

内地房地产	收盘价 港元 20.90	目标价 港元 24.94↓	潜在涨幅 +19.3%
-------	-----------------	------------------	----------------

2024 年 8 月 28 日

华润置地 (1109 HK)

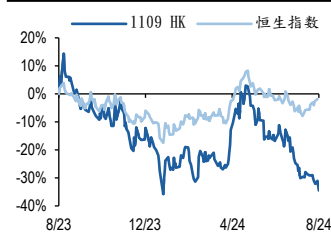
经营性不动产业务稳定增长，维持派息水平

- ④ **毛利率下滑导致利润下跌，仍维持派息水平。**2024 年上半年，物业交付增加带动物业开发收入同比增长 8.3%至 591 亿元（人民币，下同），整体收入同比上升 8.4%至 791 亿元。但受物业开发毛利率下跌 4.6 个百分点至 12.4%影响，整体毛利率同比下跌 3.4 个百分点至 22.3%。毛利/净利润/核心净利润同比下跌 5.9%/25.4%/4.7%至 176/103/107 亿元。但如进一步扣除分拆房托带来的一次性重估收益，我们估算核心利润约为 75 亿元，同比下跌约 33%。公司建议中期每股派息 0.2 元，同比上升 1.0%，派息率大致维持在 13%。
- ④ **杠杆维持低位，融资成本下降。**2024 年 6 月底净有息负债率 33.6%（2023 年底：32.6%）。加权平均融资成本进一步下降 32 个基点至 3.24%，为行业最低水平（2023 年底：3.56%），同时平均债务期限拉长至 6.5 年。另外，非人民币净负债敞口占比下降至只有 2.0%（2023 年底：4.4%）。
- ④ **非房开业务表现稳定。**上半年合同销售额为 1,247 亿元，同比下跌 26.7%，销售均价同比下跌 1.4%至 23,930 元，公司计划下半年可售资源 3,687 亿元，以 40-50%去化率估算，我们预计全年合同销售约为 2,700-3,000 亿元。资产管理规模较 2023 年末上升 5.1%至 4,491 亿元，购物中心/写字楼/酒店经营收入约为 95/9.5/10.4 亿元，同比+9.7%/-4.9%/-3.8%。截至 6 月底在营购物中心 82 个，公司预计到 2027 年末在营购物中心增加至 110 个，并预计未来三年经营性不动产业务收入可维持 10%以上年增长。
- ④ **维持买入。**华润置地负债率维持在行业低位，我们相信较低的平均财务成本有望缓解毛利率下行的影响。上半年并表口径已售未结合同销售额为 3,214 亿元，当中 1,661 亿元将于 2024 结算，已充分锁定我们全年的收入预测。另外，其投资物业组合稳定的表现可抵消行业毛利率下行的影响。我们维持**买入**评级，目标价下调至 24.94 港元，较资产净值折让 50%。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	36.45
52周低位 (港元)	20.50
市值 (百万港元)	149,036.65
日均成交量 (百万)	19.91
年初至今变化 (%)	(25.36)
200天平均价 (港元)	25.83

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	207,061	251,137	262,775	265,922	277,163
同比增长 (%)	-2.4	21.3	4.6	1.2	4.2
核心利润 (百万人民币)	26,998	27,774	25,309	26,127	26,972
核心每股盈利 (人民币)	3.79	3.89	3.55	3.66	3.78
同比增长 (%)	1.5	2.9	-8.9	3.2	3.2
前EPS预测值 (人民币)			4.14	4.63	
调整幅度 (%)			-14.3	-20.9	
市盈率 (倍)	5.0	4.9	5.4	5.2	5.0
每股账面净值 (人民币)	34.22	37.14	40.13	43.26	46.40
市账率 (倍)	0.56	0.51	0.48	0.44	0.41
股息率 (%)	7.3	7.5	6.9	7.1	7.3

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 华润置地 2024 年上半年业绩概览

(人民币百万元)	2023 年上半年	2024 年上半年	同比 (%)
总收入	72,971	79,127	8.4
物业开发	54,620	59,127	8.3
经营性不动产	10,724	11,470	7.0
轻资产管理	5,009	5,893	17.6
生态圈要素型业务	2,618	2,638	0.8
收入成本	(54,249)	(61,500)	13.4
毛利	18,722	17,627	(5.9)
销售及管理费用	(4,938)	(4,579)	(7.3)
投资物业以及金融资产公允价值变动	3,738	3,644	(2.5)
其他净收入	4,473	3,405	(23.9)
息税前利润	21,995	20,096	(8.6)
财务成本	(892)	(871)	(2.4)
应占联营/合资企业利润	1,950	1,425	(26.9)
税前利润	23,053	20,650	(10.4)
所得税	(6,994)	(8,135)	16.3
税后利润	16,059	12,515	(22.1)
少数股东权益	(2,322)	(2,262)	(2.6)
净利润	13,738	10,253	(25.4)
核心净利润	11,270	10,740	(4.7)
每股核心盈利 (人民币)	1.580	1.506	(4.7)
每股派息 (人民币)	0.198	0.200	1.0
派息比率 (%)	12.5%	13.3%	(0.8 百分点)
毛利率 (%)	25.7	22.3%	(3.4 百分点)
息税前利润率 (%)	30.1	25.4%	(4.7 百分点)
净利润率 (%)	18.8	13.0%	(5.9 百分点)
核心净利润率 (%)	15.4	13.6%	(1.9 百分点)
	2023 年 12 月	2024 年 6 月	变动 (%)
资产负债率 (%)	57.4	56.4	1.0 百分点
总有息负债率 (%)	38.4	38.9	0.5 百分点
净有息负债率 (%)	32.6	33.6	1.0 百分点
平均融资成本 (%)	3.56	3.24	(0.32 百分点)
(人民币十亿元)			
总资产	1,191	1,216	2.1
总权益	384	395	2.9
有息负债	240	251	4.8
- 其中：一年内到期债务	64	65	0.9
现金及银行结存	114	118	3.5

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 华润置地 (1109 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
823 HK	领展房托	买入	36.50	47.70	30.7%	2024 年 05 月 29 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	75.90	110.10	45.1%	2024 年 02 月 29 日	香港房地产
17 HK	新世界发展	买入	7.63	15.80	107.1%	2023 年 11 月 29 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	24.25	23.84	-1.7%	2023 年 08 月 23 日	香港房地产
1109 HK	华润置地	买入	20.90	24.94	19.3%	2024 年 08 月 28 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	3.82	6.60	72.8%	2024 年 08 月 13 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.41	1.16	182.9%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
6098 HK	碧桂园服务	买入	4.09	6.08	48.7%	2024 年 08 月 26 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	2.38	3.20	34.5%	2024 年 08 月 19 日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	3.00	4.72	57.3%	2024 年 08 月 09 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	4.64	10.80	132.8%	2023 年 03 月 23 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.49	0.60	23.7%	2023 年 11 月 30 日	物业服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 8 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	207,061	251,137	262,775	265,922	277,163
主营业务成本	(152,771)	(187,975)	(203,541)	(203,838)	(215,068)
毛利	54,291	63,162	59,234	62,083	62,095
销售及管理费用	(11,280)	(13,980)	(13,664)	(14,094)	(14,690)
经营利润	43,010	49,181	45,570	47,990	47,406
财务成本净额	(1,700)	(1,744)	(640)	(394)	(450)
应占联营公司利润及亏损	4,101	2,360	3,817	2,063	2,168
其他非经营净收入/费用	10,097	16,640	9,071	8,164	7,348
税前利润	55,509	66,438	57,818	57,823	56,472
税费	(23,140)	(29,134)	(20,372)	(20,110)	(18,224)
非控股权益	(4,278)	(5,938)	(5,903)	(5,974)	(6,226)
净利润	28,092	31,365	31,544	31,739	32,022
作每股收益计算的净利润	26,998	27,774	25,309	26,127	26,972

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	95,545	112,675	119,590	126,263	141,450
有价证券	1,067	3,001	3,001	3,001	3,001
应收账款及票据	45,011	51,311	53,689	66,480	69,291
存货	48,057	50,438	50,851	51,514	52,678
开发中物业及土地预付款	447,905	474,302	483,315	497,777	523,163
其他流动资产	75,701	92,633	94,414	96,372	98,527
总流动资产	713,285	784,361	804,861	841,409	888,110
投资物业	237,885	262,808	282,808	302,808	322,808
物业、厂房及设备	16,012	15,827	15,506	15,017	14,331
无形资产	3,242	3,432	3,432	3,432	3,432
合资企业/联营公司投资	75,717	85,645	89,462	91,525	93,693
其他长期资产	35,191	39,104	39,104	39,104	39,104
总长期资产	368,047	406,816	430,312	451,887	473,368
总资产	1,081,332	1,191,177	1,235,173	1,293,296	1,361,478
短期贷款	61,243	64,287	53,793	53,243	56,148
应付账款	190,475	195,657	203,539	207,392	219,341
其他短期负债	275,538	324,262	331,647	346,092	357,455
总流动负债	527,256	584,206	588,979	606,727	632,944
长期贷款	97,924	113,537	125,373	137,183	150,356
长期应付账款	57,936	54,455	54,455	54,455	54,455
其他长期负债	56,508	54,830	55,045	55,261	55,472
总长期负债	212,369	222,822	234,874	246,899	260,283
总负债	739,625	807,028	823,853	853,627	893,227
股本	674	674	674	674	674
储备及其他资本项目	243,373	264,193	285,461	307,837	330,192
股东权益	244,047	264,867	286,135	308,510	330,866
非控股权益	97,660	119,282	125,185	131,158	137,384
总权益	341,707	384,149	411,320	439,669	468,251

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	55,509	66,438	57,818	57,823	56,472
合资企业/联营公司收入调整	(4,101)	(2,360)	(3,817)	(2,063)	(2,168)
折旧及摊销	1,333	1,313	1,509	1,736	1,996
营运资本变动	(23,757)	11,642	(2,038)	(15,193)	(11,166)
税费	0	0	0	0	0
其他经营活动现金流	(27,754)	(29,680)	(16,436)	(16,279)	(15,049)
经营活动现金流	1,230	47,352	37,037	26,023	30,085
资本开支	(1,897)	(1,131)	(1,188)	(1,247)	(1,310)
投资活动	(30,149)	(23,522)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
其他投资活动现金流	(7,291)	(14,649)	0	0	0
投资活动现金流	(39,337)	(39,302)	(21,188)	(21,247)	(21,310)
负债净变动	6,672	7,177	1,342	11,261	16,078
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(10,379)	(10,579)	(10,276)	(9,364)	(9,666)
其他融资活动现金流	29,842	12,374	0	0	0
融资活动现金流	26,136	8,971	(8,934)	1,897	6,411
汇率收益/损失	743	109	0	0	0
年初现金	106,773	95,545	112,675	119,590	126,263
年末现金	95,545	112,675	119,590	126,263	141,450

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.786	3.895	3.549	3.664	3.782
每股股息	1.401	1.441	1.313	1.356	1.399
每股账面值	34.224	37.143	40.126	43.264	46.399
利润率分析(%)					
毛利率	26.2	25.2	22.5	23.3	22.4
EBITDA利润率	24.8	23.3	17.9	18.7	17.8
EBIT利润率	24.1	22.8	17.3	18.0	17.1
净利率	13.6	12.5	12.0	11.9	11.6
盈利能力(%)					
ROA	3.5	2.8	3.0	2.9	2.9
ROE	10.9	10.1	9.7	8.5	8.5
其他					
净负债权益比(%)	18.6	17.0	14.5	14.6	13.9
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。