

买入

2024年9月6日

大资管平台转型步伐加快，带动业绩平稳实现

- 2024H1 核心净利润同比下降 4.7%：**2024 年上半年公司实现营业收入 791 亿元，同比增长 8.4%。其中，开发业务收入为 591 亿元，同比增长 8.3%；经常性业务收入为 200 亿元，同比增长 9.0%，收入占比提升 0.2 个 ppt 至 25.3%。整体毛利率为 25.2%，同比下降 1 个 ppt，主要由于开发业务毛利率下降 4.6 个 ppt 至 12.4%。归母净利润同比下降 25% 至 102 亿元，核心净利润人民币 107 亿元，同比下降 4.7%。公司宣派中期股息每股 0.2 元，同比增长 1%。
- 开发业务销售额保持韧性，土储结构优质：**期内公司实现销售额 1247 亿元，同比下降 26.7%，权益比 69%，签约面积同比下降 25.7% 至 520 万方，均价同比降 1.4% 至 23930 元/平。虽然整体销售受市场影响有所下降，但结构改善，年初库存签约占比 50.6%，一线城市（含香港）占比提升 8 个 ppt 至 38%，签约销售额排名稳居行业前四。期内公司新获取项目 11 个，权益地价 183 亿元，新增土储面积 202 万方。截止 2024 年 6 月底，公司开发土储为 4771 万方，67% 的货值为 2021 年及之后获取的项目，一二线城市面积占比仍超 7 成；投资物业土储 928 万方，其中购物中心占比 73%，一线城市占比 20%。优质充足的土储可保障公司 3 年以上发展。截止期末，公司已售未签销售额为 3214 亿元，其中 1661 亿元计划于 2024 年下半年结算。公司 2024-2025 年可结算面积约 3250 万方，其中 82% 位于一二线高能级城市，丰富的优质资源保障公司业绩高质量稳健增长。
- 经常性业务收益利润贡献提升至 51.4%，逐步成为公司业绩增长第二曲线：**公司经常性业务，包括经营性不动产、轻资产管理及生态圈要素型业务，期内收入分别为 115 亿元、59 亿元及 26 亿元，同比分别增长 7.0%、17.6% 及 0.8%。经常性业务营收贡献占比提升 0.2 个 ppt 至 25.3%，核心利润贡献同比提升 8.6 个 ppt 至 51.4%，占比过半。购物中心方面，公司上半年新开 6 座，整体零售额同比增长 21.9% 至 916 亿元，同店增长 7.5%，大幅优于市场平均水平。租金收入 179 亿元，同比增长 30%，整体出租率提升 0.8 个 ppt 至 97.3%，租售比维持在 12.5% 合理水平。公司计划于 2024 年下半年新开购物中心 10 座，到 2027 年末，在营购物中心将从 2023 年底的 76 个增加至 110 个，有效保障公司购物中心的业绩贡献。期内写字楼租金收入 9.5 亿元，同比下降 4.9%，虽然行业面临下行压力，但公司整体出租率仍维持在 74.8% 高位。期内万象生活收入及核心利润均保持较高增速，分别达到 17.1% 及 22.2%。期内公司华夏华润商业 REIT 及有巢公募 REIT 的累计年化分红率分别达到 5.04% 及 4.06%。
- 债务结构持续优化，风险敞口行业低位：**期内公司加权平均融资成本较 23 年末下降 32 个基点至 3.24%，维持在行业最低梯队。非人民币净负债敞口进一步下降 2.4 个 ppt 至 2.0%。截至 6 月末，现金短债比 1.54 倍，融资储备短债比 1.38 倍，总有息负债率 38.9%，净有息负债率 33.6%，三条红线维持绿档。公司财务依旧稳健且债务结构持续优化，融资成本及汇率风险创历史新低。
- 目标价 34 港元，维持买入评级：**公司具备精益化运营能力和健康的财务结构，签约销售额稳居行业第四。截止期末，公司的资管规模较 23 年末提升 5.1% 至 4491 亿元，将助力公司在行业新发展模式下的价值释放和业务转型。我们预计公司 2024 年-2026 年归母核心净利润可达 259 亿元/275 亿元/286 亿元，分别给予开发及经常性业务 2024 年 5 倍及 18 倍市盈率，目标价 34 港元，维持买入评级。

罗凡环

852-25321962

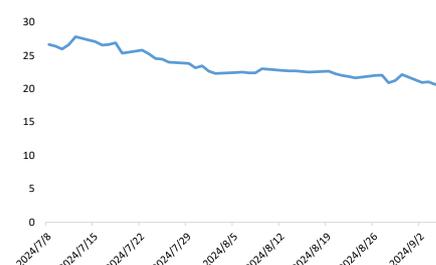
Simon.luo@firstshanghai.com.hk

行业	房地产
股价	21.0 港元
目标价	34.0 港元 (+65.8%)
股票代码	1109
已发行股本	71.31 亿股
市值	1497.5 亿港元
52 周高/低	32.68/18.98 港元
净资产	37.1 元/每股
主要股东	CRH (59.55%)

盈利摘要

股价表现

年结日: 31/12	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	207,061	251,137	264,511	269,565	277,769
变动(%)	-1.7%	21.3%	5.3%	1.9%	3.0%
归母核心净利润(百万人民币)	27,000	27,770	25,939	27,456	28,599
变动(%)	1.5%	2.9%	-6.6%	5.8%	4.2%
每股盈利(人民币元)	3.94	4.40	4.23	4.46	4.63
市盈率@20.65港元	4.7	4.2	4.4	4.2	4.0
DPS(元)	1.40	1.44	1.35	1.42	1.48
息率(%)	7.5%	7.8%	7.2%	7.7%	8.0%



来源: 公司资料, 第一上海

来源: 彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万港币>, 财务年度截至<十二月>						<百万港币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	207061	251137	264511	269565	277769	增长率 (%)					
- 物业销售	176162	212078	217643	214607	214171	收入	-2%	21%	5%	2%	3%
- 租金收入	17021	22228	27132	31507	35648	毛利润	-5%	16%	-10%	7%	7%
- 其他	13878	16831	19736	23452	27950	税前利润	-8%	20%	-12%	5%	4%
毛利	54291	63162	56838	60580	64688	净利润	-13%	15%	-4%	5%	4%
投资物业估值收益	6978	8001	8161	8324	8490	归属股东净利润	-13%	12%	-4%	5%	4%
其他收入与损益	3113	8588	7730	6957	6261	盈利分析 (%)					
销售与管理费用	11280	13980	14832	15116	15576	综合毛利率	26%	25%	20%	22%	23%
应占联合营合营收益	4101	2360	1341	1353	791	经营利润率	28%	27%	22%	23%	23%
经营利润	57209	68182	59314	62098	64655	净利润率	16%	15%	14%	14%	14%
净财务成本	1700	1744	1149	979	1088	地产业务净利率	8%	6%	5%	6%	6%
税前利润	55509	66438	58165	61119	63567	回报率 (%)					
税项	23140	29134	22246	23280	24273	派息比率	37%	37%	37%	37%	37%
少数股东权益	4278	5938	5747	6054	6287	ROA	3%	3%	2%	2%	2%
归属利润	28092	31365	30172	31785	33007	ROE	12%	12%	11%	11%	10%
核心利润	27000	27770	25939	27456	28599	偿付能力					
派息	9990	10277	9600	10161	10584	流动比率(倍)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
未分配利润	18101	21088	20572	21623	22423	利息覆盖率	5.9	7.0	6.1	7.6	7.1
每股盈利	3.94	4.40	4.23	4.46	4.63	净负债率	29%	24%	33%	38%	44%
每股派息	1.40	1.44	1.35	1.42	1.48						
资产负债表						现金流量表					
<百万港币>, 财务年度截至<十二月>						<百万港币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	95545	112675	88794	82113	73666	税前利润	55509	66438	58165	61119	63567
存货	463	407	448	493	542	折旧摊销	1333	1313	1444	1588	1747
可供销售物业	495498	524333	576766	634443	697887	利息收入	-2284	-3073	-8332	-7100	-7888
其他	121779	146946	154296	166839	180636	营运资金变动	26146	70328	-24880	-17285	-19000
流动资产	713285	784361	820304	883887	952731	税项	-24916	-22976	-22246	-23280	-24273
固定资产	16012	15827	17410	19151	21066	经营现金流	1230	47352	-1841	9050	8162
投资物业	237885	262808	289089	317998	349798	固定资产投资	-1679	-1678	-3027	-3329	-3662
于联合营企业投资	75717	85645	95922	107433	120325	投资物业投资	-21954	-22770	-26281	-28909	-31800
其他	38433	42536	46302	50562	55385	合营联营公司投资	-10764	-9346	-10277	-11511	-12892
总资产	1081332	1191177	1269026	1379031	1499304	已收利息	2200	2153	8332	7100	7888
合同负债	225789	267618	294380	323818	356200	其他	-7140	-7663	-6208	-6808	-7493
应付账款	162834	158671	174538	191992	211191	投资现金流	-39337	-39302	-37460	-43457	-47958
短期借贷	52337	42577	46834	51518	56670	借贷变化	6672	7177	21288	24269	27675
其他	86296	115340	107655	113743	120453	已付股息	-11102	-11102	-11102	-11102	-11102
流动负债	527256	584206	623408	681071	744513	已付财务费用	-9480	-9432	-9481	-8079	-8976
长期借贷	97924	113537	130568	150153	172676	其他	30565	12896	5233	14559	14776
应付高级票据	0	0	0	0	0	融资现金流	26136	8971	15420	27726	31349
递延税务	31820	34516	37968	41764	45941	现金变动	-11972	17021	-23881	-6681	-8447
其他	82624	74769	66603	67884	69303	期初现金及等价物	106773	95545	112675	88794	82113
总负债	739625	807028	858546	940872	1032433	期末现金及等价物	95545	112675	88794	82113	73666
股东权益	244047	264867	285439	307063	329486						
少数股东权益	97660	119282	125029	131083	137370						
永续资本工具	0	0	0	0	0						
负债与权益合计	341707	384149	410468	438146	466856						

资料来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。