

【广发地产&海外】华润置地 (01109.HK)

23 年销售同比正增长，投资端增量拓展

核心观点:

- **23 年销售同比正增长，销售结构中新货占比高。**根据公司经营公告，公司 23 年销售金额 3070 亿元，同比+1.7%，权益销售金额 2155 亿元，同比+3.2%，权益 70.2%。公司 23 年销售均价 2.35 万/平，同比+11%，较 21 年销售均价上升 31%，提升幅度在头部企业中较为明显，反映出公司销售结构中，近两年新获取的高质量资源占比较高。
- **投资端积极进取，23 年增量拓展。**根据公司拿地公告，23 年公司共获取 68 个项目，全口径拿地金额 1783 亿元，拿地面积 1294 万方，权益比例 71%，拿地力度(拿地金额/销售金额)58%，较 22 年提升 10pct，21-23 年累计权益补货力度(权益拿地货值/权益销售金额)为 106%，排名 14 家重点企业第一位，其中 23 年 115%，也是唯一一家在当前市场环境下做到了增量拓展的龙头上市企业。公司在重点 10 城的拿地金额占比 73%，与 22 年基本持平，10 城中 8 个城市销售进入当地排名前十。23 年公司新获取 8 个自持商业项目，自持面积超 200 万方。
- **23 年商业运营表现优异。**根据公司经营公告，23 年 12 月，公司投资物业实现租金收入 25.4 亿元，单月租金规模创历史新高，同比+39.8%，1-12 月公司投资物业累计租金收入 256.3 亿元，同比+39.4%。
- **盈利预测与投资建议。**盈利预测方面，我们维持前期预测不变，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%。我们维持前期合理价值 42.00 港元/股不变，维持“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)	4.7	5.4	4.7	4.0	3.6
ROE(%)	14%	12%	12%	12%	12%
EV/EBITDA(x)	4.22	4.52	4.38	3.55	2.89

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

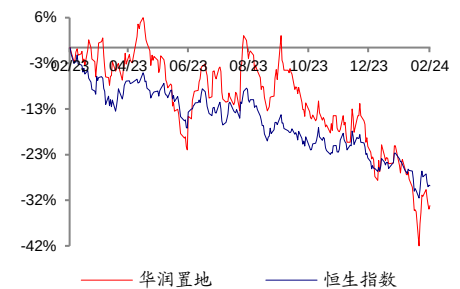
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	23.50 港元
合理价值	42.00 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-02-04

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

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。

相关研究:

【广发地产&海外】华润置地 2023-12-06
 (01109.HK):韧性生长，万象更新

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、23 年销售同比正增长，销售均价持续提升.....	4
二、投资端积极进取，23 年获取 8 个商业类项目	6
（一）23 年全口径拿地金额行业第一，权益补货力度行业第一.....	6
（二）23 年核心 10 城销售贡献超 6 成，投资占比超 7 成	8
（三）静态拿地毛利率维持高位	12
三、商业运营：23 年租金 256 亿元，同比增长 39%.....	12
四、盈利预测和投资建议.....	13
五、风险提示	14

图表索引

图 1: 华润置地单月销售金额及同比	5
图 2: 权益补货力度测算方法	7
图 3: 权益补货力度测算 (按照 23 年权益补货力度排序)	8
图 4: 华润置地拿地金额分布 (分线)	8
图 5: 华润置地拿地金额分布 (分区域)	8
图 6: 华润置地拿地毛利率水平	12
图 7: 华润置地投资物业租金及社零总额同比 (单月)	13
图 8: 华润置地投资物业租金及社零同比 (累计)	13
图 9: 华润置地投资物业单月租金水平 (减免前)	13
表 1: 房企年度销售金额及销售均价	4
表 2: 房企全口径销售金额排名	5
表 3: 房企全口径拿地金额及拿地力度	6
表 4: 华润置地拿地城市分布 (单位: 亿元)	9
表 5: 重点 10 城 2023 年克而瑞销售金额房企上榜情况 (单位: 亿元)	10
表 6: 重点 10 城 2023 年克而瑞销售金额房企上榜情况 (单位: 名次)	10
表 7: 华润置地 23 年商业类项目获取情况	11

一、23 年销售同比正增长，销售均价持续提升

根据公司经营公告，华润置地23年全年销售金额3070亿元，同比+1.7%，根据克而瑞排行榜，华润置地全口径销售金额排名维持行业第四，与第三名中海相差不到30亿元，供给侧改革后的格局重构，体现出优质央企的资源优势与经营优势。权益方面，公司23年权益销售金额2155亿元，权益70.2%，权益比例相对稳定。

从销售均价来看，根据公司经营公告，华润置地23年销售均价2.35万/平，同比+11%，较21年销售均价上升31%，提升幅度在头部企业中较为明显，背后反映出公司销售结构中，近两年新获取的高质量资源占比较高。

表1: 房企年度销售金额及销售均价

	全口径销售金额 (亿元)				销售金额增速				销售均价 (元/平)			23 较 21 均 价涨幅
	2016	2021	2022	2023	09-16 CAGR	16-21 CAGR	2022	2023	2021	2022	2023	
保利发展	2101	5349	4573	4222	25%	21%	-15%	-8%	16049	16642	17696	10%
万科 A	3648	6278	4170	3761	28%	11%	-34%	-10%	16486	15855	15252	-7%
中海集团	1886	3695	2948	3098	24%	14%	-20%	5%	19545	21251	23195	19%
华润置地	1080	3158	3013	3070	23%	24%	-5%	2%	17992	21139	23485	31%
招商蛇口	739	3268	2926	2936	26%	35%	-10%	0%	22318	24513	24001	8%
建发股份	477	2176	2097	2388		37%	-7%	14%	20187	21272	22793	13%
碧桂园	3088	7636	4642	2134	45%	20%	-36%	-54%	8401	8031	8036	-4%
绿城中国	958	2666	2128	1943	9%	23%	-20%	-9%	28422	26835	28324	0%
龙湖集团	881	2901	2016	1735	25%	27%	-31%	-14%	16975	15452	16396	-3%
金地集团	1006	2867	2218	1536	25%	23%	-23%	-31%	20819	21749	17505	-16%
滨江集团	367	1691	1539	1535	27%	36%	-9%	0%	47615	50025	46004	-3%
越秀地产	303	1152	1250	1420	27%	31%	9%	14%	27569	30209	31910	16%
中国金茂	375	2356	1550	1412		44%	-34%	-9%	17842	19884	17046	-4%
华发股份	357	1219	1202	1260	33%	28%	-1%	5%	26000	29993	31542	21%
中国铁建	477	1429	1281	1216		25%	-10%	-5%	14348	15363	16194	13%
绿地控股	2550	2902	1323	1124	29%	3%	-52%	-15%	12514	10805	10603	-15%
融创中国	1506	5974	1693	848	57%	32%	-72%	-50%	14423	13181	13952	-3%
新城控股	651	2338	1160	760	37%	29%	-50%	-35%	9928	9740	7836	-21%
旭辉控股集团	530	2473	1240	700		36%	-50%	-44%	17066	14777	13606	-20%
远洋集团	504	1363	1004	506	20%	22%	-26%	-50%	17757	16297	12209	-31%

数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

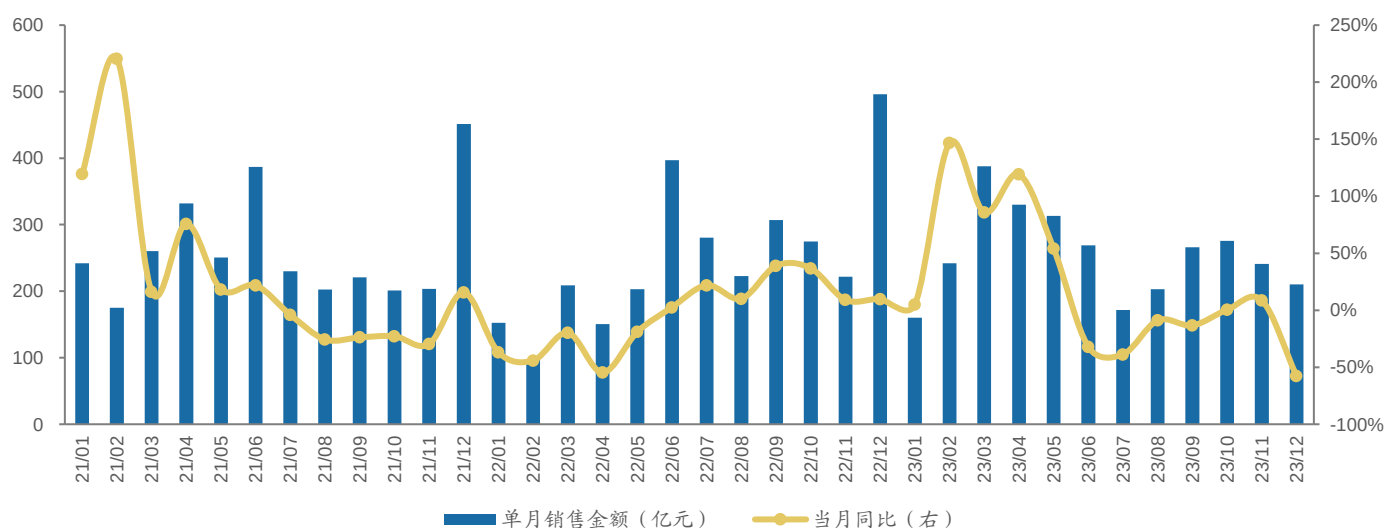
表2: 房企全口径销售金额排名

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	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	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	保利地产	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	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	保利发展	中国恒大	中海地产	招商蛇口
6	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	建发股份
7	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	碧桂园
8	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	绿城中国
9	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	龙湖集团
10	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	金地集团
11	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	滨江集团
12	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	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	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	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	中国铁建
16	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	绿地控股
17	华夏幸福	雅居乐	雅居乐	首开股份	泰禾集团	绿城中国	金科集团	中南建设	建发股份	旭辉集团	融创中国
18	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	远洋集团	九龙仓	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	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: 克而瑞, 广发证券发展研究中心

单月来看, 23年12月华润置地销售金额210亿元, 同比-57.7%, 行业景气度偏弱的环境下, 公司并没有选择年末冲量, 保持平稳的销售节奏。

图1: 华润置地单月销售金额及同比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

二、投资端积极进取，23 年获取 8 个商业类项目

(一) 23 年全口径拿地金额排名第一，权益补货力度排名第一

根据公司拿地公告，23 年公司共获取 68 个项目，全口径拿地金额 1783 亿元，拿地面积 1294 万方，权益比例 71%，权益拿地价款 1263 亿元，权益拿地面积 920 万方。从拿地力度（拿地金额/销售金额）来看，23 年公司拿地力度为 58%，较 22 年提升 10pct，为样本房企中最高水平。

表3：房企全口径拿地金额及拿地力度

	拿地金额（亿元）					拿地力度（拿地金额/销售金额）				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
华润置地	1424	1380	1490	1442	1783	59%	48%	47%	48%	58%
保利发展	1555	2353	1857	1613	1632	34%	47%	35%	35%	39%
中海集团	1764	1820	1774	1219	1440	55%	50%	48%	41%	46%
建发股份	630	1054	1576	1030	1305	63%	76%	72%	49%	55%
招商蛇口	976	1517	2158	1279	1134	44%	55%	66%	44%	39%
万科 A	2199	2204	1852	886	830	35%	31%	29%	21%	22%
绿城中国	913	1494	1592	596	760	67%	70%	60%	28%	39%
越秀地产	489	511	932	838	597	68%	53%	81%	67%	42%
滨江集团	504	782	710	721	577	45%	57%	42%	47%	38%
华发股份	265	813	267	493	575	29%	67%	22%	41%	46%
龙湖集团	1071	1460	1527	469	351	44%	54%	53%	23%	20%
保利置业	162	147	276	260	227	37%	28%	49%	52%	42%
中国金茂	1046	1030	1163	277	221	65%	45%	49%	18%	16%
城建发展	80	92	138	151	151	40%	43%	54%	50%	31%
金地集团	1200	1350	1309	368	125	57%	56%	46%	17%	8%
首开股份	318	603	572	140	105	31%	56%	50%	16%	17%
碧桂园	2256	2377	1628	67	78	29%	30%	21%	1%	4%
新城控股	607	1255	767	28	25	22%	50%	33%	2%	3%
绿地控股	1053	929	413	0	0	27%	26%	14%	0%	0%
融创中国	5165	3261	1014	0	0	93%	57%	17%	0%	0%
旭辉控股集团	825	915	878	65	0	41%	40%	36%	5%	0%
美的置业	388	332	325	0	0	38%	26%	24%	0%	0%

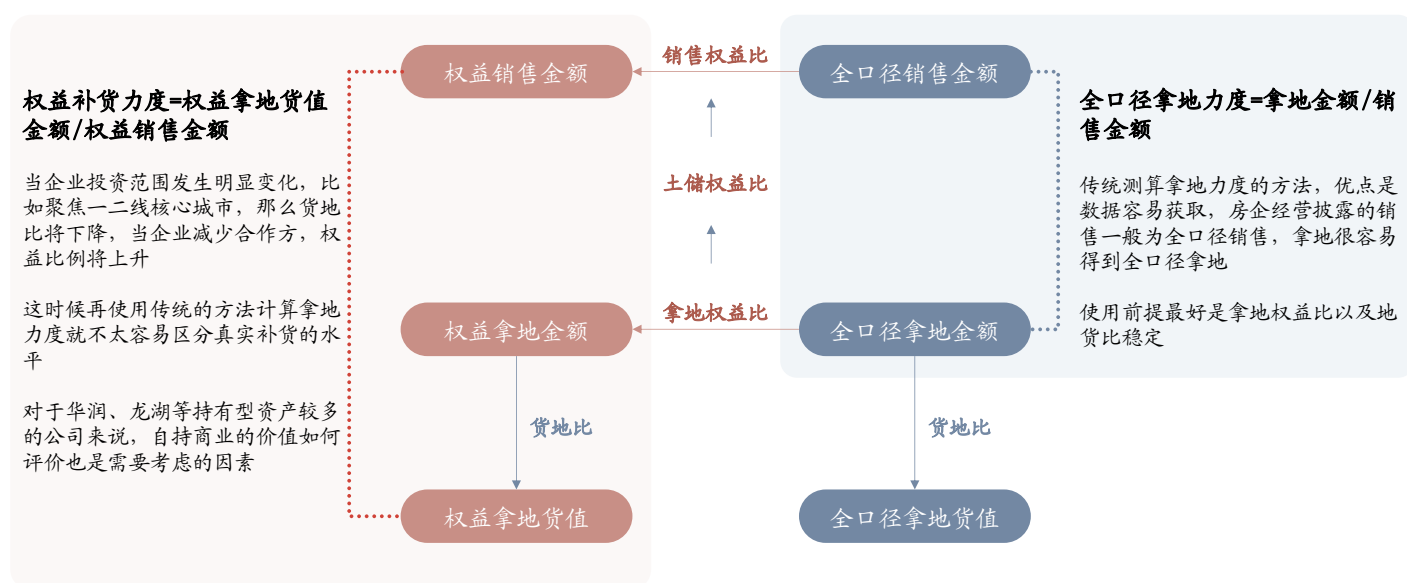
数据来源：房企经营公告，广发证券发展研究中心

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，需要考虑权益的变化。

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。

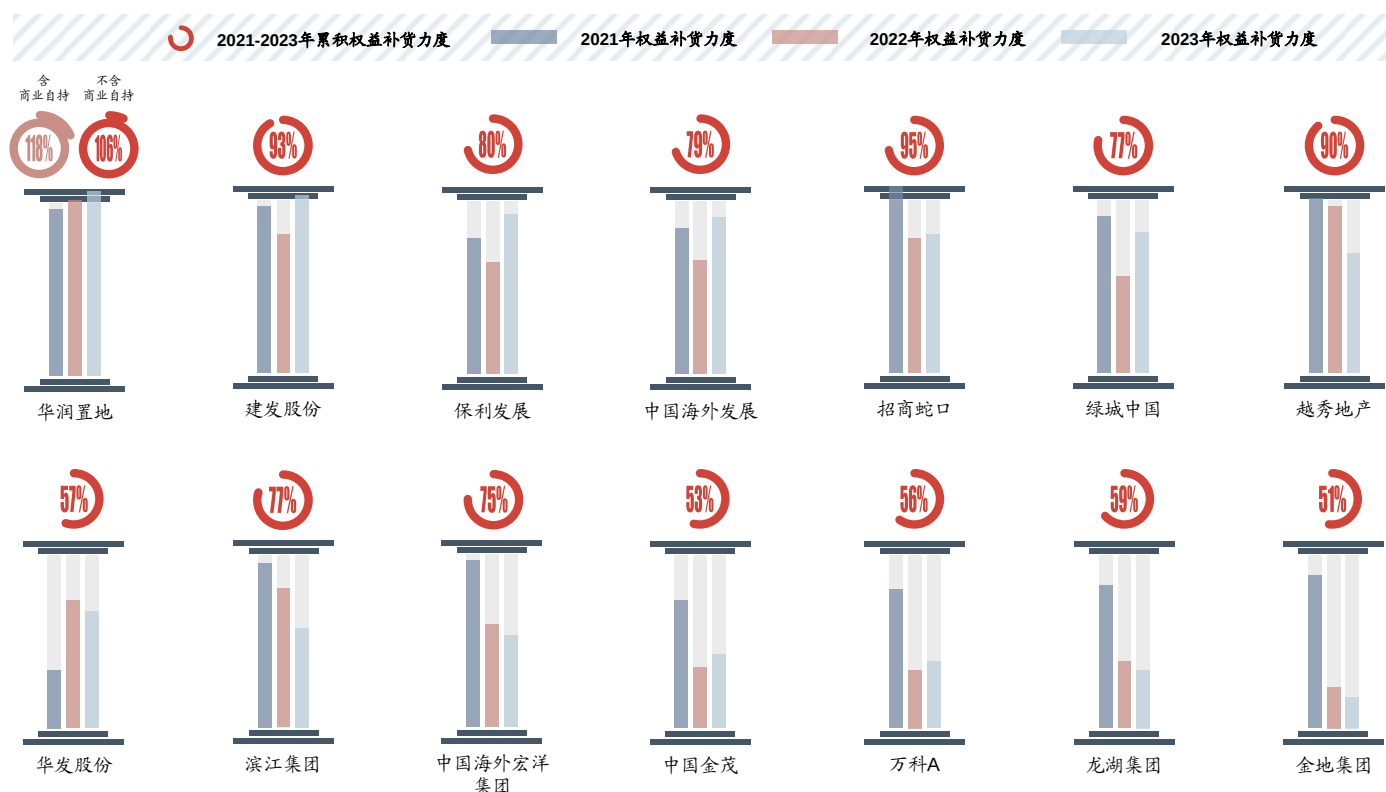
图2：权益补货力度测算方法



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

从权益补货力度来看，华润置地21-23年累计权益补货力度106%（不含商业自持货值），权益补货力度排名14家重点企业第一位，其中21-23年分别为96%、106%、115%，也是唯一一家在当前市场环境下做到了增量拓展的企业。

图3：权益补货力度测算（按照23年权益补货力度排序）

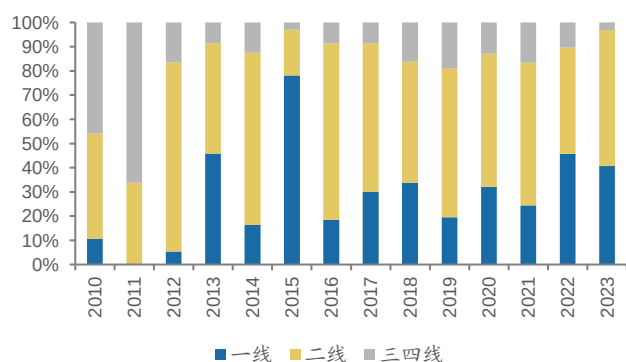


数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

（二）23年核心10城销售贡献超6成，投资占比超7成

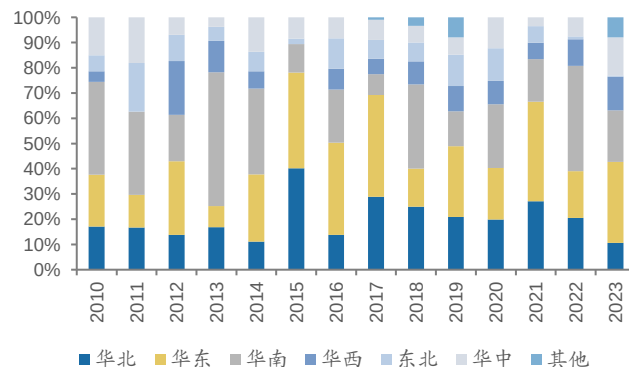
根据公司拿地公告，23年公司拿地金额中，一线、二线、三四线分别占比41%、56%、3%，一二线占比较22年提升了7pct，继续提升核心城市资源密度。分区域来看，23年公司华东资源占比32%，较22年有所提升14pct，华南、华北资源占比略有下降，华中因收购华夏幸福资产占比有所上升。

图4：华润置地拿地金额分布（分线）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图5：华润置地拿地金额分布（分区域）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

具体城市方面，我们统计10个公司重点布局的一二线城市，包括四个一线城市以及杭州、合肥、苏州、南京、武汉、成都，这10个城市23年公司拿地金额1302亿元，占比73%，与22年基本持平，比21年提升了21pct，上海在三年禁投之后加大资源获取力度，23年累计拿地金额244亿元，占比提升到14%。

表4：华润置地拿地城市分布（单位：亿元）

城市	首次进入年份	2023 年拿地行为	2020	2021	2022	2023	2021 占比	2022 占比	2023 占比
广州	2013	连续 4 年投资	51	21	39	273	1%	3%	15%
上海	2004	22 暂缓，23 加大投资	34	27	0	244	2%	0%	14%
北京	2004	连续 7 年投资	182	282	290	159	19%	20%	9%
武汉	2004	21-22 暂缓，23 投资	120	0	0	147	0%	0%	8%
成都	2004	连续 8 年投资	8	37	112	128	2%	8%	7%
苏州	2006	连续 6 年投资	33	18	84	83	1%	6%	5%
杭州	2007	连续 8 年投资	54	234	45	78	16%	3%	4%
合肥	2004	连续 3 年投资	0	17	63	72	1%	4%	4%
南京	2011	连续 7 年投资	5	94	24	68	6%	2%	4%
深圳	2005	连续 6 年投资	175	47	397	50	3%	28%	3%
重点 10 城			662	776	1054	1302	52%	73%	73%
香港	2017	20-22 暂缓，23 投资	0	0	0	141	0%	0%	8%
西安	2012	连续 6 年投资	48	23	39	66	2%	3%	4%
长沙	2006	连续 4 年投资	12	37	58	45	2%	4%	3%
重庆	2007	连续 4 年投资	38	30	16	43	2%	1%	2%
三亚	2022	连续 2 年投资	0	0	31	37	0%	2%	2%
金华	2020	连续 2 年投资	40	0	20	35	0%	1%	2%
温州	2012	连续 3 年投资	0	23	31	27	2%	2%	2%
太原	2013	21-22 暂缓，23 投资	17	0	0	23	0%	0%	1%
南通	2009	连续 2 年投资	0	0	4	20	0%	0%	1%
宁波	2006	连续 8 年投资	12	40	58	17	3%	4%	1%
大连	2007	连续 6 年投资	22	15	18	10	1%	1%	1%
郑州	2010	22 暂缓，23 投资	38	102	0	5	7%	0%	0%
南昌	2010	21-22 暂缓，23 投资	22	0	0	5	0%	0%	0%
南宁	2012	连续 2 年投资	35	0	3	4	0%	0%	0%
济南	2015	连续 2 年投资	0	0	10	3	0%	1%	0%
佛山	2016	连续 3 年投资	0	65	39	1	4%	3%	0%
厦门	2007	23 暂缓投资	27	0	79	0	0%	5%	0%
东莞	2017	23 暂缓投资	0	56	74	0	4%	5%	0%
嘉兴	2017	23 暂缓投资	27	31	27	0	2%	2%	0%
青岛	2009	23 暂缓投资	10	29	25	0	2%	2%	0%
湛江	2018	23 暂缓投资	0	0	1	0	0%	0%	0%
其他城市合计			717	713	389	481	48%	27%	27%
总拿地金额			1380	1490	1442	1783	100%	100%	100%

数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

北京、上海、广州、深圳、杭州、合肥、苏州、南京、武汉、成都，这10个城市也是当前多数企业获取土地的主战场。从销售来看，根据克而瑞23年城市排行榜，华润置地在10城销售金额1877亿元，占比61%，10城的销售贡献均超过百亿，最高为北京374亿元。按排名来看，深圳、成都市场第一，武汉第二，苏州、北京第三，合肥第四，10城中有8城进入当地的前十。不论是重点城市销售贡献的比例、还是重点城市的销售排名，都处于行业领先的地位。

表5: 重点10城2023年克而瑞销售金额房企上榜情况 (单位: 亿元)

	全口径	全口径	全口径	流量	全口径	全口径	全口径	全口径	全口径	全口径	10城上	总销售	10城上
	北京	上海	广州	深圳	杭州	南京	合肥	苏州	成都	武汉	榜金额	金额	榜占比
保利发展	215	555	526	-	84	208	156	142	166	86	2138	4222	51%
华润置地	374	126	133	284	169	109	111	127	288	157	1877	3070	61%
招商蛇口	161	646	62	219	183	150	161	129	164	63	1937	2936	66%
万科A	131	315	214	137	174	140	87	95	73	111	1476	3761	39%
中海地产	543	109	138	111	-	52	80	38	121	-	1193	3098	39%
绿城中国	150	208	-	-	603	-	-	67	-	79	1107	1943	57%
龙湖集团	138	49	49	-	-	61	75	104	208	126	811	1735	47%
中国铁建	-	226	80	-	-	-	-	50	238	-	595	1216	49%
华发股份	-	301	60	-	87	118	-	44	73	83	766	1260	61%
越秀地产	-	169	640	41	153	-	56	-	36	-	1094	1420	77%
建发股份	107	150	-	-	244	-	-	118	82	-	701	2388	29%
金地集团	97	197	47	67	-	93	-	-	-	66	569	1536	37%
滨江集团	-	-	-	-	1264	-	-	-	-	-	1264	1535	82%
城建发展	514	-	-	-	-	-	-	-	-	-	514	531	97%
中国金茂	205	145	61	-	-	-	-	42	28	64	544	1412	39%
首开股份	346	-	-	-	-	-	-	30	53	-	429	615	70%

数据来源: 克而瑞, 广发证券发展研究中心

表6: 重点10城2023年克而瑞销售金额房企上榜情况 (单位: 名次)

	北京	上海	广州	深圳	杭州	南京	合肥	苏州	成都	武汉	TOP3 数量 (个)	TOP10 数量 (个)
保利发展	5	2	2	-	18	1	2	1	5	9	5	8
华润置地	3	22	6	1	12	6	4	3	1	2	5	8
招商蛇口	8	1	13	2	8	2	1	2	6	16	5	8
万科A	14	3	4	6	10	3	6	7	18	7	2	8
中海地产	1	26	5	7	-	12	8	22	9	-	1	5
绿城中国	10	8	-	-	2	-	-	9	-	12	1	4
龙湖集团	11	49	23	-	-	11	9	5	3	5	1	4

中国铁建	-	7	10	-	-	-	-	13	2	-	1	3
华发股份	-	4	18	-	17	5	-	16	17	10	0	3
越秀地产	-	12	1	19	13	-	10	-	30	-	1	2
建发股份	18	16	-	-	3	-	-	4	15	-	1	2
金地集团	19	9	25	13	-	7	-	-	-	13	0	2
滨江集团	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	1	1
城建发展	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
中国金茂	6	18	15	-	-	-	-	19	35	14	0	1
首开股份	4	-	-	-	-	-	-	29	21	-	0	1

数据来源：克而瑞，广发证券发展研究中心

华润置地投资的特长是综合体拿地，公司23年获取的项目中，自持商业面积超过10万方的项目有8个，分别为广州荔湾区白鹅潭项目（自持15万方）、北京朝阳站项目（自持19.29万方）、武汉长江中心（自持45万方）、南京大校场（自持40万方）、广州长隆综合体（自持19.92万方）、武汉东湖高新区（自持17.35万方）、三亚海棠湾商业二期（自持28.7万方）、上海宝山区大场镇项目（自持15.16万方），合计自持面积超过200万方，后期将打造包括万象城在内的商业综合业态。

表7：华润置地23年商业类项目获取情况

时间	公司公告名称	持有条件	土地面积	容积率	建筑面积	自持商业	地价	权益比例
			万方		万方	万方	亿元	
2023/01	华夏幸福退地：荔湾区白鹅潭综合体项目商业地块	受让人自持商业、办公物业不低于计算容积率建筑面积 15 万平方米，自持不少于 10 年	13.31	1.9	24.84	15.00	29.8	100%
2023/02	朝阳区朝阳站综合体项目	该项目自持不低于地上总建面的 70%，自持不少于 20 年，30%可售部分最小销售单元为整层	6.28	4.4	27.55	19.29	63.6	100%
2023/03	收购华夏幸福：武汉长江中心（P(2019)108 号）	持有商业及办公建筑面积不低于 45 万平方米，其中，持有集中商业建筑面积不少于 20 万平方米	14.50	6.2	90.35	45.00	68.6	100%
2023/03	收购华夏幸福：南京大校场（NO.2020G12）	项目内所有商业（含地下商业）及办公用房均须由竞得人整体持有，不得分割销售、不得分割转让	18.06	5.2	63.20	40.25	45.0	60%
2023/04	番禺区长隆综合体商业地块	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	8.47	2.8	24.00	19.92	18.0	50%
2023/09	东湖高新区金融港商住项目	17.35 万方的商业全部自持，发行 REITs 基金除外	8.60	2.6	22.26	17.35	9.7	100%
2023/09	海棠区海棠湾商业项目二期地块	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）	16.88	2.0	33.76	28.70	14.68	100%

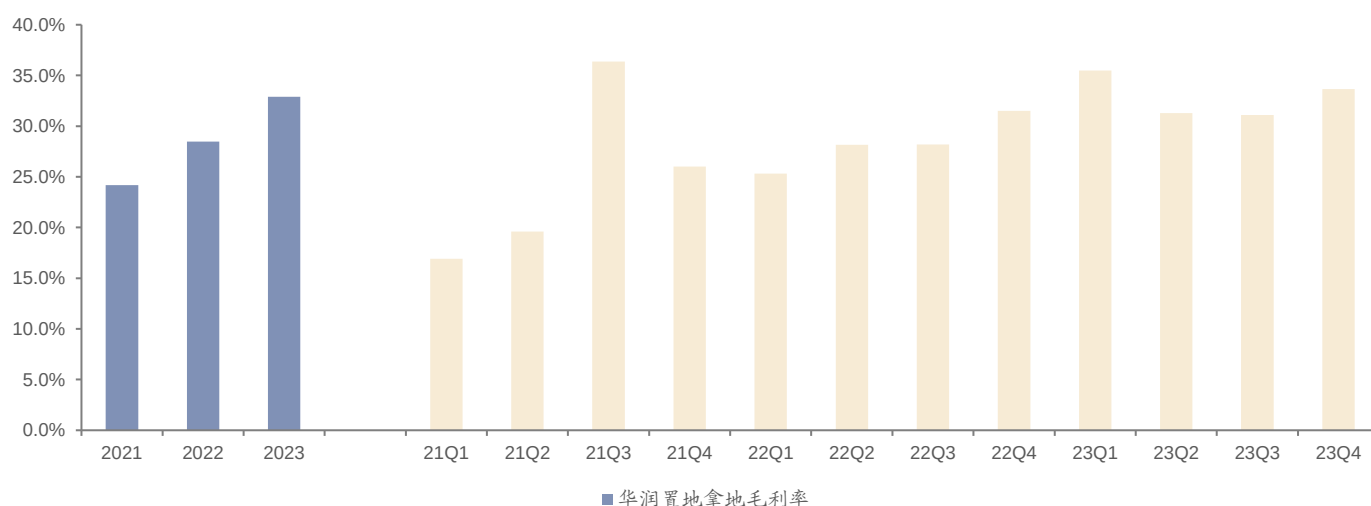
2023/10	宝山区丰翔路一期地块综合体项目	商业物业自持 100%（11.97 万方），办公物业自持 40%（3.19 万方）不少于 20 年	11.34	3.3	36.94	15.16	70.0	100%
	合计		97.44		322.91	200.66	319.33	

数据来源：公司经营公告，中指院，广发证券发展研究中心

（三）静态拿地毛利率维持高位

从静态拿地毛利率的角度来看，21-23年华润置地拿地毛利率分别为24.2%、28.5%、32.9%，22-23年静态拿地毛利率较21年显著改善。23年1-4季度毛利率分别为35.5%、31.3%、31.1%、33.7%，静态毛利率保持在相对较高的水平。动态来看，行业价格下行的背景之下企业投资利润率承压，公司22-23年获取的项目流速快，静态毛利率（安全垫）足以应对行业压力。

图6：华润置地拿地毛利率水平



数据来源：公司经营公告，中指院，广发证券发展研究中心

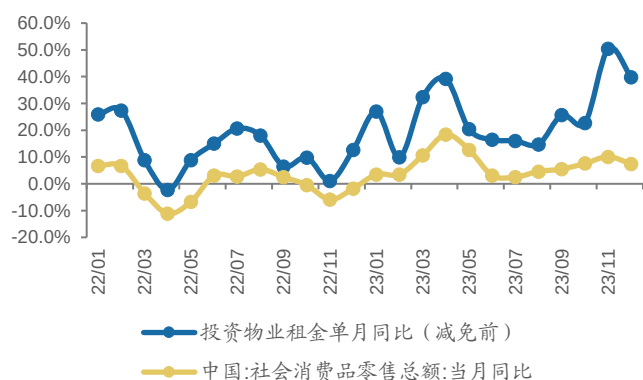
三、商业运营：23 年租金 256 亿元，同比增长 39%

根据公司经营公告，23年12月，公司投资物业实现租金收入25.4亿元，单月租金规模创历史新高，同比+39.8%（不考虑租金减免影响同比+30%），1-12月公司投资物业累计租金收入256.3亿元，同比+39.4%（不考虑租金减免影响同比+22.7%）。

23年公司投资物业单月、累计租金增速显著领先社零增速表现，全年跑赢社零32个百分点，单月租金水平自2月以来保持平稳增长的趋势，公司资产的经营表现优

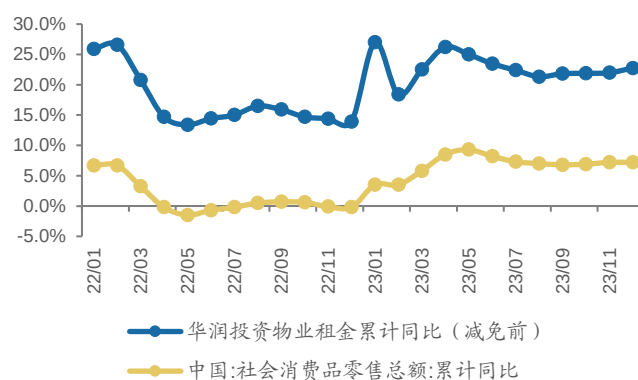
于行业。

图7：华润置地投资物业租金及社零总额同比（单月）



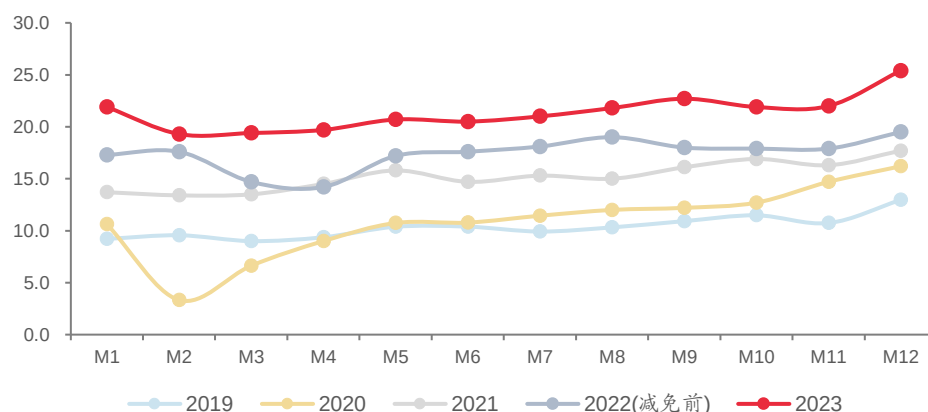
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图8：华润置地投资物业租金及社零同比（累计）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图9：华润置地投资物业单月租金水平（减免前）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

盈利预测方面，我们维持前期预测不变，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%。公司23年开发业务、商业运营表现均取得了不错的成绩，暂不对合理价值做出调整，我们维持前期合理价值42.00港元/股不变，维持“买入”评级。

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						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	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	经营活动现金流	7,028	1,230	39,665	14,430	7,855
货币资金	111,223	100,026	132,000	144,000	156,000	净利润	46,773	43,074	32,406	38,303	42,603
应收及预付	105,964	115,412	122,012	129,212	137,012	折旧摊销	1,306	1,333	1,779	1,797	1,815
存货	403,026	495,961	605,974	744,463	917,722	营运资金变动	-41,050	-43,178	5,480	-25,670	-36,563
其他流动资产	15,839	18,488	38,499	50,499	48,499	其它	-27,803	-39,337	-18,759	-2,694	-2,648
非流动资产	313,752	351,445	365,467	379,721	393,892	投资活动现金流	-29,314	-23,632	0	0	0
长期股权投资	62,000	75,717	80,739	85,858	91,002	资本支出	1,039	-18,131	-18,759	-2,694	-2,648
固定资产	15,427	16,012	16,172	16,334	16,497	投资变动	472	2,426	0	0	0
无形资产	88	3,242	3,242	3,242	3,242	其他	40,198	26,136	11,068	265	6,793
其他长期资产	236,237	256,474	265,315	274,288	283,152	筹资活动现金流	12,722	6,672	22,025	11,848	19,028
资产总计	949,804	1,081,332	1,263,952	1,447,895	1,653,126	银行借款	3,500	25,800	0	0	0
流动负债	476,440	531,013	659,485	785,820	927,082	股权融资	11,132	15,463	0	0	0
短期借款	54,544	61,243	66,968	65,927	70,899	其他	12,845	-21,800	-10,956	-11,583	-12,235
应付及预收	178,622	194,364	202,289	211,716	221,996	现金净增加额	19,424	-11,972	31,974	12,000	12,000
其他流动负债	243,274	275,406	390,228	508,178	634,188	期初现金余额	89,451	111,223	100,026	132,000	144,000
非流动负债	181,288	208,612	225,512	239,094	254,092	期末现金余额	111,223	100,026	132,000	144,000	156,000
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						
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						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	212,108	207,061	238,232	273,349	302,894	成长能力					
营业成本	154,909	152,771	190,648	215,487	233,863	营业收入增长	18.11%	-2.38%	15.05%	14.74%	10.81%
销售费用	6,094	5,895	6,744	7,512	6,236	营业利润增长	0.60%	-6.39%	-8.51%	20.51%	21.29%
管理费用	5,872	5,386	5,857	6,514	7,094	归母净利润增长	8.69%	-13.30%	15.36%	18.20%	11.23%
财务费用	1,397	1,700	1,648	1,083	1,295	获利能力					
其他经营收益	7,795	6,978	8,326	8,560	8,799	毛利率	26.97%	26.22%	19.97%	21.17%	22.79%
投资净收益	4,297	4,101	6,277	6,459	6,869	净利率	15.28%	13.57%	13.60%	14.01%	14.07%
营业利润	55,971	52,396	47,938	57,772	70,073	ROE	14.30%	11.51%	11.72%	12.17%	11.92%
利润总额	60,366	55,509	47,938	57,772	70,073	ROIC	2.44%	1.85%	1.83%	2.05%	2.27%
所得税	22,970	23,140	10,690	13,745	21,104	偿债能力					
净利润	37,395	32,370	37,248	44,027	48,969	资产负债率	69.2%	68.4%	70.0%	70.8%	71.5%
少数股东损益	4,994	4,278	4,842	5,723	6,366	净负债比率	31.0%	38.4%	32.0%	28.7%	27.2%
归属母公司净利润	32,401	28,092	32,406	38,303	42,603	流动比率	133.5%	137.5%	136.2%	135.9%	135.8%
EBITDA	36,036	33,688	34,767	42,855	52,739	速动比率	48.9%	44.1%	44.4%	41.2%	36.8%
EPS (元)	4.54	3.94	4.54	5.37	5.97	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	4.7	5.4	4.7	4.0	3.6
						P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
						EV/EBITDA	4.2	4.5	4.4	3.6	2.9

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，厦门大学经济学硕士，7 年房地产研究经验，2021 年进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。