

【广发地产&海外】华润置地 (01109.HK)

韧性生长，万象更新

核心观点:

- **守正出新，笃定前行。**公司大股东为央企华润集团，根据公司财报及官网，集团持有公司 59.55% 的股份 (23H1)，公司 22 年在集团的资产、收入、净利润的占比分别为 47%、25%、50%。管理团队“老华润”，年富力强，职务过渡平稳。23H1 非开发业务营业利润贡献超 4 成。
- **开发：投融能力强，资产质量优。**第一，融资能力是生存的基数，公司抓住机遇，积极扩表。第二，土储质量高，根据公司经营公告，23 前三季度较 21 年销售均价涨幅，华润排名第一 (+26%)。第三，强投资提升货值质量。得益于多元化的投资能力 (集团孵化、综合体、收并购)，根据公司经营公告，公司连续三年增量拓展，连续两年权益拿地金额行业第一，权益拿地市占率从 14-20 年平均 1.8% 提升至 23Q1-3 的 6.7%。截至 23Q3，高毛利项目货值 (22 年以来获取) 占比 56%。
- **商业：优质资产持续扩张。**购物中心是华润最重要的重资产，根据公司年报及业绩发布会，成熟期重奢单店租金规模超 10 亿元，购物中心开业节奏提速，18-22 年平均每年新开业 8 座，23-26 年年均开业 12 座，预计 25 年 101 座购物中心有望贡献 252.5 亿元的租金收入。叠加写字楼、酒店的租金，预计 25 年公司投资物业收入达到 311 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 23-25 年核心净利润 268、327、370 亿元，归母净利润为 324、383、426 亿元，同比分别 +15%、+18%、+11%。根据 24 年分业务利润预测，参考可比公司估值，投资及开发合计估值 2726 亿元人民币，对应公司合理价值 42.00 港元/股 (港币兑人民币汇率为 0.91016，2023/12/05)，给予“买入”评级。
- **风险提示。**购房者信心不足，景气度影响销售表现；房价下行存在减值压力；促销手段影响利润率；奢侈品消费比例下降，租金不及预期。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	212,108	207,061	238,232	273,349	302,894
增长率 (%)	18%	-2%	15%	15%	11%
EBITDA (百万元)	36,036	33,688	34,767	42,855	52,739
归母净利润 (百万元)	32,401	28,092	32,406	38,303	42,603
增长率 (%)	9%	-13%	15%	18%	11%
EPS (元/股)	4.54	3.94	4.54	5.37	5.97
市盈率 (x)	5.4	6.2	5.4	4.6	4.1
ROE (%)	14%	12%	12%	12%	12%
EV/EBITDA (x)	4.86	5.20	5.04	4.09	3.32

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

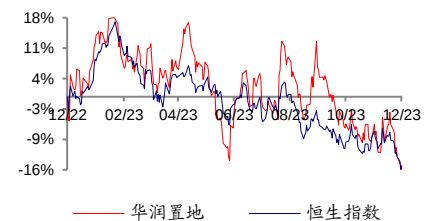
买入

当前价格	27.15 港元
合理价值	42.00 港元
报告日期	2023-12-06

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	7130.94/7130.94
总市值/流通市值 (百万港元)	193605.01/193605.01
一年内最高/最低 (港元)	39.80/27.00
30 日日均成交量/成交额 (百万)	9.63/282.18
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-20.57/-13.49

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、守正出新，笃定前行.....	5
（一）发展历程：百年央企，基业长青	5
（二）股权结构：央企背景，华润集团的核心资产	6
（三）管理团队：“老华润”，年富力强，职务过渡平稳	7
（四）业务结构：23H1 非开发业务贡献超 4 成，多元业务高质量发展	9
二、开发：投融能力强，资产质量优	10
（一）融资能力是房企生存的基础，华润作为央企龙头，具备融资优势	12
（二）土储是过往投资行为的结果，华润在量价平衡方面较为从容	15
（三）强投资、调结构，提升货值质量	20
三、商业：优质资产持续扩张，经营能力不断提升	32
（一）综合体：23H1 贡献 86 亿元租金，优质资产持续扩张	33
（二）写字楼：23H1 在营面积 126 万方，毛利率回升至 77.1%	42
（三）酒店：23H1 在营面积 77 万方，半年收入 10.8 亿元	44
（四）预计 2025 年投资物业收入达到 311 亿元	45
四、盈利预测和投资建议	46
五、风险提示	48

图表索引

图 1: 华润置地历史沿革	5
图 2: 华润置地股权结构	6
图 3: 华润置地在集团中的资产、收入、利润贡献比例	7
图 4: 华润置地与集团的净利润率	7
图 5: 华润置地部分董事会及高管团队信息	7
图 6: 华润置地分业务毛利率情况	9
图 7: 华润投资物业收入、利润、资产占比	9
图 8: 华润置地 2023H1 核心净利润贡献	9
图 9: 华润置地核心净利润率	9
图 10: 2022 年规模房企核心经营净利润率	10
图 11: 当前企业面对行业变化的应对策略	11
图 12: 重点房企净负债率与融资成本 (23H1)	14
图 13: 华润及 A+H 板块房企净负债率	14
图 14: 华润及 A+H 板块房企扣预资产负债率	14
图 15: 华润及行业有息负债同比	15
图 16: 华润及行业综合融资成本	15
图 17: 华润置地 22 年开发+投资土储面积分布情况	15
图 18: 华润置地 22 年开发+投资土储分布情况	17
图 19: 华润置地进入城市数量、单城市销售金额及销售排名情况	18
图 20: 华润置地当年进入城市在进入后年均拿地宗数	19
图 21: 华润置地拿地金额分布 (按城市进入时间)	19
图 22: 华润置地 23 年销售均价较 21 年增速领先行业	20
图 23: 重点房企不同拿地方式拿地金额占比 (2021-2023Q3)	21
图 24: 华润置地通过华润集团“孵化模式”获取项目的交易对价 (亿元)	24
图 25: 权益补货力度测算方法	28
图 26: 重点房企 2021-2023Q3 权益补货力度	28
图 27: 房企拿地毛利率趋势	30
图 28: 华润置地投资物业公允价值	32
图 29: 华润置地投资物业公允价值变动净收益	32
图 30: 部分地产公司投资性房地产规模 (23H1)	33
图 31: 华润置地购物中心运营模型	34
图 32: 华润购物中心租金收入规模	34
图 33: 华润购物中心在营商业面积及在营数量	34
图 34: 华润零售额与中国社零总额同比增速对比	35
图 35: 华润购物中心租售比情况	35
图 36: 华润在营购物中心项目分布 (分线, 23H1)	35
图 37: 华润在营及储备购物中心项目分布 (23H1)	35
图 38: 华润置地购物中心重资产项目分布 (座)	36
图 39: 华润置地万象城产品线	38

图 40: 华润 M1-M4 类大众点评单次消费 (元/次)	39
图 41: 华润 M1-M4 类大众点评平均分 (分)	39
图 42: 内地奢侈品消费规模变化情况	40
图 43: 重奢与非重奢商场在营数量占比	41
图 44: 重奢与非重奢商场零售额占比	41
图 45: 单个重奢场与非重奢场年营业额对比	41
图 46: 重奢场与非重奢场单店建面对比	41
图 47: 部分重奢万象城租售比与整体对比	42
图 48: 重奢与非重奢零售额同店增速	42
图 49: 部分重奢万象城年租金 (亿元/年)	42
图 50: 5 座重奢万象城租金年复合增速	42
图 51: 华润写字楼经营收益及增速	43
图 52: 华润写字楼毛利率情况	43
图 53: 华润酒店经营收益及增速	44
图 54: 华润酒店毛利率情况	44

表 1: 华润置地和华润集团高管变动	8
表 2: 重点房企销售金额及同比增速	10
表 3: 重点房企境外评级情况 (截至 23.11.01)	12
表 4: A+H 重点房企有息负债及三道红线情况	13
表 5: 22 年 16 家房企土地储备区域分布占比	16
表 6: 华润置地 2001 年以来股份变动情况及股权融资	22
表 7: 华润集团向华润置地历次资产注入情况	23
表 8: 华润置地 23 年获取的部分商业项目竞地条件	24
表 9: 世界五百强 TOP100 部分中企名单及中国连锁企业 TOP10	25
表 10: 华润置地收购华夏幸福资产收购明细	26
表 11: 华润置地收购华夏幸福资产的交易对价支付安排	26
表 12: 权益拿地市占率变化情况	29
表 13: 主流房企 22 年以来新货货值占比测算	31
表 14: 主流房企储备毛利率测算	31
表 15: 华润置地不动产经营项目情况 (23H1)	33
表 16: 华润置地不动产经营项目情况及后续开业计划	36
表 17: 华润置地重奢场部分重奢店开业情况	40
表 18: 华润置地在营投资写字楼一览 (23H1)	43
表 19: 华润置地在营酒店一览 (23H1)	44
表 20: 华润置地投资物业收入预测	45
表 21: 华润置地盈利预测	47
表 22: 可比公司估值情况	48

一、守正出新，笃定前行

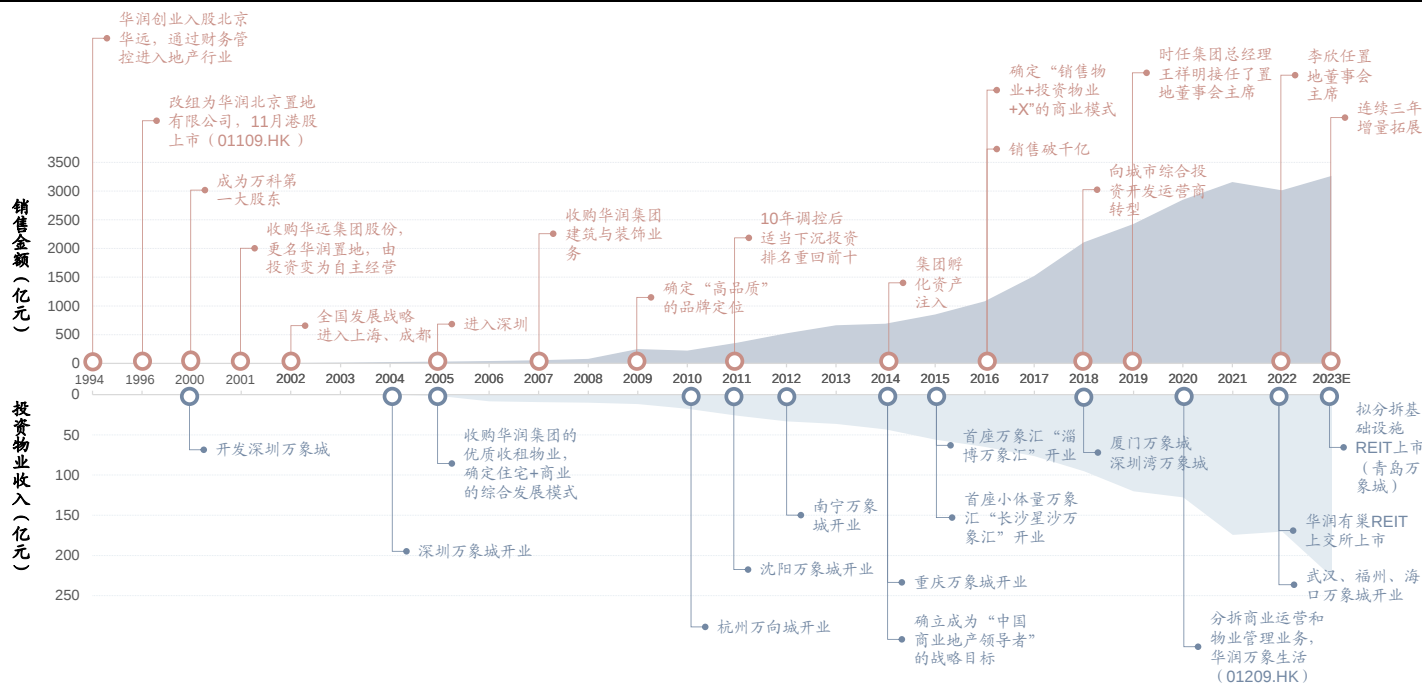
（一）发展历程：百年央企，基业长青

1996年上市，2001年收购华远集团的股份，从财务投资转变为自主经营，更名“华润置地”。二十年来，华润置地稳步发展，形成了“3+1”一体化业务模式，房开业务排名持续提升，投资物业以成为“中国商业地产的领导者”为目标，打造了以万象城为代表优质商业中心。公司的历程主要分为四个阶段。

第一阶段：初创调整阶段（1994年-2001年）。1994年华润集团通过香港子公司华润创业控股了华远地产，并于1996年以华远地产为主要资产在港股上市，2001年，华润集团收购了华远集团持有的华远地产的剩余股份，从财务投资转变为自主经营，并将公司正式更名为“华润置地（北京）有限公司”。

第二阶段：初步拓展阶段（2002年-2004年）。2002年，在独立经营的第二年，公司走出了华远地产时代聚焦北京的路径，确立了全国发展战略，并于同年进入上海、成都，2004年进入了武汉、合肥。

图1：华润置地历史沿革



数据来源：公司及集团官网，公司年报，广发证券发展研究中心

第三阶段：全面发展阶段（2005年-2015年）。2005年，华润集团内部重组，将优质持有型物业注入华润置地，确立了公司在华润集团内部地产上市旗舰的地位，公司也由住宅物业开发商转型为“开发物业+投资物业”双主业的综合型地产开发商。

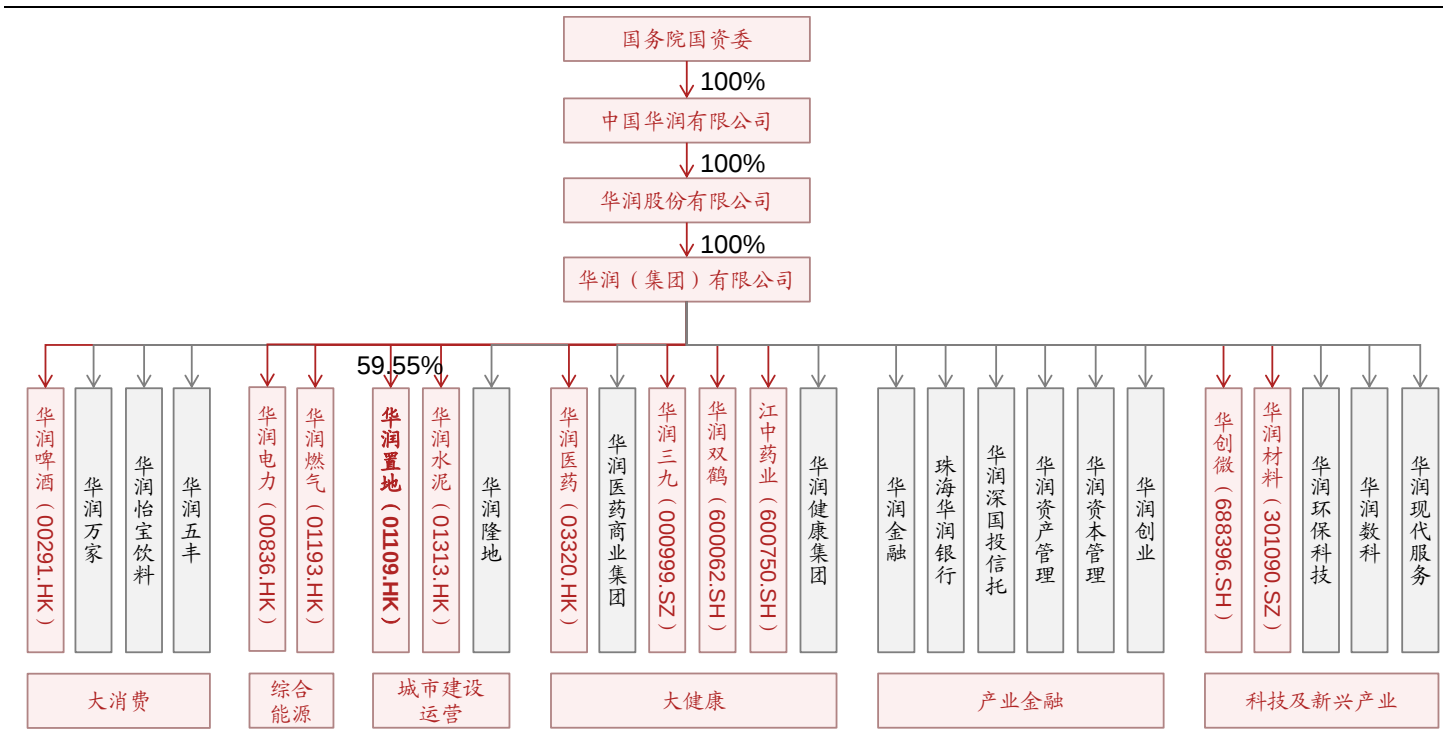
华润集团多次向置地注入了优质的开发物业和投资物业资产，置地的投资物业也从最早打造的重奢万象城（深圳万象城、杭州万象城等），逐步扩展轻奢业态，打造包括淄博万象汇、长沙星沙万象汇等业态，商业及开发全面发展。

第四阶段：多元化发展阶段（2016年-2023年）。公司战略定位转变为“城市综合投资开发运营商”，构建“3+1”一体化业务模式，即三大主业（开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务），发展生态圈要素型业务（代建代运营、长租公寓、城市更新、康养业务等）。2020年以来，公司分拆了商业运营和物业管理业务上市（华润万象生活），华润有巢REIT在上交所上市，2023年计划分拆技术设施REIT上市（青岛万象城），成熟期重资产有了退出通道。

（二）股权结构：央企背景，华润集团的核心资产

华润置地大股东为华润集团，股权结构集中且稳定，根据公司财报，华润集团合计持有公司59.55%的股份（23H1），华润集团业务多元化，分别有大消费、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大板块，其中华润置地是城市运营的旗舰平台。

图2：华润置地股权结构

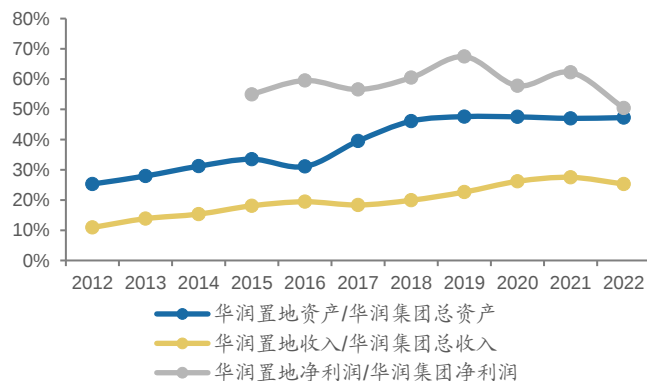


数据来源：公司及集团官网，公司年报，广发证券发展研究中心

根据集团官网，截至22年末，华润集团总资产规模2.3万亿元，同比+13%，营业额8187亿元，同比+6%，净利润642亿元，同比+7%。华润置地22年在集团的资

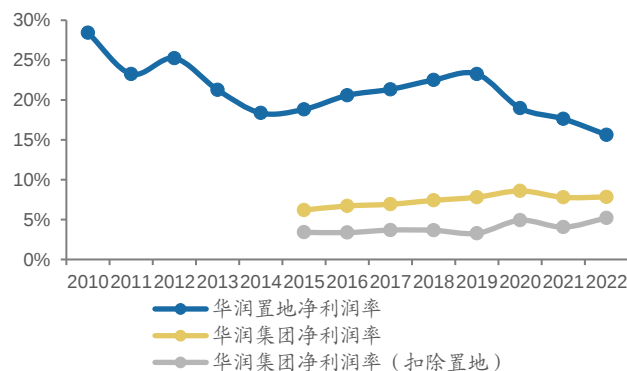
产、收入、净利润的占比分别为47%、25%、50%，在过去十年中置地总资产占集团的比重从2012年的25%提升至2022年的47%，净利率明显高于集团整体水平，华润置地是华润集团的核心资产。

图3：华润置地在集团中的资产、收入、利润贡献比例



数据来源：集团官网，公司年报，广发证券发展研究中心

图4：华润置地与集团的净利率



数据来源：集团官网，公司年报，广发证券发展研究中心

(三) 管理团队：“老华润”，年富力强，职务过渡平稳

根据公司年报，截至22年末，华润置地管理团队年龄基本处在51-55岁，年富力强，全部为内部培养，董事会主席李欣1993年加入华润集团，张大为、谢骥（包括已经离任的吴向东、唐勇、吴秉琪等）均为1993-1994年前后加入公司，管理团队整体在华润服务年限在20年以上，管理一致性好。且具备区域经验。

图5：华润置地部分董事会及高管团队信息

 王祥明 华润集团董事长 60岁，曾任中国建筑集团总经理、中国建筑股份总裁 2019/12-2022/05 华润置地董事会主席 提名委员会主席 非执行董事 2020/07-至今 华润集团董事长	 李欣 华润置地董事会主席兼公司总裁 51岁，华润工作30年 1993年加入华润集团 2001年加入华润置地 2016/07 联席总裁 2017/04 执行董事 2018/12 总裁 2022/05 董事会主席 2023/09 承担过渡期总裁工作和责任	 张大为 董事会副主席兼公司COO 54岁，华润工作29年 1994年加入华润集团 2006年加入华润置地 2016/07 联席总裁 2017/04 执行董事 2018/12 董事会副主席 2021/01 首席运营官 华南大区董事长	 谢骥 执行董事兼公司CSO 50岁，华润工作30年 1993年加入华润集团 2001年加入华润置地 2013/06 高级副总裁 2017/04 执行董事 2021/01 首席战略官 华中大区董事长
 郭世清 执行董事兼公司CFO 53岁，华润工作22年 2001年加入华润置地 2017 东北大区副总 2018/10 财务总经理 2020/06 助理总裁、CFO 2020/12 执行董事	 孔小凯 执行董事兼公司CIO 54岁，华润工作23年 2000年加入华润集团 2005年加入华润置地 2016/07 高级副总裁 华南大区董事长 2021/01 华东、东北大区董事长 2022/01 首席信息官	 沈彤东 执行董事兼高级副总裁 55岁，华润工作32年 1991年加入华润集团 2005年加入华润置地 2016/07 高级副总裁 2018/12-2021/01 执行董事 2016/07-2022/01 首席信息官	 吴秉琪 原公司总裁 调任中国建筑 51岁，华润工作30年 1993年加入华润集团 2007年加入华润置地 2013/10 高级副总裁 2019/02 执行董事 2021/01 首席人力资源官 2022/07 总裁 2023/09 辞任华润置地总裁，调任中国建筑副总经理

数据来源：公司及集团官网，公司年报，广发证券发展研究中心

华润集团董事长王祥明曾领导过华润置地的的发展。历史上华润置地董事会主席

多在集团担任副董事长/总经理一职，王祥明是为数不多的曾兼任华润集团和置地董事会主席的领导，凸显置地对集团的重要性。王祥明是“老中建”，曾任中国建筑集团总经理、中国建筑股份总裁，熟悉地产业务，19年加入华润集团。

历史上华润层有一定高层人事变动，近年来工作衔接平稳。吴向东曾是公司核心人物，1993年加入华润，2005年加入置地，打造第一个万象城（深圳万象城），在2013年6月至2014年11月担任置地主席，受一些事件的影响，14年7月唐勇主持公司工作，张大为、李欣任联席总裁，形成核心三人团队，同年11月吴向东辞任董事局主席，此后至公司董事长一职处于空缺的状态。18年底吴向东加盟华夏幸福，李欣任公司总裁，张大为董事会副主席，唐勇于19年2月任董事会主席，并于同年12月离职。在唐勇离职后，时任华润集团总经理的王祥明接任了置地董事会主席一职，并担任非执行董事，20年7月王祥明升任华润集团董事长，22年5月将置地董事会一职交接给李欣，吴秉琪接任置地总裁，23年9月吴秉琪辞任总裁调任中国建筑副总经理，李欣暂时承担过渡期间总裁的工作和责任。

表1：华润置地和华润集团高管变动

	华润集团 董事长	华润集团 副董事长/总经理	华润置地 董事会主席	华润置地副主席/ 董事总经理	华润置地 总裁	华润置地 常务副总经理
2000	陈新华	宁高宁	宁高宁	-		
2001	陈新华	宁高宁	宁高宁	王印		
2002	陈新华	宁高宁	宁高宁	王印		
2003	陈新华	宁高宁	宁高宁	王印		
2004	陈新华	宋林	王印	王印		
2005	陈新华	宋林	王印	王印		
2006	陈新华	宋林	宋林	王印		吴向东
2007	陈新华	宋林	宋林	王印		吴向东
2008	宋林		宋林	王印		吴向东
2009	宋林		王印	吴向东		吴向东
2010	宋林		王印	吴向东		吴向东
2011	宋林	王印	王印	吴向东		吴向东
2012	宋林	王印	王印	吴向东		吴向东
2013	宋林	王印	吴向东	唐勇		吴向东
2014	傅育宁	王印	吴向东/-	唐勇		吴向东
2015	傅育宁	王印	-	唐勇		
2016	傅育宁	王印	-	唐勇	李欣/张大为	
2017	傅育宁	王印	-	唐勇	李欣/张大为	
2018	傅育宁	王印	-	唐勇	李欣/张大为	
2019	傅育宁	王祥明	唐勇/王祥明	张大为	李欣	
2020	王祥明		王祥明	张大为	李欣	
2021	王祥明		王祥明	张大为	李欣	
2022	王祥明	王崔军	李欣	张大为	吴秉琪	

2023Q3	王祥明	王崔军	李欣	张大为	李欣	
--------	-----	-----	----	-----	----	--

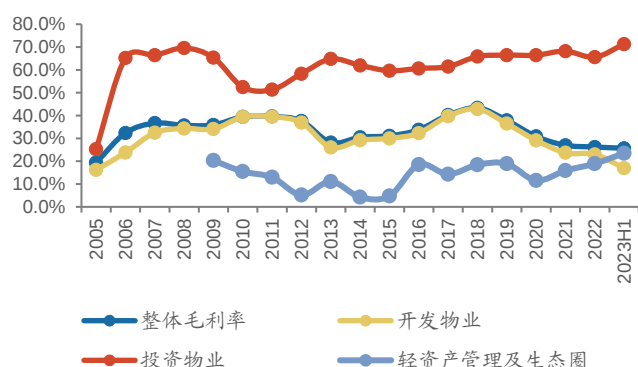
数据来源：公司及集团官网，公司年报，广发证券发展研究中心

（四）业务结构：23H1 非开发业务贡献超 4 成，多元业务高质量发展

华润置地上市以来二十余年的发展历程，是中国房地产发展历程的一个缩影，从早期核心一二线城市起步住房开发，到全国拓展提升开发业务的深度和广度，前瞻布局了高端零售商业，并不断加大投资物业的投入，轻资产管理平台完成上市，打通成熟期物业退出渠道。华润置地的业务结构可以说是行业“标杆”。

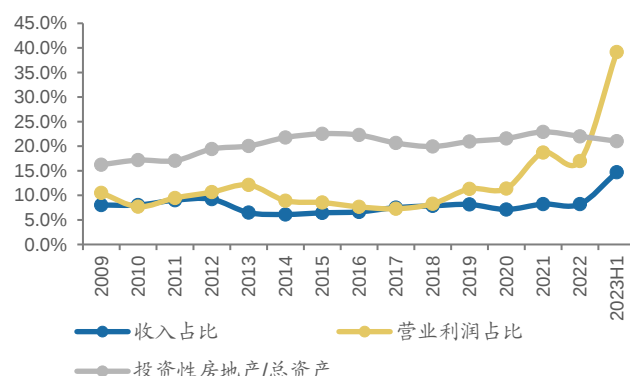
在开发毛利率下行的大背景下，公司深耕多年的投资物业利润贡献占比持续提升（根据公司中报，23H1核心净利润投资物业贡献比例35%，住房开发占比降至57%），凭借高毛利业务的增长抵消了部分结算端的下行压力，23H1公司整体毛利率水平为25.7%，较22年仅下降0.6pct，这是公司培育多元业务的结果。

图6：华润置地分业务毛利率情况



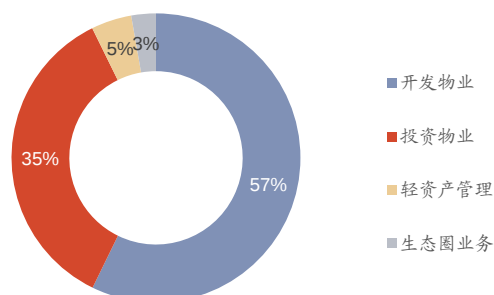
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图7：华润投资物业收入、利润、资产占比



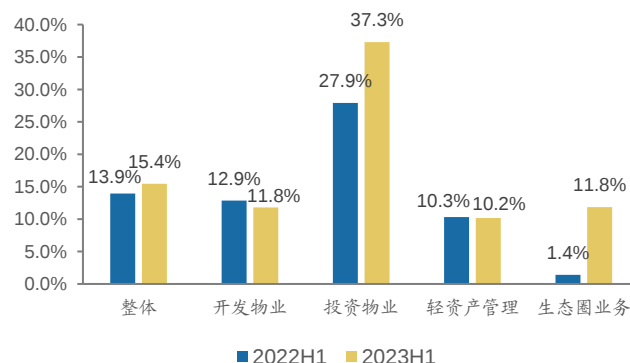
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图8：华润置地2023H1核心净利润贡献



数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

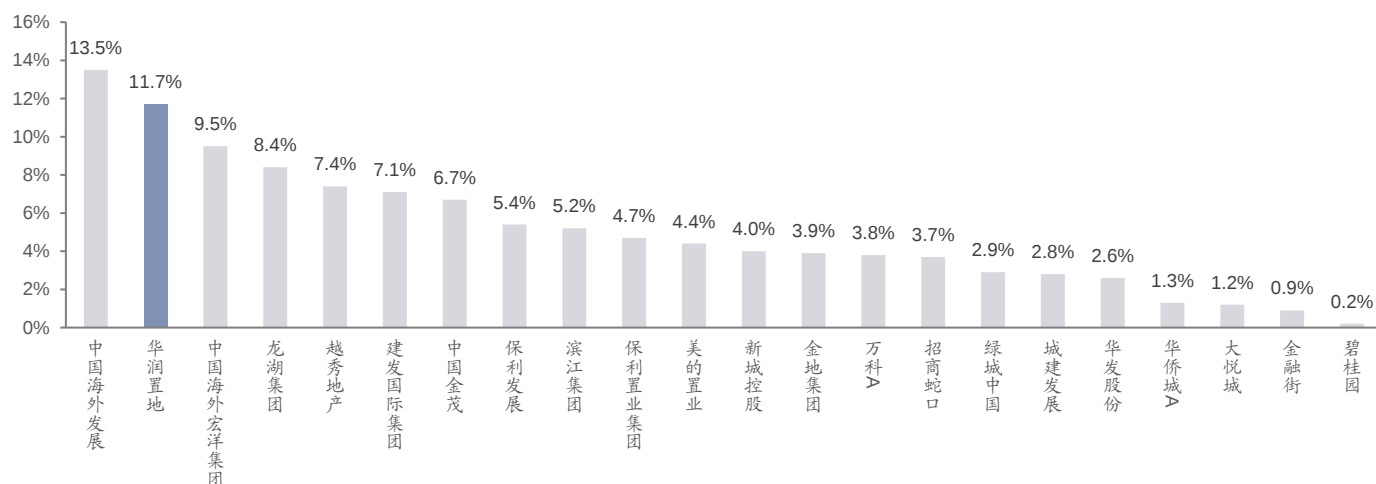
图9：华润置地核心净利润率



数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

净利润率的水平来看, 23H1公司开发物业核心净利率11.8%、投资物业37.3%、轻资产管理10.2%、生态圈业务11.8%, 整体核心净利率15.4%, 这样的利润率表现已超过绝大部分企业。

图10: 2022年规模房企核心经营净利润率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心; 注: 核心经营净利润率为扣除公允价值变动、投资收益、汇兑损益、资产减值的影响

二、开发: 投融能力强, 资产质量优

华润置地当前销售排名稳居行业前列, 根据公司年报, 2022年公司销售金额3013亿元, 同比下降5%, 增速领先百强房企37pct, 尤其考虑到公司所在的3000亿销售规模的体量, 增速完成难度更大, 小体量公司更容易提升市占率。根据公司经营公告, 2023年前10月, 公司销售金额2619亿元, 同比+14%, 领先百强房企28pct。

表2: 重点房企销售金额及同比增速

	全口径销售金额 (亿元)					销售金额增速			
	2009	2016	2021	2022	2023 M1-10	2009-2016CAGR	2016-2021CAGR	2022	2023 M1-10
华发股份	49	357	1219	1202	1121	33%	28%	-1%	33%
越秀地产	56	303	1152	1260	1210	27%	31%	9%	33%
建发股份	44	477	2310	2158	1944	41%	37%	-7%	24%
中国海外宏洋集团		206	712	403	376		28%	-43%	15%
华润置地	251	1080	3158	3013	2619	23%	24%	-5%	14%
中国海外发展	423	1598	2983	2544	2264	21%	13%	-15%	13%
滨江集团	68	367	1691	1539	1323	27%	36%	-9%	12%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

招商蛇口	148	739	3268	2926	2473	26%	35%	-10%	9%
中国铁建		477	1429	1281	838		25%	-10%	2%
保利发展	434	2101	5349	4573	3683	25%	21%	-15%	1%
中国金茂		375	2356	1550	1220		44%	-34%	-1%
绿城中国	510	958	2666	2128	2227	9%	23%	-20%	-3%
龙湖集团	184	881	2901	2016	1522	25%	27%	-31%	-8%
万科 A	634	3648	6278	4170	3124	28%	11%	-34%	-10%
绿地控股	422	2550	2902	1401	924	29%	3%	-52%	-14%
金地集团	211	1006	2867	2218	1329	25%	23%	-23%	-28%
新城控股	72	651	2338	1165	662	37%	29%	-50%	-36%
远洋集团	143	504	1363	1004	454	20%	22%	-26%	-42%
旭辉控股集团		530	2473	1237	608		36%	-50%	-46%
融创中国	64	1506	5974	1693	758	57%	32%	-72%	-50%
碧桂园	232	3088	7636	4892	1978	45%	20%	-36%	-53%

数据来源：公司经营公告，克而瑞，广发证券发展研究中心

销售金额，是房地产开发企业的经营结果之一，背后体现的是企业在当前市场环境下的经营状态。从2021年供给侧改革以来，行业景气度下行，所有开发商都需要面临三个难题：

第一，出险房企比例不断上升，融资环境恶化，企业优先需要保证经营安全（现金流安全）；

第二，行业资产价格下跌，尤其低线市场景气度快速下行，企业需要盘点库存情况，及时处理滞重库存，平衡量价关系；

图11：当前企业面对行业变化的应对策略



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

第三，由于景气度的不确定性，符合回报率要求的地块数量减少，虽然具备投资能力的企业数量减少，但可投范围也在缩减，企业需要在当前市场下寻找确定性，聚焦核心城市，公开市场无法满足所有企业的投资标准，多元化的拿地方式是能够在下行市场补货的关键。下面我们将从这三个方面，分析华润的房地产开发业务在当前环境下有怎样的表现。

（一）融资能力是房企生存的基础，华润作为央企龙头，具备融资优势

房企经营平稳运行的基础是有顺畅的融资渠道，华润作为优质龙头一二线央企，信用评级保持在较高水平，根据三大境外评级机构的分类，华润在穆迪的评级为Baa1、标普评级为BBB+、惠誉评级为BBB+，在行业龙头开发企业里排名前三。

良好的信用评级，保证华润可以顺畅融资，在具备融资能力的企业中，华润抓住行业机会，积极扩表。根据公司财报，公司2020-2022年有息负债同比分别增长30%、13%、17%，增速领先行业27pct、17pct、19pct，有息负债市占率从2020年的0.96%提升至2022年的1.34%。

表3：重点房企境外评级情况（截至23.11.01）

公司名称	穆迪 Moody's			标普 S&P Global Ratings			惠誉		
	时间	穆迪评级	穆迪展望	时间	标普评级	标普展望	时间	惠誉评级	惠誉展望
中国铁建	2022/11/22	A3	稳定	2023/6/21	A-	稳定	-	-	-
中国海外发展	2023/9/21	Baa1	负面	2023/5/8	BBB+	稳定	2023/7/5	A-	稳定
华润置地	2023/9/21	Baa1	负面	2023/6/30	BBB+	稳定	2023/8/30	BBB+	稳定
万科 A	2023/9/21	Baa1	下调观察	2023/6/27	BBB+	稳定	2023/10/17	BBB	稳定
保利发展	2023/9/21	Baa2	负面	2022/12/9	BBB	稳定	2023/10/17	BBB	稳定
中国海外宏洋集团	2023/9/21	Baa2	负面	2023/5/11	BBB-	稳定	2023/7/5	BBB	稳定
华发股份	-	-	-	-	-	-	2023/6/12	BBB	稳定
越秀地产	2023/9/21	Baa3	负面	-	-	-	2023/7/26	BBB-	稳定
首开股份	-	-	-	-	-	-	2023/10/30	BBB-	稳定
龙湖集团	2023/8/25	Baa3	下调观察	2023/10/27	BBB-	稳定	2023/9/15	BBB-	负面
中国金茂	2023/9/21	Baa3	下调观察	2023/10/13	BBB-	负面	2023/10/13	BBB-	稳定
绿城中国	2023/9/21	Ba3	负面	2023/10/12	BB-	正面	-	-	-
金地集团	2023/10/17	B3	负面	-	-	-	-	-	-

数据来源：标普、穆迪、惠誉官网，广发证券发展研究中心

表4: A+H重点房企有息负债及三道红线情况

房企	有息负债（亿元）			有息负债同比		23H 三道红线			23H1 分档
	21	22	23H1	22	23H1	现金短债比	净负债率	扣预资产负债率	
正常经营房企									
保利发展	3382	3813	3564	13%	-2%	1.38	63.1%	65.3%	绿
万科 A	2660	3141	3214	18%	15%	2.67	49.5%	66.9%	绿
中国海外发展	2419	2704	2515	12%	-7%	1.67	35.8%	51.2%	绿
华润置地	1974	2300	2310	17%	4%	1.87	28.5%	59.8%	绿
龙湖集团	1921	2080	2071	8%	-2%	1.96	57.2%	61.9%	绿
招商蛇口	1777	2020	2106	14%	6%	1.09	47.0%	62.9%	绿
华发股份	1368	1456	1561	6%	12%	2.00	86.0%	65.8%	绿
建发股份	1357	1431	1901	5%	0%	1.23	39.6%	66.9%	绿
绿城中国	1275	1401	1426	10%	2%	2.20	70.2%	71.8%	黄
中国金茂	1070	1227	1277	15%	12%	2.39	75.0%	73.7%	黄
金地集团	1256	1152	1096	-8%	-15%	1.13	53.5%	62.9%	绿
首开股份	1259	1138	1241	-10%	4%	1.21	156.7%	72.2%	橙
越秀地产	755	883	998	17%	18%	4.20	53.2%	66.8%	绿
金融街	801	785	750	-2%	-6%	2.03	138.4%	69.7%	黄
新城控股	899	713	665	-21%	-19%	1.26	42.4%	66.3%	绿
滨江集团	458	535	426	17%	-24%	2.07	21.5%	55.7%	绿
美的置业	563	485	438	-14%	-18%	1.49	39.8%	67.9%	绿
新湖中宝	428	342	338	-20%	-10%	0.54	61.9%	53.7%	黄
出险房企									
碧桂园	3179	2713	2579	-15%	-12%	1.20	50.1%	74.9%	黄
绿地控股	2406	2175	2145	-10%	-2%	0.43	100.5%	79.9%	红
华夏幸福	2057	2002	1942	-3%	-6%	0.31	789.0%	92.8%	红
龙光集团	939	997	1011	6%	5%	0.23	206.5%	80.4%	红
远洋集团	922	970	919	5%	-3%	0.17	326.0%	85.7%	红
泰禾集团	921	902	880	-2%	-4%	0.02	1480.9%	96.6%	红
合景泰富集团	767	754	757	-2%	-2%	0.19	243.5%	82.5%	红
金科股份	806	689	669	-14%	-1%	0.25	167.1%	82.5%	红
正荣地产	741	608	607	-18%	-5%	0.14	349.0%	86.6%	红
蓝光发展	501	469	467	-6%	-6%	0.05	-184.4%	127.0%	橙
中南建设	623	476	462	-24%	-10%	0.50	144.4%	85.9%	红
融信中国	568	424	420	-25%	-7%	0.26	122.6%	73.2%	红
荣盛发展	555	425	405	-23%	-13%	0.32	132.5%	82.4%	红
世茂股份	376	327	320	-13%	-3%	0.20	70.3%	65.5%	黄
中梁控股	404	273	235	-32%	-23%	0.77	27.6%	74.0%	橙

数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

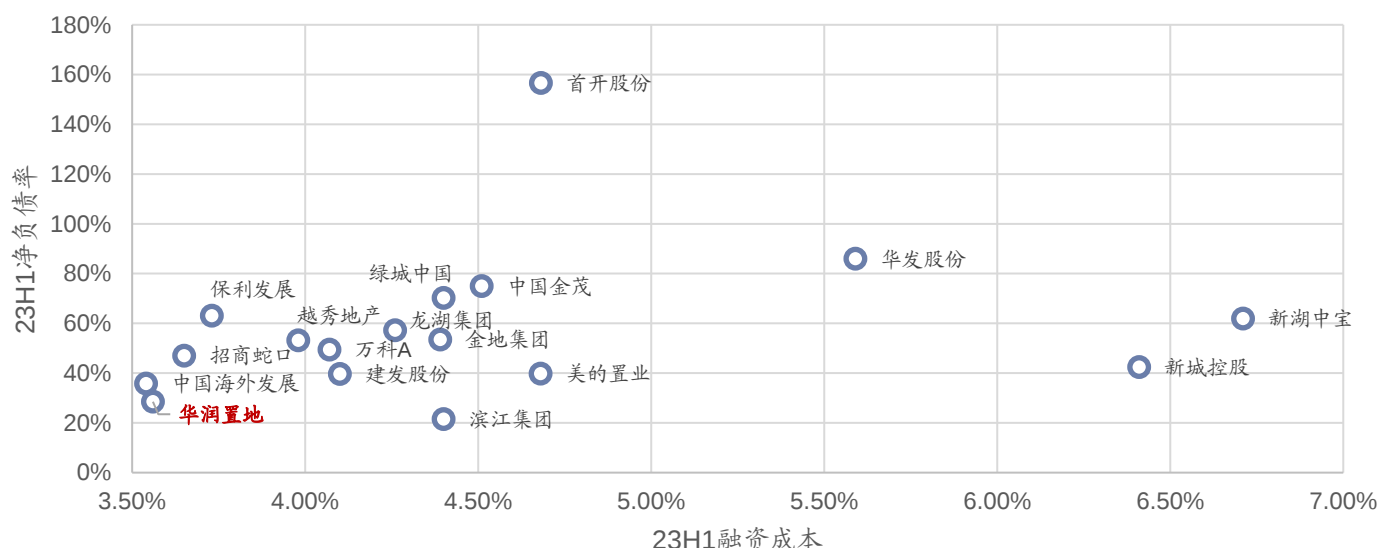
有息负债增长的同时, 公司保持良好的负债水平, 从净负债率来看, 根据公司年报, 华润在2019年以来基本保持在30%左右, 23H1为28.5%, 净负债率表现显著

低于行业（2019-2023H1强投资房企平均水平为87%，A+H板块房企为153%），扣预资产负债率，12-23H1基本保持在60%左右，23H1为59.8%，当然，考虑到公司持有的投资性房地产，采用公允价值方法计量也会一定程度帮助改善负债率。

央企背景叠加良好的负债结构，华润获取资金的成本也极低，根据重点房企23H1中报的数据，华润置地综合融资成本3.56%，排名第二，与中国海外发展(3.54%)非常接近，行业内民企开发商，比如新城控股、新湖中宝综合融资成本为6.4%、6.7%，行业平均的融资成本为6.0%，仅在融资层面，华润就有领先行业2.5个百分点的优势。

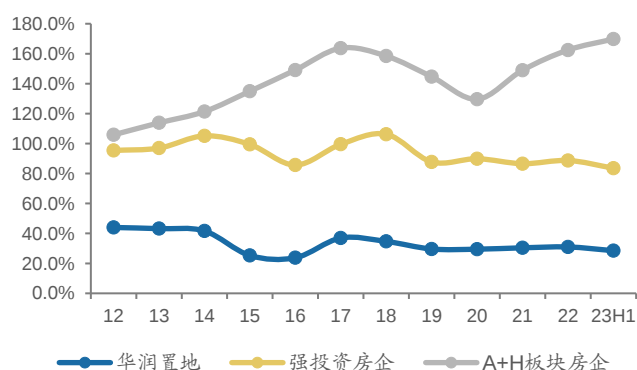
整体来看，央企背景的华润的融资能力处于行业前列，现金流安全有保障。融资能力决定企业有没有资金获取土地（“活下去”），融资成本属于成本管控的范畴，影响企业是否能够拿到优质土地（“活的好”），尤其在当前土拍推行“价高者得”的背景下，假设房企对于回报率的要求相同，那么更好的成本管控可以接受相对更高的地价，融资上的实力，最终会体现在拿地端、销售端、利润端。

图12：重点房企净负债率与融资成本（23H1）



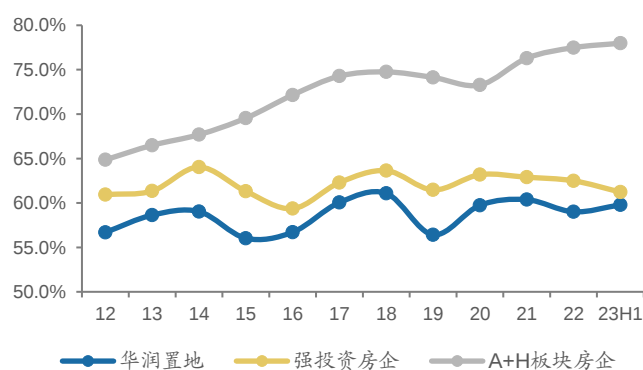
数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图13：华润及A+H板块房企净负债率



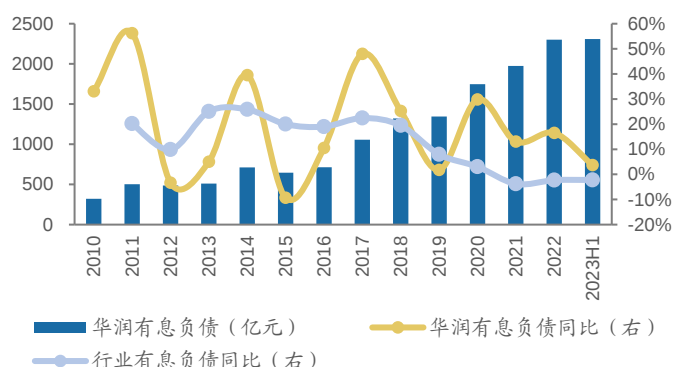
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图14：华润及A+H板块房企扣预资产负债率



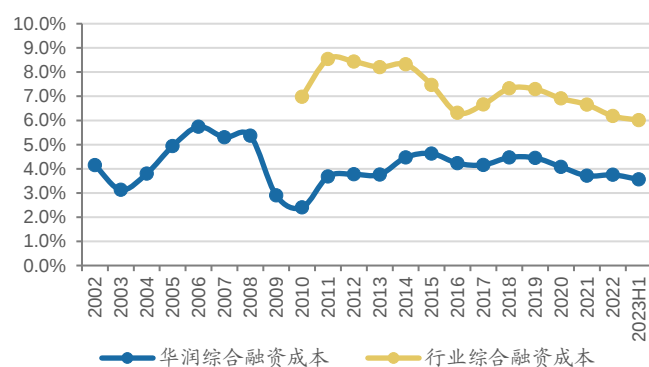
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图15: 华润及行业有息负债同比



数据来源: 公司年报及中报, Wind, 央行, 统计局, 信托业协会, 广发证券发展研究中心

图16: 华润及行业综合融资成本

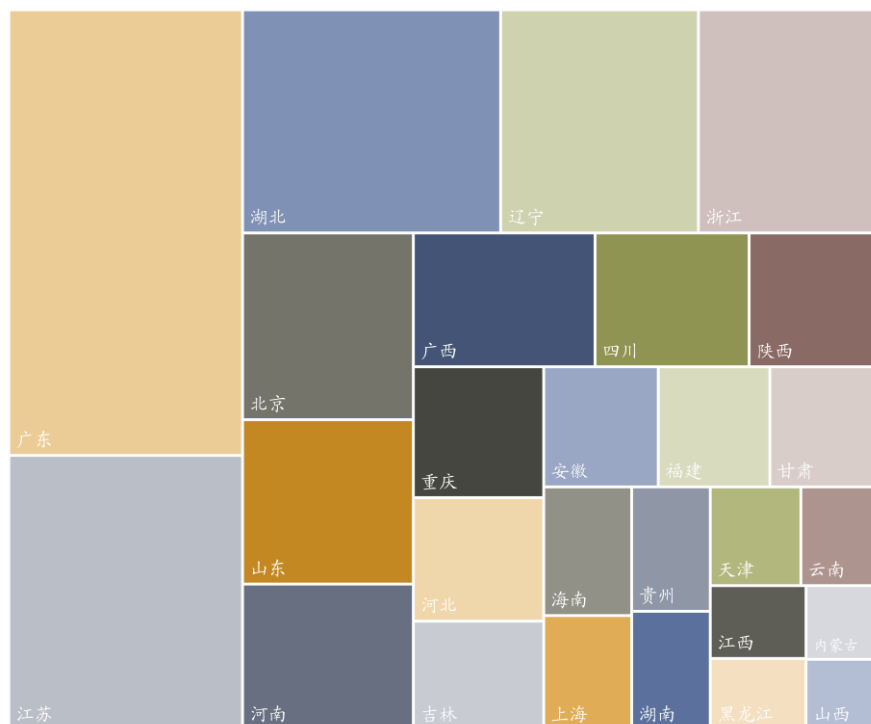


数据来源: 公司年报及中报, Wind, 央行, 统计局, 信托业协会, 广发证券发展研究中心

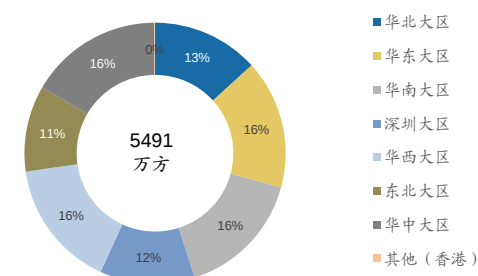
(二) 土储是过往投资行为的结果, 华润在量价平衡方面较为从容

市场景气度下行, 结构性分化, 低能级城市因出险房企降价保回款, 整体景气度弱于高能级城市, 对于未出险的房企来说, 需要清点库存情况, 并根据公司现金流状况、项目流速调整量价策略, 这就要对公司土储进行分析。

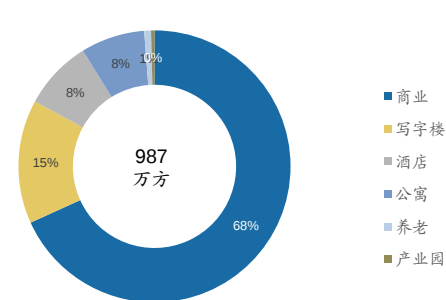
图17: 华润置地22年开发+投资土储面积分布情况



华润置地22年开发业务土储分布



华润置地22年投资业务土储分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

土地储备是企业过往投资行为的结果,企业可以选择单城市深耕提升市占率(例如滨江),也可以选择扩大城市覆盖面,通过提升城市覆盖范围提升规模(例如恒大),评价土地储备质量的好坏,需要结合市场环境,比如2017-2019年,我们看到的是三四线的韧性,储备集中在三四线短期获得一定增长弹性,疫情后的2020-2023年这一时期,体现的是城市中长期发展潜力,三四线储备高的企业去化难度较大,同时价格下跌导致项目难以盈利。

从华润的储备来看,根据公司年报,截至22年末,华润置地总土储规模6478万方(权益比例71%),其中开发业务5491万方(权益比例71%),持有业务土储987万方(权益比例69%),公司一二线土储占比70%,高于主流房企的平均水平(65%),历史上华润在投资上兼顾了部分三四线城市。

从区域分布来看,公司东部核心区域(华东、华南及深圳大区)开发土储面积占比合计为44%,与主流房企对比,高于中海外(36%)、万科(33%),与保利持平(华润东部核心一二线占比更高),低于专注一二线的招商(56%)和金地(51%)。从布局范围来看,华润土储分布较广,土储占比小于2%的省份有10个(上海、海南、内蒙古、天津、湖南、江西、陕西、贵州、云南、黑龙江),各大区的土储面积分布相对均衡。

表5: 22年16家房企土地储备区域分布占比

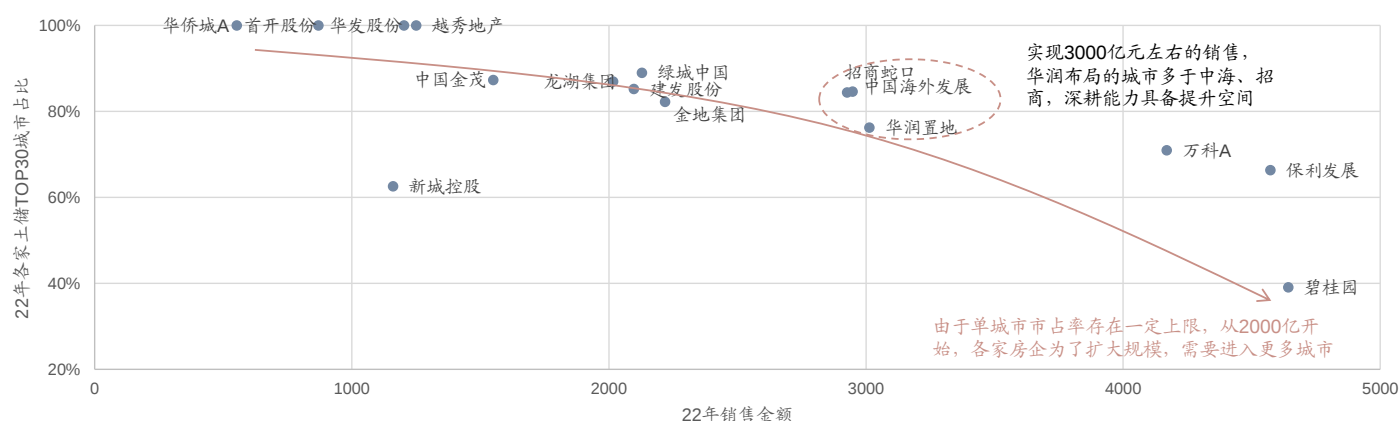
	一二线						三四线					
	东部核心一二线	东部非核心二线	中部二线	西部二线	东北二线	一二线合计	东部核心三四线	东部非核心三四线	中部三四线	西部三四线	东北三四线	三四线合计
碧桂园	6%	4%	4%	8%	2%	23%	34%	11%	21%	10%	1%	77%
保利发展	15%	10%	11%	12%	5%	54%	29%	8%	6%	2%	0%	46%
万科A	19%	11%	9%	22%	9%	70%	15%	6%	2%	5%	1%	30%
华润置地	26%	8%	10%	15%	10%	70%	18%	4%	7%	3%	0%	30%
中国海外发展	23%	19%	5%	21%	11%	78%	13%	5%	3%	0%	1%	22%
招商蛇口	34%	7%	9%	19%	4%	72%	22%	3%	2%	0%	0%	28%
金地集团	30%	7%	9%	16%	12%	74%	21%	3%	2%	0%	0%	26%
绿城中国	31%	9%	7%	14%	6%	67%	29%	2%	2%	0%	0%	33%
建发股份	24%	11%	11%	11%	0%	58%	11%	19%	8%	4%	0%	42%
龙湖集团	18%	14%	11%	23%	7%	72%	9%	13%	3%	3%	0%	28%
中国金茂	35%	18%	16%	9%	0%	78%	14%	5%	2%	0%	0%	22%
越秀地产	64%	8%	12%	4%	1%	89%	5%	1%	6%	0%	0%	11%
华发股份	19%	2%	15%	9%	8%	53%	34%	3%	9%	0%	0%	47%
新城控股	9%	8%	7%	15%	0%	39%	30%	13%	11%	7%	0%	61%
首开股份	52%	17%	2%	8%	4%	82%	7%	2%	0%	3%	6%	18%
华侨城A	15%	14%	11%	20%	0%	60%	15%	10%	12%	3%	0%	40%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

当前房企获取土地资源以招拍挂为主，招拍挂的公开竞争决定了单城市市占率有一定上限，随着企业规模的扩张，需要进入更多城市。以2022年销售金额为例，销售金额在3000亿元左右的企业有三家（公司经营公告），分别是招商蛇口（2926亿元）、中海地产（2948亿元，含宏洋）、华润置地（3013亿元），其中华润土地资源集中度略低一些，华润土储中TOP30城市的占比为76%，中海为85%，蛇口为84%，也就是说同样在22年完成3000亿元的销售，华润布局城市多于中海、招商，深耕能力仍具备提升的空间。

图18：华润置地22年开发+投资土储分布情况

16家房企22年销售金额与各家土储TOP30城市占比



各家房企22年土储占比（按照城市集中度划分）

各家土储城市排名	碧桂园	保利发展	万科A	华润置地	中国海外发展	招商蛇口	金地集团	绿城中国	建发股份	龙湖集团	中国金茂	越秀地产	华发股份	新城控股	首开股份	华侨城A
前10	20%	34%	33%	37%	49%	48%	47%	54%	47%	52%	50%	80%	71%	31%	78%	76%
11-20	11%	19%	22%	23%	22%	22%	23%	22%	24%	24%	23%	16%	23%	18%	19%	18%
21-30	9%	14%	17%	16%	14%	14%	13%	13%	14%	11%	13%	4%	6%	13%	4%	7%
31-40	7%	10%	10%	11%	9%	8%	8%	8%	9%	7%	9%	0%	0%	10%	0%	0%
41-50	7%	7%	7%	8%	5%	5%	5%	3%	5%	4%	4%	0%	0%	8%	0%	0%
51-60	6%	5%	5%	3%	1%	3%	3%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	7%	0%	0%
61-70	5%	4%	4%	1%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%	0%
71-80	4%	3%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	0%	0%
81-90	4%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%
91-100	3%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%
>100	25%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

华润布局城市数量多于招商和中海，那么历史上公司何时在什么样的情景下选择这些三线城市，是否有去化压力，这需要结合历史拓展行为进行分析。

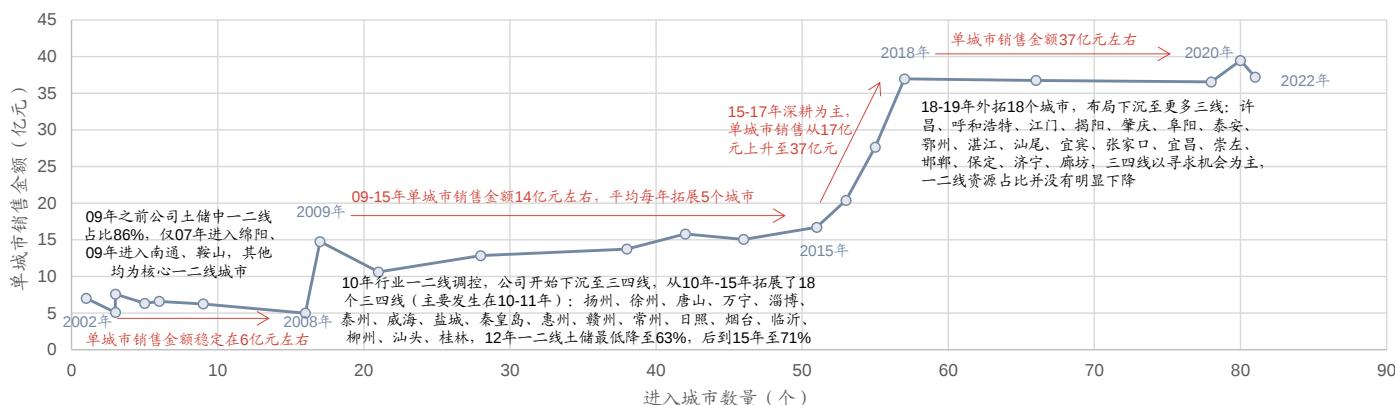
回顾公司进入城市的节奏，可以看到有5个阶段，**第一阶段（2009年以前）核心布局**，布局城市21个，这一阶段以一二线城市为主，如早期的北京、上海、成都、武汉，05年进深圳，06年进苏州、长沙、宁波，07年进杭州、天津、重庆、厦门等，这一阶段布局的城市也是公司长期坚守的市场，09年末开发土储中一二线占比86%（公司年报）。

第二阶段（2010-2011年）第一次下沉，09年市场过热，10年“国十一条”、

“新国十条”、“929新政”以及11年“新国八条”等四限政策拉开了我国对一二线城市调控的序幕，华润开始下沉非核心市场（三四线），这一阶段进入的17个城市中，南京是持续到22-23年仍在持续拿地的，扬州、盐城、秦皇岛、泰州、威海是在当年拿地后再无后续投资的，还有淄博、唐山等虽后续有持续投资但整体偏机会型的城市，总的来说，这一轮下沉更多的是应对排名下滑的压力（从09年的第7降到10年的第15），进入城市以三四线为主，截至11年末公司布局城市数量来到了38个，一二线开发土储占比降到了62%（公司年报）。

图19：华润置地进入城市数量、单城市销售金额及销售排名情况

图：华润置地进入城市数量（个）与单城市销售金额（亿元）



表：全口径销售金额TOP20排行榜

销售金额	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-3
1	万科A	万科A	万科A	万科A	万科A	万科A	万科A	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	保利发展
2	绿城中国	保利发展	中国恒大	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中国恒大	万科A	万科A	万科A	万科A	中国恒大	万科A	保利发展	万科A
3	保利发展	绿地控股	绿地控股	保利发展	万达集团	万达集团	绿地控股	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大	万科A	融创中国	万科A	中海地产
4	中海地产	中海地产	保利发展	中海地产	保利发展	中国恒大	万达集团	绿地控股	融创中国	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展	华润置地	华润置地
5	绿地控股	中国恒大	中海地产	中国恒大	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	保利地产	保利地产	保利地产	保利地产	中国恒大	中海地产	招商蛇口
6	中国恒大	绿城中国	万达集团	万达集团	碧桂园	碧桂园	保利地产	中海地产	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中海地产	中海地产	招商蛇口	碧桂园
7	华润置地	万达集团	碧桂园	绿城中国	中国恒大	中海地产	碧桂园	融创中国	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股	招商蛇口	金地集团	建发股份
8	富力地产	龙湖集团	龙湖集团	华润置地	华润置地	世茂集团	华润置地	华夏幸福	龙湖集团	新城控股	新城控股	世茂集团	华润置地	建发股份	龙湖集团
9	世纪金源	碧桂园	华润置地	碧桂园	世茂集团	华润置地	融创中国	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂集团	华润置地	绿地控股	绿城中国	绿城中国
10	碧桂园	富力地产	世茂集团	世茂集团	绿城中国	融创中国	华夏幸福	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团	龙湖集团	滨江集团
11	金地集团	雅居乐	雅居乐	龙湖集团	融创中国	富力地产	绿城中国	华润置地	绿城中国	世茂集团	龙湖集团	龙湖集团	金地集团	融创中国	金地集团
12	世茂集团	中信地产	绿城中国	招商蛇口	龙湖集团	绿城中国	世茂集团	金地集团	金地集团	招商蛇口	招商蛇口	新城控股	世茂集团	中国金茂	越秀地产
13	龙湖集团	金地集团	金地集团	融创中国	金地集团	华夏幸福	金地集团	龙湖集团	新城控股	华夏幸福	阳光城	金地集团	绿城中国	滨江集团	中国金茂
14	中信地产	世茂集团	富力地产	金地集团	中信地产	龙湖集团	招商蛇口	招商蛇口	招商蛇口	阳光城	金地集团	旭辉集团	旭辉集团	绿地控股	华发股份
15	雅居乐	华润置地	远洋集团	富力地产	招商蛇口	招商蛇口	龙湖集团	新城控股	旭辉集团	旭辉集团	旭辉集团	中国金茂	中国金茂	中国铁建	绿地控股
16	招商蛇口	远洋集团	中信地产	远洋集团	富力地产	金地集团	富力地产	世茂集团	世茂集团	金地集团	中南置地	金科股份	新城控股	越秀地产	中国铁建
17	合生创展	复地集团	招商蛇口	雅居乐	华夏幸福	雅居乐	雅居乐	首开股份	泰禾集团	金地集团	中南置地	中南置地	建发股份	旭辉集团	融创中国
18	远洋集团	招商蛇口	融创中国	宏立城	雅居乐	远洋集团	远洋集团	旭辉集团	中南置地	中南置地	中国金茂	阳光城	中南建设	华发股份	新城控股
19	福建融侨	新城控股	融侨集团	中信地产	远洋集团	九龍仓	中国铁建	富力地产	阳光城	富力地产	中梁控股	绿城中国	金科股份	新城控股	旭辉集团
20	星河湾	星河湾	华侨城	华夏幸福	中国中铁	金科集团	荣盛发展	鲁能集团	正荣集团	泰禾集团	华夏幸福	中梁控股	阳光城	远洋集团	中交地产

数据来源：公司年报，克而瑞，广发证券发展研究中心

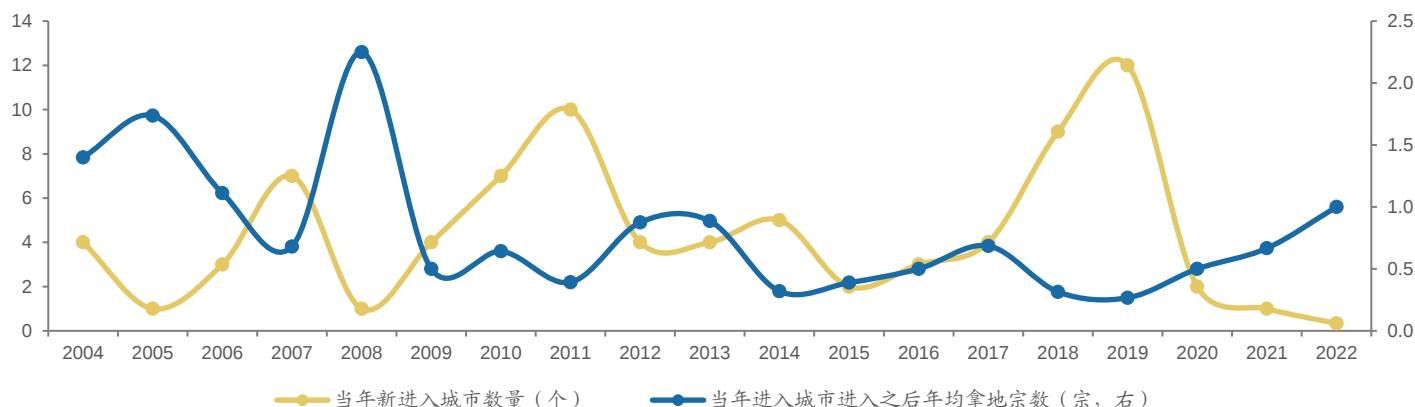
第三阶段（2012-2017）稳步拓展，12年开始公司每年拓展约4个城市，包括西安、温州、广州、济南、佛山、香港、嘉兴、东莞等持续到22-23年还在拿地的城市，城市选择上和投资纪律性好于前一阶段，在16年排名掉出前十的情况下，依靠深耕能力的提升17年重回行业前十。截至17年末公司布局城市数量升至61个，一二线开发土储占比回升至73%（公司年报）。

第四阶段（2018-2019）第二次尝试下沉，16-17年开启的新一轮调控后，一二线景气度下降，三四线在棚改货币化支撑下维持一定的韧性，为了维持行业规模，

公司第二次尝试下沉三四线，18-19年进入了18个三四线城市（呼和浩特、揭阳、阜阳、鄂州、汕尾、邯郸等），与10-11年下沉不同的是，这一轮下沉市场以寻求机会为主，两年新城市拿地金额占比8%，一二线资源占比并没有明显下降（公司年报）。

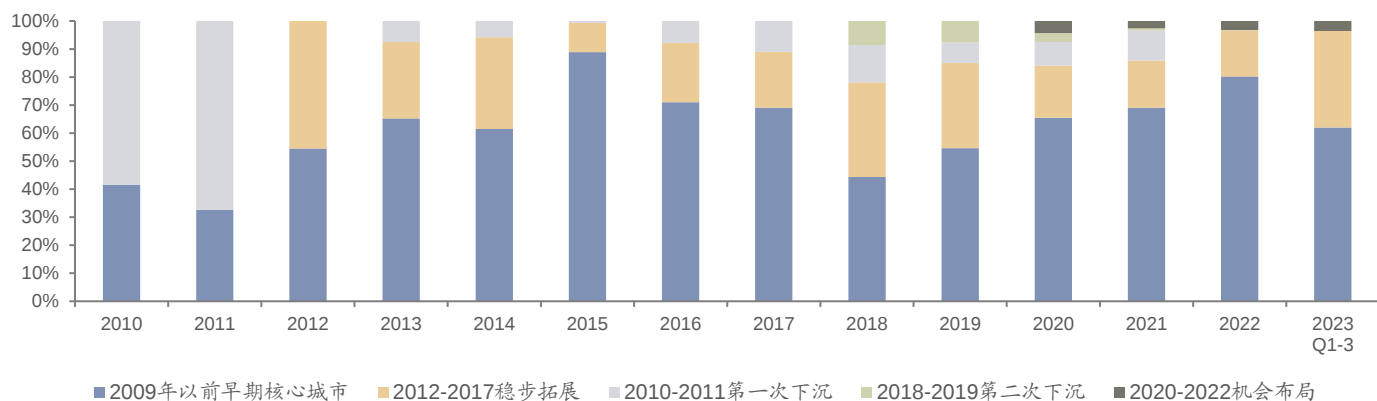
第五阶段（2020-2022）机会布局，20年疫情后市场持续的分化，公司从城市扩张转向聚焦（第一阶段、第三阶段进入城市的拿地占比在2022年为97%、23年前三季度为96%），20年以来仅新进入金华、绍兴、淮安、三亚四个城市，且具备持续投资的能力。

图20：华润置地当年进入城市在进入后年均拿地宗数



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图21：华润置地拿地金额分布（按城市进入时间）

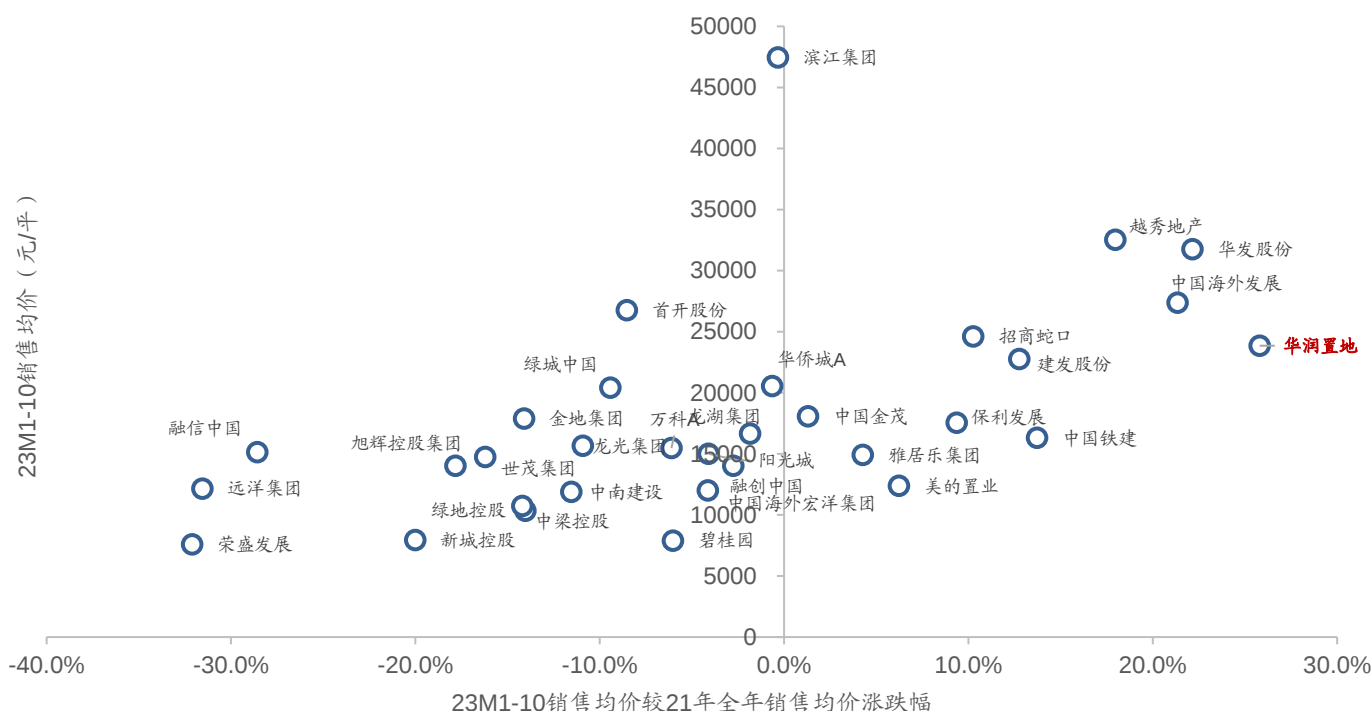


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

总体来看，华润在2009-2020年基本处于行业内7-10名的位置，10年及19年出现排名下降压力的情况之下，选择下沉三四线保排名，对冲一二线调控的销售压力。考虑到10-11年下沉的效果并不理想，在18-19年的下沉力度不大，且在20-22年加大核心市场的投资，顺应市场优化货值结构。

根据公司经营公告，主流房企计算23年前三季度销售均价较21年均价的涨幅，华润排名第一（+26%），涨幅较高的企业还包括中海、越秀等，主要特征一是自身储备表现较好，二是三四线负担任务不重，没有太大的以价换量压力。价格是表现资产质量变化的指标之一，华润没有太大的历史包袱，定价策略较为从容，整体资产质量较好。

图22：华润置地23年销售均价较21年增速领先行业



数据来源：公司年报，公司经营公告，广发证券发展研究中心

（三）强投资、调结构，提升货值质量

1.差异化的投资能力：集团孵化、综合体拿地、收并购

房企投资质量有两个评判维度，一是静态的税前成本利润率（或者净利率、毛利率等），二是动态的IRR，考虑了项目的去化难度。通常这两者是负相关的，即非核心区域地块利润率高（难去化），核心区域地块利润率低（好去化）。

供给侧改革以来，房企出险市占率持续上升，土拍热度回落，市场整体利润率上升，同时，行业景气度下行，仅有核心城市的核心板块去化有保障，利润率和流速是一道选择题，下行市场流速更重要。因为如果流速不好的非核心地块，价格处于下降通道，项目上市的利润率可能会低于立项时的判断，而流速快的区域，一般来

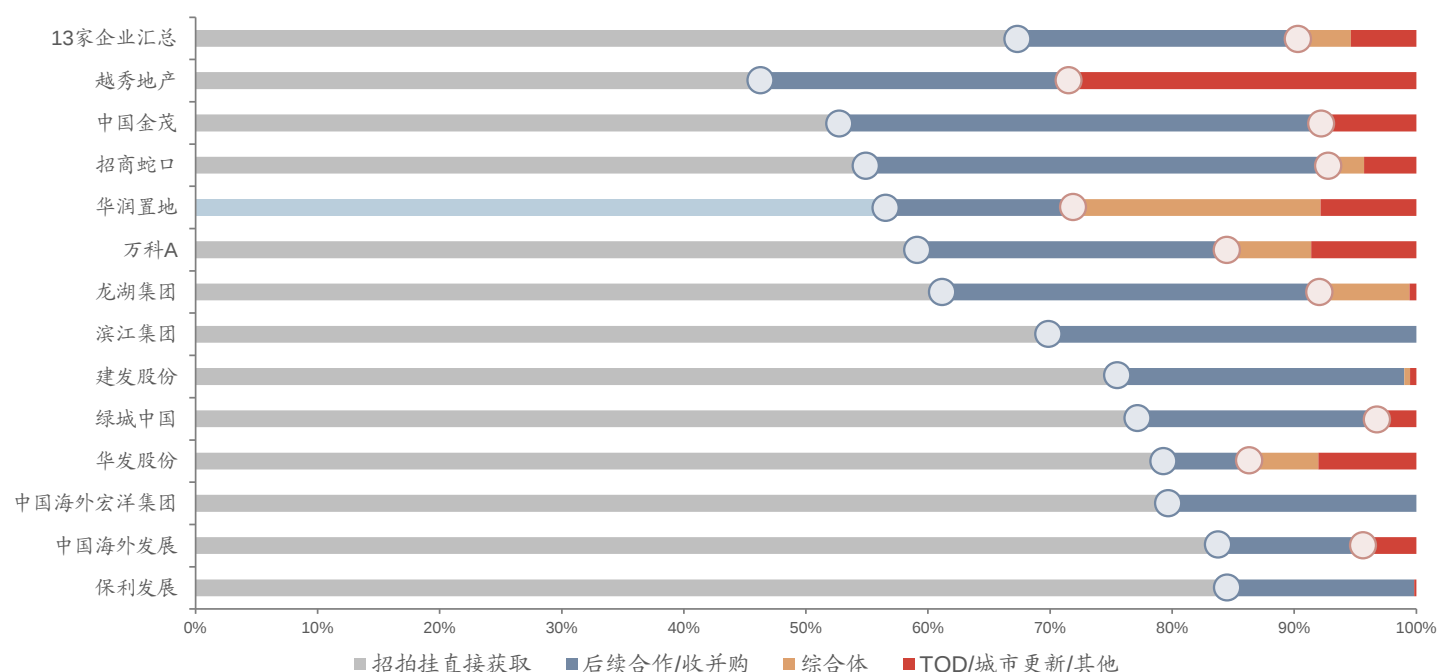
说市场相对稳定，可研兑现率相对较高。所以市场下行时期，流速好的区位越来越少，可投范围迅速缩减，企业需要规避风险，寻找“确定性”，当可投范围内的公开市场优质地块比较有限的情况下，多元化的拿地方式是能够在下行市场补货的关键。

从重点房企拿地的方式来看，主要包括公开市场招拍挂（直接获取），收并购和股权合作，其他模式（综合体项目、TOD项目、城市更新项目等）。

根据公司经营公告，从招拍挂来看，2021-2023Q3占比最高的企业为保利（85%）、中海外（84%），招商蛇口直接获取项目的占比较低（55%），主要是有大量的股权合作（38%，即其他房企招拍挂获取土地，蛇口随后入股联合开发）。

华润是主流房企中多元化投资能力最强的企业之一。根据公司经营公告，华润直接招拍挂的占比仅为55%，股权合作占比12%，收并购占比3%，综合体方式占比20%，集团孵化、城市更新等方式获取的资源占比8%，除了招拍挂及股权合作的拿地占比达到31%。其他拿地能力突出的企业还包括越秀通过产权基金、城市运营等模式获取资源的占比为28%，万科通过综合体、TOD、城市更新等方式拿地占比15%。

图23：重点房企不同拿地方式拿地金额占比（2021-2023Q3）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

下面重点介绍华润三个多元化拿地方式：

第一，华润集团“孵化模式”获取优质项目，是公司独特的资源获取模式之一。具体来说，是先由华润集团凭借资源和资金优势获取项目，由华润置地负责前期操盘，在销售回款阶段或持有物业成熟期后，再选择合适的时机以较低估值注入华润

置地。

股权融资是公司融资的重要手段和优势，根据公司财报，2005年以来公司累计进行了5次配售和7次配发（均为母公司资产注入时配发），累计融资678.68亿港元，通过“配股+现金”的模式进行收购，大大减轻了华润置地的资金压力。尤其在一些旧改等一二级联动项目和大体量项目上，这种培育模式的效益更为突出。

表6：华润置地2001年以来股份变动情况及股权融资

时间	方式	变动数量 (亿股)	每股价格 (港元/股)	筹措资金 (亿港元)
2001	购股权行使	0.0306		
2002	购股权行使	0.0315		
2005	购股权行使	0.0666		
	配发收购	12.6434	2.29	28.92
2006	配售	3.0992	3.73	10.95
	配发收购	2.3828	6.45	15.36
	购股权行使	0.0094		
2007	配售	4.0000	9.81	39.19
	购股权行使	0.2644		
	配发收购	2.7595	16.83	46.44
2008	配发收购	6.7478	13.34	90.02
	购股权行使	0.1537		
2009	配售	3.0641	14.34	42.4
	购股权行使	0.0826		
2010	购股权行使	0.1003		
	配发收购	3.4720	15.88	55.14
2011	购股权行使	0.0125		
	配发收购	4.3798	12.78	55.95
2012	购股权行使	0.0093		
2013	购股权行使	0.0323		
2014	购股权行使	0.0059		
2015	配发收购	6.9960	18.01	126.00
	购股权行使	0.0012		
	配售	4.0000	25.25	101
2019	配售	2.0000	33.65	67.3

数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

根据公司年报，从05年至23年先后进行了17次“孵化”资产的注入，对价最高的一次发生在14年，资产包括了深圳大冲村旧改项目、深圳三九银湖项目、济南兴隆项目、济南档案馆东项目、深圳帝王居项目，总交易对价147.95亿元，17年之后随着华润置地资金实力的成长，集团孵化资产注入的动作有所放缓。

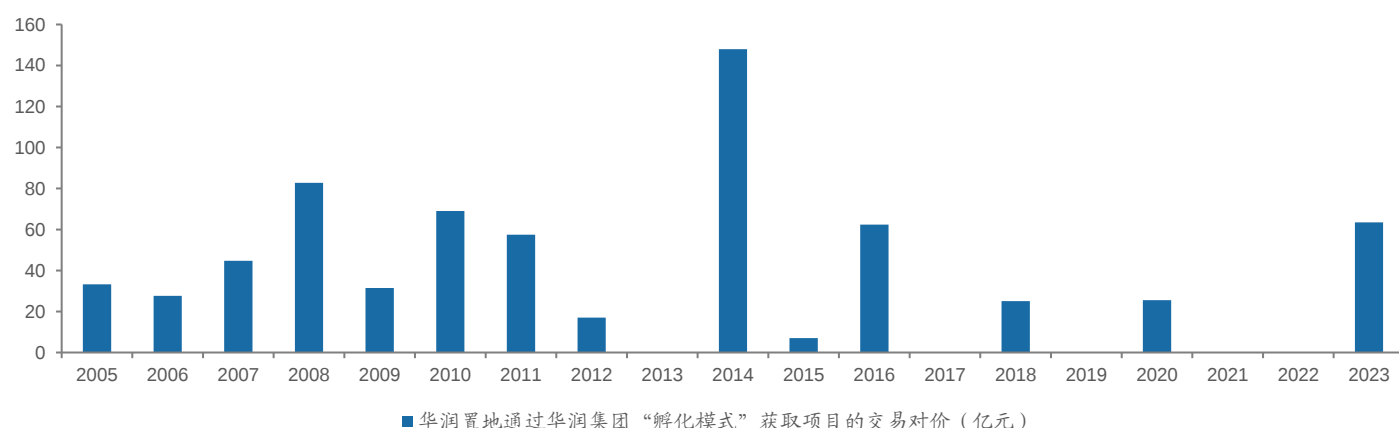
根据公司经营公告，23年1月，华润置地再次通过华润集团获得“孵化”的项目——香港长沙湾润发仓商住项目，华润集团、华润置地分别持有合营企业55%、45%的股份，置地权益对价63.44亿人民币，项目为集团早期获取并完成换地、补地价之后，再注入置地体内。

表7：华润集团向华润置地历次资产注入情况

序号	交易时间	注入资产	交易对价 (亿元)	支付方式	折让率
1	2005/11/18	北京华润大厦、上海华润时代广场、深圳华润中心一期及二期 (在建)、深圳华瑞大厦	33.23	配股+股权转让	35.73%
2	2006/11/20	北京清河橡树湾项目部分权益、成都二十四城项目	27.62	配股+现金	11.90%
3	2007/6/22	华润集团建筑与装饰业务	1.67	现金	-48.00%
4	2007/12/5	杭州万象城、无锡太湖国际社区、大连海中国项目	43.04	配股	9.20%
5	2008/6/6	励致家私集团	1.77	配股+现金	0.00%
		北京门头沟地产项目、北京大兴地产项目、武汉中央公园项目、 重庆二十四城项目、沈阳丁香湖橡树湾项目、大连星海湾一号项目	80.98		10.00%
6	2008/11/28	北京美洲俱乐部 80%股权	0	现金	100.00%
7	2009/7/31	沈阳华润中心项目、沈阳铁西华润·凯旋门项目、沈阳铁西置地广场项目、北京华润饭店项目、福州洪湾项目	31.46	现金	7.35%
8	2010/9/20	海南石梅湾项目、武汉橡树湾项目、苏州昆山项目	69	配股+现金	11.00%
9	2011/8/19	南京悦府项目、常州国际社区项目、无锡悦府项目、郑州印象城项目	57.45	配股+现金	6.42%
10	2012/11/30	南宁华润中心项目	17	现金	5.00%
11	2014/12/8	深圳大冲村项目、深圳三九银湖项目、济南兴隆项目、济南档案馆东项目、深圳帝王居项目	147.95	配股+现金	35.70%
12	2015/4/30	北京门头沟项目	0.05	现金	0.00%
13	2015/8/7	广州国际金融城写字楼及配套商业项目部分权益	7	现金	10.27%
14	2016/8/26	深圳湾商住项目及多个城市停车场项目	62.36	现金	30.30%
15	2018/4/30	南京钟山项目	17.34	现金	0.00%
		深圳湾体育中心项目经营权	3.22	现金	0.00%
		哈尔滨项目商业部分	4.49	现金	0.00%
16	2020/6/22	沈阳住宅及购物中心综合体	12.99	现金	7.00%
		北京购物中心	4.97	现金	7.00%
		宁波购物中心	2.38	现金	7.00%
		深圳成型购物中心	5.23	现金	7.00%
17	2023/1/31	香港长沙湾润发仓商住项目	63.44	现金	0.00%

数据来源：公司年报，公司经营公告，广发证券发展研究中心

图24：华润置地通过华润集团“孵化模式”获取项目的交易对价（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

第二，综合体拿地。华润通过“综合体+住宅”的方式获取了大量优质地块，根据公司经营公告，23年公司通过公开市场获取了广州长隆、武汉高新、三亚海棠湾等综合体项目，仅从竞地条件来看，对公司极为有利。

广东番禺区长隆项目，条件一：地块要求企业引进的企业或实控人为22年排名前100的企业，如果只看中企且有地产开发平台，22年《财富》500强榜单TOP100里面包括了华润置地、中国海外发展、中国金茂、建发股份等10家开发企业；条件二：房企引进的企业或其实控人需要具有连锁百强TOP10的企业，根据中国连锁经营榜单，TOP10包括了苏宁易购、沃尔玛、华润万象、盒马鲜生等；条件三，需要引入太古汇、嘉里城、IFS、万象城、恒隆其中一家商业。以上三个条件之下，除华润之外的企业参与竞拍的难度极大，最终华润以一次报价成交，溢价率1.13%。

武汉金融港地块、三亚海棠湾地块，在竞地规则下同样有引入控股股东为世界500强TOP100、引入连锁百强TOP10的要求，三亚海棠湾地块要求的是竞买人或其关联企业，而非引入，条件更为严格，最终这两宗地块均以0溢价被华润获取。

表8：华润置地23年获取的部分商业项目竞地条件

拿地时间	城市	项目名	出让金 (亿元)	计容建面 (万方)	自持商业建面 (万方)	商业自持比例	地块要求	溢价率
2023/04	广东	番禺区长隆综合体商业地块	17.96	24.00	19.92	83%	1.丙方引进的企业或其实际控制人为《财富》 世界500强 2022年排名前 100名 的企业。 2.丙方引进的企业或其实际控制人旗下具有中国连锁经营协会评定的“2021年中国连锁百强” 排行榜前10强 的企业。 3.为保证商业运营品质，丙方须向甲方或乙方提供拟引入购物中心品牌的引入证明材料， 购物中心品牌须为太古汇、嘉	1.13%

							里城、国金中心（IFS）、万象商业、恒隆广场其中一家。	
							4.自持比例 83%，自持年限自首次登记之日起不少于 10 年，自持期内不得分割处分，抵押、转让 5.保证不低于底价报价至少一次	
2023/09	武汉	东湖高新区金融港商住项目	9.72	22.26	17.35	100%	1.引入 1 家控股股东为 世界 500 强排名前 100 的企业 （已 2022 年美国《财富》杂志公布的名单为准）， 对商业部分进行运营管理 2.引入 1 家控股股东为中国连锁 百强排名前 10 的企业区域总部入驻（以 2022 年中国连锁经营协会公布的企业名单为准） 3.17.35 万方的商业全部自持，发行 REITs 基金除外	0.0%
2023/09	三亚	海棠区海棠湾商业项目二期地块	14.68	33.76	28.70	85%	竞买人或其关联企业需同时满足： 1.近五年来连续三年入围《财富》杂志 世界 500 强 ； 2.近三年来至少一次入围中国连锁企业百强 排行榜前 10 强 。 3.商务金融用地 15%（非自持）+娱乐用地 38%（自持）+零售商业用地 47%（自持）	0.0%

数据来源：中指院，地方自然资源局，广发证券发展研究中心

表9：世界五百强TOP100部分中企名单及中国连锁企业TOP10

2022 世界五百强 TOP100 部分中企			2022 中国连锁 TOP100	
排名	主体	地产平台	排名	企业名称
9	中国建筑集团有限公司	中国海外发展	1	苏宁易购
31	中国中化控股有限责任公司	中国金茂	2	沃尔玛
34	中国铁路工程集团有限公司	中铁置业	3	居然之家
39	中国铁道建筑集团有限公司	中国铁建	4	永辉超市
58	中国五矿集团有限公司	五矿地产	5	康成投资
60	中国交通建设集团有限公司	中交地产	6	物美科技
70	中国华润有限公司	华润置地	7	华润万家
77	厦门建发集团有限公司	建发股份	8	盒马鲜生
91	中粮集团有限公司	大悦城	9	联华超市
100	中国电力建设集团有限公司	电建地产	10	王府井集团

数据来源：《财富》杂志官网，中国连锁经营协会，广发证券发展研究中心

第三，收并购。地产项目的收并购难度较大，尽调也无法完全排除所有风险，因此往往收购项目需要更高的回报率要求。22-23年市场环境之下，一方面，具备资金实力的央企有公开市场的高毛利项目可以获取，另一方面，出险企业为数不多的优质资产往往不希望折价出售，因此可以看到市场上并没有出现大规模的收并购。

根据华夏幸福公告，2019年，华润置地前董事会主席吴向东出任华夏幸福总裁，吴向东曾操刀公司首个商业综合体“深圳罗湖万象城”，有丰富的管理经验。吴向东

组建华夏幸福南方总部，并获取了武汉、南京、北京等多宗优质商业项目。在华夏幸福出险之后，这些资产逐一被出售。根据经营公告，22年12月华夏幸福公告计划向华润置地出售武汉长江中心（100%）、武汉沙湖中心（100%）、南京大校场（60%）三个项目及一家物管公司股权债权，根据华润置地公告，项目于23年3月完成收购。

从资产来看，武汉长江中心包括自持商业45万方，剩余可售商业及可售住宅约56万方，武汉沙湖中心自持商业10万方，可售住宅及商业11.6万方，南京大校场自持商业40.2万方，剩余可售住宅6万方。三项目原始地价为198.7亿元，收购的原始权益地价为173.5亿元，华润以124亿元对价完成收购，折价约29%。

从付款条件来看，124亿元的对价分4年5笔进行支付，其中第一笔转让价款之日，如果南京大校场未能完成限高调整，将暂扣12.5亿元对价，根据华夏幸福23年4月4日公告，华润将27.5亿元支付至华夏幸福账户，截至23年10月末，华夏幸福并未公告限高调整进展，也就是说实际交易对价从124亿元降至111.5亿元。

此外，华夏幸福还需按约定完成产业引入义务，《转让协议》还规定，因各目标项目逾期开工竣工、交付、交割完成日前事项或其他原因导致的违约责任、罚则、索赔等均由华夏幸福方承担（大校场承担60%）。

从华夏幸福资产收购的过程，可以看到华润不仅以较低的价格分期付款获取了优质的项目，还在协议文件中明确多项条款，规避项目风险，充分体现了头部央企的资源优势。

表10：华润置地收购华夏幸福资产收购明细

地块	建筑面积	可售住宅	可售商业	自持商业	原始地价	原始权益	权益	收购对价
	万方	万方	万方	万方	亿元	亿元		亿元
武汉长江中心（P(2019)108号）	90.4	14.5	21.1	45.0	96.0	95.95	100%	68.57
武汉长江中心（P(2019)109号）	20.7	0.0	20.7		20.3	20.29	100%	14.49
武汉沙湖中心（P(2020)034）	21.0	6.0	5.6	10.0	19.5	19.49	100%	13.93
南京大校场（NO.2020G12）	94.3	5.8		40.2	63.0	37.80	60%	27.01
合计	226.4	26.2	47.4	95.2	198.7	173.5		124.0

数据来源：华夏幸福转让股权债权公告，中指院，广发证券发展研究中心

表11：华润置地收购华夏幸福资产的交易对价支付安排

时间	项目	价款（亿元）	条件
2023/3/31	第一笔转让价款	40（实际27.5）	在第一笔转让价款支付之日，如南京大校场项目未能取得双方认可的部队同意调整限高的书面文件，受让方有权暂扣12.5亿元的对价，并将剩余的27.5亿元第一笔转让价款支付到共管账户。如在2023年9月30日18:00前未能按时取得同意调整限高书面文件则12.5亿元正式扣除。
2023/12/31	第二笔转让价款	20	
2024/12/31	第三笔转让价款	20	

2025/12/31- 2026/12/31	第四笔转让价款	20	以下两个日期孰晚：1）转让方按约定完成产业引入义务；2）2025 年 12 月 31 日；如第四笔转让价款截至 2026 年 12 月 31 日仍未达到支付条件的，受让方有权在第五笔转让价款中暂扣产业引入义务风险事项对应金额，除此之外，受让方应于 2026 年 12 月 31 日前支付该第四笔转让价款。
2026/12/31	第五笔转让价款	24	在 2026 年 12 月 31 日前，如已出现转让方应当或可能需向受让方、集团公司支付违约金、损失赔偿款等任何款项，以及转让方按本协议约定承担债务、费用、责任的情形，则双方应当就该等情形进行协商处理。如未能协商一致的，受让方在 2026 年 12 月 31 日前对转让方提起诉讼或仲裁的，受让方有权在第五笔转让价款中暂扣诉请金额，待前述情形每完结一项，双方进行结算。
	合计	124（实际 111.5）	

数据来源：华夏幸福转让股权债权公告，广发证券发展研究中心

2. 补货能力独占鳌头，连续三年增量拓展，连续两年权益拿地金额第一

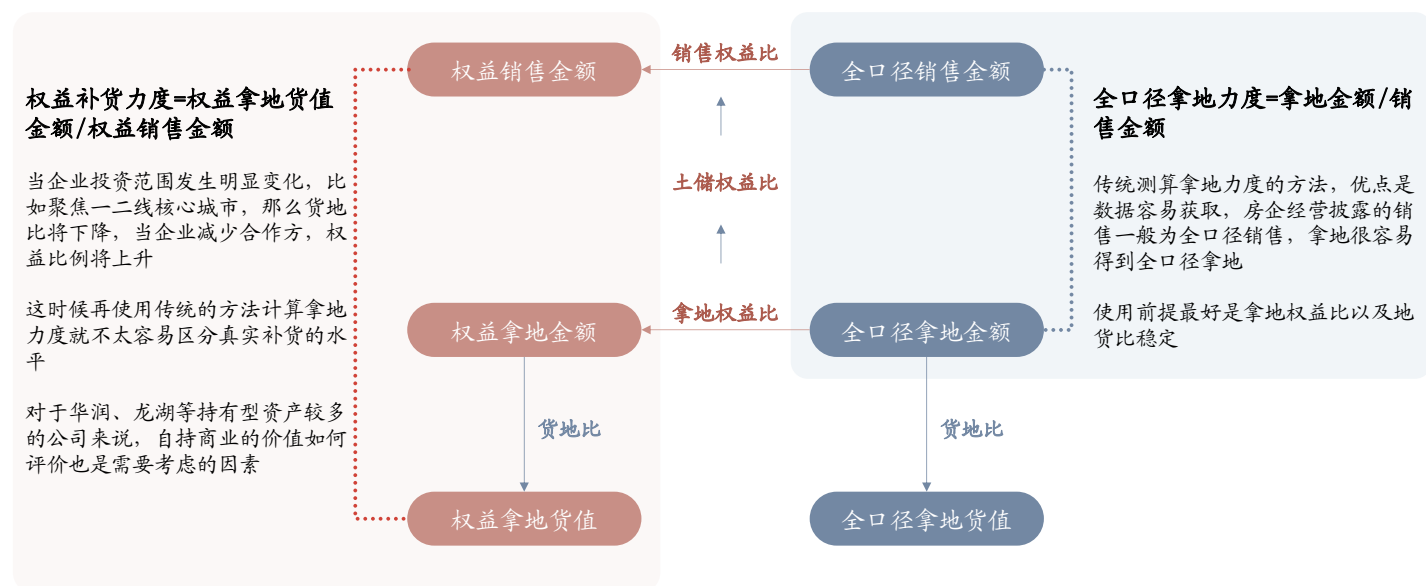
华润融资能力、投资能力行业领先，因此公司能够匹配到足够多的优质资源，在21-23年龙头房企补货能力方面独占鳌头。

传统我们测算拿地力度用全口径拿地金额/全口径销售金额，数据容易获取，容易计算。考虑到当前行业环境的两个变化，传统的方法并不准确：第一，当前企业投资聚焦核心一二线，高均价的核心城市货地比较低，比如三四线城市，1万元/平左右的房价大约对应3000元/平的地价，货地比约为3x，而3万元/平左右的房价大约对应1.5万/平的地价，货地比约为2x，换句话说，预计销售1万元/平的项目，30-40%的全口径拿地力度即是“等量拓展”（拿地货值=销售货值），预计销售3万元/平的项目，50%的拿地力度才算是“等量拓展”。

第二，权益比例的变化，土地竞争热度下降，企业提升权益比例，这时候拿地权益比>销售权益比，需要通过权益口径去进行评估。

综合以上两点，权益补货力度（权益拿地货值/权益销售金额）是衡量企业真实补货力度相对准确的方法，值得一提的是，对于华润、龙湖等持有型资产较多的公司，自持商业部分需要单独讨论。

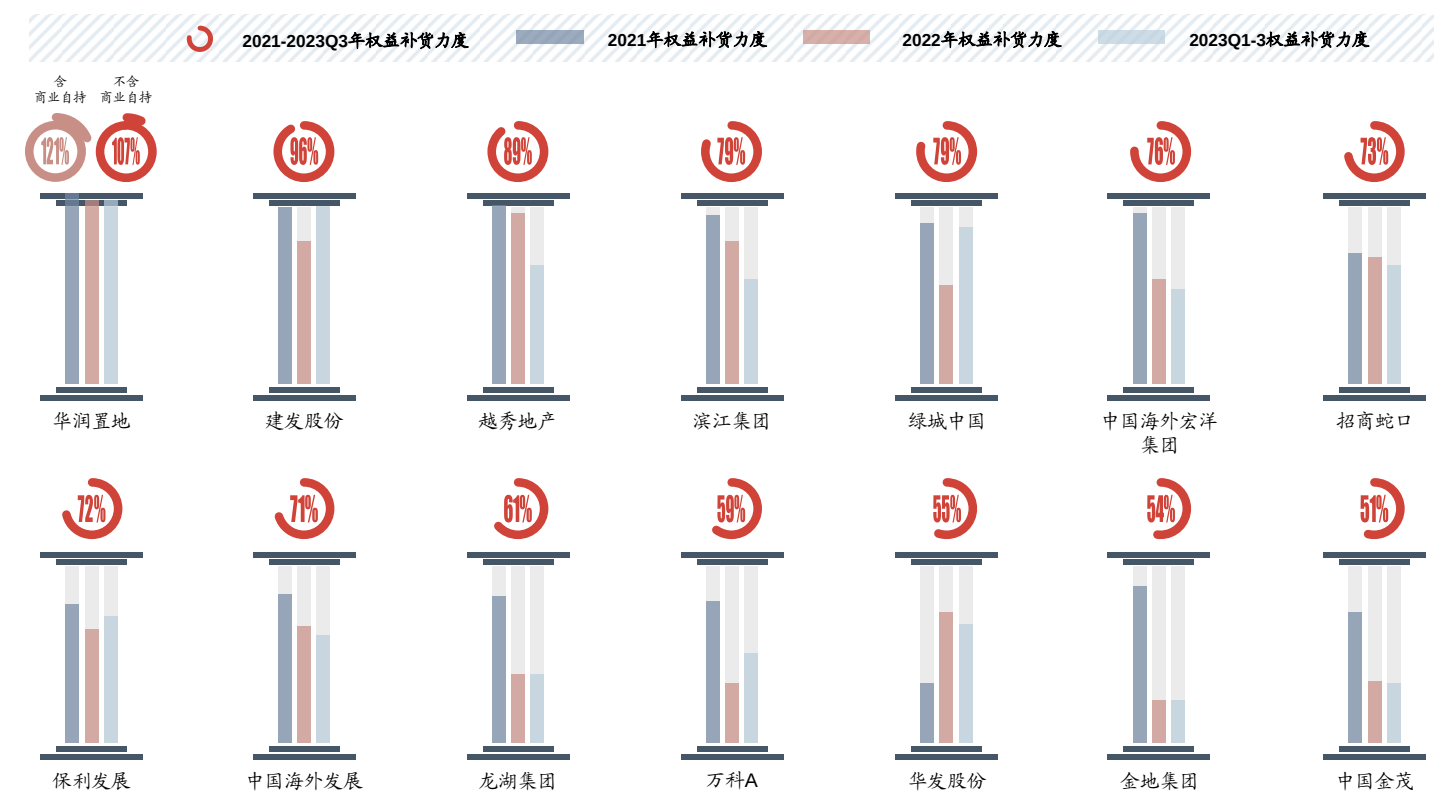
图25: 权益补货力度测算方法



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

根据经营公告, 华润2021、2022、2023Q1-3的权益补货力度分别为109%、105%、106%, 三年加权为107%, 14家房企的平均值分别为78%、63%、67%, 三年加权为70%, 华润是我们统计的14家房企中唯一一家超过100%, 实现增量拓展的企业, 领先14家房企均值37个百分点, 这个统计口径还不包括华润获取的自持商业(如果自持商业按照可售商业的7折估算, 华润三年加权补货力度为121%)。

图26: 重点房企2021-2023Q3权益补货力度



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

拿地绝对量来看，根据经营公告，21年华润权益拿地货值2365亿元（不含自持商业），排名第四（低于万科、保利、中海），22年华润权益拿地货值2211亿元，排名第一，23Q1-3权益拿地货值1794亿元，排名第一，已连续两年排名第一。

从拿地市占率来看，以权益拿地金额作为分子、剔除城投拿地的600城出让金作为分母计算，华润在2014-2020年平均的权益拿地市占率为1.8%，2021、2022、2023Q1-3分别为2.5%、5.5%、6.7%，6.7%的权益拿地市占率排名第一，且较2014-2020年1.8%的水平提升了2.8倍。

表12: 权益拿地市占率变化情况

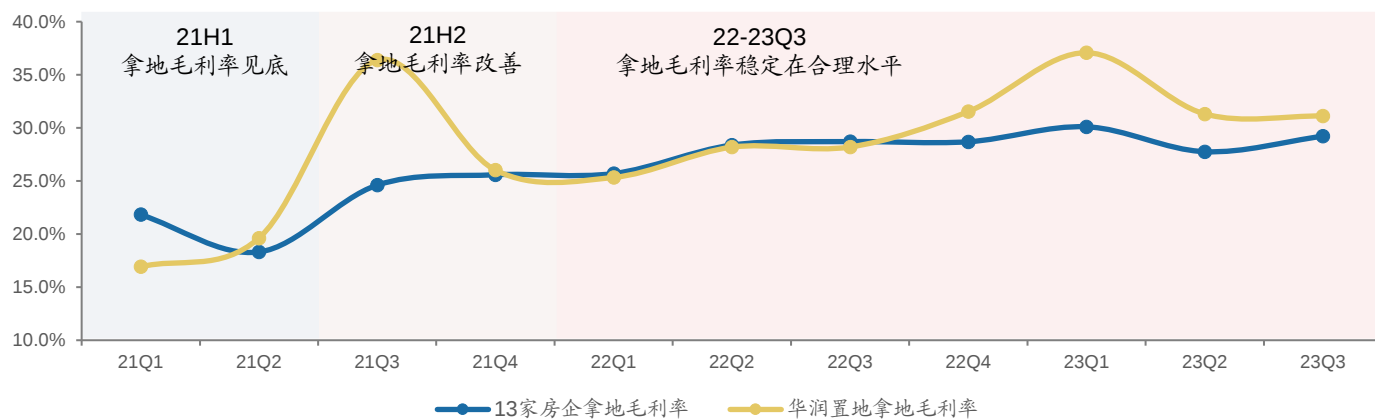
	12家 汇总	华润 置地	保利 发展	建发 股份	中海 地产	招商 蛇口	万科 地产	绿城 中国	华发 股份	越秀 地产	滨江 集团	龙湖 集团	中国 金茂
权益拿地金额（亿元）													
2014	2132	222	329	40	424	239	288	118	100	65	4	181	121
2015	3154	308	478	51	370	133	781	90	264	70	23	312	274
2016	5017	535	832	230	451	510	1318	106	25	89	72	538	312
2017	8714	654	1638	343	1045	496	2240	442	175	127	196	836	522
2018	7898	983	1257	320	1101	572	1565	339	221	101	181	872	384
2019	8940	989	1069	487	1366	523	1739	525	187	379	291	799	586
2020	11448	1010	1541	913	1735	957	1423	842	600	372	410	1060	586
2021	11511	1198	1338	1077	1610	1160	1569	933	145	541	438	878	625
2022	7346	1230	1083	775	946	753	527	408	313	431	378	297	205
2023Q1-3	5837	943	886	744	706	545	502	456	283	234	207	205	126
权益拿地金额/600城出让金（剔除城投）													
2014	10.4%	1.1%	1.6%	0.2%	2.1%	1.2%	1.4%	0.6%	0.5%	0.3%	0.0%	0.9%	0.6%
2015	14.7%	1.4%	2.2%	0.2%	1.7%	0.6%	3.6%	0.4%	1.2%	0.3%	0.1%	1.5%	1.3%
2016	18.5%	2.0%	3.1%	0.8%	1.7%	1.9%	4.9%	0.4%	0.1%	0.3%	0.3%	2.0%	1.2%
2017	22.5%	1.7%	4.2%	0.9%	2.7%	1.3%	5.8%	1.1%	0.5%	0.3%	0.5%	2.2%	1.3%
2018	17.8%	2.2%	2.8%	0.7%	2.5%	1.3%	3.5%	0.8%	0.5%	0.2%	0.4%	2.0%	0.9%
2019	20.3%	2.2%	2.4%	1.1%	3.1%	1.2%	4.0%	1.2%	0.4%	0.9%	0.7%	1.8%	1.3%
2020	19.4%	1.7%	2.6%	1.5%	2.9%	1.6%	2.4%	1.4%	1.0%	0.6%	0.7%	1.8%	1.0%
14-20年平均	17.7%	1.8%	2.7%	0.8%	2.4%	1.3%	3.7%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	1.7%	1.1%
2021	24.4%	2.5%	2.8%	2.3%	3.4%	2.5%	3.3%	2.0%	0.3%	1.1%	0.9%	1.9%	1.3%
2022	32.8%	5.5%	4.8%	3.5%	4.2%	3.4%	2.4%	1.8%	1.4%	1.9%	1.7%	1.3%	0.9%
2023Q1-3	41.5%	6.7%	6.3%	5.3%	5.0%	3.9%	3.6%	3.2%	2.0%	1.7%	1.5%	1.5%	0.9%
供给侧改革后三年市占率提升幅度（2023Q1-3较2014-2020年平均市占率）													
提升	135%	280%	132%	567%	110%	200%	-2%	283%	234%	284%	287%	-15%	-17%

数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

3.新货货值占比高，资产质量持续改善，储备毛利率在强信用龙头前列

从13家房企拿地毛利率的趋势来看，根据经营公告，21H1为近年毛利率底部（市场过热+首批集中供地较迟），21H2出险企业逐步增加，市场热度下降，拿地毛利率开始回升，21年整体毛利率为21.7%（仅考虑拿地、建安、配建，不考虑利息资本化，略高于利润表的口径），22年至23年拿地毛利率水平基本维持在28%左右，较21年提升6.6pct，稳定在相对高位。对于房企的项目来说，存在“新老划断”，即22年以后获取项目的毛利率水平显著高于21年以前的项目整体毛利率水平，22年以来高毛利的“新货”在总货值中的比重越高，资产质量改善的幅度就越大，下面分别计算新货的剩余货值以及房企的总可售货值。

图27：房企拿地毛利率趋势



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

第一，对新货货值进行估算：（1）根据企业经营公告及中指院，可以确定各房企拿地货值；（2）一般情况下，从拿地到推货的时间在2个季度左右，假设23Q2-Q3的货值均未推出，22年拿地的货值在23Q3时点上均去化40%，23Q1的项目在23Q3部分推出假设去化10%，剩余部分仍在未售货值中，这两部分相加可以得到截至23Q3新货的货值。

第二，对23Q1-3未售货值进行估算：（1）土储面积多用总建面-累计竣工，口径范围高于可售面积，可售/总建面的比例一般在70%-80%，这里简单将所有企业的土储面积乘以80%作为起始土储面积；（2）23Q1-3可售货值=23H1未结算货值-23H1已售未结货值+23Q3新补货值，未结算货值用土储乘以销售均价，已售未结货值用表内预收账款除以并表比例还原全口径。

从23Q1-3新货货值/未售货值的测算来看华润占比56%，高于强信用房企平均水平，排名居前，“新货”占比高。

表13: 主流房企22年以来新货货值占比测算

	拿地货值			新货货值	土储面积	销售均价	预收账款	并表回笼率	新货货值占比
	亿元	亿元	亿元	亿元	亿元	亿元	亿元		
	2022	2023Q1	2023Q2-Q3	2023Q1-3	2023H1	2023Q1-3	2023H1	2022	2023Q1-3
建发股份	1628	343	1490	2776	4195	23216	3287	73%	72%
滨江集团	1368	146	559	1512	1449	48161	1748	52%	66%
华润置地	3083	1012	1967	4728	6548	23626	3190	70%	56%
华发股份	866	228	551	1276	1685	31780	1089	63%	44%
招商蛇口	2294	189	1038	2584	4795	24662	2149	55%	43%
万科 A	1887	306	1219	2627	10774	15431	4694	62%	41%
保利发展	2994	327	1681	3772	15468	17469	4870	55%	35%
中国海外发展	2005	68	1199	2463	3917	27409	1342	71%	34%
绿城中国	995	134	731	1449	4455	20589	1705	55%	31%
越秀地产	1718	173	558	1746	2813	33117	932	56%	29%
龙湖集团	829	105	468	1060	5489	16669	1561	78%	20%
中国海外宏洋集团	264	0	144	302	2179	12033	552	91%	19%
金地集团	416	25	247	518	4878	18220	1061	32%	14%
中国金茂	519	32	241	581	4355	17974	720	35%	14%

数据来源: 公司年报及中报, 中指院, 广发证券发展研究中心; 注: (1) 假设截至 23Q3, 22 年拿地货值去化 5 成, 23Q1 拿地货值去化 1 成, 那么截至 23Q1-3 储备中新货货值=22 年货值*50%+23Q1 货值*90%+23Q2-Q3 货值; (2) 并表比例=并表回款金额/销售金额; (3) 未售货值=80%*土储面积-预收账款/并表比例; 4) 新货货值占比=新货货值/未售货值

根据新货与老货在总货值中的占比, 以及新货、老货的毛利率水平, 可以计算出公司储备毛利率, 大致可以理解为24年销售毛利率 (在价格不变的情况下)。

第一, 老货毛利率, 从23年中报及三季报的利润表可以看到毛利率整体承压, 仍为见底, 考虑到行业景气度下行的价格压力, 结算毛利率底部在23-24年, 假设老货毛利率在22年结算毛利率的基础上扣掉3个百分点作为老货毛利率。

第二, 新货毛利率, 由于我们测算未考虑利息资本化, 这里简单基于各家融资成本, 按照70%的资本化率计入计算, 扣除资本化后的毛利率水平。

加权计算后, 可以看到华润的储备毛利率24.6%, 位于我们统计的样本房企首位。

表14: 主流房企储备毛利率测算

	2022	假设	23Q3	22-23Q3	23H1	假设	22-23Q3	23Q3
	结算毛利率	老货毛利率	新货占比	新货毛利率 1*	融资成本	资本化率	新货毛利率 2*	储备毛利率
华润置地	23.0%	20.0%	56%	30.8%	3.6%	70%	28.3%	24.6%
中国海外发展	20.5%	18.5%	34%	31.9%	3.5%	70%	29.4%	22.2%
越秀地产	21.9%	18.9%	29%	31.0%	4.0%	70%	28.2%	21.6%

万科 A	19.8%	16.8%	41%	31.2%	4.1%	70%	28.3%	21.6%
招商蛇口	21.1%	18.1%	43%	27.9%	3.7%	70%	25.4%	21.2%
保利发展	21.8%	18.8%	35%	28.2%	3.7%	70%	25.6%	21.2%
华发股份	20.2%	17.2%	44%	29.4%	5.6%	70%	25.5%	20.9%
建发国际集团	15.3%	12.3%	72%	24.4%	4.1%	70%	21.5%	18.9%
金地集团	20.0%	17.0%	14%	32.2%	4.4%	70%	29.1%	18.6%
滨江集团	17.1%	14.1%	66%	22.1%	4.4%	70%	19.0%	17.4%
龙湖集团	17.9%	14.9%	20%	23.1%	4.3%	70%	20.1%	15.9%
绿城中国	16.3%	13.3%	31%	22.7%	4.4%	70%	19.6%	15.3%
中国海外宏洋集团	14.2%	11.2%	19%	29.0%	4.4%	70%	25.9%	14.0%
中国金茂	13.0%	10.0%	14%	29.6%	4.5%	70%	26.5%	12.2%

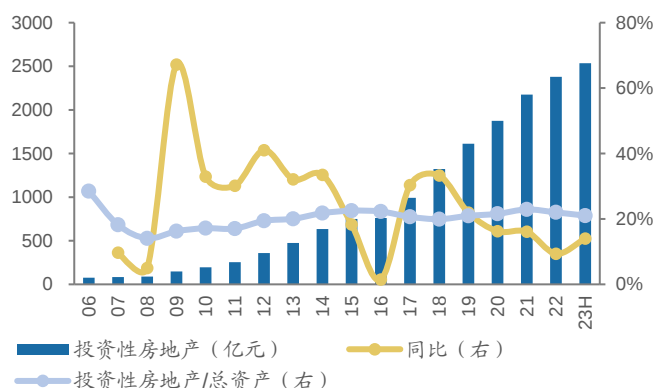
数据来源：公司经营公告，公司年报中报，广发证券发展研究中心；注：（1）考虑到行业景气度下行的价格压力，结算毛利率底部在 23-24 年，假设老货毛利率在 22 年结算毛利率的基础上扣掉 3 个百分点；（2）新货毛利率 2=新货毛利率 1-融资成本×利息资本化率，这里只作简单计算并未考虑销售负债比的影响

三、商业：优质资产持续扩张，经营能力不断提升

华润置地的经营性不动产业务主要资产可以分为三类，购物中心、写字楼、酒店。根据公司中报，从重资产运营情况来看，23H1公司购物中心、写字楼、酒店分别在营67座、20座、17座，在营面积分别为813万方、126万方、77万方，储备面积分别为813万方、180万方、72万方，三项资产（不含停车场）合计在营面积1016万方，合计储备面积1014万方，在营加储备面积2030万方。

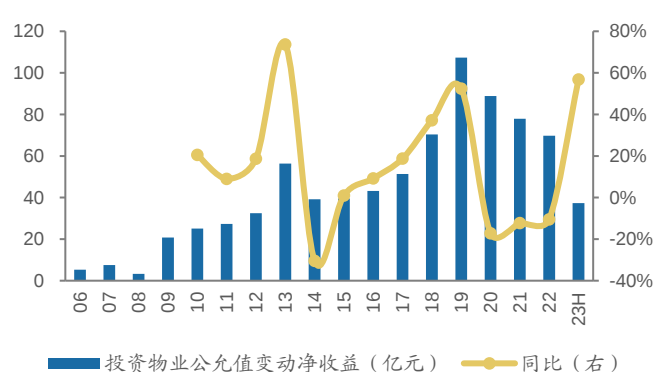
截至23H1，经营不动产公允值2535亿元，较22年末净增156亿元，上半年公允价值变动产生净收益37.3亿元，同比+56.8%。从18-22年平均每年公允价值变动净收益为82.9亿元，在龙头内房股中排名前列（中海、龙湖平均值分别为76.6亿元、33.0亿元）。

图28：华润置地投资物业公允值



数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图 29：华润置地投资物业公允价值变动净收益



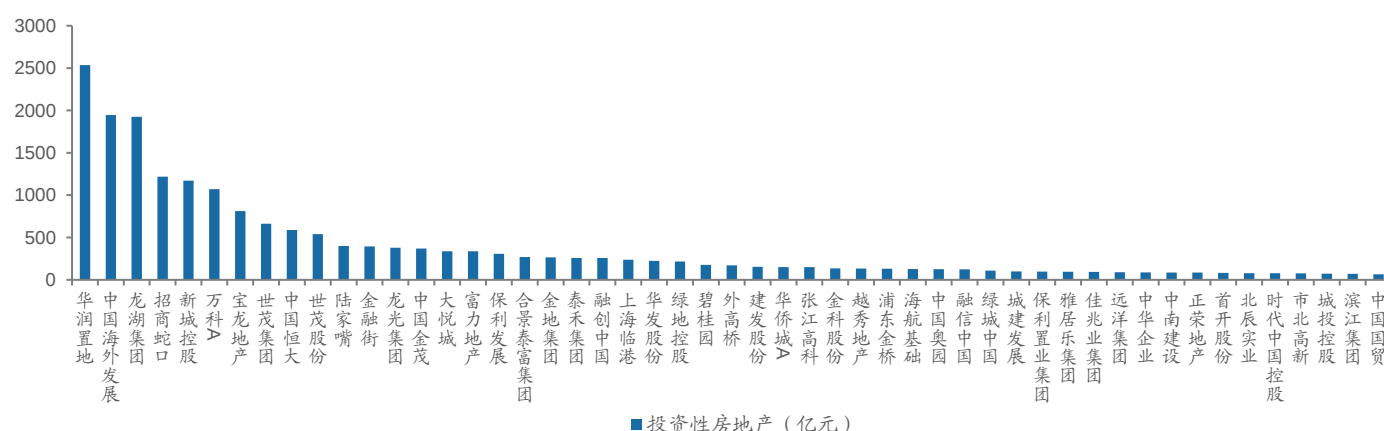
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

表15: 华润置地不动产经营项目情况 (23H1)

		购物中心	写字楼	酒店	停车场等	整体
重资产运营项目	在营数量 (座)	67	20	17		104
	不动产公允价值 (亿元)	2004	341	118	73	2535
	23H1 收益 (亿元)	86	10	11		107
	在营面积 (万方)	813	126	77	640	1656
储备运营项目	储备面积 (万方)	761	180	72	71	1085
在营+储备	合计面积 (万方)	1574	306	149	712	2742

数据来源: 公司年报及中报, 公司业绩 PPT, 广发证券发展研究中心

图30: 部分地产公司投资性房地产规模 (23H1)



数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

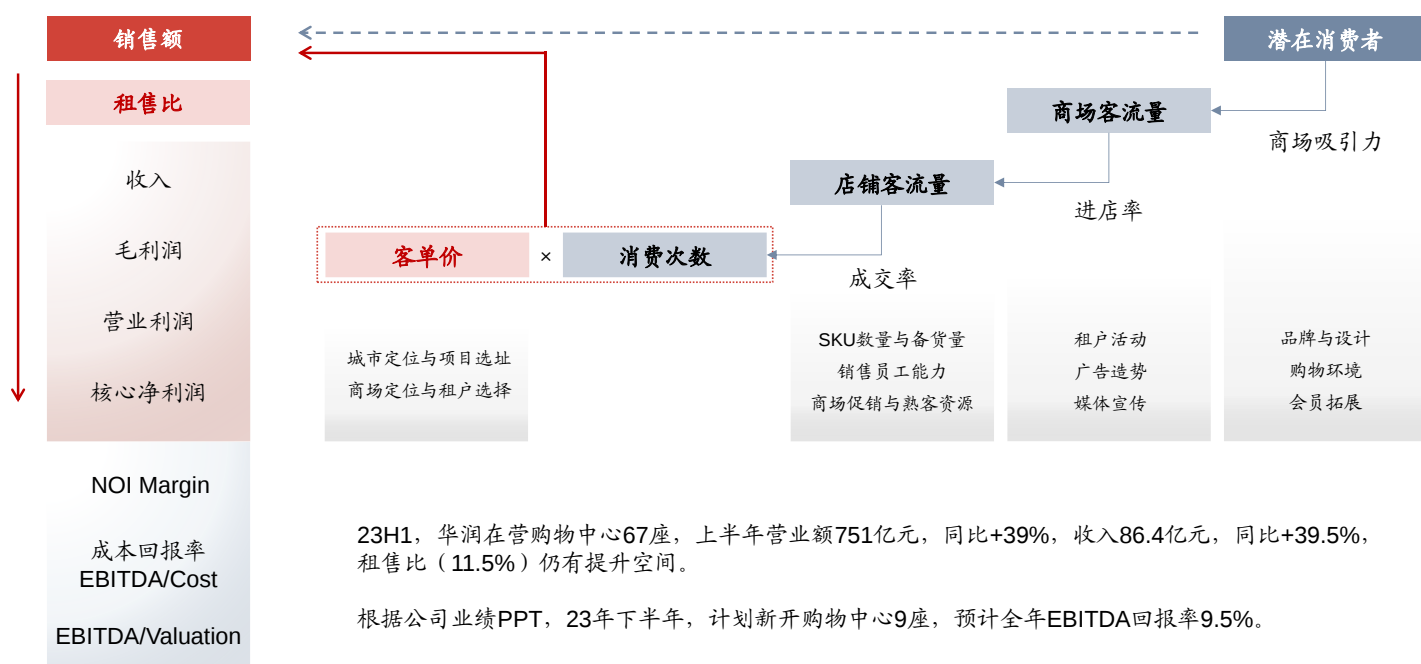
(一) 综合体: 23H1 贡献 86 亿元租金, 优质资产持续扩张

1.23年上半年67座购物中心贡献营业额751亿元、租金86亿元, 租金同比+40%

购物中心是华润最重要的重资产, 根据公司中报, 华润经营性不动产收入贡献比例为81% (23H1)。

重资产持有的购物中心收益主要来自于租金收益利润以及不动产公允价值变动净收益, 租金是核心指标, 可以拆分为销售营业额×租售比, 营业额又可以拆分为客单价×消费次数, 客单价与城市定位、项目选址、租户选择等因素有关, 消费次数则可以用潜在消费者×商场吸引力×进店率×成交率衡量。购物中心通常在开业前期, 主要以提升客流量为主, 开业一段时间后调整租户结构提升客单价和成交率, 提升销售额, 并提升租售比, 最终实现回报率的提升。

图31：华润置地购物中心运营模型

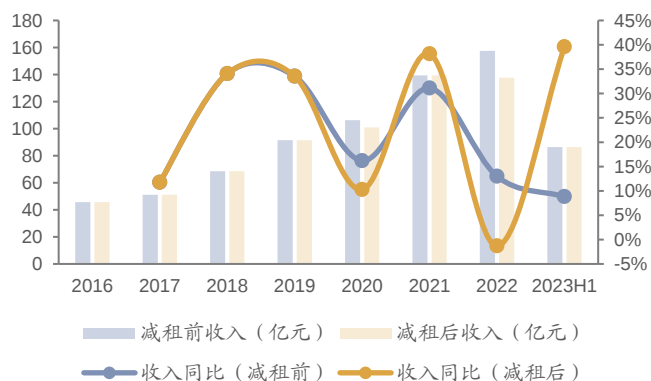


数据来源：公司年报及中报，公司业绩 PPT，广发证券发展研究中心

租金收入是最直接体现运营情况的指标，根据公司年报中报，22年、23年上半年，华润购物中心租金收入分别为138亿元、86亿元，同比-1%、+40%，若还原减租前的影响，租金收入分别为158亿元、86亿元，同比+13%、+9%，租金收入稳步增长。

将租金拆分为零售额和租售比，22年、23年上半年公司购物中心零售额分别为1137亿元、751亿元，同比+6%、+39%，长期高于社零增速。公司18-22年平均每年新开业8座购物中心，致使租售比略有下行，根据公司业绩PPT，22年、23年上半年购物中心租售比分别为13.9%、12.6%，低于18年（14.4%），未来公司在开店数量、营业额、租售比方面均有培育和成长的空间。

图32：华润购物中心租金收入规模



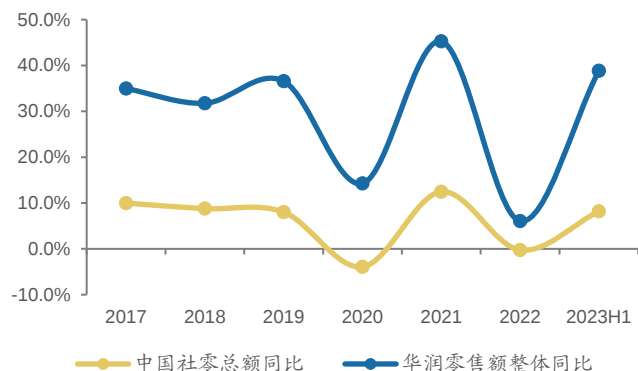
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图33：华润购物中心在营商业面积及在营数量



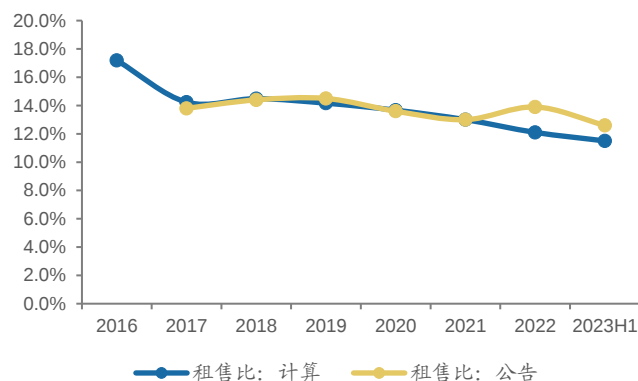
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图34: 华润零售额与中国社零总额同比增速对比



数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

图 35: 华润购物中心租售比情况



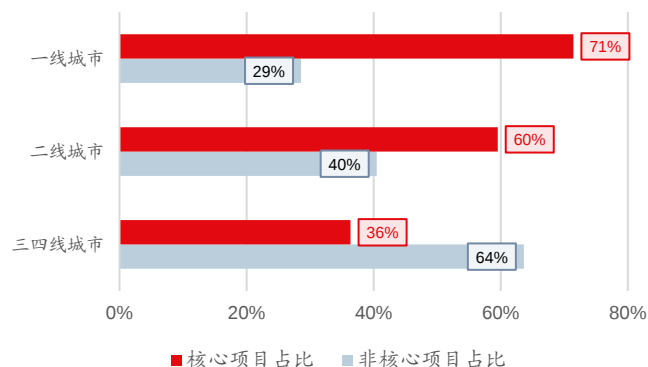
数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

2.购物中心分布: 在营项目一二线占比82%, 主要分布核心区, 重奢场准入门槛高

经营购物中心, 前期看选址能力, 开发期看设计、成本管理、招商能力, 后期看运营管理能力, 选址决定了购物中心经营表现的下限, 运营能力决定上限。

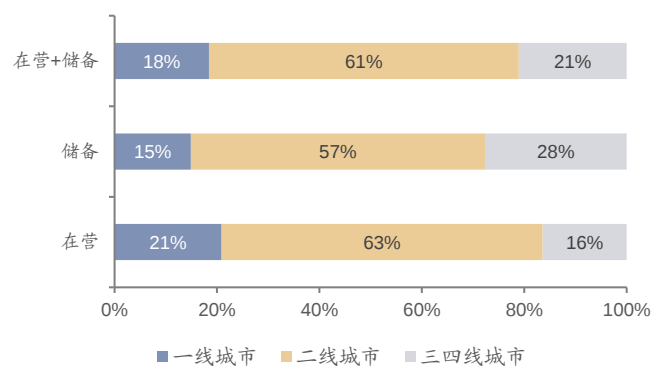
根据公司中报, 从23H1华润在营项目的分布来看, 按照运营项目数量划分, 一二线占比84%, 三线占比16%, 储备项目中, 一二线占比82%, 三线占比28%, 合并 在营及储备, 整体项目分布为一线占比18%、二线占比61%、三线占比21%, 近8成 位于一二线城市。在营项目, 如果按照城市核心区、非核心区划分, 一线、二线、三 线核心区项目占比分别为71%、60%、36%, 一二线多数项目位于城市核心区域, 资 产质量整体较优。

图36: 华润在营购物中心项目分布 (分线, 23H1)



数据来源: 公司中报, 公司业绩 PPT, 广发证券发展研究中心

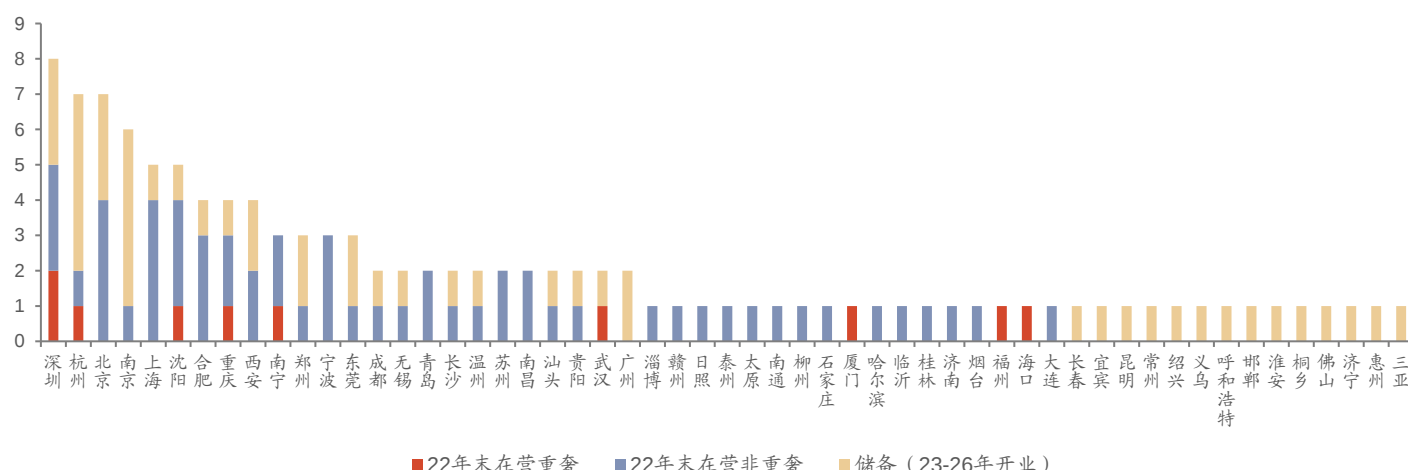
图 37: 华润在营及储备购物中心项目分布 (23H1)



数据来源: 公司中报, 公司业绩 PPT, 广发证券发展研究中心

根据公司业绩PPT公布的23-25年项目开业计划，23年长春万象城（重奢）、杭州中心、杭州城北万象城、昆明万象城等共10个项目计划开业，24年西安CCBD项目、贵州万象城、长沙万象城、郑东万象城等15个项目计划开业，25年东莞万象城、深圳北站项目、杭州华丰项目、杭州未来科技城项目等10个项目计划开业，26年三亚海棠湾项目、广州白鹤潭项目、长隆项目、南京金陵中心等13个项目计划开业，平均每年开业12座，开业节奏快于18-22年（8座）的水平。

图38：华润置地购物中心重资产项目分布（座）



数据来源：公司年报及中报，公司业绩 PPT，广发证券发展研究中心

表16：华润置地不动产经营项目情况及后续开业计划

城市	最早布局	22 年末在营项目	23-26 年计划开业项目
上海	1997	上海万象城、上海苏河湾万象天地、上海时代广场购物中心、上海南翔五彩城	上海石门一路项目
深圳	2004	深圳万象城、深圳湾万象城、深圳万象天地、深圳万象前海、深圳笋岗万象食家	雪花啤酒小镇、深圳北站
杭州	2010	杭州万象城、杭州萧山万象汇	杭州中心、城北万象城、杭州亚运村项目、杭州未来科技城项目、杭州华丰项目
沈阳	2011	沈阳万象城、沈阳铁西万象汇、沈阳长白万象汇、沈阳皇姑万象汇	沈阳三台子万象汇
北京	2011	北京密云万象汇、北京清河五彩城、北京凤凰汇、北京姚家园万象汇	北京西三旗万象汇、北京西北旺万象汇、北京通州万象汇
成都	2012	成都万象城	成都龙泉驿项目
南宁	2012	南宁万象城、南宁五象万象汇、南宁中山路万象汇	
郑州	2014	郑州万象城	郑州郑东万象城、郑州东站万象汇
合肥	2014	合肥万象城、合肥蜀山五彩城、合肥庐阳万象汇	合肥包河万象汇
宁波	2014	宁波万象城、宁波钱湖万象汇、宁波余姚五彩城	
重庆	2014	重庆万象城、重庆大渡口万象汇、重庆弹子石万象汇	重庆观音桥项目
无锡	2014	无锡万象城	无锡滨湖万象汇
青岛	2015	青岛万象城、青岛崂山万象汇	
淄博	2015	山东淄博万象汇	
赣州	2015	赣州万象城	

长沙	2015	长沙星沙万象汇	长沙万象城
温州	2016	温州万象城	温州老港项目
日照	2016	山东日照万象汇	
西安	2017	西安西咸万象城、西安万象天地	西安 CCBD 项目、西安国际港务区项目
泰州	2017	泰州万象城	
太原	2018	太原万象城	
南通	2018	南通万象城	
柳州	2018	柳州万象城	
石家庄	2018	石家庄万象城	
厦门	2018	厦门万象城	
苏州	2019	苏州昆山万象汇、苏州吴江万象汇	
哈尔滨	2019	哈尔滨松北万象汇	
临沂	2019	临沂万象汇	
桂林	2019	桂林万象城	
济南	2019	济南万象城	
南昌	2021	南昌万象城、南昌万象汇	
烟台	2021	烟台万象汇	
汕头	2021	汕头万象城	汕头万象汇
贵阳	2021	贵阳万象汇	贵阳万象城
武汉	2022	武汉万象城	武汉武昌万象城
福州	2022	福州万象城	
海口	2022	海口万象城	
东莞	2022	东莞松山湖万象汇	东莞万象城、东莞滨海湾奥莱
南京	2022	南京万象天地	南京燕子矶万象汇、南京贾西万象汇、南京十四所、浦口万象汇、南京金陵中心
大连	2022	大连华南万象汇	
长春	2023		长春万象城
宜宾	2023		宜宾万象汇
昆明	2023		昆明万象城
常州	2024		常州万象城
绍兴	2024		绍兴 871 项目
义乌	2024		义乌天地
呼和浩特	2024		呼和浩特万象城
邯郸	2024		邯郸项目
淮安	2025		淮安经贸大厦
桐乡	2025		桐乡万象汇
佛山	2025		佛山驹荣路
济宁	2026		济宁万象汇
惠州	2026		惠州万象汇
三亚	2026		三亚海棠湾项目
广州	2026		广州白鹅潭项目、长隆项目

数据来源：公司年报及中报，公司官网业绩 PPT，广发证券发展研究中心

从产品区分,公司主要由M1-M4四类购物中心,M1-M2主要的品牌为“万象城”、M3-M4主要品牌“万象汇”,产品线并非一成不变,会根据项目经营、招商情况进行调整。万象汇从项目体量上,是小于万象城的,根据公司财报,23H1项目中,M1、

M2、M3、M4单项目商业面积分别为16.0万方、15.4万方、9.0万方、5.8万方。

M1主要定位的是万象城的重奢场，在运营期内引入重奢品牌，项目主要布局在核心城市的核心地段，由于重奢品牌在核心城市开店数量较少，重奢场准入门槛较高，是公司最优质的资产之一，代表包括深万、杭万、沈万等。

M2主要定位万象城轻奢场，包括万象天地也属于这一分类，主要分布在一二线新兴商圈，M1与M2的区分主要区别在于重奢与轻奢，定位均为高端商场，比如成都万象城、深圳万象天地虽然定位M2，但由于城市能级较高，在租金表现上并不弱于定位M1的重庆万象城。

M3主要定位在一二线周边或三四线城市，定位轻奢、年轻、家庭，早期开业的M3包括山东淄博万象汇、沈阳铁西万象汇。

M4整体定位偏社区，包括一些小体量的万象汇、万象里、以及早期五彩城、乐都汇等项目，比较有代表性的项目为长沙星沙万象汇。

图39：华润置地万象城产品线

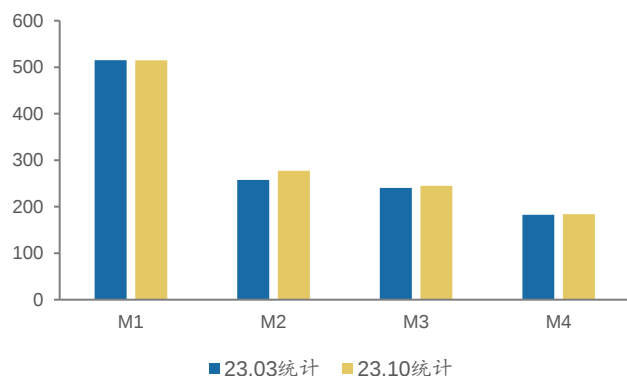


数据来源：公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

根据大众点评网，23年10月，M1-M4的单次消费分别为515、288、245、184元

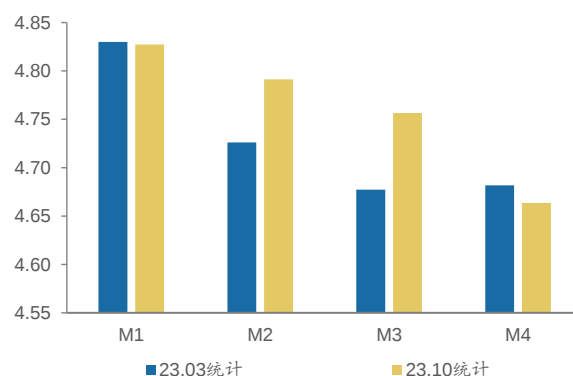
/次，M1最高，M2与M3差异并不大，从商场点评平均分来看，M1-M4分别为4.83、4.79、4.76、4.66，M2与M3商场的平稳较23年3月的水平有一定提升。

图40：华润M1-M4类大众点评单次消费（元/次）



数据来源：大众点评网，广发证券发展研究中心

图 41：华润 M1-M4 类大众点评平均分（分）



数据来源：大众点评网，广发证券发展研究中心

3.重奢场分析：购物中心收入占比超4成，单个重奢场营业额约是非重奢场的4倍

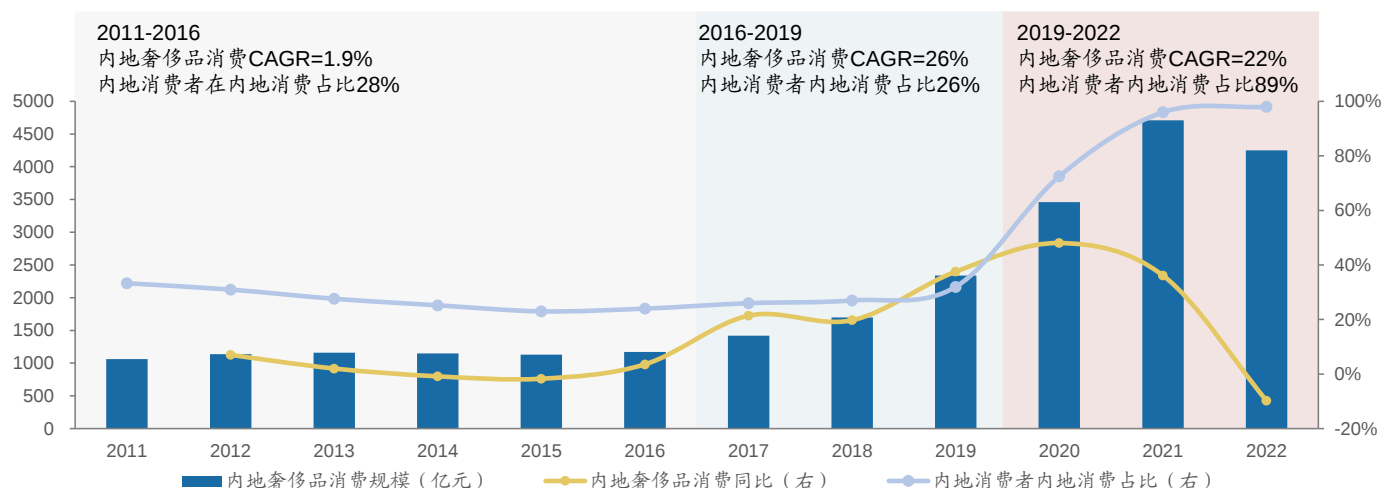
根据贝恩咨询，内地奢侈品消费规模大致可以分为三个阶段，第一阶段是2011-2016年，这一阶段内地奢侈品消费总量（不含内地消费者在海外消费）基本维持在1100亿元左右，复合增速为1.9%，第二阶段是从2016-2019年，内地奢侈品消费总量增长至2338亿元，年复合增速为26%，第三阶段是从2020-2022年，总量增长至2021年最高4710亿元，2022年回落至4250亿元，三年复合增速为22%。

需要注意的是2019年回迁，内地消费者在内地的消费比例基本在3成以下，三年疫情影响下，内地消费者在内地消费奢侈品的比例提升至96%，2016-2019年的内地奢侈品消费的增长是内生性的，2020-2022年的增长是替代性的。

根据公司财报，截至23Q3，华润旗下共13座重奢商场，其中11座为重资产持有，2座（天津万象城、兰州万象城）为轻资产运营，我们统计了6个重奢品牌Hermès、CHANEL、DIOR、LV、GUCCI、PRADA的开店情况，18年以前开业的7座重奢场平均开店4个，22-23年开店的重资产重奢场（武汉万象城、福州万象城、海口万象城、长春万象城）还处于培育期，仅福州万象城有LV和GUCCI入驻，随着重奢店铺的陆续开业，营业额和租金水平将有明显的提升。

从华润重奢场的零售额来看，18-20年同比增速低于行业增速，21-22年重奢营业额同比分别+38.2%，+1.5%，领先行业2.1pct、11.3pct，随着疫情影响消退，2023年上半年，华润重奢场零售额同比增长35%，同店增长25%，在客流恢复的情况之下，华润重奢场营业额取得了不错的表现。

图42：内地奢侈品消费规模变化情况



数据来源：贝恩咨询报告，广发证券发展研究中心

表17：华润置地重奢场部分重奢店开业情况

开业时间	万象城	持有方式	部分奢侈品店开业情况 (23.10)						开店数量 (个)
2004/12	深圳万象城	重资产	HERMES		DIOR	LV	GUCCI	PRADA	5
2010/04	杭州万象城	重资产			DIOR	LV	GUCCI	PRADA	4
2011/05	沈阳万象城	重资产	HERMES		DIOR	LV	GUCCI	PRADA	5
2012/09	南宁万象城	重资产				LV	GUCCI	PRADA	3
2014/09	重庆万象城	重资产	HERMES					PRADA	2
2018/11	厦门万象城	重资产	HERMES			LV	GUCCI		3
2018/12	深圳湾万象城	重资产	HERMES	CHANEL	DIOR	LV	GUCCI		5
2022/05	武汉万象城	重资产							0
2022/06	福州万象城	重资产				LV	GUCCI		2
2022/06	海口万象城	重资产							0
2023/07	长春万象城	重资产							0
2018/01	天津万象城	轻资产	HERMES		DIOR	LV	GUCCI	PRADA	5
2023/04	兰州万象城	轻资产							0

数据来源：公司年报及中报，华润“一点万象”APP，广发证券发展研究中心

重奢场与非重奢场对比，有几点结论（根据公司年报分析）：

第一，重奢场体量略大于非重奢场。22年重奢场单店建面15万方，非重奢场单店建面为12万方，主要原因是万象汇体量偏小，M1重奢场与M2轻奢场面积对比相差并不大。

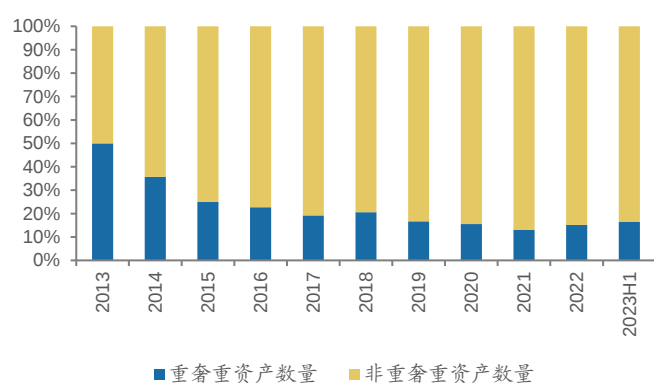
第二，单个重奢场营业额约是非重奢场的4倍。22年重奢场开店数量10座，数量占比15%，零售额贡献476亿元，占比达到42%，2023年上半年重奢场零售额305亿元，按照22年上半年零售额占比48%估计，全年预计零售额642亿元，加上新开店的

长春万象城，11座重奢单店贡献58亿元的营业额，非重奢场预计23年单店贡献14亿元的营业额，单个重奢场营业额约是非重奢场的4倍。

第三，近三年重奢与非重奢同店零售额增速保持一致。20年重奢场同店同比增长22.9%，非重奢场同店下降3.5%，是差异最大的一年，21-23H1重奢与非重奢的同店零售增速基本保持一致。

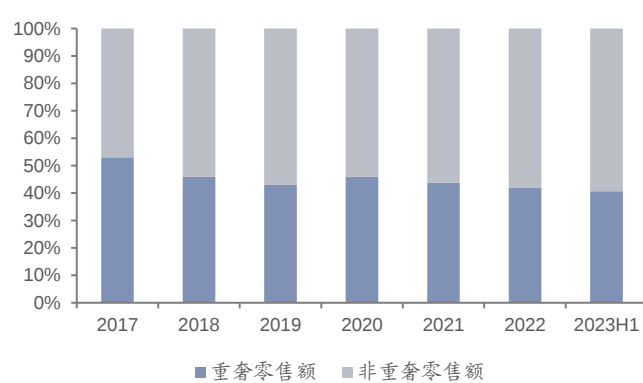
第四，重奢场租售比并没有高于均值。从经营时间最久的三座重奢来看，深圳万象城、杭州万象城、沈阳万象城整体的租售比为11.8%（21年），同年整体租售比为13.0%，重奢场的租售比仍有提升空间。

图43：重奢与非重奢商场在营数量占比



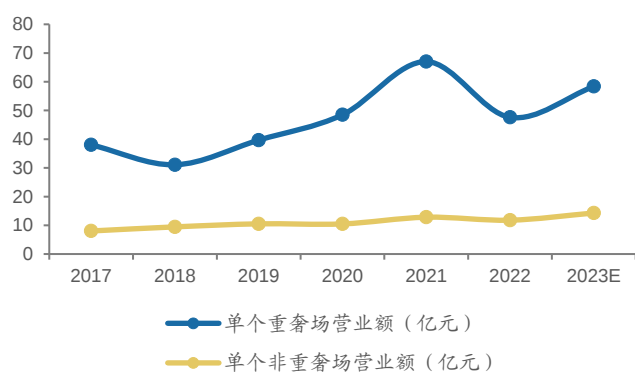
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图44：重奢与非重奢商场零售额占比



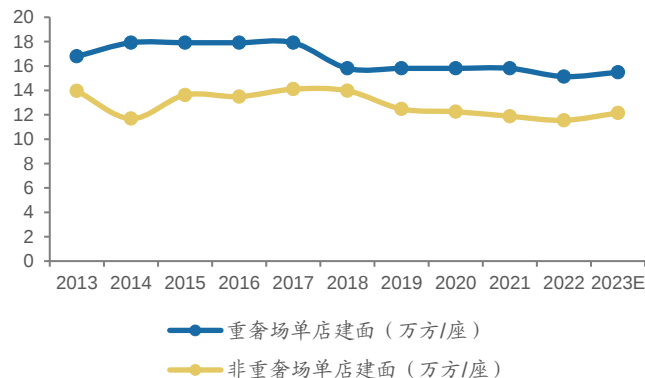
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图45：单个重奢场与非重奢场年营业额对比



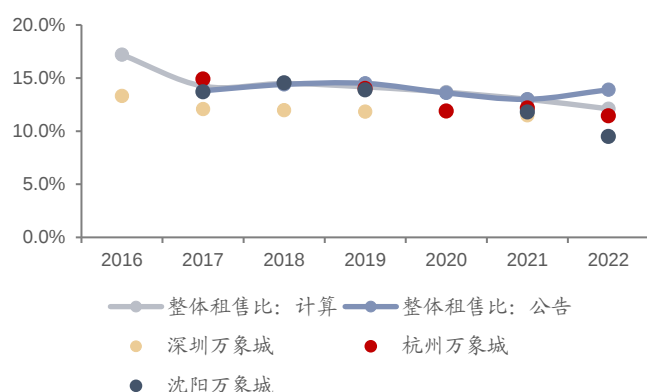
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图46：重奢场与非重奢场单店建面对比



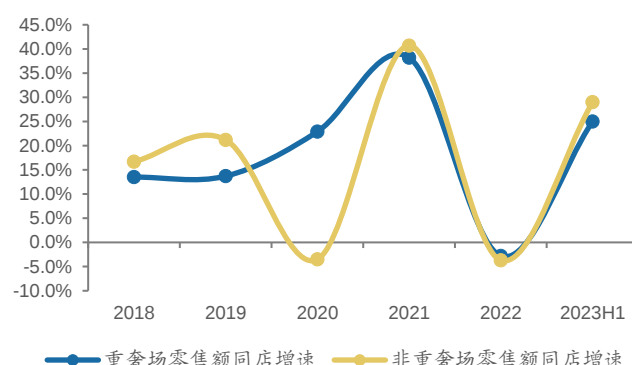
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图47：部分重奢万象城租售比与整体对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

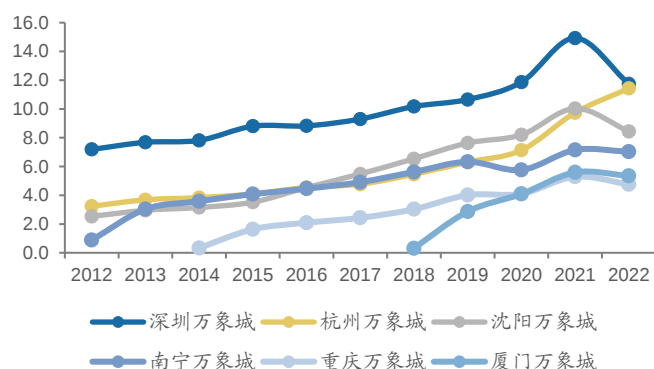
图 48：重奢与非重奢零售额同店增速



数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

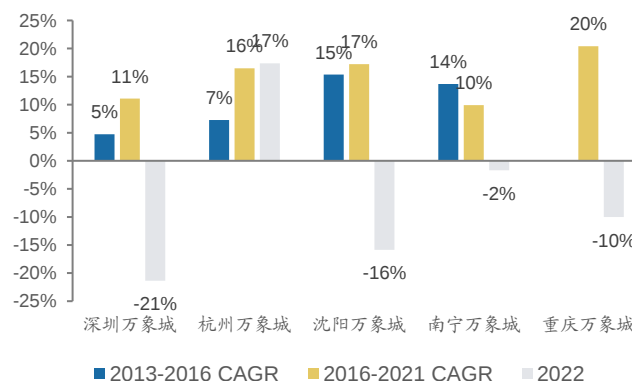
第五，成熟期重奢单店租金规模超10亿元。深圳万象城21年最高达到14.93亿元（零售额130亿元），杭州万象城在22年逆势增长至11.43亿元（零售额100亿元），沈阳万象城在21年也突破10亿元租金收入（零售额85亿元），且租金水平仍处于持续提升的通道，深万、杭万、沈万在2016-2021年租金复合增速高于其在2013-2016年水平。

图49：部分重奢万象城年租金（亿元/年）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 50：5 座重奢万象城租金年复合增速



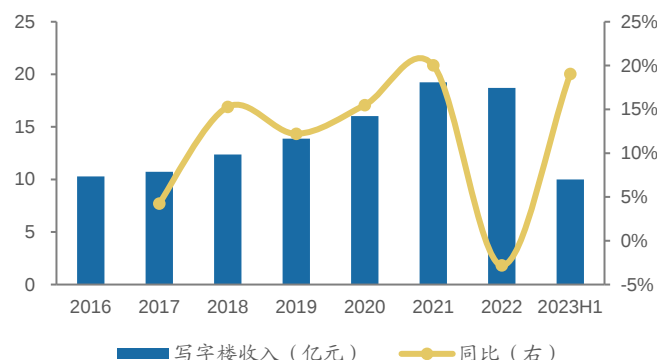
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）写字楼：23H1 在营面积 126 万方，毛利率回升至 77.1%

根据公司中报，截至23H1，华润共持有20座写字楼，商业面积125.86万方，若考虑23H1开业的背景未来城F座写字楼、合肥昆仑府写字楼，整体商业面积130.71万方，权益比例77%。其中9座写字楼与购物中心同期建设，考虑到写字楼市场供给较多，后续公司在投资购物中心时尽量避免获取配套写字楼资产。

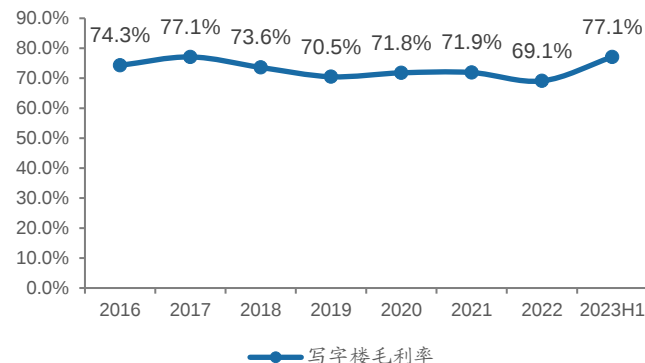
21-23H1公司写字楼收入为19.2、18.7、10.0亿元，同比分别+20%、-3%、+19%。毛利率方面，公司2019-2022年写字楼平均毛利率为70.8%，2023H1上升至77.1%。

图51: 华润写字楼经营收益及增速



数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

图 52: 华润写字楼毛利率情况



数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

表18: 华润置地在营投资写字楼一览 (23H1)

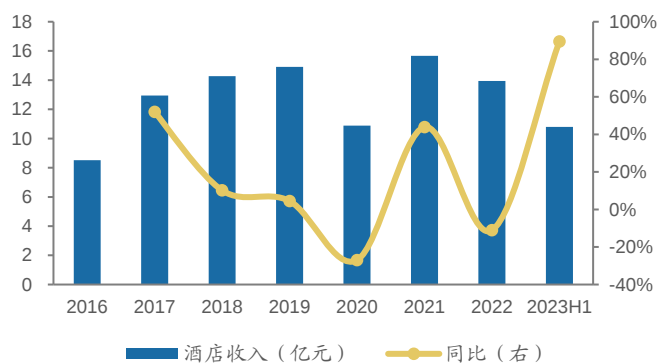
写字楼	临近购物中心	城市	区域	权益	商业面积 (万方)
上海时代广场写字楼	上海时代广场购物中心	上海	浦东新区	100%	3.68
深圳华润大厦	深圳万象城	深圳	罗湖区	100%	4.13
沈阳华润大厦	沈阳万象城	沈阳	和平区	100%	5.96
南宁华润大厦	南宁万象城	南宁	青秀区	55%	17.43
北京五彩城写字楼	北京清河五彩城	北京	海淀区	99%	1.14
杭州华润大厦	杭州万象城	杭州	江干区	60%	5.83
上海万象城写字楼	上海万象城	上海	闵行区	50%	2.22
北京凤凰置地广场写字楼	北京凤凰汇	北京	朝阳区	97%	7.90
上海苏河湾万象天地写字楼	上海苏河湾万象天地	上海	静安区	50%	9.51
北京华润大厦		北京	东城区	100%	5.41
厦门华润大厦 A 座		厦门	思明区	100%	5.96
深圳华润置地大厦 BCD 座		深圳	南山区	100%	20.43
大连君尚中心		大连	沙河口区	55%	1.51
深圳华润前海中心 T5 写字楼		深圳	南山区	50%	2.92
北京华润时代中心		北京	朝阳区	100%	6.26
上海陆家嘴滨江中心写字楼		上海	浦东新区	51%	13.71
上海万象企业中心		上海	闵行区	50%	4.75
北京昌平区未来科技城项目		北京	昌平区	60%	3.24
合肥市滨湖区成都路项目		合肥	滨湖区	100%	1.62
伦敦 20 Gresham Street 写字楼		伦敦		100%	2.26
北京未来城 F 座写字楼 (23H1)		北京	昌平区	59%	3.24
合肥昆仑府写字楼 (23H1)		合肥	蜀山区	100%	1.62
合计				77%	130.71

数据来源: 公司年报及中报, 公司业绩 PPT, 广发证券发展研究中心

(三) 酒店：23H1 在营面积 77 万方，半年收入 10.8 亿元

根据公司中报，截至23H1，公司共持有酒店17家，其中10家临近购万象购物中心，酒店总商业面积77.47万方，权益比例85%，疫情影响酒店的入住及房价表现，23H1酒店业务实现经营收入10.8亿元，同比+90.1%，毛利率回升至18.7%，平均房价1041元/房晚，超疫情前水平。

图53：华润酒店经营收益及增速



数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图 54：华润酒店毛利率情况



数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

表19：华润置地在营酒店一览（23H1）

酒店	临近购物中心	城市	区域	权益	商业面积 (万方)
石梅湾艾美酒店		万宁	石梅湾	100%	4.20
深圳君悦酒店	深圳万象城	深圳	罗湖区	100%	6.75
深圳湾木棉花酒店	深圳湾万象城	深圳	南山区	100%	3.35
沈阳君悦酒店	沈阳万象城	沈阳	和平区	100%	5.70
大连君悦酒店		大连	沙河口区	55%	7.72
杭州柏悦酒店	杭州万象城	杭州	江干区	60%	4.60
小径湾艾美酒店		惠州	惠阳区	65%	6.67
淄博喜来登酒店	淄博万象汇	淄博	张店区	100%	4.27
深圳罗湖木棉花酒店	深圳万象城	深圳	罗湖区	100%	1.40
合肥君悦酒店	合肥万象城	合肥	蜀山区	100%	4.86
深圳湾安达仕酒店		深圳	南山区	100%	4.56
厦门安达仕酒店		厦门	思明区	100%	3.86
北京大兴机场木棉花酒店		廊坊	广阳区	79%	5.72
成都东安湖木棉花		成都	龙泉驿区	100%	3.60
南宁香格里拉酒店	南宁万象城	南宁	青秀区	55%	5.62
成都万象城木棉花酒店	成都万象城	成都	成华区	100%	1.83
日照木棉花酒店	山东日照万象汇	日照	东港区	100%	2.76
合计				85%	77.47

数据来源：公司年报及中报，公司业绩 PPT，广发证券发展研究中心

(四) 预计 2025 年投资物业收入达到 311 亿元

三类资产中，购物中心有比较明确的开业节奏，在预测的时候根据开店节奏去估计（本小节21年和22年数据来自公司年报及中报）。

购物中心21H1、22H1收入占全年的比例分别为47%、45%，23H1租金收入86.4亿元，按照47%计算预计全年租金收入将达到182亿元，同比+33%。购物中心单店贡献租金2.4亿元，介于21-22年之间，假设24-26年小幅提升至2.5亿元并维持稳定，仅依靠开店数量的增长，那么24-26年购物中心租金收入分别为228、253、285亿元。

写字楼21H1、22H1收入占全年的比例分别为49%、45%，23H1租金收入为10.0亿元，按照平均47%计算预计全年租金收入将达21.3亿元，同比+14%，2017-2023年租金复合增速为12%，假设24-26年年复合增速15%，则24-26年将贡献24.5、28.2、32.4亿元的租金。

酒店21H1、22H1收入占全年的比例分别为47%、41%，23H1租金收入10.8亿元，按照47%计算预计全年租金收入23.0亿元，2017-2023年租金复合增速为10%，假设24-26年年复合增速15%，则24-26年将贡献26.5、30.4、35.0亿元的租金。

综合三类物业，预计23-26年华润投资物业收入分别为227、278、311、352亿元，分别同比+33%、+23%、+12%、+13%。这种情况下，2025年在2020年基础上租金收入翻番（预计311亿元相对于128亿元，增长了143%）。

表20：华润置地投资物业收入预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
投资物业收入（万方，包括减租）	95	120	128	174	170	227	278	311	352
同比	27%	26%	6%	36%	-2%	33%	23%	12%	13%
购物中心租金收入（亿元）	68.5	91.5	100.9	139.4	137.6	182.4	227.5	252.5	285.0
同比	34%	34%	10%	38%	-1%	33%	25%	11%	13%
购物中心在营数量（座）	34	42	45	54	66	76	91	101	114
购物中心新开业（座）	8	8	3	9	12	10	15	10	13
购物中心单店租金（亿元/座）	2.0	2.2	2.2	2.6	2.1	2.4	2.5	2.5	2.5
写字楼租金收入（亿元）	12.4	13.9	16.0	19.2	18.7	21.3	24.5	28.2	32.4
同比	15%	12%	15%	20%	-3%	14%	15%	15%	15%
酒店租金收入（亿元）	14.3	14.9	10.9	15.7	13.9	23.0	26.5	30.4	35.0
同比	10%	4%	-27%	44%	-11%	65%	15%	15%	15%

数据来源：公司年报及中报，公司业绩 PPT，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

华润置地的业务构成主要由三大类构成：开发业务、投资物业、轻资产及生态圈业务，分别对三类业务的收入、毛利率进行预测，最终得到公司整体的核心净利润、归母净利润（差异主要为公允价值变动），本小节23年1-10月数据来自于公司经营公告。

第一，开发业务预测。（1）销售金额23年1-10月公司销售金额2619亿元，同比+14%，预计23年销售金额3300亿元，同比+10%，考虑到公司过去三年维持等量拓展，预计24-25年销售金额3600亿元、3900亿元，同比分别+9%、+8%。（2）结算金额方面，预计23-25年结算金额/前一年预收账款的比例维持80%（22年为83%），则对应23-25年结算接1982亿元、2247亿元、2468亿元。（3）结算毛利率方面，23H1公司地产结算毛利率17.0%，假设全年维持这一水平，24-25年随着高毛利项目进入结算期且结算比例持续提升，预计结算毛利率回升至18%、20%。

第二，投资物业业务预测。（1）基于第三部分预测，预计23-25年收入分别贡献227、278、311亿元，同比分别+33%、+23%、+12%。（2）投资物业毛利率，23H1的水平为71.3%，主要由于酒店经营业务的恢复，假设23-25年包含酒店业务的投资物业毛利率稳定在70%。

第三，轻资产及生态圈业务预测。（1）23H1收入同比+29%，假设23年收入增长25%，24-25年分别同比增长20%、20%（参考18-22年复合增速为21%）。（2）毛利率方面，23H1毛利率为23.5%，假设23-25年维持23%的毛利率不变。

以上三部分汇总得到23-25年整体毛利536、647、769亿元。

公司净利润有三个口径，一是公告披露的核心净利润，二是归母净利润，二者的差异主要是公允价值变动的收益，公告口径的核心净利润1还包括REITs上市及部分资产处置收益，通过计算可以得到核心净利润2，即归母净利润-公允价值变动（扣税）-REITs上市收益（扣税）。举例来说，21年公司归母净利润324亿元，公允价值变动（扣税）收益58亿元，扣除后的核心净利润2为266亿元，与公司披露口径1是一致的，22年公司归母净利润281亿元，扣除公允价值变动（52亿元）以及华润有巢REITs上市贡献的收益（税后2亿元）为227亿元，公司披露口径1为270亿元，相差43亿元，主要体现为资产处置收益。在23-25年盈利预测方面，我们暂不考虑资产处置，但需要考虑REITs上市贡献的节奏。

根据深交所公募REITs平台网站，华夏华润商业REITs于23年11月24日注册生效，按照以往REITs上市节奏，预计将于24年一季度上市，根据募集说明书，该REITs项目青岛万象城评估值81.47亿元，较账面价值59.97亿元增值21.5亿元，扣税后为公司带来16.1亿元收益，这部分将体现在24年报表端，假设25年同样有项目上市，贡献16亿元收益。

22年公司核心净利润2/毛利的比例为42%，23H1为60%，同比上升8pct，假设

23年全年的核心净利润2/毛利的比例为50%，24-25年分别为48%、46%，那么23-25年核心净利润2为268、311、354亿元，假设REITs上市的贡献，预计23-25年核心净利润1为268、327、370亿元，考虑公允价值变动的归母净利润为324、383、426亿元，同比分别+15%、+18%、+11%。

假设23-25年投资物业核心净利润率为40%（23H1为37%），叠加REITs上市的收益，那么投资物业对核心净利润1的贡献比例在23-25年分别为34%、39%、38%，接近4成的水平。

表21：华润置地盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计（亿元）	1212	1477	1796	2121	2071	2382	2733	3029
同比	19%	22%	22%	18%	-2%	15%	15%	11%
销售金额（亿元）	2107	2425	2850	3158	3013	3300	3600	3900
同比	39%	15%	18%	11%	-5%	10%	9%	8%
并表回笼率	85%	67%	56%	52%	70%	70%	70%	70%
预收账款（亿元）	1935	2288	2326	2127	2478	2809	3085	3351
①开发结算金额（亿元）	1051	1272	1571	1839	1762	1982	2247	2468
同比	17%	21%	24%	17%	-4%	13%	13%	10%
结算金额/T-1 年预收账款	88%	66%	69%	79%	83%	80%	80%	80%
②投资物业收入（亿元）	95	120	128	174	170	227	278	311
同比	25%	26%	6%	36%	-2%	33%	23%	12%
③轻资产及生态圈业务收入（亿元）	65	85	97	108	139	173	208	250
同比	36%	30%	14%	12%	28%	25%	20%	20%
毛利合计（亿元）	526	561	554	572	543	536	647	769
①开发结算毛利（亿元）	451	464	458	436	405	337	404	494
毛利率	43%	36%	29%	24%	23%	17%	18%	20%
②投资物业毛利（亿元）	63	80	85	119	112	159	195	218
毛利率	66%	66%	66%	68%	66%	70%	70%	70%
③轻资产及生态圈业务毛利（亿元）	12	16	11	17	26	40	48	57
毛利率	18%	19%	12%	16%	19%	23%	23%	23%
核心净利润1（亿元，公告口径）	193	216	241	266	270	268	327	370
同比	18%	12%	11%	10%	2%	-1%	22%	13%
核心净利润1/毛利	37%	39%	44%	46%	50%	50%	50%	48%
核心净利润率1	15.9%	14.7%	13.4%	12.5%	13.0%	11.2%	12.0%	12.2%
PE（核心净利润1）						6.5	5.4	4.7
归母净利润（亿元）	242	288	298	324	281	324	383	426
同比	23%	19%	4%	9%	-13%	15%	18%	11%
公允价值变动（亿元）	70	107	89	78	70	75	75	75
公允价值变动*75%（亿元）	53	80	67	58	52	56	56	56
REITs上市贡献收益（亿元，税后）					1.9	0.0	16.1	16.1

PE (归母净利润)						5.4	4.6	4.1
核心净利润 2 (亿元, 计算口径)	190	207	231	266	227	268	311	354
同比	20%	9%	12%	15%	-15%	18%	16%	14%
核心净利润 2/毛利	36%	37%	42%	46%	42%	50%	48%	46%
核心净利润率 2	15.6%	14.0%	12.9%	12.5%	10.9%	11.2%	11.4%	11.7%

数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心;

注: 核心净利润 1 为公告口径, 包括 REITs 上市贡献收益及资产处置收益, 核心净利润 2 为计算口径, 不包括 REITs 上市贡献收益及资产处置收益, 计算公式为归母净利润-公允价值变动 (扣税) -REITs 上市收益 (扣税)

估值方面, 根据上文预测24年投资物业贡献核心利润128亿元 (含REITs上市), 占比38%, 参考可比公司, 物业租赁类的优质资产 (中国国贸、太古地产) 24年平均PE为12x (扣除公允价值的影响), 估值的差异主要在于资产质量及均一性, 按照可比公司进行估值, 投资物业部分估值1530亿元。

开发及其他业务方面, 我们预测公司24年开发及其他业务贡献的核心利润为199亿元, 按照可比公司进行估值, 给予24年开发及其他业务6xPE, 估值1196亿元。

开发及投资业务合计估值2726亿元人民币, 对应公司合理价值42.00港元/股 (港币兑人民币汇率为0.91016, 2023/12/05), 首次覆盖给予“买入”评级。

表22: 可比公司估值情况

公司	代码	市值	归母净利润-公允价值变动 (亿元)			PE (扣除公允价值变动)		
		亿元	2023	2024	2025	2023E	2024E	2025E
中国国贸	600007.SH	203	12.7	13.6	13.9	16	15	15
太古地产	01972.HK	810	78.7	96.9	106.6	10	8	8
物业租赁企业平均						13	12	11
中国海外发展	00688.HK	1438	213.6	242.0	279.6	7	6	5
越秀地产	00123.HK	262	43.5	49.3	56.3	6	5	5
H股龙头开发企业平均						6	6	5

数据来源: Wind 一致预期, 广发证券发展研究中心; 市值为 23 年 11 月 29 日, 单位人民币, 23-25 年每年公允价值变动=23H1 公允价值变动*2

五、风险提示

第一, 本轮下行持续时间长, 若政策效果持续性不达预期, 购房者信心不足, 景气度或持续维持低位, 公司销售表现不及预期;

第二, 若房价持续下行, 公司部分储备存在减值压力;

第三, 房价下行, 促销手段影响公司结算利润率水平;

第四, 海外代购比例提升, 中国奢侈品消费者境内消费比例下降, 公司重奢商场景气度表现不及预期;

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	636,053	729,887	898,485	1,068,174	1,259,233	
货币资金	111,223	100,026	132,000	144,000	156,000	
应收及预付	105,964	115,412	122,012	129,212	137,012	
存货	403,026	495,961	605,974	744,463	917,722	
其他流动资产	15,839	18,488	38,499	50,499	48,499	
非流动资产	313,752	351,445	365,467	379,721	393,892	
长期股权投资	62,000	75,717	80,739	85,858	91,002	
固定资产	15,427	16,012	16,172	16,334	16,497	
无形资产	88	3,242	3,242	3,242	3,242	
其他长期资产	236,237	256,474	265,315	274,288	283,152	
资产总计	949,804	1,081,332	1,263,952	1,447,895	1,653,126	
流动负债	476,440	531,013	659,485	785,820	927,082	
短期借款	54,544	61,243	66,968	65,927	70,899	
应付及预收	178,622	194,364	202,289	211,716	221,996	
其他流动负债	243,274	275,406	390,228	508,178	634,188	
非流动负债	181,288	208,612	225,512	239,094	254,092	
长期借款	147,126	170,071	186,371	199,260	213,316	
其他非流动负债	34,162	38,541	39,141	39,833	40,776	
负债合计	657,728	739,625	884,997	1,024,913	1,181,175	
股本	674	674	674	674	674	
其他股权工具	-	-	-	-	-	
资本公积及留存收益	225,855	243,373	275,779	314,082	356,685	
归属母公司股东权益	226,529	244,047	276,453	314,756	357,359	
少数股东权益	65,547	97,660	102,502	108,226	114,592	
负债和股东权益	949,804	1,081,332	1,263,952	1,447,895	1,653,126	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	212,108	207,061	238,232	273,349	302,894	
营业成本	154,909	152,771	190,648	215,487	233,863	
销售费用	6,094	5,895	6,744	7,512	6,236	
管理费用	5,872	5,386	5,857	6,514	7,094	
财务费用	1,397	1,700	1,648	1,083	1,295	
其他经营收益	7,795	6,978	8,326	8,560	8,799	
投资净收益	4,297	4,101	6,277	6,459	6,869	
营业利润	55,971	52,396	47,938	57,772	70,073	
利润总额	60,366	55,509	47,938	57,772	70,073	
所得税	22,970	23,140	10,690	13,745	21,104	
净利润	37,395	32,370	37,248	44,027	48,969	
少数股东损益	4,994	4,278	4,842	5,723	6,366	
归属母公司净利润	32,401	28,092	32,406	38,303	42,603	
EBITDA	36,036	33,688	34,767	42,855	52,739	
EPS（元）	4.54	3.94	4.54	5.37	5.97	

现金流量表			单位：百万元		
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7,028	1,230	39,665	14,430	7,855
净利润	46,773	43,074	32,406	38,303	42,603
折旧摊销	1,306	1,333	1,779	1,797	1,815
营运资金变动	-41,050	-43,178	5,480	-25,670	-36,563
其它	-27,803	-39,337	-18,759	-2,694	-2,648
投资活动现金流	-29,314	-23,632	0	0	0
资本支出	1,039	-18,131	-18,759	-2,694	-2,648
投资变动	472	2,426	0	0	0
其他	40,198	26,136	11,068	265	6,793
筹资活动现金流	12,722	6,672	22,025	11,848	19,028
银行借款	3,500	25,800	0	0	0
股权融资	11,132	15,463	0	0	0
其他	12,845	-21,800	-10,956	-11,583	-12,235
现金净增加额	19,424	-11,972	31,974	12,000	12,000
期初现金余额	89,451	111,223	100,026	132,000	144,000
期末现金余额	111,223	100,026	132,000	144,000	156,000

主要财务比率						
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长能力						
营业收入增长	18.11%	-2.38%	15.05%	14.74%	10.81%	
营业利润增长	0.60%	-6.39%	-8.51%	20.51%	21.29%	
归母净利润增长	8.69%	-13.30%	15.36%	18.20%	11.23%	
获利能力						
毛利率	26.97%	26.22%	19.97%	21.17%	22.79%	
净利率	15.28%	13.57%	13.60%	14.01%	14.07%	
ROE	14.30%	11.51%	11.72%	12.17%	11.92%	
ROIC	2.44%	1.85%	1.83%	2.05%	2.27%	
偿债能力						
资产负债率	69.2%	68.4%	70.0%	70.8%	71.5%	
净负债比率	31.0%	38.4%	32.0%	28.7%	27.2%	
流动比率	133.5%	137.5%	136.2%	135.9%	135.8%	
速动比率	48.9%	44.1%	44.4%	41.2%	36.8%	
营运能力						
总资产周转率	23.3%	20.4%	20.3%	20.2%	19.5%	
应收账款周转率	196.1%	187.1%	200.7%	217.6%	227.5%	
存货周转率	39.7%	34.0%	34.6%	31.9%	28.1%	
每股指标 (元)						
每股收益	4.54	3.94	4.54	5.37	5.97	
每股经营现金流	0.99	0.17	5.56	2.02	1.10	
每股净资产	31.8	34.2	38.8	44.1	50.1	
估值比率						
P/E	5.4	6.2	5.4	4.6	4.1	
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	
EV/EBITDA	4.9	5.2	5.0	4.1	3.3	

广发房地产行业研究小组

郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

乐 加 栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，15 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6 年房地产研究经验，2018 年进入广发证券发展研究中心。

张 春 娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 慧：高级研究员，伦敦政治经济学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

辛 恬：高级研究员，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：高级研究员，复旦大学国际商务硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。