

华润置地 (01109.HK)

核心净利润同比降低 5%，经常性业务贡献 51% 利润

优于大市

核心观点

核心净利润同比-5%，经常性业务贡献 51% 利润。2024H1，公司实现营业收入 791 亿元，同比+8%，其中经常性业务收入 200 亿元，同比+9%，占比 25%；实现核心净利润 107 亿元，同比-5%，其中经常性业务贡献核心净利润 55 亿元，同比+14%，占比 51%。2024H1，公司核心净利率 13.6%，同比下降 1.9 个百分点，主要是综合毛利率 22.3%，同比下降 3.4 个百分点，其中开发物业毛利率下降 4.6 个百分点至 12.4%，而投资物业毛利率提升 0.2 个百分点至 71.5%，助力公司稳健经营。2024H1，公司每股派息 0.2 元，同比持平，中期派息率 13.3%略有提升。

开发销售型业务经营稳健。2024H1，公司开发销售型业务收入 591 亿元，同比+8%；签约销售额 1247 亿元，同比-27%，其中一二线城市销售额占比 92%，行业销售额排名保持第 4，市占率维持 2.6%。公司谨慎投资，2024H1 新增土储建面 202 万^m，同比-75%，其中一二线城市投资占比 87%，以拿地金额/销售金额计算的投资强度为 21%，虽有所降低，但截至 2024H1 末，公司总土储建面 5699 万^m，其中开发销售型业务土储建面 4771 万^m，占比 84%，一二线城市占比 71%，仍然充裕。

购物中心表现依旧靓丽。2024H1，公司经营性不动产业务即投资物业总租金收入为 115 亿元，同比+7%，主要受写字楼和酒店业务的拖累，而购物中心的租金收入为 95 亿元，同比+10%，占比为 83%。截至 2024H1 末，公司在营购物中心 82 个，其中 69 个项目在当地零售额排名前三，占比 84%。2024H1，购物中心毛利率 77.4%，整体出租率 97.3%，均持续提升。

财务保持稳健，融资成本进一步降低。截至 2024H1 末，公司三道红线指标绿档，现金短债比 1.54 倍，净有息负债率 33.6%，剔除预收的资产负债率 56.4%；加权平均融资成本为 3.24%，较 2023 年末下降 32 个基点。

投资建议：考虑到开发销售型业务结算规模和毛利率下行压力，我们略下调公司的盈利预测，预计公司 2024-2025 年收入分别为 2770/2511 亿元（原值为 2901/2875 亿元），2024-2025 年归母净利润分别为 260/263 亿元（原值为 304/319 亿元），对应每股收益分别为 0.50/0.47 元，对应当前股价 PE 分别为 5.4/5.3 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，投资物业租金收入不及预期，盈利水平下行超预期，或行业基本面下行超预期，政策落地效果不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	207,061	251,137	277,024	251,085	241,911
(+/-%)	-2.4%	21.3%	10.3%	-9.4%	-3.7%
归母净利润(百万元)	27,000	27,770	26,029	26,303	26,706
(+/-%)	1.5%	2.9%	-6.3%	1.1%	1.5%
每股收益(元)	3.79	3.89	3.65	3.69	3.75
EBIT Margin	20.8%	19.6%	15.0%	17.1%	18.6%
净资产收益率 (ROE)	11.9%	12.3%	9.3%	9.1%	9.2%
市盈率 (PE)	5.2	5.0	5.4	5.3	5.2
EV/EBITDA	19.8	18.7	24.2	22.0	20.3
市净率 (PB)	0.57	0.53	0.50	0.47	0.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

房地产 · 房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

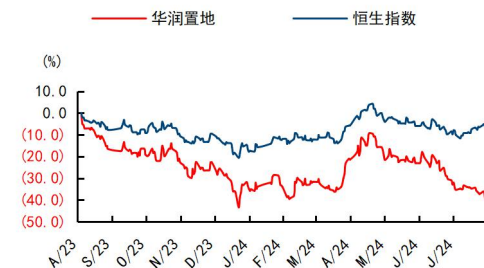
wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.25 港元
总市值/流通市值	151532/151532 百万港元
52 周最高价/最低价	35.50/19.39 港元
近 3 个月日均成交额	351.72 百万港元

市场走势



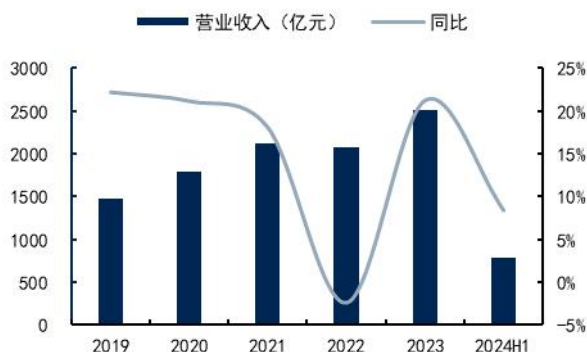
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华润置地 (01109.HK) -业绩保持正增长，经常性业务有效平滑开发销售型业务波动》——2024-03-28
- 《华润置地 (01109.HK) -业内稀缺的全能型央企选手，地产开发和商业运营能力俱佳》——2024-02-02
- 《华润置地 (01109.HK) -业绩稳增，拿地积极》——2023-09-01
- 《华润置地 (01109.HK) -核心净利维持正增，稳健经营优势尽显》——2023-03-31
- 《华润置地 (01109.HK) -经营稳健扎实，保持拿地强度》——2022-09-05

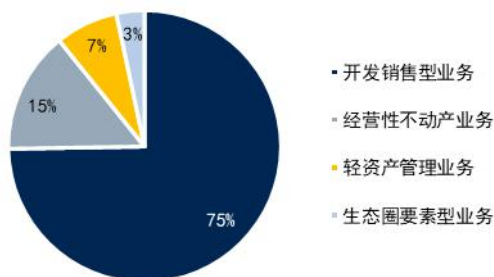
核心净利润同比-5%，经常性业务贡献51%利润。2024H1，公司实现营业收入791亿元，同比+8%，其中经常性业务收入200亿元，同比+9%，占比25%；实现核心净利润107亿元，同比-5%，其中经常性业务贡献核心净利润55亿元，同比+14%，占比51%。2024H1，公司核心净利率13.6%，同比下降1.9个百分点，主要是综合毛利率22.3%，同比下降3.4个百分点，其中开发物业毛利率下降4.6个百分点至12.4%，而投资物业毛利率提升0.2个百分点至71.5%，助力公司稳健经营。2024H1，公司每股派息0.2元，同比持平，中期派息率13.3%略有提升。

图1：公司历年营业收入及同比



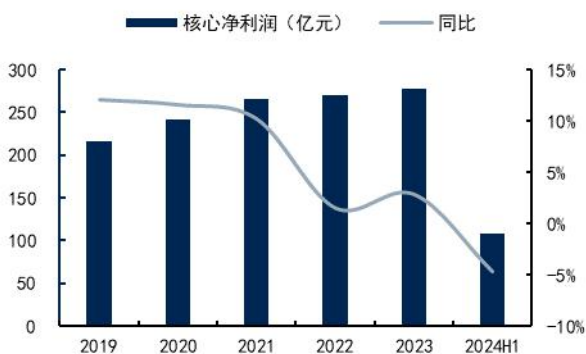
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司历年各业务类型收入占比



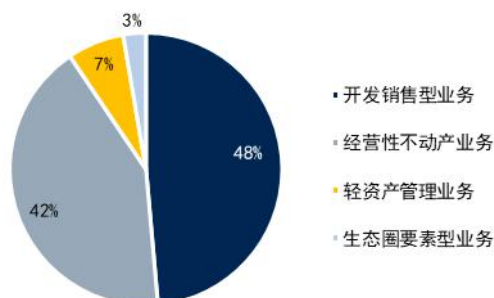
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司历年核心净利润及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司历年各业务类型核心净利润占比



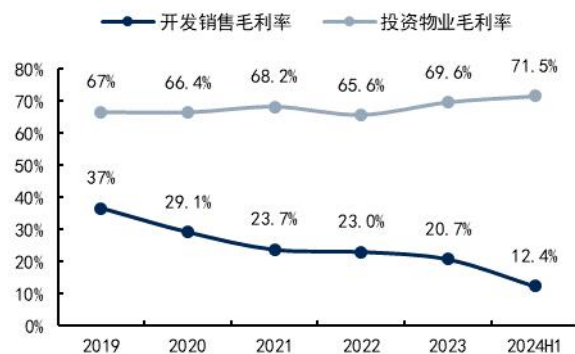
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 公司历年毛利率及核心净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

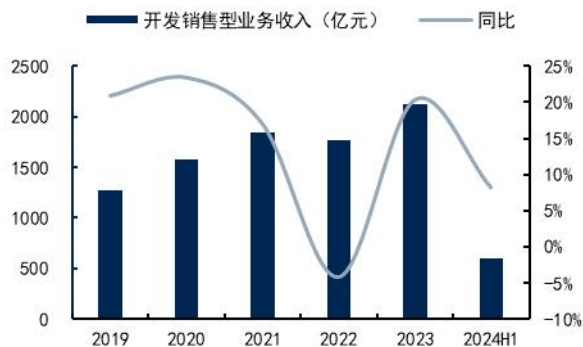
图6: 公司历年各业务类型毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

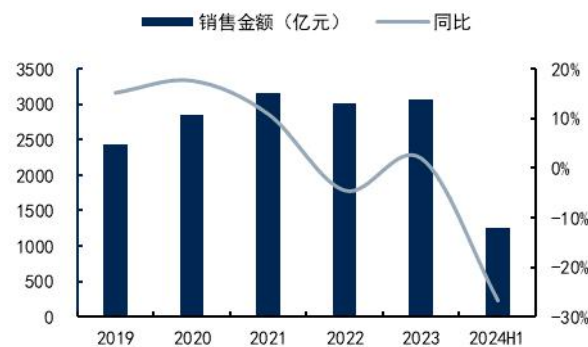
开发销售型业务经营稳健。2024H1, 公司开发销售型业务收入 591 亿元, 同比+8%; 签约销售额 1247 亿元, 同比-27%, 其中一二线城市销售额占比 92%, 行业销售额排名保持第 4, 市占率维持 2.6%。公司谨慎投资, 2024H1 新增土储建面 202 万^m², 同比-75%, 其中一二线城市投资占比 87%, 以拿地金额/销售金额计算的投资强度为 21%, 虽有所降低, 但截至 2024H1 末, 公司总土储建面 5699 万^m², 其中开发销售型业务土储建面 4771 万^m², 占比 84%, 一二线城市占比 71%, 仍然充裕。

图7: 公司历年开发销售型业务收入及同比



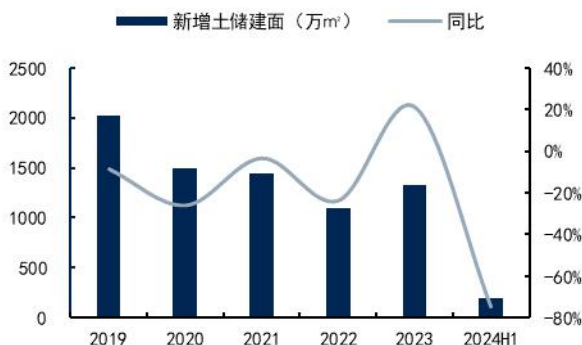
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司历年签约销售金额及同比



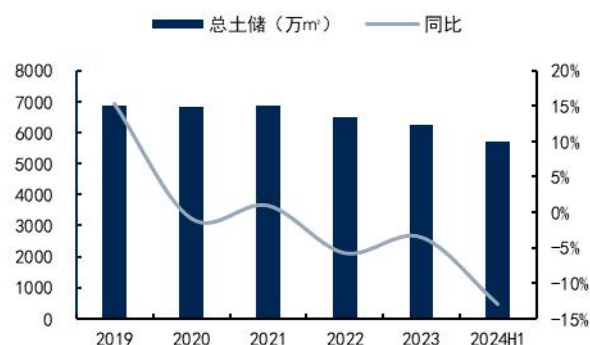
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 公司历年新增土储建面及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

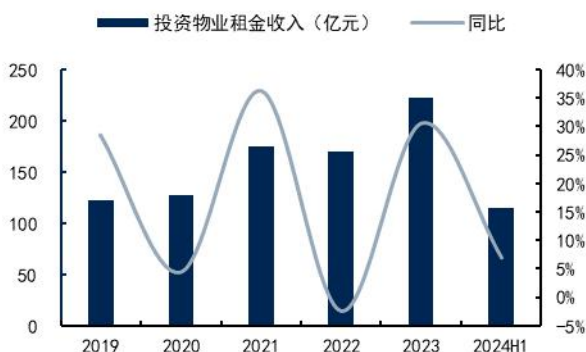
图10: 公司历年总土储建面及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

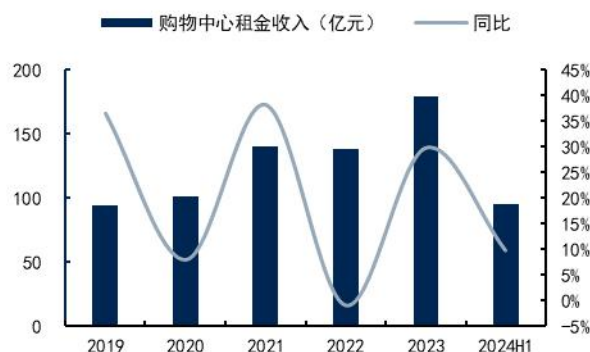
购物中心表现依旧靓丽。2024H1, 公司经营性不动产业务即投资物业总租金收入为 115 亿元, 同比+7%, 主要受写字楼和酒店业务的拖累, 而购物中心的租金收入为 95 亿元, 同比+10%, 占比为 83%。截至 2024H1 末, 公司在营购物中心 82 个, 其中 69 个项目在当地零售额排名前三, 占比 84%。2024H1, 购物中心毛利率 77.4%, 整体出租率 97.3%, 均持续提升。

图11: 公司历年投资物业总租金收入及同比



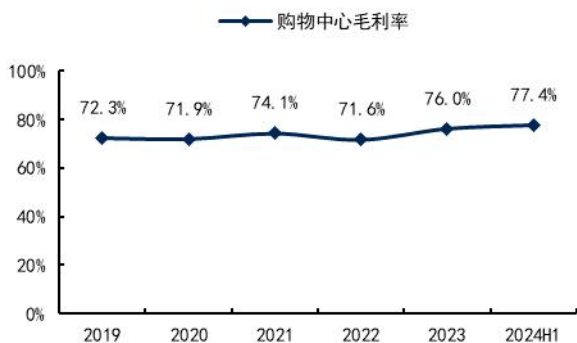
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司历年购物中心租金收入及同比



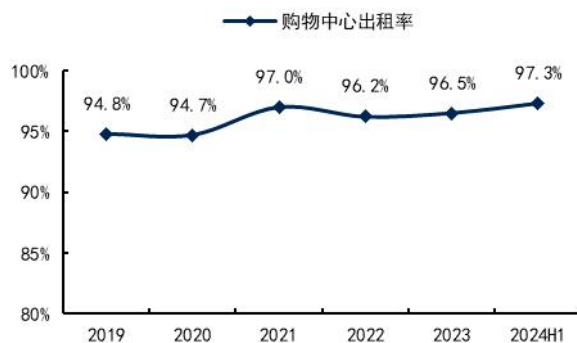
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 公司历年购物中心毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司历年购物中心出租率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

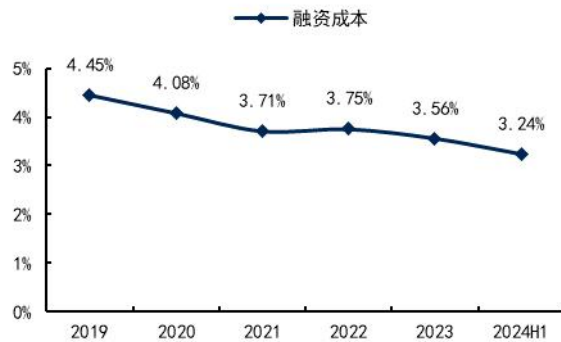
财务保持稳健，融资成本进一步降低。截至 2024H1 末，公司三道红线指标绿档，现金短债比 1.54 倍，净有息负债率 33.6%，剔除预收的资产负债率 56.4%；加权平均融资成本为 3.24%，较 2023 年末下降 32 个基点。

图15: 公司历年净有息负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 公司历年融资成本



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到开发销售型业务结算规模和毛利率下行压力，我们略下调公司的盈利预测，预计公司 2024-2025 年收入分别为 2770/2511 亿元（原值为 2901/2875 亿元），2024-2025 年归母净利润分别为 260/263 亿元（原值为 304/319 亿元），对应每股收益分别为 0.50/0.47 元，对应当前股价 PE 分别为 5.4/5.3 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，投资物业租金收入不及预期，盈利水平下行超预期，或行业基本面下行超预期，政策落地效果不及预期。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	95545	112675	110000	148848	169669	营业收入	207061	251137	277024	251085	241911
应收款项	116743	135275	148706	134782	129858	营业成本	152771	187975	220129	194295	183412
存货净额	495961	524740	614450	541486	510575	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3969	4606	5081	4605	4437	销售费用	5895	7302	8054	7300	7033
流动资产合计	713285	784361	885302	829721	814539	管理费用	5386	6679	7367	6677	6433
固定资产	16012	15827	17246	18307	19170	财务费用	1700	1744	5599	5385	4847
无形资产及其他	4600	8714	8279	7843	7407	投资收益	0	0	2360	2360	2360
投资性房地产	271718	296630	296630	296630	296630	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	75717	85645	95645	105645	115645	其他收入	12146	14285	0	0	0
资产总计	1081332	1191177	1303101	1258146	1253392	营业利润	53457	61722	38235	39788	42545
短期借款及交易性金融负债	61243	64287	60637	60177	59821	营业外净收支	2053	4716	0	0	0
应付款项	126551	119649	140127	123488	116438	利润总额	55509	66438	38235	39788	42545
其他流动负债	339462	400270	466800	412145	389193	所得税费用	23140	29134	9559	9947	10636
流动负债合计	527256	584206	667564	595809	565452	少数股东损益	4278	5938	3418	3556	3803
长期借款及应付债券	159515	167993	177993	185493	190493	归母净利润	27000	27770	26029	26303	26706
其他长期负债	52853	54830	55330	55830	56330						
长期负债合计	212369	222822	233322	241322	246822	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	739625	807028	900886	837131	812274	归母净利润	27000	27770	26029	26303	26706
少数股东权益	97660	119282	121435	123675	126071	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	244047	264867	280780	297339	315046	折旧摊销	1333	1313	1554	1675	1788
负债和股东权益总计	1081332	1191177	1303101	1258146	1253392	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	1700	1744	5599	5385	4847
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(72918)	(16978)	(16108)	16569	6502
每股收益	3.79	3.89	3.65	3.69	3.75	其它	45815	35247	1383	2222	3795
每股红利	1.40	1.44	1.31	1.36	1.46	经营活动现金流	1230	47352	12858	46769	38792
每股净资产	34.22	37.14	39.37	41.70	44.18	资本开支	(1918)	(1128)	(2538)	(2300)	(2216)
ROIC	6%	5%	6%	6%	6%	其它投资现金流	171	(5998)	0	7065	0
ROE	12%	12%	9%	9%	9%	投资活动现金流	(39337)	(39302)	(12538)	(5235)	(12216)
毛利率	26%	25%	21%	23%	24%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	20%	15%	17%	19%	负债净变化	22398	8477	10000	7500	5000
EBITDA Margin	21%	20%	16%	18%	19%	支付股利、利息	(9990)	(10276)	(9346)	(9725)	(10399)
收入增长	-2%	21%	10%	-9%	-4%	其它融资现金流	20158	18087	(3650)	(460)	(355)
净利润增长率	2%	3%	-6%	1%	2%	融资活动现金流	26136	8971	(2996)	(2685)	(5755)
资产负债率	77%	78%	78%	76%	75%	现金净变动	(11228)	17131	(2675)	38848	20821
息率	7.2%	7.4%	6.7%	7.0%	7.5%	货币资金的期初余额	106773	95545	112675	110000	148848
P/E	5.2	5.0	5.4	5.3	5.2	货币资金的期末余额	95545	112675	110000	148848	169669
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	企业自由现金流	0	10822	14014	48053	39848
EV/EBITDA	20	19	24	22	20	权益自由现金流	0	39111	16165	51054	40858

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032