城市	240,000	898	50%	封顶摇号
2023M4	岳麓区洋湖垸洋湖路住宅项目	长沙	二线城市	87,946	698	100%	熔断摇号
2023M4	肥西县达益东住宅项目	合肥	二线城市	73,821	658	100%	竞拍限价摇号
2023M5	大兴区西红门 5 号住宅项目	北京	一线城市	93,719	2,236	60%	摇号竞得

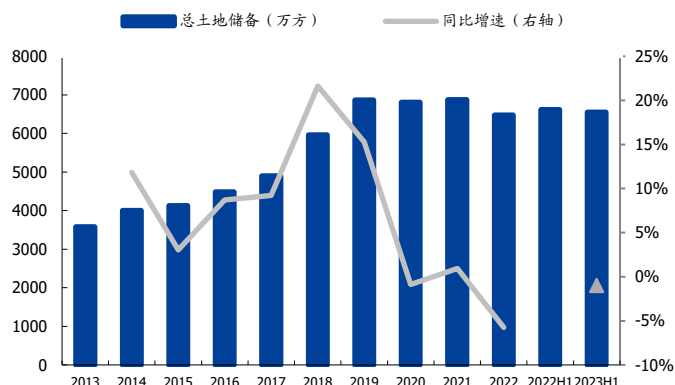
2023M5	光明区轨道 13 号线车辆段商住项目二期	深圳	一线城市	825,025	674	51%	-
2023M5	高新区南中和 31 亩住宅项目	成都	二线城市	41,634	833	100%	触顶熔断摇号竞得
2023M5	新城区曲江大明宫 83 亩住宅项目	西安	二线城市	110,583	1,045	100%	底价竞得
2023M5	崇川区园林路东住宅项目	南通	二线城市	122,000	1,953	100%	竞价封顶上限价竞得
2023M5	雨花区体育新城沙湾路住宅项目	长沙	二线城市	427,876	3,050	80%	底价竞得
2023M5	姑苏区平江新城文陵路西住宅项目	苏州	二线城市	75,537	1,450	100%	限价摇号竞得
2023M5	工业园区金堰路西住宅项目	苏州	二线城市	57,752	1,627	100%	触顶摇号竞得
2023M5	鹿城区洪殿片区 C18 商住项目	温州	二线城市	183,366	1,397	51%	溢价竞得
2023M5	义乌市孝子祠二号住宅项目	金华	二线城市	131,445	1,792	51%	溢价竞得
2023M5	江北区观音桥 140 亩商住项目	重庆	二线城市	301,230	4,260	100%	溢价竞得
2023M6	光明区凤凰街道科林路东侧住宅项目	深圳	一线城市	162,340	638	20%	-
2023M6	锦江区金融城三期 29 亩商住项目	成都	二线城市	49,079	1,016	100%	限价抽签竞得
2023M6	江岸区花桥住宅项目	武汉	二线城市	123,183	1,195	51%	股权、债券收购
2023M6	历城区雪山住宅项目	济南	二线城市	31,524	256	100%	触顶竞得
2023M6	高新区新川 43 亩住宅项目	成都	二线城市	71,883	427	33%	限价抽签竞得（华发引入华润、鼎信联合开发）
2023M6	江南区五一中路商住项目二期	南宁	二线城市	146,353	219	51%	底价竞得
2023M6	东湖高新区光谷一路住宅项目	武汉	二线城市	136,385	1,504	100%	溢价竞得
2023M6	江岸区香港路住宅项目	武汉	二线城市	12,200	230	100%	熔断摇号竞得
2023M7	天河区吉山仓住宅项目	广州	一线城市	197,338	3,153	70%	底价竞得
2023M7	滨湖区奥莱北住宅项目	合肥	二线城市	247,441	1,751	50%	-
2023M7	拱墅区运河新城蒋家浜路东住宅项目	杭州	二线城市	93,605	487	34%	-
2023M7	萧山区宁国板块鸿达路北住宅项目	杭州	二线城市	111,353	748	40%	-
2023M7	鄞州区宜兴路北住宅项目	宁波	二线城市	99,584	868	51%	底价竞得
2023M8	浦东新区川沙秀川路住宅项目	上海	一线城市	77,160	2,984	100%	-
2023M8	龙岗区宝龙街道长租公寓项目	深圳	一线城市	21,036	75	100%	封顶摇号
2023M8	雨花台区雨核板块雨航大道住宅项目	南京	二线城市	93,714	1,242	60%	底价竞得
2023M8	肥西县达益西住宅项目	合肥	二线城市	67,954	264	40%	-
合计				8,975,443	86,659		

资料来源：根据公司拿地通函、观点网、南方都市报、澎湃新闻、亿翰智库、金融界、乐居财经、新京报、世界晋商网、每日经济新闻、湖湘聚焦、新安房产网、乐居网、深圳市规划和自然资源局、中国房地产报、土拍网、南宁晚报、房地产导刊、搜狐焦点、中指及克而瑞等报道整理，国盛证券研究所。注：数据统计截至 2023 年 8 月底；拿地方式根据观点网、中指及克而瑞等报道整理，仅供参考。

土地储备布局与结构优质，支持公司可持续高质量增长

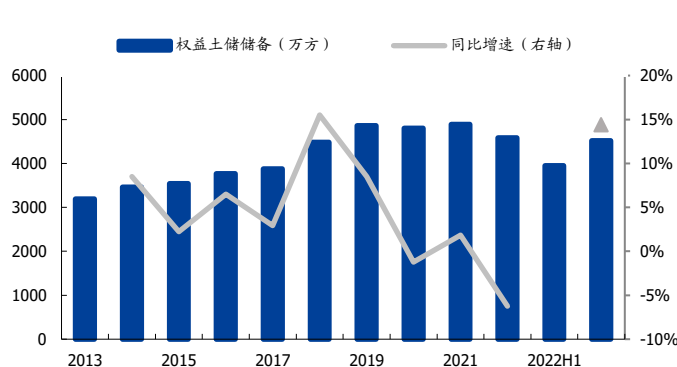
截至 2023 上半年末，公司总土储面积 6548 万方，同比下滑 1.0%；权益土地储备（仅开发销售业务口径）3785 万方，同比下滑 4.2%。

图表 31: 华润置地总土地储备及增速



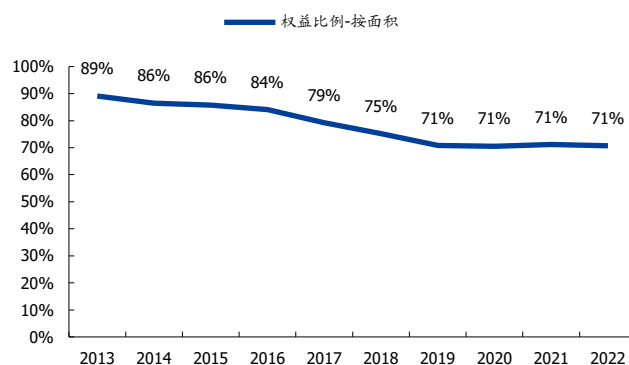
资料来源: 业绩 PPT、公司年报, 国盛证券研究所

图表 32: 华润置地权益储备及增速



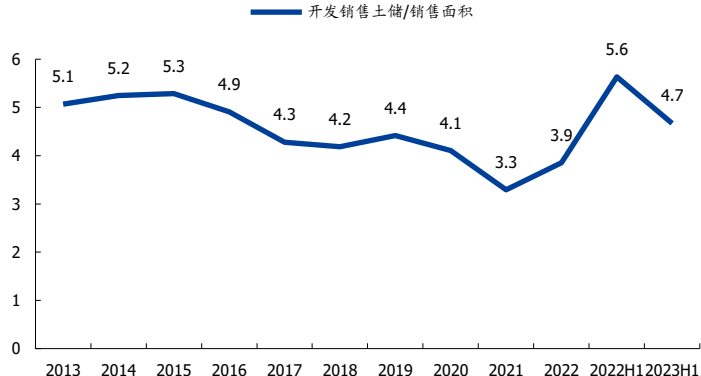
资料来源: 业绩 PPT、公司年报、公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 华润置地土储权益比例 (按面积)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所
注: 23H1 权益土储为开发销售业务口径, 并非全土储口径, 因此未计算权益比例。

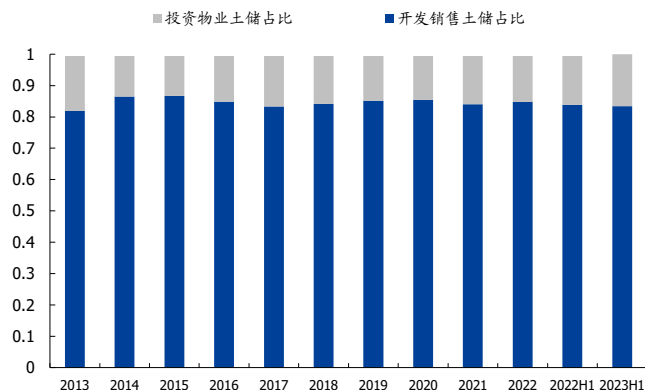
图表 34: 华润置地开发销售土储覆盖销售面积倍数



资料来源: 业绩 PPT、公司年报、公司公告, 国盛证券研究所

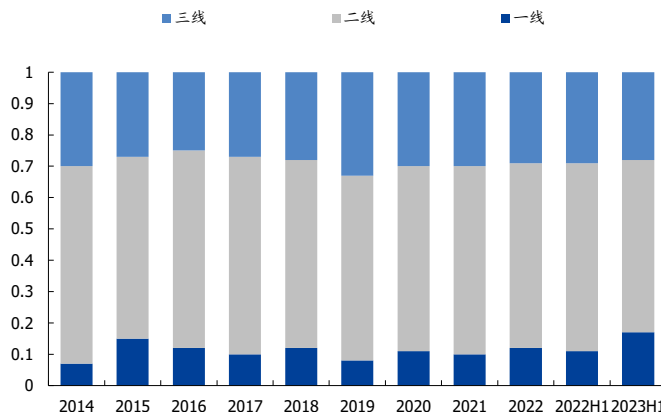
分业务来看, 2013 至今公司存量土储中开发销售型土储占比基本维持在 85%左右, 截至 2023 上半年末公司住开土储面积为 5463 万方 (占比 83.4%), 同比下滑 0.4%; 覆盖同期销售面积 4.7X; 其中一二线城市土储面积占比维持在 72%, 较去年同期优化 1pct; 土储质量优质, 安全性高。此外 23H1 公司投资物业土储面积 1085 万方, 同比增加 0.4%; 其中一 (含香港) 二线城市面积占比 81%; 购物中心占比 70%。公司土地储备布局与结构优质, 利于更好整合当地资源, 实现集约化发展。

图表 35: 华润置地总土地储备分类



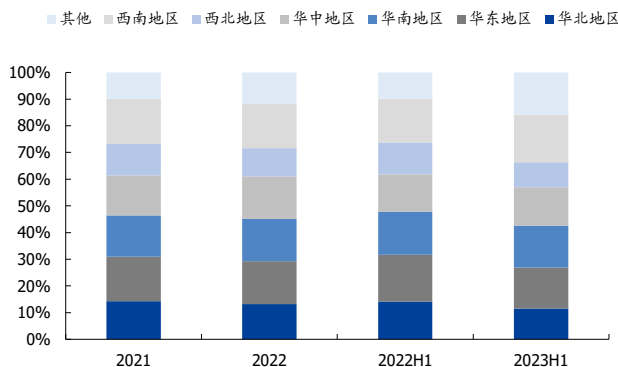
资料来源: 业绩 PPT、公司年报, 国盛证券研究所。
注: 统计数据截至 2023H1。

图表 36: 华润置地开发销售土储能级分布



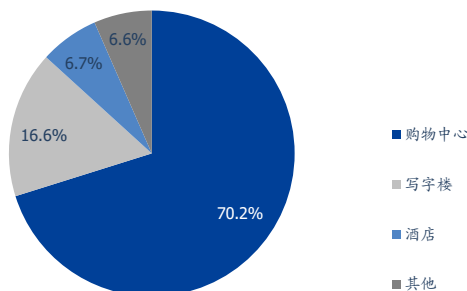
资料来源: 业绩 PPT、公司年报, 国盛证券研究所

图表 37: 华润置地开发销售土储区域分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。
注: 华南区域不含深圳; 其他区域为深圳大区及香港。

图表 38: 华润置地 2023 上半年投资物业土储业态占比



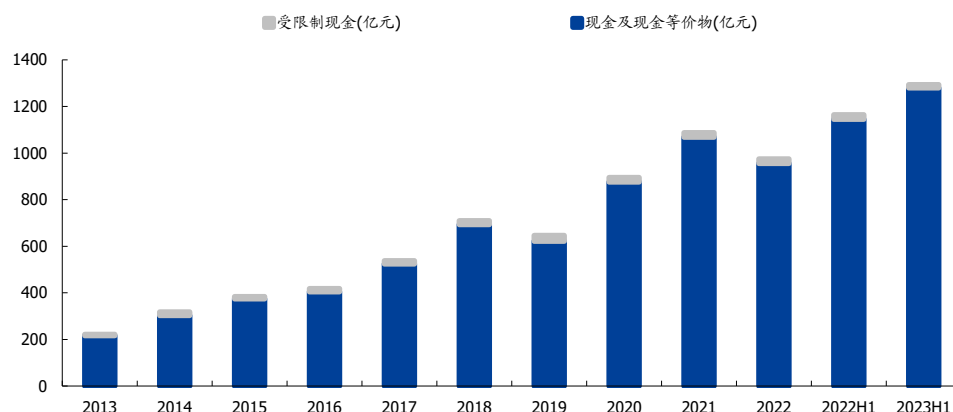
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 财务稳健穿越周期, 信用优势明显

整体财务稳健, 现金使用效率提升

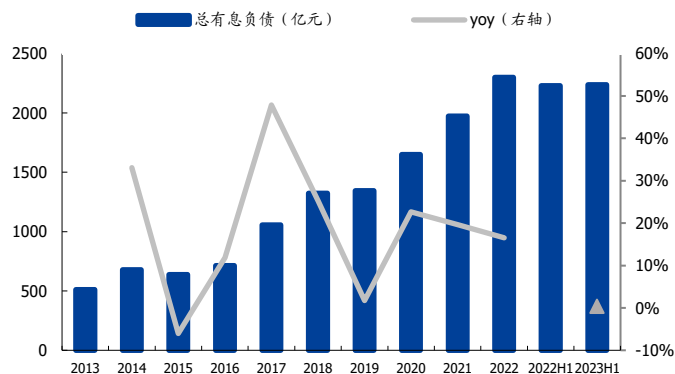
截至 2023 上半年末公司在手现金达 1279.2 亿元 (不含受限在手现金), 以现金安全、投资储备及现金使用效率的平衡解穿越周期; 有息债务总额较去年同期略微增加 0.4% 至 2236 亿元, 三道红线之净负债率、剔除预后的资产负债率、货币资金/短期有息负债倍数分别为 26.8%、59.8%、2.20X, 稳居绿档; 同时标普、穆迪及惠誉三家国际评级机构维持公司 Baa1/BBB+ 投资级信用评级及稳定展望。

图表 39: 华润置地在手现金



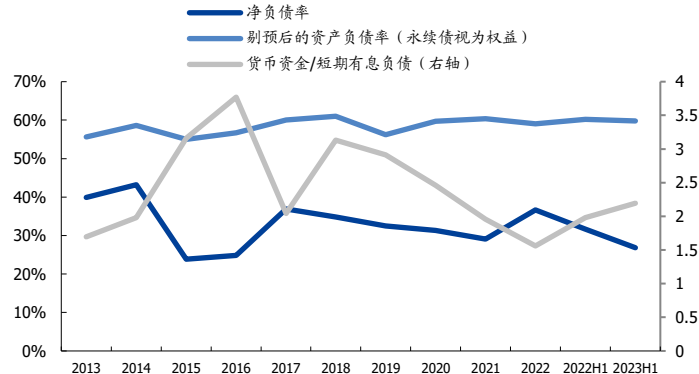
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 华润置地总有息负债



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

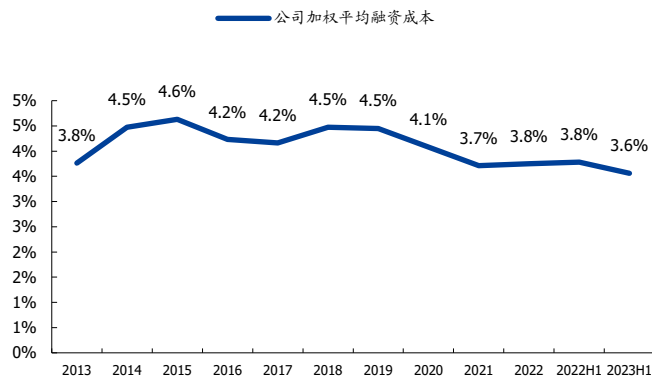
图表 41: 华润置地三道红线



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

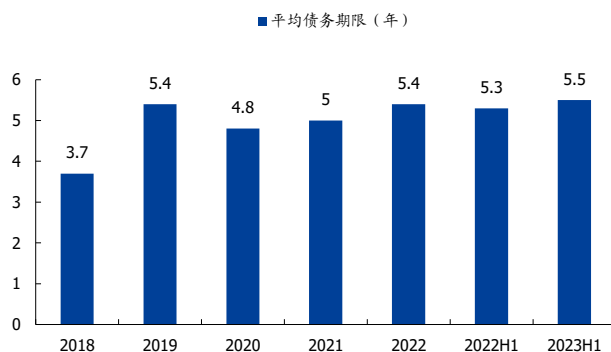
融资成本、债务期限结构持续优化。2023 上半年公司整体加权平均融资成本较 2022 年末下降 19bp 至 3.56%，受益于央企背景加上自身财务状况稳健致公司融资成本在维持行业最低梯队的同时进一步优化，信用优势明显。同时，公司平均债务期限延长 0.1 年至 5.5 年、非人民币净负债敞口占比大幅下降 8.3pct 至 8.5%。

图表 42: 华润置地加权平均融资成本



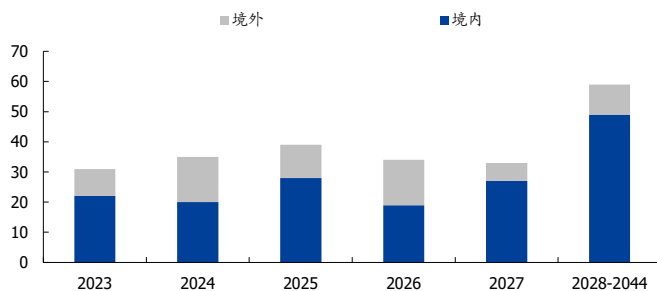
资料来源: 公司年报、业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 43: 华润置地平均债务期限 (年)



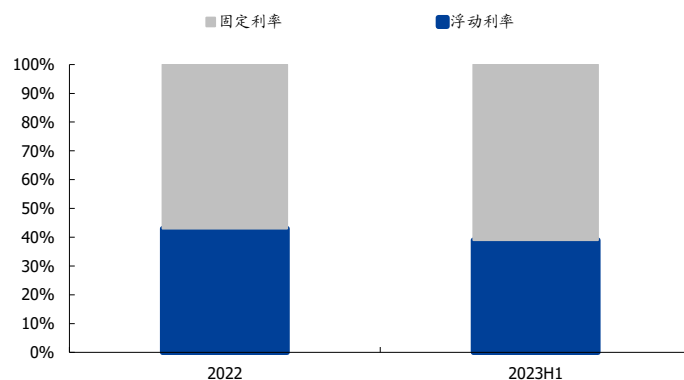
资料来源: 公司年报、业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 44: 华润置地 2023 上半年债务期限结构 (按境内外) (十亿元)



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 45: 华润置地 2023 上半年债务利率结构



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

多元融资渠道彰显信用优势。具体来看, 2022 年公司以公司债、中期票据及资产支持专项计划等方式合计融资 391 亿元, 其中发行公司债和中票 310 亿元 (3 年期平均成本 2.83%, 5 年期 3.26%); 另依托沈阳铁西万象汇、北京华润大厦及石家庄万象城, 成功发行三单商业地产抵押贷款支持证券(CMBS), 总计 81 亿元, 平均融资成本 3.44%, 其中石家庄万象城为行业首单 10 年期 CMBS, 规模 30 亿元。2023 上半年公司再以较低 (2.16%-3.39%) 融资成本发行 40 亿元中票和 60 亿元超短融。

稳健财务表现不仅将帮助公司平稳穿越下行周期, 还将助力公司在行业格局优化后占据发展先机, 当前地产行业产能出清方向明确, 大部分出险民企迫于财务压力最终的结局仍是缩表或退出市场, 公司作为优质国企, 在优质资本与布局结构下, 有望进一步提升市占率。

图表 46: 华润置地 2022 年至今债券发行明细

发行年月	产品	发行金额 (人民币亿元)	发行利率	期限 (年)
2022 年 3 月	中票	20	3.10%	3
2022 年 3 月	中票	10	3.54%	5
2022 年 4 月	中票	20	3.05%	3
2022 年 4 月	公司债	50	3.63%	5
2022 年 4 月	公司债	10	2.79%	3
2022 年 6 月	公司债	10	2.60%	3
2022 年 6 月	公司债	10	3.30%	5
2022 年 7 月	公司债	20	3.37%	5
2022 年 8 月	公司债	18	2.80%	3
2022 年 8 月	公司债	12	3.20%	5
2022 年 9 月	中票	18	2.90%	3
2022 年 9 月	中票	12	3.35%	5
2022 年 9 月	公司债	10	2.88%	3
2022 年 9 月	公司债	10	3.25%	5
2022 年 11 月	中票	30	2.84%	5
2022 年 11 月	公司债	20	2.40%	3
2022 年 11 月	公司债	30	2.90%	5
2023 年 1 月	超短期融资券	15	2.19%	0.5
2023 年 1 月	超短期融资券	20	2.16%	0.5
2023 年 3 月	中票	10	3.39%	5
2023 年 3 月	中票	30	2.80%	3
2023 年 6 月	超短期融资券	10	2.25%	0.75
2023 年 6 月	超短期融资券	15	2.25%	0.75

资料来源: 业绩 ppt、公司公告, 国盛证券研究所

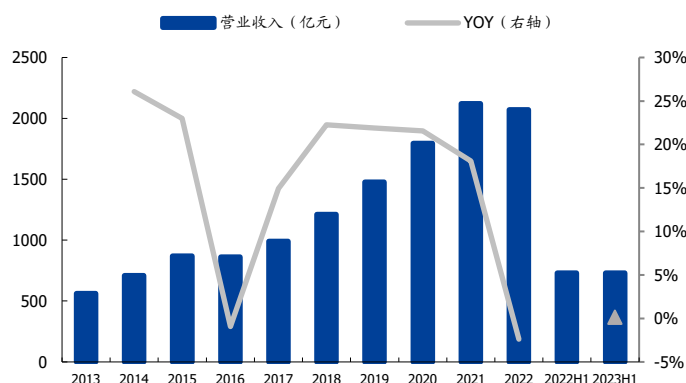
2.4 业绩表现稳居市场前列; 已售未结资源充沛, 有望锁定未来稳定收入

业绩跑赢大市, 经常性不动产收入抵御风险。2023 上半年, 公司实现营业收入 729.7 亿元, 同比微增 0.1%; 此外公司 2018-2022 年营业收入 CAGR 达 14.3%, 业绩跑赢大市。

具体来看, 物业销售业务实现营收 546.2 亿元, 同比下降 8.0%; 对应结算面积为 382 万平方米, 结算均价受益于一二线城市结算比例提升影响上升 23.5%至 14289 元/平米; 结算单方成本上升 31.8%, 受行业下行趋势影响结算毛利率降至 17%。同时, 公司经营性不动产业务方面贡献营收 107.2 亿元, 受大环境修复影响大幅增长 41.0%, 对营收贡献比例增至 14.7%。

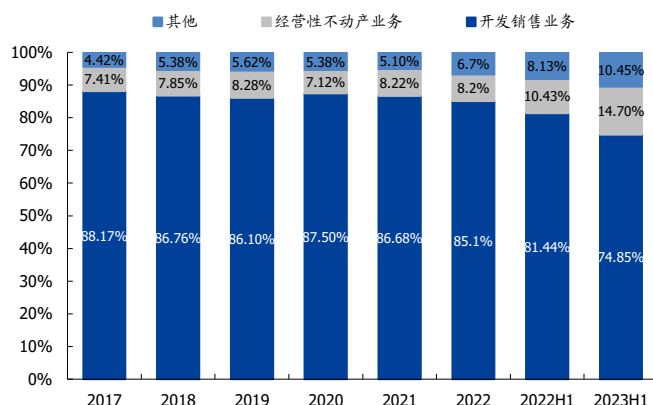
已售未结资源充裕, 业绩稳健增长能见度高。截至 2023H1, 公司并表已售未结合同额达 3304 亿元, 同比增长 41.9%, 覆盖当期房地产结算金额 3.0X (年化), 其中 1423 亿元公司计划于 2023 年结算; 公司非并表口径已签未结开发销售型业务营业额达 1011 亿元, 其中 519 亿元计划将于 2023 年结算, 持续贡献联合营收益。

图表 47: 华润置地营业收入及同比



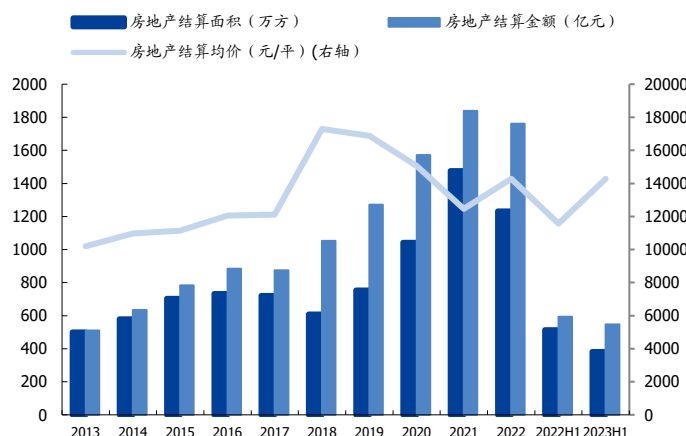
资料来源: 公司年报、公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 华润置地营业收入构成



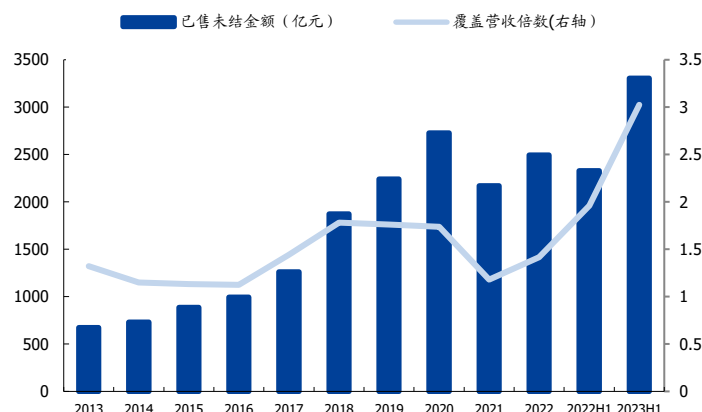
资料来源: 公司年报、公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 华润置地房地产板块结算情况



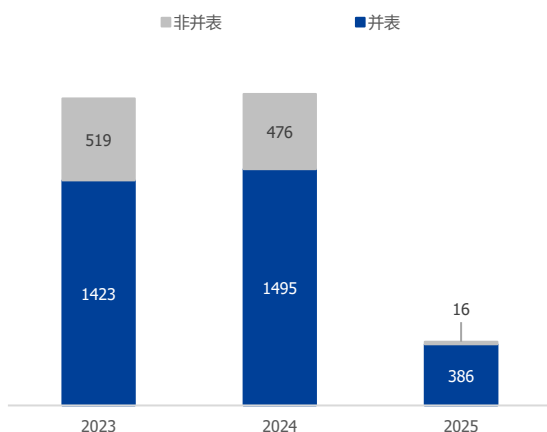
资料来源: 公司年报、公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 华润置地已售未结金额



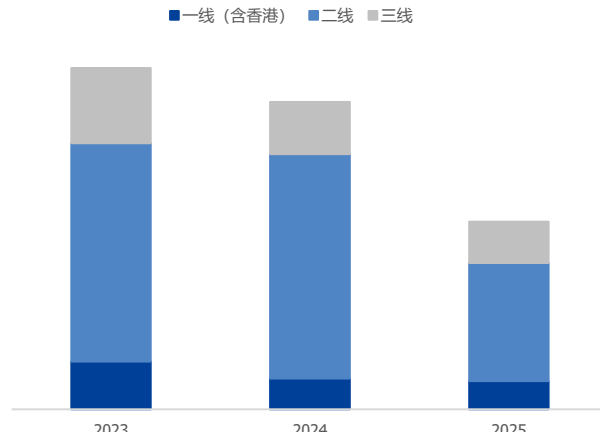
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 51: 华润置地截至 2023H1 已售未结分布 (亿元)



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

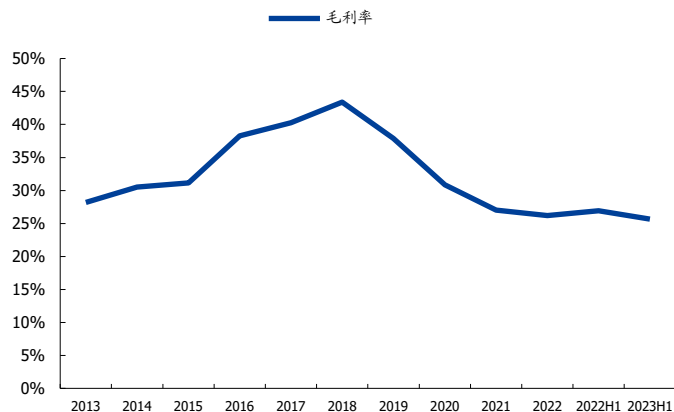
图表 52: 华润置地 2023-2025 可结算面积 (百万平方米)



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

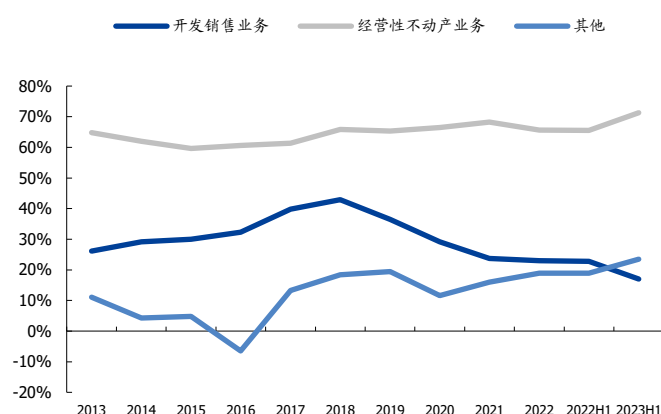
降本增效下保持行业盈利能力第一梯队。2023 上半年公司实现综合毛利率 25.7%，同比下滑 1.3pct，虽与行业盈利空间收窄的趋势相同但仍保持行业第一梯队的盈利能力；其中物业销售业务毛利率 17.0%，同比降低 5.8pct；经营性不动产业务毛利率 71.3%，同比增长 5.8pct。

图表 53: 华润置地综合毛利率



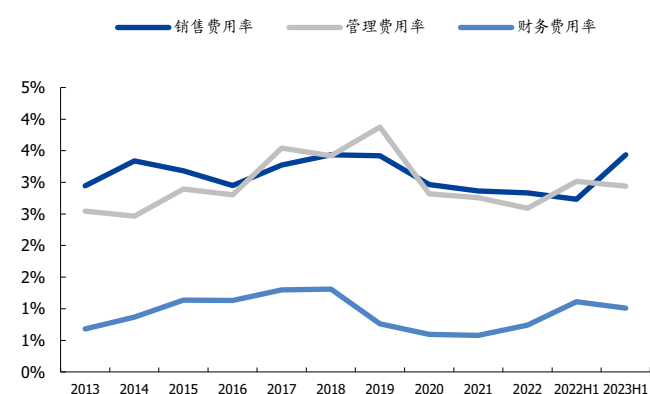
资料来源: 公司年报、公司公告, 国盛证券研究

图表 54: 华润置地各业务板块毛利率



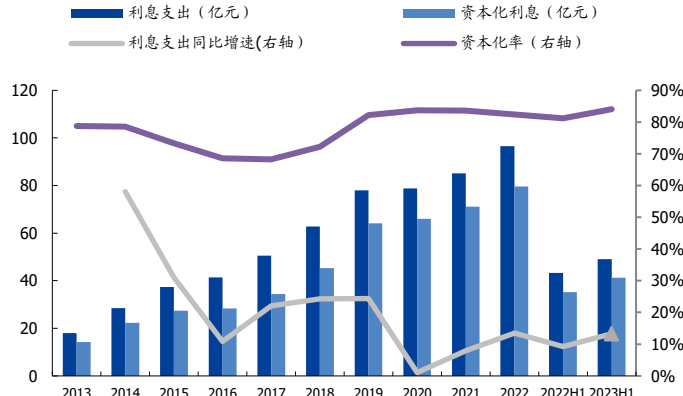
资料来源: 公司年报、公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 华润置地三项费用率



资料来源: Wind、公司年报、公司公告, 国盛证券研究所

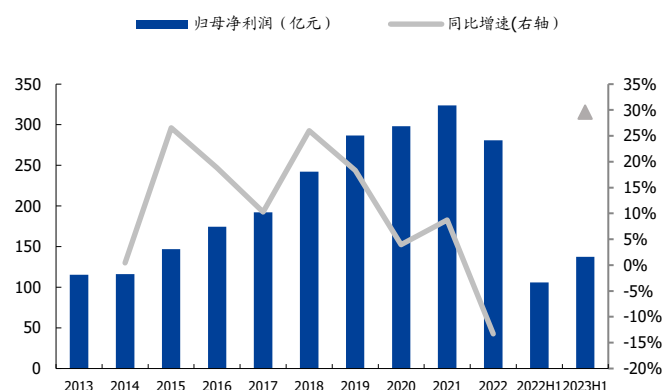
图表 56: 华润置地利息支出及同比增速



资料来源: 公司年报、公司公告, 国盛证券研究所

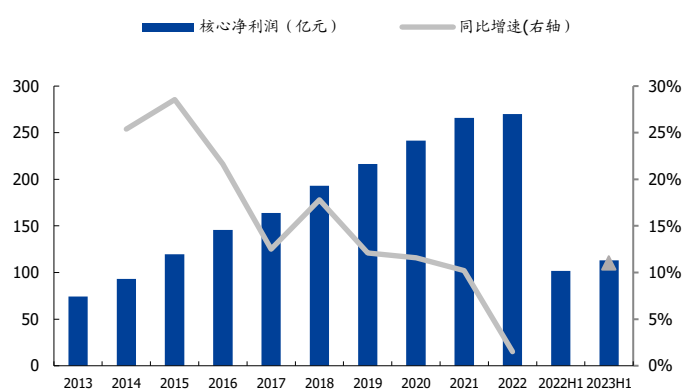
核心盈利能力逆势提升。2023H1 公司实现归母净利润及核心净利润分别为 137 亿元、113 亿元，分别同比增长 29.6%及 10.9%；对应归母净利润率及核心归母净利润率分别为 18.7%(同比逆势提升 4.3%)及 15.4%(提升 1.5pct)；每股股息按年增长 8.8%至 0.198 元。

图表 57: 华润置地归母净利润及同比



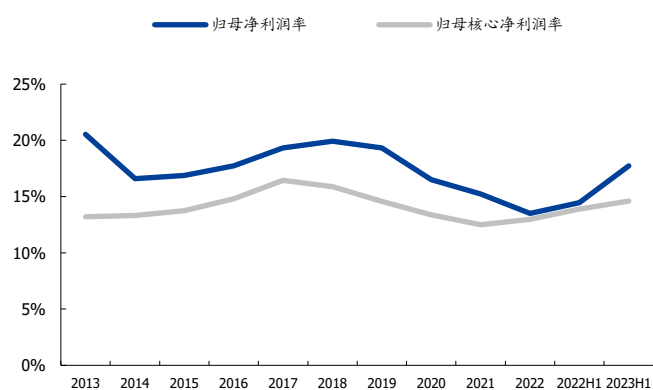
资料来源: Wind、公司年报、业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 58: 华润置地归母核心净利润及同比



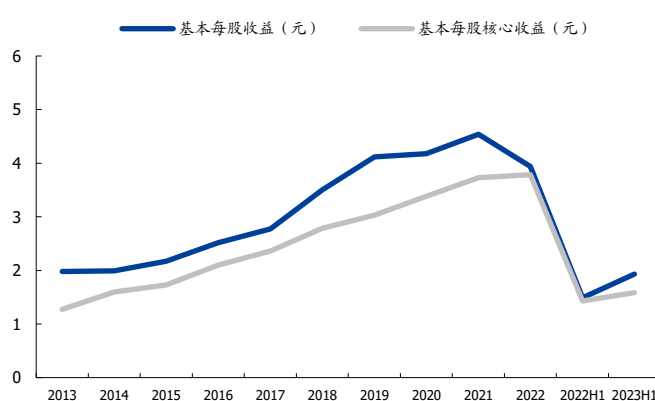
资料来源: Wind、公司年报、业绩 ppt, 国盛证券研究所
注: 核心净利润为扣除投资物业重估增值后的核心股东应占溢利

图表 59: 华润置地净利润率



资料来源: Wind、公司年报、业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 60: 华润置地每股盈利指标



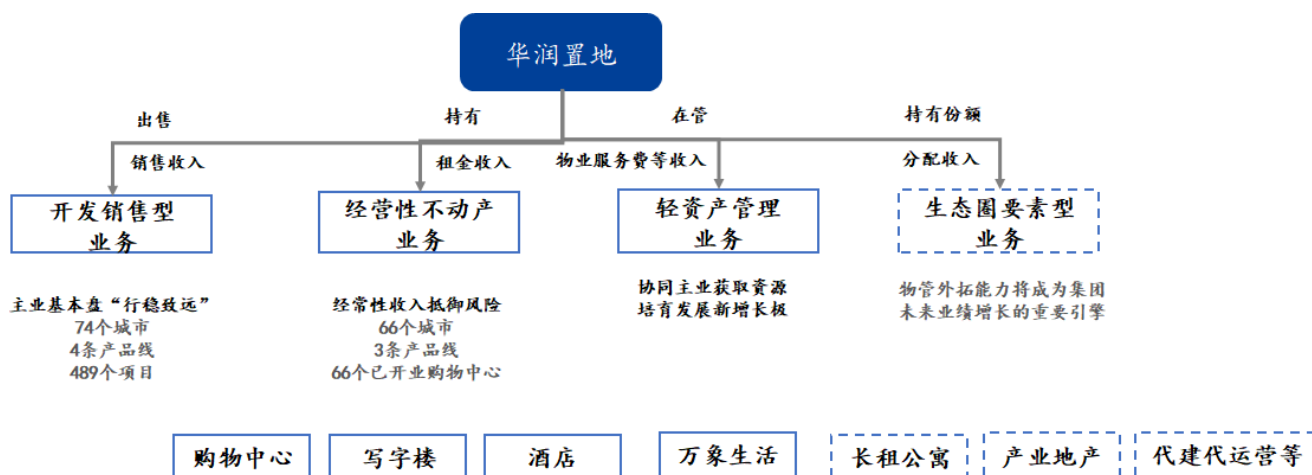
资料来源: Wind、公司年报、业绩 ppt, 国盛证券研究所

三、经营性不动产业务是公司差异化价值体现所在

2021 年至今以来，公司以“重塑华润置地，实现高质量发展”为“十四五”期间发展战略，加速构建开发销售型物业、经营性不动产业务、轻资产管理业务（华润万象生活）三大主营业务与生态圈要素型业务有机联动、一体化发展的“3+1”业务模式。

截至 2023 上半年末，公司经营性不动产业务旗下在营购物中心 67 个（总建筑面积 813 万方），在营写字楼 20 个（面积 126 万方），在营酒店 17 家（面积 77 万方）；生态圈要素型领域涉及代建代运营、长租和产业地产等多个地产衍生领域。公司存量商业资产及规模行业领先，既能有力支持主营等业务获取资源产生协同效益，又能自主盈利贡献长期稳定现金流，同时，在行业融资趋紧的市场环境中，持有型资产自身的融资能力（经营性物业贷、cmbs、类 REITs 等）为企业在下行周期中增加了重要的对抗风险能力。

图表 61：华润置地“3+1”业务模式

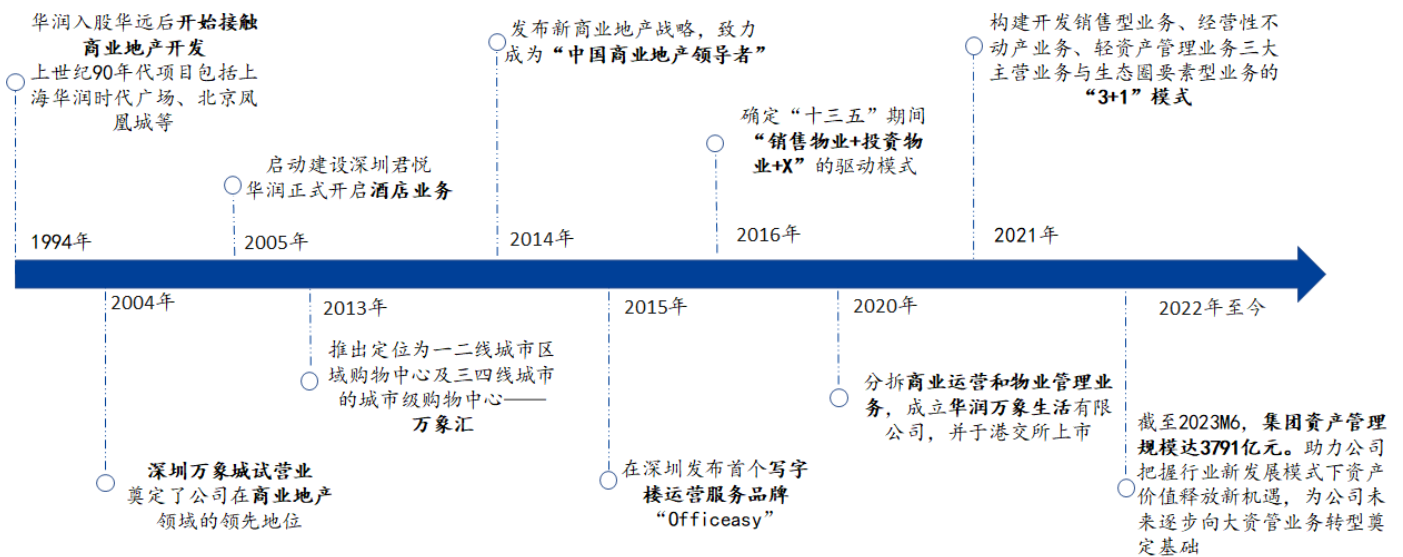


资料来源：根据公司年报信息整理，国盛证券研究所

3.1 商业不动产业务

1994 年，华润入股华远后开始接触商业地产开发。2004 年，深圳万象城的开业奠定了华润置地在商业地产领域的领先地位。2005 年，华润置地启动建设深圳君悦，入局酒店业务。2017 年，华润置地正式将旗下商业地产事业部调整为一二级组织部门，自此商业地产发展与住宅开发两大业务平行发展。2020 年，华润分拆商业运营和物业管理业务，成立华润万象生活有限公司，并在香港联合交易所主板挂牌上市。2021 年以来，在大环境冲击中，公司商业不动产仍表现出稳定销售额、租金及回报率水平，愈发体现出其经营性不动产业务在抵御周期中的价值所在。我们认为以购物中心为代表的投资物业是公司重点发展的业务板块，同时亦是公司差异化价值体现所在。

图表 62: 华润置地商业地产发展历程

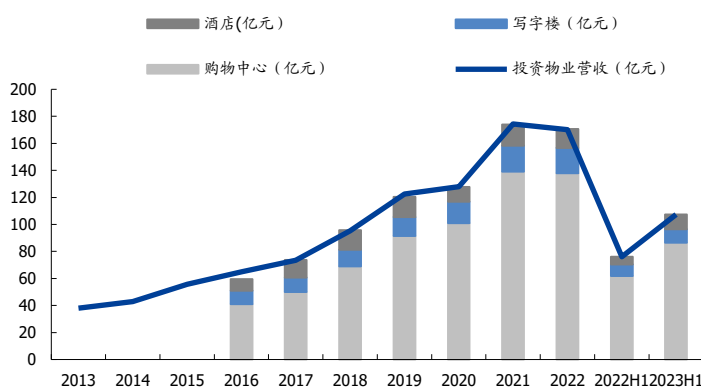


资料来源：根据观点网、乐城商业观察、商业地产观察、Voyage 新旅行、克而瑞、深圳华润城、地产一条、华润万象招募说明书、公司业绩 ppt 相关资料整理，国盛证券研究所

作为内资商业运营引领者，第二增长曲线动能足，业绩贡献占比超 **14%**。公司商业地产业务实力雄厚，规模行业领先，截至 2022 年末，受减租影响，公司包括购物中心、写字楼、酒店等在内的经营性不动产业务收益按年下降 2.4%至 170 亿元，占总营收比重约 8.2%；若还原减租影响，租金收入达 193 亿元，同比增长 10.5%，对营收整体贡献占比将达 9.2%。其中，购物中心租金收入占比升至 82%，写字楼及酒店业务营业额占比分别为 11%及 7%；持有型物业租金覆盖股息及利息倍数为 0.88X，若剔除减租影响，则为 0.99X。

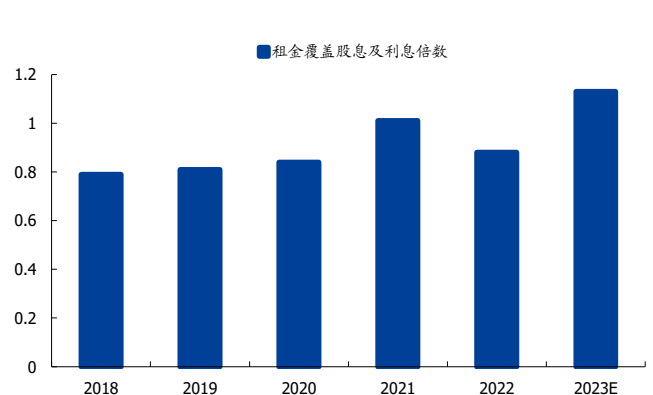
2023H1 公司经营性不动产业务实现租金收入 107 亿元（业绩贡献占比达 14.7%），同比提升 41%。其中购物中心、写字楼、酒店分别实现租金收入 86 亿元（yoy+40%）、10 亿元（yoy+19%）、11 亿元（yoy+90%）。

图表 63: 华润置地经营性不动产业务收益



资料来源：业绩 ppt，国盛证券研究所

图表 64: 华润置地租金覆盖股息及利息倍数

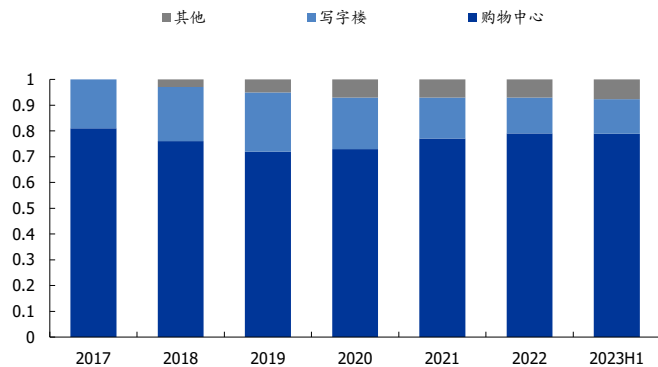


资料来源：业绩 ppt，国盛证券研究所

优质经营性不动产价值升值带来股东权益增厚。截至 2023H1，公司经营性不动产公允

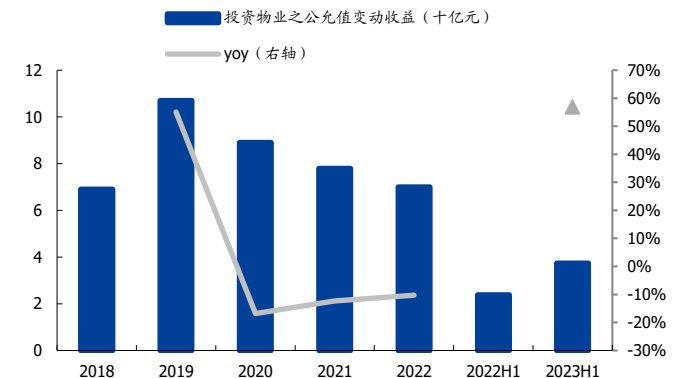
值达 2535 亿元，净增 156 亿元，下行周期中虽增速放缓但仍保持上扬趋势，持续增厚股东权益。构成来看，购物中心占比 79%，写字楼占比 13%，其他占比 8%，较 2022 年末持平。我们认为公司或将能持续受益于持有型物业的价值释放：1）公司估值法采用较为保守的资本化率，而公司多数购物中心位于重点城市核心区域，资产升值空间较大；2）公司部分购物中心仍处于成长期间，若成功孵化运营成熟，将带来较大边际提升。

图表 65: 华润置地经营性不动产公允价值构成（按类型）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 66: 投资物业之公允价值变动收益



资料来源：业绩 ppt，国盛证券研究所

3.1.1 购物中心

推算人均理想商业面积下我国购物中心合理增值空间有限，万象城系列购物中心为公司奠定长足发展护城河。我们以人均理想商业面积推算我国购物中心商业面积合理值（暂不考虑可支配收入提升影响），发现在填补县域商业空白及城镇存量替换升级上仍可期待有限的合理增量空间，但有限扩容下存量商业品牌具备不可替代先发布局优势，同时公司作为稀缺的内地高端商场运营商（在客群导向下重奢商场一般更具备优质区位优势；同时单城市对于高奢品的消费能力有限，高端商场作为购物中心的最优资产具备不可复制性），其品牌价值及运营实力更难能可贵。

公式：全国购物中心饱和商业面积=城镇人口峰值（或潜在消费总人口峰值，取低值）*人均购物中心理想面积。

以城镇人口视作购物中心潜在消费总人口，根据中国人口学会副会长预测“14.1 亿-14.2 亿将成为中国人口最高峰值”；同时参考十四五规划“2025 年，常住人口城镇化率目标提高到 65%”，推算我国城镇人口峰值约 9.23 亿人。

以劳动适龄人口（15-64 岁）视作购物中心潜在消费总人口。考虑到 2016 年后我国 0-14 岁人口回升至 2.3 亿人以上，或一定程度缓解我国劳动适龄人口的衰减，中性预测近期我国劳动适龄人口占总人口比例在 66%附近波动（国家统计局：2021 年占比 68.3%，环比下滑 0.3%，较十年前下滑 6.1%），推算我国潜在消费总人口峰值可达 9.37 亿人。

2022 年底我国存量购物中心面积约 48711 万平（赢商网数据）；当前我国人均购物中心面积约=48711 万平/92071 万人（国家统计局：2022 年城镇人口）=0.53 平/人。

参考海外主流国家可获取人均商业面积数据约在 1-2 平左右¹，结合我国人均可支配收入推测我国合理可支撑人均商业面积（净零售营业面积）范围应在 1.2-1.4 平/人区间（国际标准下人均占有商业面积 1.2 平/人为理想值）²。参考美、澳及英国，假设成熟市场下

¹人均商业面积是指一个国家或地区的零售面积的总和除以这个国家或地区的人口后所得出的数据。包括购物中心、百货、超市和街铺的全部面积。

²参考王玮商业地产研究“中外购物中心发展回顾和模式对比——在中国购物中心与连锁品牌发展峰会的发言”

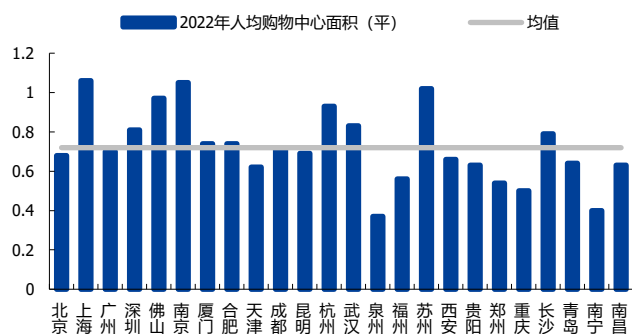
购物中心的定位功能齐全，我国人均购物中心面积可达人均商业面积的 50%。

预计我国购物中心在人均理想商业面积下，可达 9.23 亿人*（1.2*50%）平/人=5.54 亿方，为当前存量的 1.1 倍；

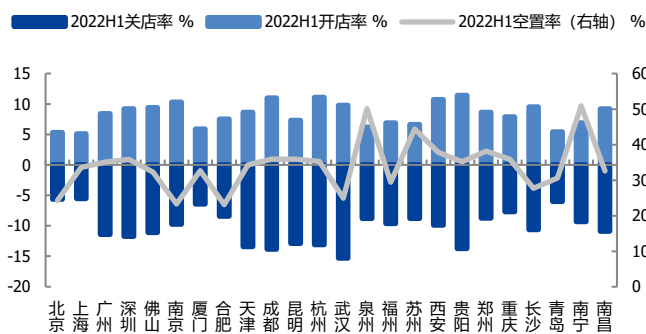
预计我国购物中心商业面积潜在合理增长空间为：5.54 亿方-4.87 亿方=0.67 亿方；

预计我国购物中心数量潜在合理增长空间为：0.67 亿方/8.9 万平（赢商网：2022 年单位存量购物中心体量）≈751 个。

图表 67：重点 24 城人均购物中心面积



图表 68：重点 24 城购物中心空置率情况



资料来源：赢商网 app，国盛证券研究所。注：统计数据为各城市管辖行政区域内商业建筑面积 3 万方及以上购物中心；2023 上半年数据暂未公布

资料来源：赢商网 app，国盛证券研究所。注：统计数据为各城市管辖行政区域内商业建筑面积 3 万方及以上购物中心；2022 年底数据暂未公布

当前华润购物中心已形成万象城、万象汇/五彩城两条主要产品线；其他成熟产品包括街区式商业综合体万象天地、社区商业中心华润 1234space 等。具体来看，**万象城是公司投资物业中的明星业务**，作为稀缺的内地运营商一线品牌，以体量大、档次高、业态全，辐射范围广为主要特征，一般布局一二线城市核心区域，对标中高端客户。在部分高能级城市奢侈品商圈内，重奢万象城往往与 IFS、SKP、太古等商场同为高端消费载体³，招商和品牌优势突出（据明源不动产研究院，华润置地主要投资物业的合作品牌超过 5000 家，会员数量超 2070 万；位列中国重奢门店数量第一，合作重奢品牌 80+）。定位为家庭区域商业中心的万象汇大多位于一二线城市中心区域或三线城市核心地段，以区域内家庭消费群体为目标，同时满足区域商务人群和流动人群消费需求。

图表 69：华润置地购物中心产品线

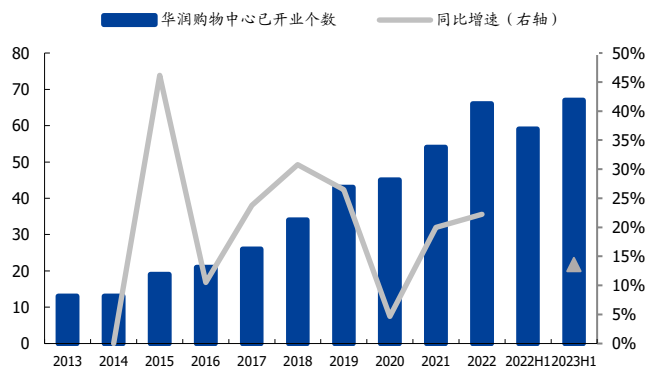
品牌	开业个数	租金	月销售坪效	定位	主要体量（万平）	开发模式	选址原则	综合体匹配物业	代表项目
万象城	31	86 亿元（2023H1 半年度数据）	约 2500 元/平/月（样本数据），个别项目如深圳万象城达 7000 元/平/月以上	高端商业定位的城市综合体	20 左右	以买地自建为主，部分与新鸿基合作开发	一线及强二线城市核心商业地段	商业、写字楼、酒店、住宅、公寓	深圳万象城 杭州万象城
万象汇/五彩城等	36		约 1400 元/平/月（样本数据）	区域商业中心	8-15 左右	买地自建	一般位于新兴（二三线）的城市副中心	商业、住宅	沈阳铁西万象汇

资料来源：根据业绩 PPT、公司年报、商业地产观察等资料整理，国盛证券研究所数据统计截至 2023H1。

³同策地产智库“专题|“质”与“量”兼顾的内资商业地产玩家—商业地产研究系列之华润万象生活”

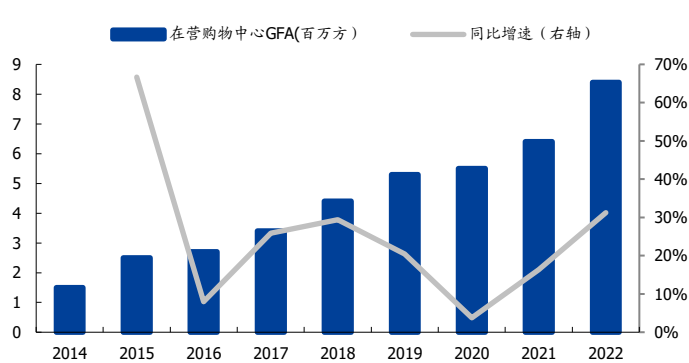
公司坚定且长期看好国内消费市场的增长潜力,近两年年均购物中心开业达 **10 座**。2022 年公司实现 13 座购物中心如期开业,推动旗下在营购物中心达 66 个(重奢购物中心数量增至 10 家),在营面积达 798 万方。年内新开业购物中心零售额及租金贡献占比分别为 3.9%和 5.3%,平均出租率 91.8%,剔除减租影响平均经营利润率为 31.8%。

图表 70: 华润置地已开业购物中心数量



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 71: 华润置地在营购物中心面积

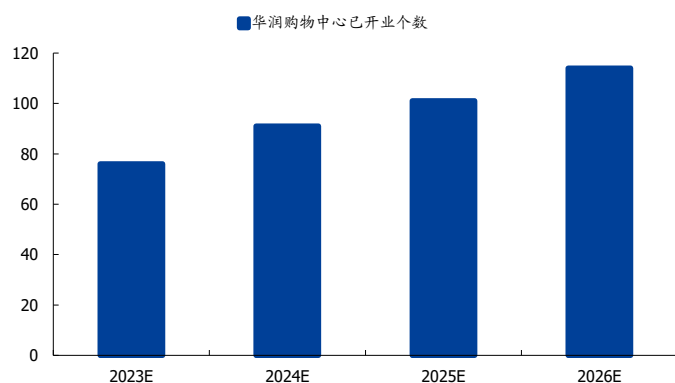


资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

夯实资产运营实力, 充裕储备推进商业长足发展。根据年报及业绩 ppt, 公司持有型资产储备充足, 当前购物中心储备项目达 47 个(2023-2026 年购物中心开业计划)。公司计划持续强化重点城市的商业深耕布局, 未来几年每年新开业购物中心 10 个或更多。其中公司计划 2023 年在北京、杭州、南京、重庆、长春、昆明、无锡、温州等地新开约 10 座购物中心(上半年开业 1 座, 下半年计划新开购物中心 9 座); 预计 2025 年开业购物中心突破 100 个; 2026 年末在营购物中心增加至 114 个(对应在营建筑面积 1480 万方)。预期随着国内经济复苏、居民消费能力提升, 叠加储备项目有序投入运营, 公司商业资产租金收入仍有较大提升空间。

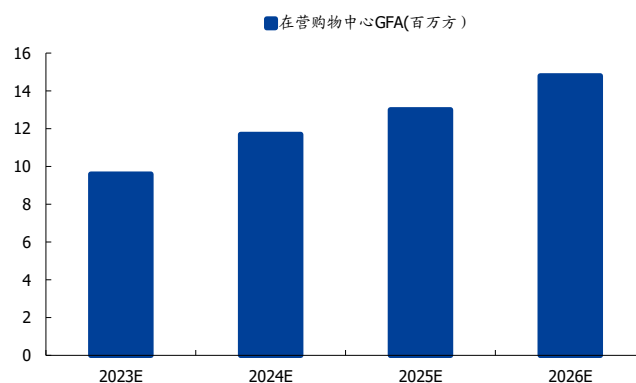
布局选择上公司将持续聚焦一二线及省会等核心城市, 落实“多城多汇”及“一城多汇”的布局策略, 推动重点城市的市场地位及业绩贡献的稳步提升, 截至 2023H1 公司已有 24 个城市实现 2 个及以上购物中心布局。

图表 72: 华润置地计划在营购物中心数量



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

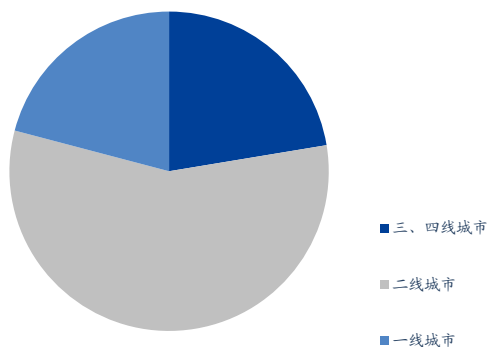
图表 73: 华润置地计划在营购物中心面积 (百万平方米)



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

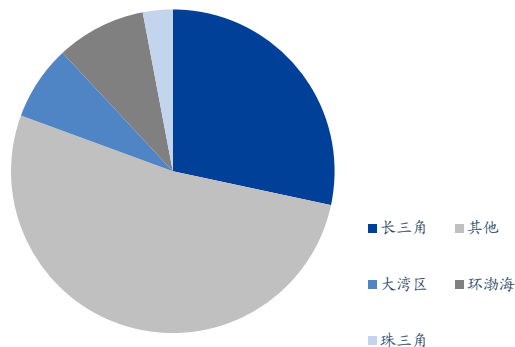
抢占高能级城市先发布局优势。从城市能级分布来看，华润在营购物中心主要布局于全国一二线城市，占比分别达 20.9%及 56.7%（截至 2023H1），租金增长和资产升值空间较高；从区域分布来看，在营购物中心全国各区域布局较为均衡，其中长三角地区项目个数占比达 28.4%，抗风险能力较强。

图表 74: 华润置地购物中心城市能级分布（截至 2023H1）



资料来源：根据业绩 ppt 整理，国盛证券研究所

图表 75: 华润置地购物中心区域分布（截至 2023H1）



资料来源：根据业绩 ppt 整理，国盛证券研究所

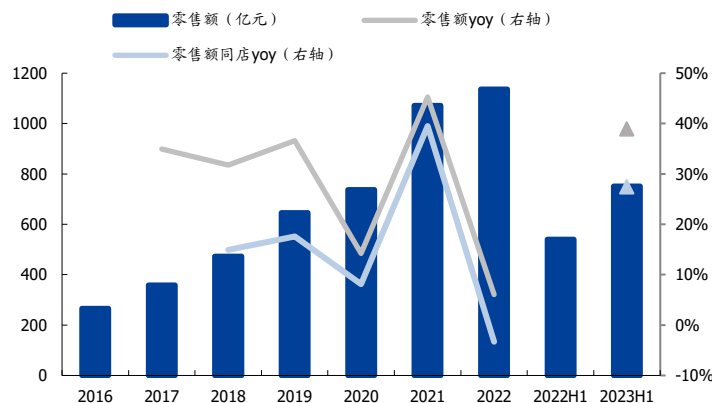
图表 76: 截至 2023H1，华润置地在营购物中心城市分布项目个数简略图



资料来源：地图由必应地图提供支持，购物中心个数根据业绩 ppt 整理，自行画制仅供参考，国盛证券研究所

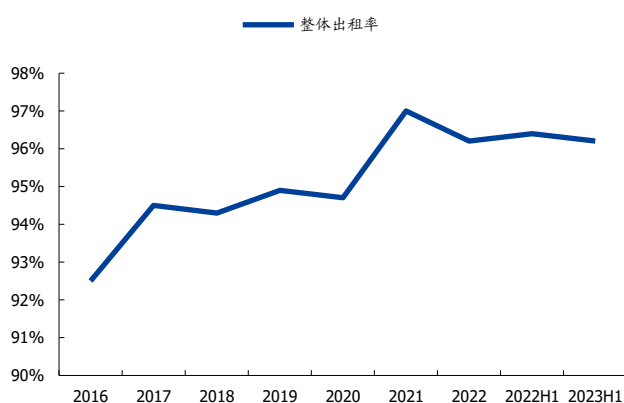
购物中心零售额逆势增长。2023 上半年宏观经济缓慢复苏，但居民受预期收入下滑等因素影响消费意愿不高，对实体商业仍造成一定影响。在市场疲软的环境下，公司旗下购物中心零售额逆市同比增长 38.9%至 751 亿元，同店增长 27.4%；整体出租率维持 96.2%的高位水平；在租户组合优化下月均销售坪效较 2022 年末上升 23.8%至 2763 元/平；同期租售比约 12.6%，未来租金收入仍有一定上升空间。

图表 77: 华润置地购物中心零售额



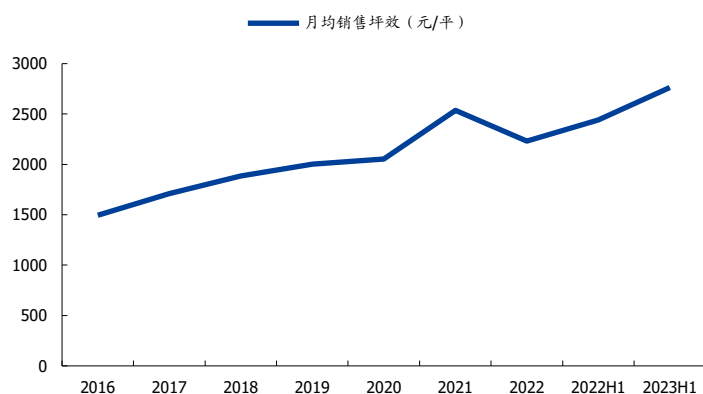
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 78: 华润置地购物中心出租率



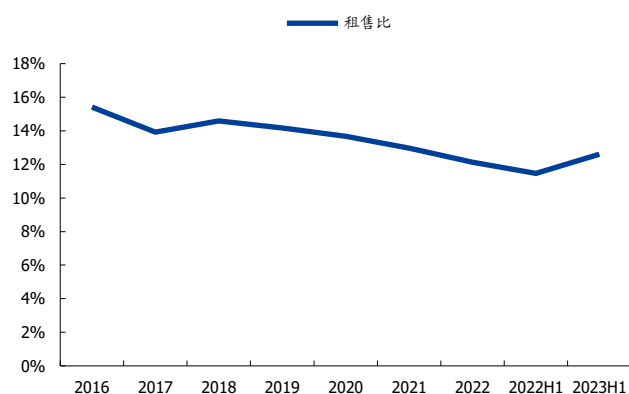
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 79: 华润置地购物中心月均销售坪效



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 80: 华润置地购物中心租售比



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

社交环境改善后高奢产品线增长后劲足。根据商业地产运营网统计，2020-2022 年国内奢侈品消费具备较强竞争力，得益于韧性奢侈品需求，市场下行期高端商场持续兑现良好销售业绩的同时亦稳定占据年商场排行榜前列，数据来看 2022 年国内销售额 95 亿元以上的商场除上海环球港外其余皆为高奢定位。同时根据巴克莱银行的最新报告，预期社交环境改善后中国奢侈品行业的复苏后劲较足，预期 2023 年全年将录得 15% 的增长，超过全球奢侈品市场 9% 的增速，并超越美国、欧洲市场 7% 和 6% 的增长。

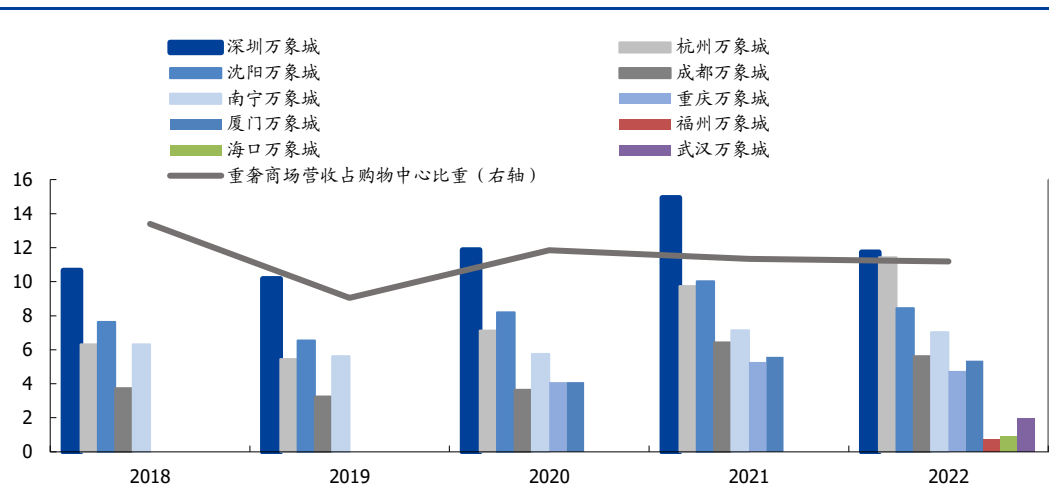
截至 2023H1，公司重奢购物中心数量已增至 10 个（占比 15%），持有数量排名行业第一；重奢业务已成为持有型业务营业收入和盈利能力的稳定压舱石，1-6 月公司重奢零售额增幅为 34.8%，同店反弹 25.0%。

图表 81: 2022 年商场销售额及客流 TOP 统计

项目名称	2022 年销售额	2021 年销售额	销售额变化	商场定位
	亿元	亿元		
北京 SKP	超 230	239	-	重奢
南京德基广场	210	超 200	5%	重奢
北京国贸商场	202	200	1%	重奢
上海国金中心 IFC	超 160	185	-	重奢
上海环球港	155.2	177.9	-12%	五星级购物中心
武商 Mall	150	155	-	重奢
上海恒隆广场	138	155	-24%	重奢
杭州大厦	超 100	超 100	持平	重奢
杭州万象城	100	80	25%	重奢
西安 SKP	95	90	18%	重奢

资料来源: 商业地产运营网, 国盛证券研究所

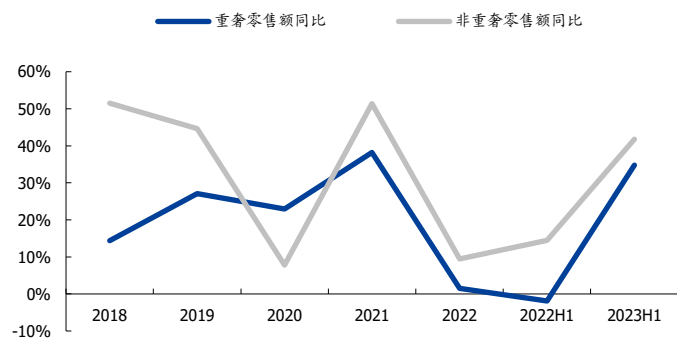
图表 82: 华润置地重奢购物中心租金表现 (亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

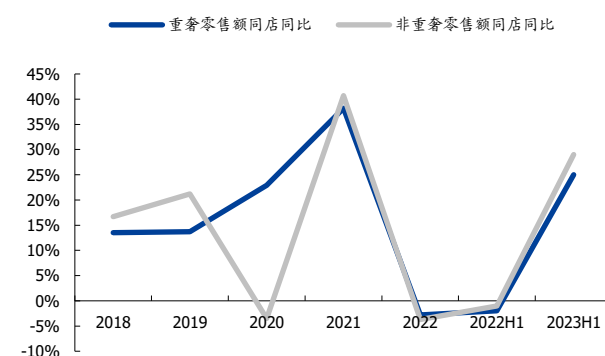
注: 2022 年公司购物中心受社交环境及减租影响较大, 武汉万象城、福州万象城及海口万象城为 2022 年新开业重奢购物中心。2023 上半年明细数据暂时未披露。

图表 83: 华润置地购物中心重奢及非重奢零售额同比



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 84: 华润置地购物中心重奢及非重奢零售额同店同比



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

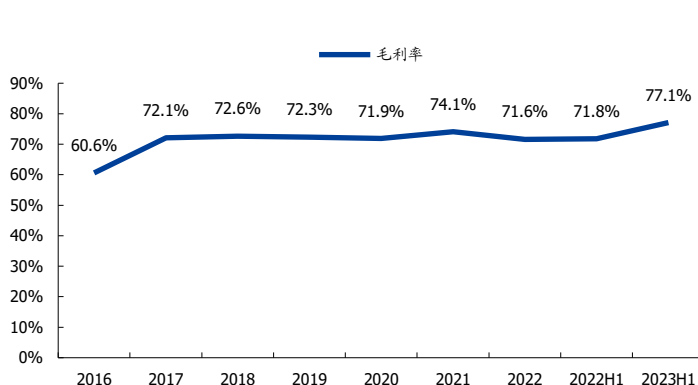
运营效率稳步提升，购物中心回报水平保持高位。公司持续推进落实“降本、提质、增效”管理主题，有效提升购物中心经营管理效率。2023H1 公司购物中心实现租金收入 86 亿元，同比上升 39.5%；当期购物中心毛利率同比上升 5.3pct 至 77.1%高位，营业成本及两费占比较 2022 年下降 8.6 个百分点；此外公司下半年计划新开购物中心 9 座，预计全年 EBITDA/cost 回报率达 9.5%，反映出领先的投资管理能力。

图表 85: 华润置地购物中心租金收入及同比



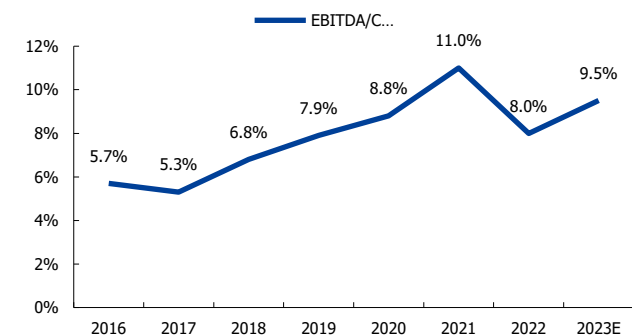
资料来源: 公司业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 86: 华润置地购物中心毛利率



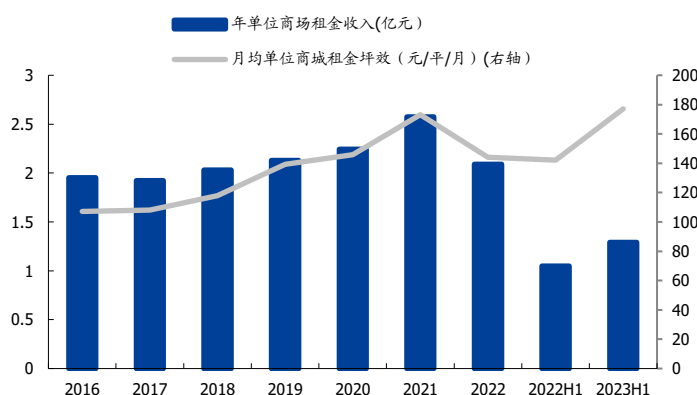
资料来源: 公司业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 87: 华润置地购物中心 EBITDA/Cost



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 88: 华润置地单位购物中心业绩表现

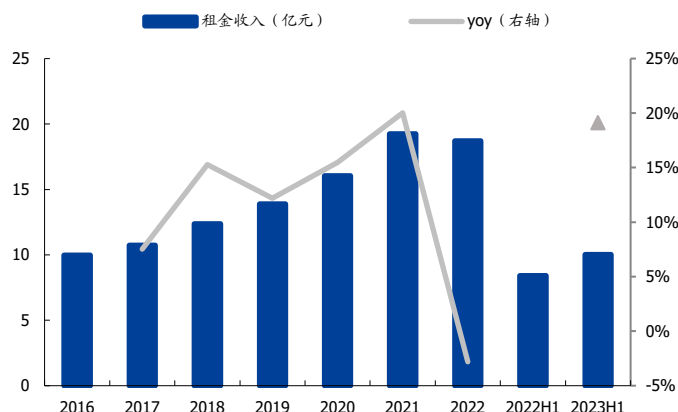


资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

3.1.2 写字楼

写字楼业务积极发挥协同效应。在大环境影响下，全国写字楼空置率普遍上升，公司写字楼业务紧抓市场调整窗口期，持续提升出租率、优化租户结构。2023H1 公司写字楼出租率较年初提升 2.6pct 至 81.8%；实现租金收入 10.0 亿元，同比增长 19.2%，对应毛利率约 77.1%；此外下半年公司计划新开写字楼 3 座，预计全年 EBITDA/cost 回报率达 6.3%。

图表 89: 华润置地写字楼租金收入及同比



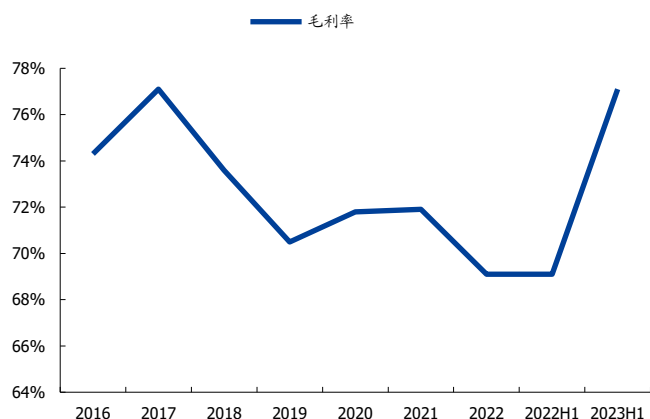
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 90: 华润置地写字楼出租率



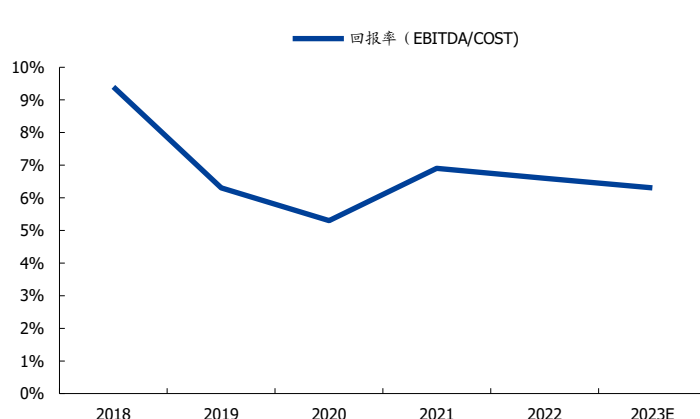
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 91: 华润置地写字楼毛利率



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

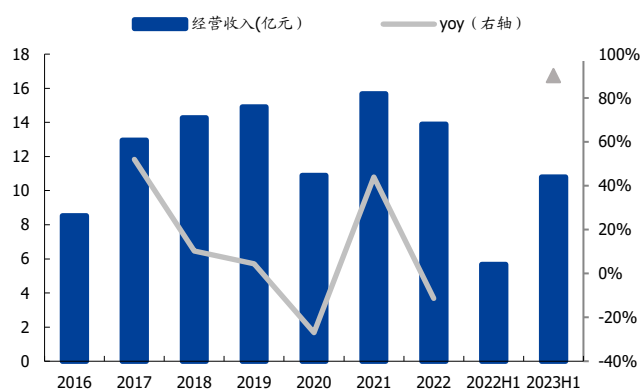
图表 92: 华润置地写字楼回报率



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

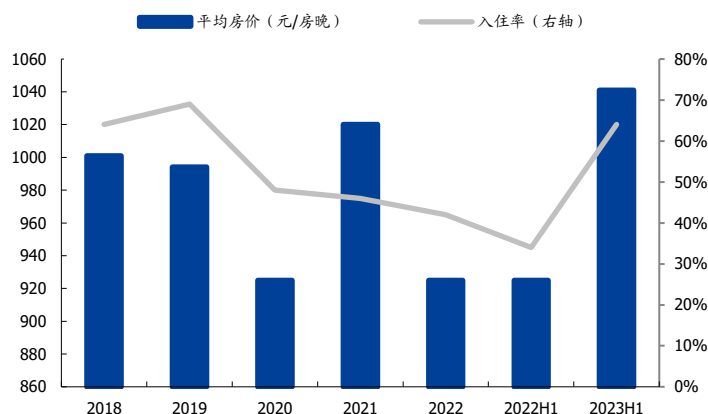
酒店业务强劲复苏, 收入盈利双增长。2022 年公司酒店业务受大环境影响较大, 全年综合入住率约 42%, 平均房价约 925 元/房晚; 实现营业收入 13.9 亿元, 同比下降 11.1%; 对应毛利率 0.9%。随着社交、商务差旅环境进入常态化阶段, 公司酒店业绩回归向好趋势, 实现收入增长和盈利改善: 2023H1 公司酒店业务实现经营收入 10.8 亿元, 同比增长 90.1%, 为近五年最高增速; 毛利率及两费费率分别改善至 18.7%及 18.9%;同时平均房价提升至 1041 元/房晚, 超过 (公司) 2021 年前水平。

图表 93: 华润置地酒店租金收入及同比



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表 94: 华润置地酒店平均房价及入住率



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

3.2 生态圈要素型业务

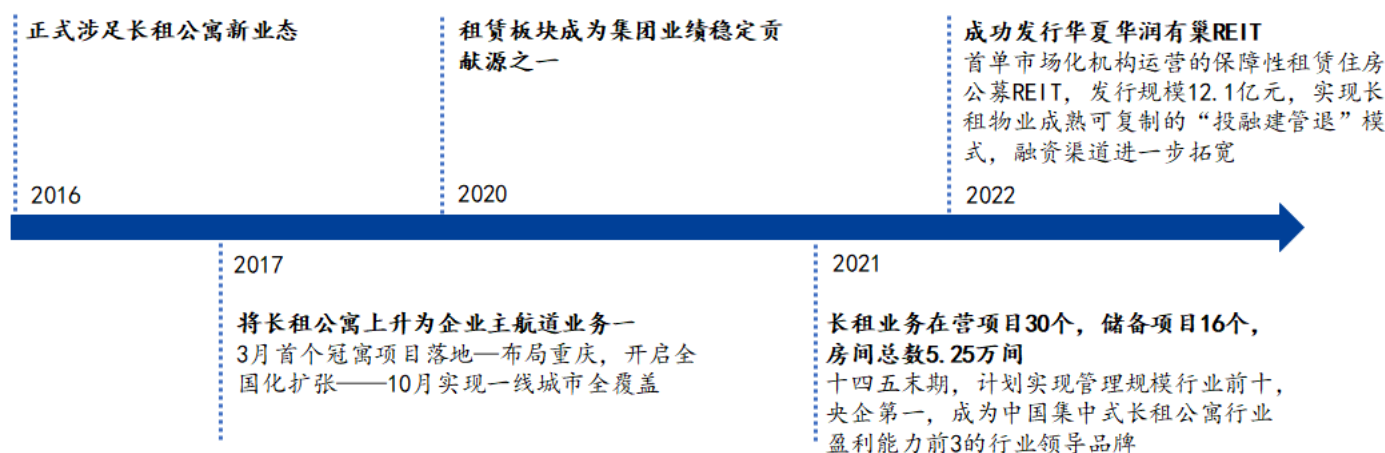
生态圈要素型业务协同主业资源获取, 立志于培育发展长期主义的新增长极。具体来看, 2022 年以来公司主动调整生态圈要素型业务进退策略, 坚持对不同赛道业务明确取舍, 实施差异化管理, 重点发展代建代运营、产业和长租领域, 持续提升经营质量、协同资源获取、提升品牌影响力。

2023 上半年, 公司生态圈要素型业务合计实现营业额 26.2 亿元。其中, 建筑/代建代运营/长租业务分别实现营业额 14.0 亿元/6.1 亿元/1.7 亿元。

“有巢”长租公寓品牌践行“住有所居”国家战略。公司响应“房子是用来住的, 不是用来炒的”号召, 于 2016 年成立长租公寓事业部, 正式开启租赁住房布局。2018 年, 华润发布“有巢”品牌, 正式将有巢作为其解决城市租住需求, 提高租住品质, 创新租住体验的长租公寓平台。

截至 2023H1, 有巢布局 15 城, 长租业务累计在管项目 56 个, 管理房源达 5.6 万间; 公司稳定期项目 (开业 6 个月以上) 出租率提升 1pct 至 93%; 期内实现营业额 3.17 亿元, 同比增长 21.2%。

图表 95: 华润置地长租公寓发展路径



资料来源：根据业绩 ppt、建筑英才汇、克而瑞相关资料整理，国盛证券研究所

图表 96: 华润置地长租公寓业绩表现

	营业额	EBITDA	EBITDA 利润率	稳定期出租率	在营房间数 量	在营项目数 量	持有项目数 量	持有房间数量
	百万	百万			千间			万间
2020	214	43	20.2%	91.0%	7			
2021	313	123	39.4%	92.0%	20	34		
2022	391	148	37.8%	92.0%	31	34	56	5.6
2021H1	131							
2022H1	179			92%				
2023H1	317			93%				5.6

资料来源：根据业绩 ppt、公司公告相关资料整理，国盛证券研究所

同时，受益于华润在有巢品牌创立早期即聚焦核心城市核心区核心资产，探索长期可持续的盈利模式和创新性融资平台，以获取符合公募 REITs 发行标准的标的资产打造“投、融、建、管、退”闭环理念，2022 年公司即以上海有巢泗泾项目和有巢东部经开区项目为底层资产成功发行有巢 REIT（发行规模 12.1 亿元）。华润有巢 REIT 为首单市场化机构运营的保障性租赁住房公募 REIT，丰富了公司以股权为基础的融资方式（降低对传统债务融资方式的依赖）；同时作为基金份额持有人，华润也将通过分派方式获取稳定回报；此外基础设施 REIT 也为公司未来扩展提供独立的集资平台，增强探索新融资及集资渠道以发展其业务的可能性。

2023H1 华润有巢 REIT 底层公寓项目运营稳健，实现收入 38.3 百万元、EBITDA27.1 百万元，相较招募说明书预测值完成率分别为 108%及 114%；实现可供分配金 3207 万元，对应发行价的简单年化分派率达 5.35%。

图表 97: C-REITs 试点范围拓展路径



资料来源: Wind、根据证监会及发改委等文件整理, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

考虑到公司正加速构建开发销售型物业、经营性不动产业务、轻资产管理业务（华润万象生活，1209.HK）三大主营业务与生态圈要素型业务有机联动、一体化发展的“3+1”业务模式，我们将公司业绩预测拆分为开发销售业务、经营性不动产业务（物业投资及管理）及其他（建筑、装修服务及其他）业务三个方面。

开发销售业务方面，公司采用新老准则确认开发物业销售收入。因此我们在模型中以新（于一段时间内按比例确认结算）、老（基于过往已售未结金额、后续预期销售金额、结转比例等预测）准则结转金额之和为基础预测当年结转收入的规模。具体来看，截至 2023H1，公司并表已售未结合同额达 3304 亿元，同比增长 41.9%，覆盖当期房地产结算金额 3.0X（年化），其中 1423 亿元公司计划于 2023 年结算，整体来看短期内可结算资源较稳定，且一二线城市占比稳定，公司业绩可持续性增长能见度高，我们预计公司未来三年收入增速仍将维持正增长，假设 2023/2024/2025 年开发销售业务增速分别为 14.7%/8.2%/3.5%。

经营性不动产业务方面，我们认为在特有基因下公司存量商业资产及规模行业领先，既能有力支持主营等业务获取资源产生协同效益，又能自主盈利贡献长期稳定现金流。其中，我们在模型中根据公司后续营业、开业计划及预期单位持有型物业租金、管理收入来测算当年物业投资管理收入。我们假设 2023/2024/2025 年经营性不动产业务增速分别为 21.3%/19.6%/17.6%。

其他业务方面，我们认为公司在形成一定规模体系下将稳中有进，因此参考近三年其他业务增速均值对其他业务收入规模进行预测。我们假设 2023/2024/2025 年其他业务增速分别为 20.0%/20.1%/22.8%。

综上，我们假设 2023/2024/2025 年营业总收入增速分别为 15.6%/10.0%/6.3%。

毛利率方面，根据前文分析，2023H1 公司实现综合毛利率 25.7%，同比下滑 1.3pct，虽与行业盈利空间收窄的趋势相同但仍保持行业第一梯队的盈利能力。其中受行业下行趋势及结算结构影响公司房地产板块结算毛利率降至 17%；经营性不动产业务稳步发展，毛利率达 71.3%，同比增长 5.8pct，仍对整体毛利率起到一定支撑作用。考虑到公司于多元拿地上具备较强优势，供给侧出清后将受益于土拍市场竞争格局改善，投资物业盈利水平在社交环境改善后逐步恢复，综合毛利率或仍将保持行业领先水平，预计 2023-2025 年分别为 24.1%、24.7%、25.9%。

图表 98: 华润置地营业收入及毛利率测算表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	207,061.1	239,427.4	263,428.4	279,951.9
YOY	-2.4%	15.6%	10.0%	6.3%
开发销售业务	176,162.3	202,126.0	218,743.4	226,348.3
YOY	-4.2%	14.7%	8.2%	3.5%
经营性不动产业务	17,020.9	20,648.0	24,685.2	29,040.8
YOY	-2.4%	21.3%	19.6%	17.6%
其他	13,877.9	16,653.4	19,999.8	24,562.8
YOY	28.4%	20.0%	20.1%	22.8%
营业成本	152,770.5	181,616.6	198,293.7	207,377.0
毛利	54,290.6	57,810.8	65,134.7	72,574.9
毛利率	26.2%	24.1%	24.7%	25.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用方面, 考虑到行业变化及挑战下公司始终围绕“降本提质增效”等关键主题开展业务, 我们预期公司在成本管控上将更加完善, 预期 2023-2025 年公司三费占营收比重将趋于优化。其中假设 2023-2025 年营业费用率分别为-2.83%、-2.81%、-2.79%; 管理费用率分别为-2.58%、-2.56%、-2.55%; 财务费用率分别为-3.48%、-3.33%、-3.29%。

盈利方面, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为人民币 293.6、318.9、350.0 亿元; 按照最新总股本计算, 对应的 EPS 为 4.12、4.47、4.91 元/股。

图表 99: 华润置地盈利预测表 (百万元)

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	207061	239427	263428	279952
营业成本	-152771	-181617	-198294	-207377
营业费用	-5895	-6769	-7394	-7802
管理费用	-5386	-6180	-6747	-7142
财务费用	-1700	-1870	-2057	-2263
其他收益	3119	3778	3449	3613
公允价值变动收益	6978	7387	7182	7284
投资净收益	4102	4307	4522	4749
利润总额	55508	58464	64090	71014
所得税	-23140	-24489	-27038	-30172
净利润	32368	33975	37052	40842
少数股东损益	4278	4613	5164	5839
归属母公司净利润	28090	29362	31888	35003
EBITDA	15463	17443	18849	20439
EPS (元)	3.94	4.12	4.47	4.91

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 100: 华润置地盈利预测表-历史及假设费用率（营业收入口径）

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业费用率	-2.85%	-2.83%	-2.81%	-2.79%
管理费用率	-2.60%	-2.58%	-2.56%	-2.55%
财务费用率	-3.83%	-3.48%	-3.33%	-3.29%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 可比公司法估值

我们选取了同处于克而瑞 2022 年销售排行榜单中 TOP10、且同样具备国央企背景的、全国化布局的 3 家头部代表性房企作为可比公司（中国海外发展、招商蛇口、保利发展）。可比公司 2023/2024/2025 年的 PE 均值分别为 9.7/7.5/6.4 倍。考虑到公司业绩表现稳居市场前列，土地投资“调结构、调节奏、调布局”下以良性销售及拿地滚动为后续开发业务可持续性发展提供保障，同时公司作为内资商业运营引领者，具备一定的估值优势。我们认为公司的合理目标价在 35-37 元区间，对应 2023 年 PE 估值约为 8.5-9X。

图表 101: 可比公司估值（股价为 2023 年 9 月 28 日收盘价，货币均为 CNY，1HKD=0.918CNY）

公司名称	公司代码	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
		元	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中国海外发展	0688.HK	14.4	2.13	2.53	2.79	3.10	6.8	5.7	5.2	4.7
招商蛇口	001979.SZ	12.4	0.6	0.8	1.2	1.4	22.5	15.9	10.8	8.7
保利发展	600048.SH	12.7	1.5	1.7	1.9	2.2	8.3	7.4	6.7	5.9
平均值							12.5	9.7	7.5	6.4
华润置地	1109.HK	27.7	3.94	4.12	4.47	4.91	7.0	6.7	6.2	5.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上所述，住开业务方面，在供给侧改革下公司作为头部央企受益竞争格局改善，前景向好，支持业绩表现稳居市场前列；已售未结资源充沛，有望锁定未来稳定收入；土地投资“调结构、调节奏、调布局”，以有效投资做实增量，优质存量土储为后续盈利能力筑底企稳提供保障。经营性不动产业务方面，公司已然成为内资商业运营引领者，以“万象系”购物中心为代表的投资物业是公司重点发展的业务板块，同时亦是估值差异化体现所在。

我们预计公司 2023/2024/2025 年营收为 2394.3/2634.3/2799.5 亿元；归母净利润为 293.6/318.9/350.0 亿元；对应 EPS 为 4.12/4.47/4.91 元/股；对应 PE 为 6.7/6.2/5.6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 房地产政策放松力度不及预期。**2022 年以来中央及全国大部分城市均出台了房地产放松政策，但整体销售维持弱复苏趋势，购房者信心尚显不足。若未来房地产政策放松力度不及预期，将进一步影响市场情绪，对公司整体销售带来不利影响。
- 2) 拿地质量不及预期。**在公司规模扩张速度放缓、高毛利项目结转清空后，若未来公司市场开拓情况不佳、或市场基本面继续下行，导致公司拿地规模及毛利率不及预期，将对公司整体利润产生压制。
- 3) 行业基本面持续下行风险。**如果房地产行业销售量价持续下行，将显著影响购房者预期，引发抛售导致供过于求的恶性循环，同时房企的回款情况将进一步恶化。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com