

## 公司研究

## 开发业务稳中有进，华夏华润商业资产 REIT 启动发售

## ——华润置地（1109.HK）动态跟踪

## 要点

**事件：**华润置地发布运营数据；华夏华润商业资产封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“华夏华润商业资产 REIT”）发布基金份额询价公告。

**点评：**销售总量企稳，高能级货值充裕，经营性不动产收入保持较高增速，经营稳健，华夏华润商业资产 REIT 启动发售，公司商业逻辑有望实现升级。

**销售总量企稳，区域发展均衡：**23年12月，公司实现销售额210亿元，同比减少57.6%，主要因市场下行、公司推货节奏和同比高基数等原因。23年全年，公司实现销售额3070亿元，同比增长1.9%，其中销售额前三名的大区分别为华东大区（876亿元）、华北大区（521亿元）、华西大区（420亿元），销售额同比增速前三名的大区（不考虑香港公司）分别为华南大区（+31.6%）、华西大区（+24.5%）、深圳大区（+23.3%），华南及华西地区销售发力明显，区域布局更加均衡；公司销售均价为2.35万元/平米，同比增长11.1%，进一步实现高能级城市销售布局。

**保持积极拿地，高能级货值充裕：**据克而瑞数据，2023年，公司新增土地货值2697亿元，同比增长12.7%，具体来看，2023年新增土地楼面均价15496元/m<sup>2</sup>，同比增长12%，新增土地单方货值约37919元/m<sup>2</sup>，同比增长22.1%，从数量上看，公司拿地积极，全年新增货值充裕；从质量上看，公司新增土储主要聚焦在高能级城市，故单方货值逐步提升，土储调仓充分，奠定较好的销售基础。

**经营性不动产业务保持高增长，华夏华润商业资产 REIT 启动发售：**2023年，公司投资物业租金收入256.3亿元，同比增长39.4%，经营性不动产业务增长较快。2023年11月，华夏华润商业资产 REIT 在深交所的注册生效，底层资产为青岛万象城，估值81.47亿元，拟募资69.23亿元。2024年1月24日，华夏华润商业资产 REIT 进入网下询价，询价区间为6.784元/份-7.269元/份，以募集说明书披露的2024年预测可供分配现金流计算，询价对应的2024年P/FFO估值在19.89~21.31倍之间。如华润商业资产 REIT 顺利上市，将标志着公司打通商业地产“募投建管退”的发展模式，丰富了股权融资途径，加速投资现金回流，另一方面将实现商业逻辑升级，有助于强化公司自身的估值逻辑。

**盈利预测、估值与评级：**考虑23年下半年以来国内销售市场下行压力增大，或将降低公司未来销售额增速以及毛利率修复水平，我们下调公司23-25年预测核心EPS为3.97元（下调6.1%）、4.12元（下调12.5%）、4.34元（下调20.2%），现价对应23-25年PE核心估值分别为5.1/4.9/4.6倍，公司作为央企地产，销售稳健，核心土储充裕，经营性业务发展向好，综合实力强，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售推盘不及预期，开工与结转进度不及预期，行业下行超预期等。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	212,108	207,061	235,200	248,803	261,615
营业收入增长率	18.1%	-2.4%	13.6%	5.8%	5.1%
归母净利润(百万元)	32,401	28,092	29,412	30,547	33,149
归母净利润增长率	8.7%	-13.3%	4.7%	3.9%	8.5%
基本EPS(元,人民币)	4.54	3.94	4.12	4.28	4.65
核心EPS(元,人民币)	3.73	3.79	3.97	4.12	4.34
P/E(基本)	4.4	5.1	4.9	4.7	4.3
P/E(核心)	5.4	5.3	5.1	4.9	4.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-01-23。注：汇率按1港元兑换0.9084元人民币计算。

## 买入（维持）

当前价：22.15 港元

## 作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

联系人：庄晓波

021-52523416

zhuangxiaobo@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股):	71.31
总市值(亿港元):	1579.50
一年最低/最高(港元):	20.50/37.91
近3月换手率:	9.57%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.85	-14.09	-13.93
绝对	-16.89	-24.01	-44.28

资料来源：Wind

## 相关研报

20230904 开发投资表现强势，资管业务加速发展——华润置地（1109.HK）2023年中期业绩点评

20230424 核心盈利保持稳定，拿地销售协同发力——华润置地（1109.HK）2022年业绩公告点评

20221230 超百亿收购优质土储，长期市占率有望提升——华润置地（1109.HK）动态跟踪

财务报表与盈利预测

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	212,108	207,061	235,200	248,803	261,615
营业成本	-154,909	-152,771	-178,294	-189,307	-194,769
毛利	57,200	54,291	56,907	59,497	66,846
其他收入和收益	4,394	3,113	5,367	4,014	4,215
销售费用	6,094	5,895	6,586	6,718	6,802
管理费用	5,872	5,386	6,000	6,222	6,412
折旧及摊销	1,306	1,333	1,346	1,474	1,615
财务费用	1,397	1,700	1,886	2,006	2,137
应占合联营公司损益	4,297	4,101	3,381	3,566	3,751
税前利润EBT	60,366	55,509	55,719	56,741	63,831
所得税	-22,970	-23,140	-21,912	-21,710	-25,903
净利润(含少数股东损益)	37,395	32,370	33,807	35,031	37,927
净利润(不含少数股东损益)	32,401	28,092	29,412	30,547	33,149
总股本(百万股)	7,131	7,131	7,131	7,131	7,131
基本EPS(元, 人民币), 按最新股本计算	4.54	3.94	4.12	4.28	4.65
核心EPS(元, 人民币), 按最新股本计算	3.73	3.79	3.97	4.12	4.34
资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及银行结存	106,773	95,545	112,896	119,426	125,575
受限制银行存款	1,975	1,923	2,019	2,120	2,226
应收、预付账款及票据合计	100,713	116,743	118,451	120,328	122,379
存货、发展中及持有待出售物业	403,026	495,961	549,926	599,631	651,754
其他流动资产	2,785	3,113	3,424	3,767	4,143
流动资产合计	615,273	713,285	786,717	845,271	906,077
固定资产(物业厂房设备)	15,427	16,012	17,178	18,469	19,902
无形资产	88	3,242	3,382	3,367	3,344
使用权资产	6,239	5,774	6,191	6,042	5,784
投资性物业	217,530	237,885	256,466	275,825	295,681
合联营公司投资	62,000	75,717	84,534	93,846	104,201
其他非流动资产	29,095	25,307	27,838	31,179	34,297
非流动资产合计	334,532	368,047	399,629	432,701	467,119
资产总计	949,804	1,081,332	1,186,346	1,277,971	1,373,196
短期借款及其他短期借款	54,544	61,243	64,305	67,520	70,896
贸易及其他应付款项	131,693	140,858	154,944	170,439	187,482
合约负债	212,719	247,765	274,464	288,786	299,370
应付关联方款项	35,116	49,749	59,699	65,669	72,235
应付税费	29,507	26,642	27,974	29,373	30,841
流动负债合计	464,627	527,256	582,469	622,840	661,831
长期借款	125,431	155,860	171,446	188,591	207,450
租赁负债及金融负债	4,758	6,508	6,636	6,452	6,155
递延税项负债	29,153	31,820	34,366	37,115	40,084
其他应付款项	33,508	17,968	19,405	20,375	21,394
非流动负债合计	193,101	212,369	232,088	252,791	275,367
负债总计	657,728	739,625	814,557	875,631	937,197
股本金	674	674	674	674	674
储备	225,855	243,373	262,322	281,994	303,686
少数股东权益	65,547	97,660	108,793	119,673	131,640
股东权益合计	292,076	341,707	371,789	402,340	435,999
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7,028	1,230	9,126	21,251	19,152
投资活动现金流	(27,803)	(39,337)	(19,385)	(15,097)	(16,497)
融资活动现金流	40,198	26,136	27,611	376	3,495
净现金流	19,424	(11,972)	17,352	6,529	6,149

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新总股本计算

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP