

买入

2024年9月10日

## 销售及利润规模双领先，商业收入稳步增长

► **2024H1 权益口径销售额排名第一：**2024年上半年公司实现合同销售额约1484亿元，同比增长17.6%，行业排名第二，权益口径销售金额排名第一。合同销售面积约544万方，同比下降32.3%，合同均价提升21.7%至27279元/平方米。整体市占率提高0.49个ppt至3.15%。公司依然聚焦主流城市主流地段布局，一二线城市合约销售金额占集团系列公司（不含中海宏洋）合约销售金额从2023年底的74%上升至83%，其中北上广深实现销售金额744亿元，占整体销售金额62.7%，主要得益于公司首次推出的改善型高端产品逆市热销。

► **土地储备充足：**2024年上半年公司新增总购地金额128.9亿元，新增土地建面为117万方。截至2024年6月末，公司总土储约4905万方（其中中海宏洋土储为1583万方）。集团旗下系列公司已售未结转金额为2541亿元（其中中海宏洋为432亿元），较23年底增长7.1%，为后续的业绩稳中有升提供充足保障。

► **利润率维持行业领先，融资成本维持行业最低区间：**期内公司整体毛利率为22.1%，同比下降0.5个ppt；归属股东的核心净利润同比下降23.0%至106.4亿元（扣除税后投资物业重估增值），核心净利润率12.2%，价值创造能力行业领先。公司宣派中期股息每股30港仙，中期派息率提升4个百分点至28.3%。公司资产负债率约56.1%，净负债率约38.7%，平均融资成本约3.5%。公司在手现金约1002.4亿元，占总资产11.0%，人民币借贷占比提升至74.8%，融资结构持续优化，发展动能充足。

► **商业运营业务稳步增长：**期内公司商业运营收入同比增长20.0%至35.4亿元，其中一线城市收入占比42%。其中，写字楼业务顶住市场压力，新签约面积56万方，出租率76.2%，收入逆市增长6.4%至17.6亿元，商业运营收入分部收入占比50%。购物中心业务保持高增长，出租率96.6%，整体销售额同比提升30%，同店提升7%，推动收入同比大幅增长57.6%至11.1亿元。

► **目标价18.2港元，买入评级：**公司土储高度聚焦高能级城市及核心区域，开发运营效率及盈利能力行业领先，并拥有稳健的运营能力和财务结构，市占率不断提升。同时，融资能力和成本上的优势，将使公司获得更多的优质土储，支持公司持续提升盈利及长远发展。预计公司2024年至2026年的归母核心净利润分别223亿元、229亿元及236亿元，给予2024年8倍市盈率，目标价18.2港元，买入评级。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

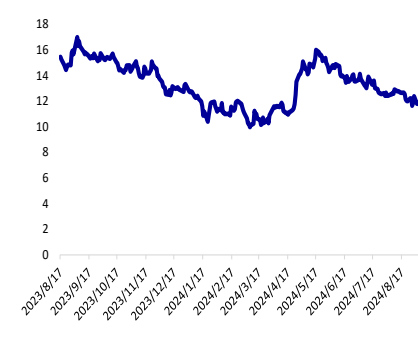
行业	房地产
股价	11.46 港元
目标价	18.20 港元 (+58.0%)
股票代码	688
已发行股本	109.45 亿股
市值	1254.28 亿港元
52 周高/低	16.29/9.65 港元
净资产	35.9 元/每股
主要股东	中国 建 筑 (56.00%)

## 盈利摘要

年结日: 31/12	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(百万元)	180,322	202,524	205,349	210,537	218,334
变动(%)	-25.6%	12.3%	1.4%	2.5%	3.7%
归母核心利润(百万元)	24,420	21,976	22,295	22,919	23,639
变动(%)	-32.9%	-10.0%	1.5%	2.8%	3.1%
每股盈利(元)	2.13	2.34	2.27	2.34	2.42
市盈率@11.46港元	5.4	4.9	5.0	4.9	4.7
DPS(港元)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
息率(%)	7.0%	6.5%	5.3%	5.5%	5.7%

来源: 公司资料, 第一上海

## 股价表现



来源: 彭博

## 附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万人民币,每股除外>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	<b>180,322</b>	<b>202,524</b>	<b>205,349</b>	<b>210,537</b>	<b>218,334</b>	<b>增长率 (%)</b>					
-物业销售	236,356	174,511	192,877	193,783	196,261	收入	-25.6%	12.3%	1.4%	2.5%	3.7%
-物业租赁	4,741	6,362	7,952	9,940	12,425	开发业务收入	-26.2%	10.5%	0.5%	1.3%	2.3%
-其他	1,070	3,285	3,613	4,336	5,203	毛利	-32.7%	7.2%	0.8%	3.0%	4.2%
<b>毛利</b>	<b>38,394</b>	<b>41,153</b>	<b>41,481</b>	<b>42,739</b>	<b>44,540</b>	经营利润	-42.2%	16.2%	-2.1%	3.1%	3.5%
投资物业估值收益	4,796	4,846	3,392	3,562	3,740	净利润	-43.0%	10.1%	-2.9%	3.0%	3.3%
其他收入与损益	-1,785	1,403	1,543	1,697	1,867	归属核心利润	-32.9%	-10.0%	1.5%	2.8%	3.1%
销售与管理费用	6,522	6,876	6,738	7,075	7,783	每股盈利	-42.1%	10.1%	-3.0%	3.0%	3.3%
<b>经营利润</b>	<b>34,882</b>	<b>40,525</b>	<b>39,677</b>	<b>40,923</b>	<b>42,364</b>	<b>盈利分析 (%)</b>					
应占联营合营收益	2,181	1,627	1,249	1,289	1,306	毛利率	21.3%	20.3%	20.2%	20.3%	20.4%
净财务成本	1,057	1,032	1,006	1,085	1,172	地产业务净利润率	12.8%	9.0%	9.1%	8.9%	8.7%
<b>税前利润</b>	<b>36,007</b>	<b>41,120</b>	<b>39,920</b>	<b>41,127</b>	<b>42,498</b>	<b>回报率 (%)</b>					
税项	11,451	14,074	13,663	14,076	14,545	ROE	6.7%	7.0%	6.5%	6.4%	6.3%
少数股东权益	1,291	1,437	1,418	1,461	1,509	ROA	2.7%	2.9%	2.7%	2.5%	2.5%
<b>归属利润</b>	<b>23,265</b>	<b>25,610</b>	<b>24,839</b>	<b>25,590</b>	<b>26,443</b>	股息率	31.5%	36.9%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>核心利润</b>	<b>24,420</b>	<b>21,976</b>	<b>22,295</b>	<b>22,919</b>	<b>23,639</b>	<b>偿还能力 (%)</b>					
派息	7,686	8,098	6,689	6,876	7,092	流动比率(倍)	2.36	2.29	2.21	2.13	2.06
<b>未分配利润</b>	<b>16,870</b>	<b>18,949</b>	<b>19,569</b>	<b>20,175</b>	<b>20,861</b>	净负债比率	45.2%	40.8%	47.8%	55.3%	63.3%
						资产负债率	59.1%	57.5%	58.4%	59.3%	60.2%
<b>每股盈利 (港元)</b>	<b>2.13</b>	<b>2.34</b>	<b>2.27</b>	<b>2.34</b>	<b>2.42</b>						
<b>每股派息 (港元)</b>	<b>0.40</b>	<b>0.45</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	110,306	105,629	90,692	72,796	51,659	税前利润	36,007	41,120	39,920	41,127	42,498
库存物业	488,813	487,641	536,405	590,045	649,050	折旧摊销	667	405	425	447	469
其他	65,281	61,382	67,520	74,272	81,700	营运资本变动	-20,982	14,659	-28,448	-31,293	-34,422
<b>流动资产</b>	<b>664,400</b>	<b>654,652</b>	<b>694,617</b>	<b>737,113</b>	<b>782,409</b>	税项	-22,583	-17,072	-14,074	-13,663	-14,076
固定资产	7,086	6,904	7,594	8,354	9,189	<b>经营现金流</b>	<b>-10,518</b>	<b>35,279</b>	<b>-7,779</b>	<b>-8,722</b>	<b>-10,664</b>
投资物业	190,227	207,746	228,521	251,373	276,510	资本开支	-649	-205	-1,116	-1,206	-1,304
联营合营企业投资	43,410	46,302	50,932	56,026	61,628	合营联营公司投资	-479	-169	-4,630	-5,093	-5,603
其他	8,132	8,000	8,773	9,622	10,557	其他	-7,012	-4,398	-12,733	-15,694	-18,019
<b>总资产</b>	<b>913,254</b>	<b>923,604</b>	<b>990,437</b>	<b>1,062,488</b>	<b>1,140,293</b>	<b>投资现金流</b>	<b>-8,140</b>	<b>-4,771</b>	<b>-18,479</b>	<b>-21,993</b>	<b>-24,926</b>
合同负债	107,676	108,619	119,481	131,429	144,572	借贷变化	-4,203	-1,897	17,981	19,663	21,511
应付账款	78,651	85,684	94,253	103,678	114,046	已付股息	-11,598	-8,729	-6,689	-6,876	-7,092
短期借贷	19,718	21,158	23,274	25,601	28,161	其他	13,728	-24,393	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>281,151</b>	<b>285,701</b>	<b>314,271</b>	<b>345,698</b>	<b>380,267</b>	<b>融资现金流</b>	<b>-2,073</b>	<b>-35,018</b>	<b>11,292</b>	<b>12,787</b>	<b>14,419</b>
长期借贷	145,835	144,140	158,554	174,409	191,850	<b>现金变动</b>	<b>-20,731</b>	<b>-4,510</b>	<b>-14,965</b>	<b>-17,928</b>	<b>-21,171</b>
递延税务	26,952	27,336	30,069	33,076	36,384	期初现金及等价物	129,861	109,709	105,344	90,379	72,451
<b>总负债</b>	<b>540,156</b>	<b>530,692</b>	<b>577,957</b>	<b>629,832</b>	<b>686,777</b>	期末现金及等价物	109,709	105,344	90,379	72,451	51,280
<b>股东权益</b>	<b>354,480</b>	<b>373,018</b>	<b>391,169</b>	<b>409,883</b>	<b>429,235</b>	受限制现金	597	285	314	345	379
少数股东权益	18,618	19,894	21,312	22,773	24,282						
<b>负债与权益合计</b>	<b>913,254</b>	<b>923,604</b>	<b>990,437</b>	<b>1,062,488</b>	<b>1,140,293</b>						

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。