

开发保持平稳，投资物业增长强劲

华泰研究

2024 年 1 月 22 日 | 中国香港

动态点评

房地产开发

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

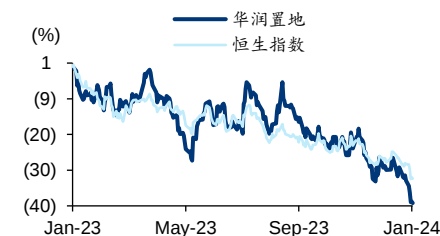
32.88

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	+(86) 21 2897 2228
研究员	刘璐
SAC No. S0570519070001	liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825	+(86) 21 2897 2218
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+(86) 21 2897 2087
联系人	陈颖
SAC No. S0570122050022	chenying019881@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(港币)	32.88
收盘价(港币 截至 1 月 19 日)	23.05
市值(港币百万)	164,368
6 个月平均日成交额(港币百万)	295.10
52 周价格范围(港币)	22.45-40.50
BVPS(人民币)	33.86

股价走势图



资料来源: S&P

开发销售保持平稳，租金收入增长强劲；维持“买入”

1 月 17 日，国家统计局发布房地产相关数据：23 年商品房销售金额累计同比-6.5%；12 月 70 城新房价格指数同比-0.9%，降幅较 11 月扩大 0.2pct。2023 年，公司实现合同销售金额 3070 亿，同比+2%；实现租金收入 256 亿，同比+39%，业务整体稳中有进。但考虑 23 年新房市场价格有所下行，我们下调了毛利率假设，调整公司 23-25E EPS 至 3.86/4.26/4.51 元(前值: 4.21/4.67/4.90 元)。可比公司 24E PE 均值 5.9 倍(Wind 一致预期)，考虑公司强大的不动产经营能力和融资优势，我们认为公司合理 24E PE 为 7.0 倍，调整目标价至 32.88 港币(前值: 46.62 港币)，维持“买入”评级。

开发业务：合同销售保持平稳，拿地强度有所下降

2023 年，公司实现全口径销售金额 3070 亿，同比+2%，维持平稳，表现领先于百强房企平均增速-17.8%；销售均价同比+11%至 23486 元/平米，权益比例较 22 年提升 2pct 至 71%，销售排名维持行业第四。分区域来看，华东大区贡献最大，占比达 29%，华南大区扩张最为迅速，同比+46%。拿地方面，根据中指院的统计，公司 23 年新增权益土储 465 万平米，对应权益土地款 808 亿，同比-41%/-27%，分别位列行业第 4/3 位，拿地强度 37%，同比-16pct，拿地较 2022 年相对谨慎。

经营性不动产：持续落实战略布局，首单基础设施公募 REIT 已获批复

2023 年，公司实现投资物业租金收入 256 亿，同比+39%，增长强劲。23 年下半年，公司新开业 9 座购物中心，包括长春万象城、杭州城北万象城、昆明万象城、沈阳三台子万象汇等，其中，长春万象城为公司在东北布局的第二座万象城，沈阳三台子万象汇为公司在沈阳布局的第五座购物中心，体现了公司在核心城市持续落实“一城多汇”及“多城多汇”的布局。去年 11 月，公司以青岛万象城作为底层资产发行的首单基础设施公募 REIT 已获证监会准予注册的批复，募资近 70 亿元。考虑公司 23H1 末资产管理规模为 3791 亿，我们认为，公司旗下的商业不动产价值未来有望迎来释放。

融资渠道保持畅通，成本保持低位

2023 年，公司融资渠道保持畅通。年内，公司在境内新发行了 215 亿债券，其中超短期融资债券 95 亿，公司债 80 亿，中期票据 40 亿。公司债的发行期限为 3-10 年，发行利率 2.85-3.55%，中期票据的发行期限为 3-5 年，发行利率 2.85-3.39%，融资成本与 2022 年同期接近，保持历史的相对低位。

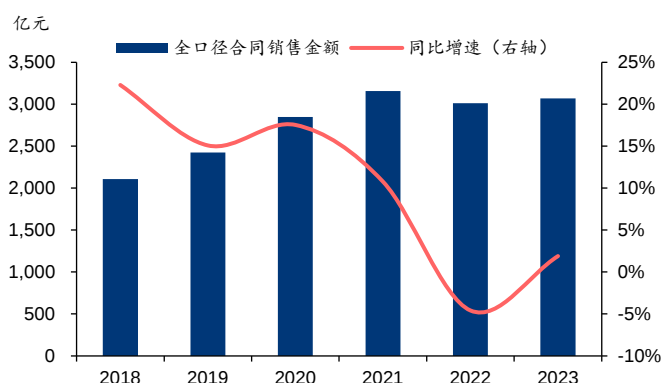
风险提示：1)经营性不动产业务收入增速不及预期；2)开发业务结转情况不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	212,108	207,061	230,965	255,110	266,339
+/-%	18.11	(2.38)	11.54	10.45	4.40
归属母公司净利润(人民币百万)	32,401	28,092	27,551	30,375	32,133
+/-%	8.69	(13.30)	(1.93)	10.25	5.79
EPS(人民币, 最新摊薄)	4.54	3.94	3.86	4.26	4.51
ROE(%)	15.07	11.94	10.90	11.17	10.97
PE(倍)	4.62	5.32	5.43	4.92	4.66
PB(倍)	0.66	0.61	0.57	0.53	0.49
EV EBITDA(倍)	9.43	12.06	12.31	10.78	9.99

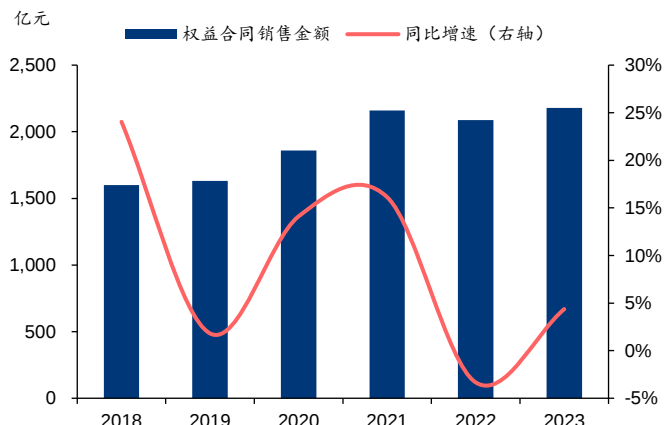
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：全口径合同销售金额



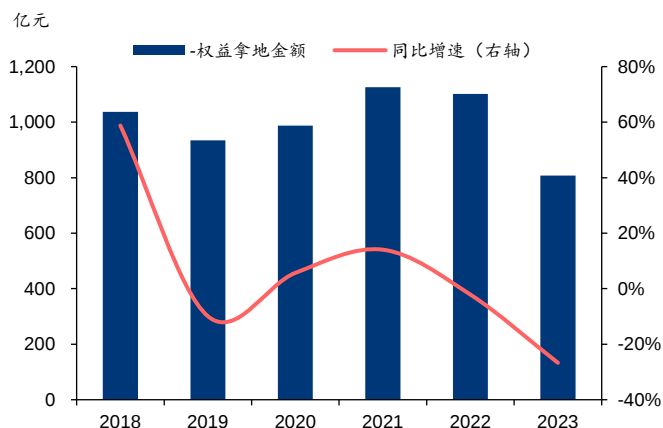
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：权益合同销售金额



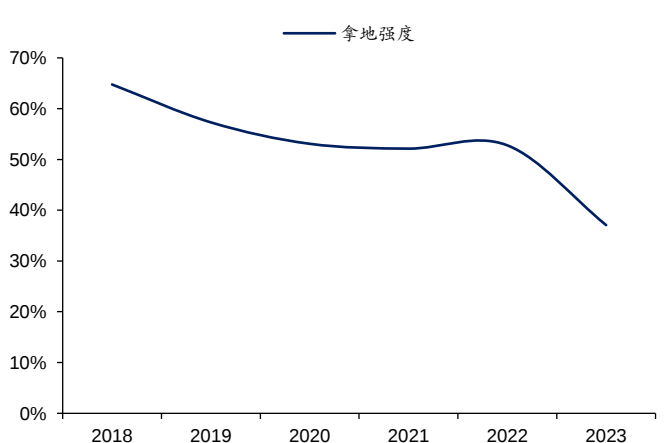
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：权益拿地金额



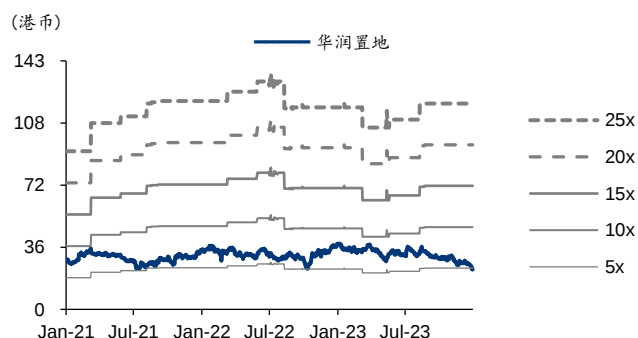
资料来源：公司公告，中指院，华泰研究

图表4：拿地强度



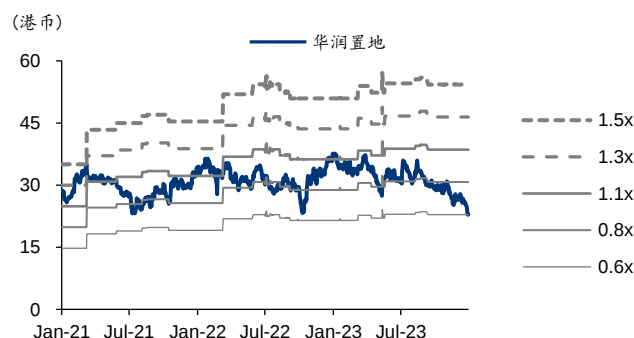
资料来源：公司公告，中指院，华泰研究

图表5：华润置地 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6：华润置地 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究



图表7：估值表

公司代码	公司简称	股价 (交易货币)	市值 (交易货币, 亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
0960 HK	龙湖集团	8.85	583	4.08	3.49	3.63	3.88	2.0	2.3	2.2	2.1
0688 HK	中国海外发展	11.40	1,248	2.13	2.39	2.64	2.99	4.9	4.3	3.9	3.5
600007 CH	中国国贸	17.04	172	1.11	1.26	1.36	1.37	14.0	12.3	11.4	11.3
	平均							6.9	6.3	5.9	5.6

注：盈利预测来自 Wind 一致预期，统计时间为 2024 年 1 月 21 日。

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

风险提示

1)经营性不动产业务收入增速不及预期；2)开发业务结转情况不及预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	212,108	207,061	230,965	255,110	266,339
销售成本	(154,909)	(152,771)	(176,608)	(194,006)	(200,982)
毛利润	57,200	54,291	54,357	61,104	65,357
销售及分销成本	(6,094)	(5,895)	(6,575)	(7,263)	(7,582)
管理费用	(5,872)	(5,386)	(6,007)	(6,635)	(6,927)
其他收入/支出	9,932	7,862	7,862	7,862	7,862
财务成本净额	902.77	535.57	252.50	(63.22)	(382.29)
应占联营公司利润及亏损	4,297	4,101	4,551	5,016	5,167
税前利润	60,366	55,509	54,440	60,021	63,495
税费开支	(22,970)	(23,140)	(22,694)	(25,020)	(26,468)
少数股东损益	4,994	4,278	4,196	4,626	4,893
归母净利润	32,401	28,092	27,551	30,375	32,133
折旧和摊销	(759.03)	(776.96)	(826.90)	(876.85)	(926.79)
EBITDA	60,222	55,751	55,015	60,961	64,804
EPS (人民币, 基本)	4.54	3.94	3.86	4.26	4.51

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	403,026	495,961	534,252	543,559	517,180
应收账款和票据	59,991	58,984	59,282	64,261	64,720
现金及现金等价物	108,748	97,468	156,252	257,794	316,012
其他流动资产	43,508	60,872	48,365	38,310	52,390
总流动资产	615,273	713,285	798,151	903,925	950,301
固定资产	15,427	16,012	16,546	17,031	17,466
无形资产	76.36	1,426	2,775	4,124	5,473
其他长期资产	319,028	350,610	362,230	362,677	373,077
总长期资产	334,532	368,047	381,551	383,831	396,016
总资产	949,804	1,081,332	1,179,701	1,287,757	1,346,317
应付账款	196,316	217,249	234,082	240,154	228,804
短期借款	55,588	62,242	68,130	74,829	81,528
其他负债	212,723	247,765	276,368	305,259	318,696
总流动负债	464,627	527,256	578,580	620,243	629,027
长期债务	130,189	161,977	193,766	225,554	257,343
其他长期债务	62,912	50,392	43,891	53,291	45,054
总长期负债	193,101	212,369	237,657	278,845	302,396
股本	673.83	673.83	673.83	673.83	673.83
储备/其他项目	225,855	243,373	260,935	281,513	302,846
股东权益	226,529	244,047	261,609	282,187	303,519
少数股东权益	65,547	97,660	101,855	106,481	111,374
总权益	292,076	341,707	363,464	388,668	414,894

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	4.62	5.32	5.43	4.92	4.66
PB	0.66	0.61	0.57	0.53	0.49
EV EBITDA	9.43	12.06	12.31	10.78	9.99
股息率 (%)	6.57	6.68	6.55	7.22	7.64
自由现金流收益率 (%)	20.44	(38.40)	14.23	23.98	24.46

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	60,222	55,751	55,015	60,961	64,804
融资成本	(902.77)	(535.57)	(252.50)	63.22	382.29
营运资本变动	(4,527)	(88,032)	(8,889)	2,203	658.92
税费	(22,970)	(23,140)	(22,694)	(25,020)	(26,468)
其他	(19,870)	31,149	23,945	23,449	7,718
经营活动现金流	11,952	(24,807)	47,124	61,656	47,094
CAPEX	(2,493)	(2,245)	(2,245)	(2,245)	(2,245)
其他投资活动	(4,795)	(40,467)	(14,035)	13,504	(13,937)
投资活动现金流	(7,288)	(42,712)	(16,280)	11,259	(16,182)
债务增加量	15,348	38,442	37,677	38,488	38,488
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(8,779)	(9,827)	(9,989)	(9,797)	(10,801)
其他融资活动现金流	902.77	535.57	252.50	(63.22)	(382.29)
融资活动现金流	7,471	29,150	27,940	28,628	27,304
现金变动	12,135	(38,369)	58,784	101,543	58,217
年初现金	89,451	108,748	97,468	156,252	257,794
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	108,748	97,468	156,252	257,794	316,012

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	18.11	(2.38)	11.54	10.45	4.40
毛利润	3.22	(5.09)	0.12	12.41	6.96
营业利润	(1.99)	(7.78)	(2.43)	10.94	6.61
净利润	8.69	(13.30)	(1.93)	10.25	5.79
EPS	8.69	(13.30)	(1.93)	10.25	5.79
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	26.97	26.22	23.53	23.95	24.54
EBITDA	28.39	26.92	23.82	23.90	24.33
净利润率	15.28	13.57	11.93	11.91	12.06
ROE	15.07	11.94	10.90	11.17	10.97
ROA	3.56	2.77	2.44	2.46	2.44
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	34.00	51.94	40.38	15.09	7.53
流动比率	1.32	1.35	1.38	1.46	1.51
速动比率	0.46	0.41	0.46	0.58	0.69
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.23	0.20	0.20	0.21	0.20
应收账款周转天数	102.35	103.43	92.17	87.17	87.17
应付账款周转天数	432.08	487.28	460.00	440.00	420.00
存货周转天数	906.48	1,059	1,050	1,000	950.00
现金转换周期	576.74	675.37	682.17	647.17	617.17
每股指标 (人民币)					
EPS	4.54	3.94	3.86	4.26	4.51
每股净资产	31.77	34.22	36.69	39.57	42.56

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司