

房地产

2025年03月26日

华润置地 (01109)

——经常性利润贡献超百亿，全覆盖分红、高股息价值提升

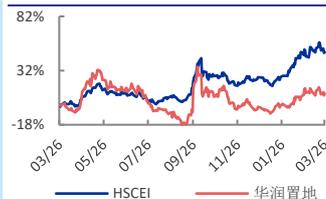
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025年03月26日

收盘价 (港币)	25.85
恒生中国企业指数	8654.26
52周最高/最低 (港币)	33.70/18.56
H股市值 (亿港元)	1,843.35
流通H股 (百万股)	7,130.94
汇率 (人民币/港币)	1.0836

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
曹曼 A0230520120003
caoman@swsresearch.com

联系人

曹曼
(8621)23297818x
caoman@swsresearch.com

投资要点：

- **24年核心净利润同比-8%、符合预期，经常性业务贡献占比达41%、并全覆盖分红。**公司公告，24年公司营业收入2,788亿元，同比+11.0%；归母净利润256亿元，同比-18.5%；核心净利润256亿元，同比-7.9%，其中经常性业务核心净利润达103亿元，同比+8.2%，其贡献占比达41%、同比+6pct；每股基本收益3.59元，同比-18.4%。地产结算收入2,372亿元，同比+11.8%；地产结算面积1,065万平，同比-10.0%。毛利率、归母净利润率和核心净利率分别为21.6%、9.2%和9.2%，同比分别-3.5pct、-3.3pct和-1.9pct；地产结算毛利率16.8%，同比-3.9pct；三费率为8.2%，同比+0.6pct，其中销售、管理、财务费率分别+0.2pct、-0.3pct、+0.7pct；投资收益3.9亿元，同比-83.6%；IP公允价值变动76亿元，同比-4.6%；24年末合同负债2,155亿元，同比-19.5%，覆盖24年地产结算收入0.91倍。此外，公司拟派发末期每股股息1.119元，全年每股股息1.319元、同比-8.5%，对应分红比例（占核心净利润）37%、同比持平，并经常性业务核心净利润首次全覆盖分红、覆盖比例提升至110%，股息率（2025/3/26收盘价）5.5%。
- **24年销售额2,611亿元、同比-15%，拿地/销售额比30%、24年11月开始加速拿地。**24年公司销售金额2,611亿元，同比-15.0%；权益比例69%；销售面积1,134万平，同比-13.3%；销售均价2.30万元/平，同比-2.0%。24年公司拿地面积393万平，同比-70%；拿地金额776亿元，同比-57%；拿地/销售金额比和面积比分别为30%和35%，拿地/销售均价比86%，主要由于拿地聚焦上海杭州等核心城市；公司自24年11月开始加速拿地，24年11月-25年2月平均拿地/销售金额比为104%。24年末公司开发销售型土储4,390万平，其中一二线占比71%，约56%土储货值由2022年及之后新获取项目构成；IP土储804万平，其中购物中心占比69%。此外，公司2025年可售货值5,009亿元，其中89%位于一二线高能级城市、住宅产品占比77%。
- **24年商场零售额同比+19%、非重奢同比+27%，经营性收入233亿元、同比+5%。**1) 商场方面，24年末已开业92座（24年新开业16座），其中71座零售额排名当地前3；商场零售额1,953亿元，同比+19.2%，同店同比+4.6%；其中非重奢占比62%，同比+2pct。其中重奢零售额同比+8.7%，非重奢零售额同比+26.5%。24年租管费193亿元，同比+8.4%；租售比12.2%，同比-0.2pct；出租率97.1%，同比+0.6pct；毛利率76%，同比持平；经营利润率61.0%，同比+2.5pct。2) 写字楼方面，24年租金18.8亿元，同比-8.7%；毛利率72.4%，同比-0.5pct；出租率75%。3) 酒店方面，24年收入20.7亿元，同比-10.8%；毛利率11.4%，同比-6.1pct；入住率64%，同比+1pct。综上，公司24H年IP租金合计233亿元，同比+4.8%。
- **三条红线稳居绿档，融资成本新低、资金优势明显，助力公司逆势扩张。**至24年末，公司处于三条红线绿档，我们计算剔除预负债率56.5%，净负债率仅32.4%，现金短债比1.9倍；有息负债2,598亿元，同比+11.8%；融资成本3.11%，较23年末-45bp；有息负债账期6.7年，处于行业高位，资金优势明显。至24年末，公司已售未结金额2,320亿元，覆盖24年地产结算金额1.0倍，助力未来业绩释放。
- **投资分析意见：经常性利润贡献超百亿，全覆盖分红、高股息价值提升，维持“买入”评级。**华润置地背靠华润集团，是行业领先的城市投资开发运营商。公司坚持“3+1”的商业模式，其中IP综合实力全国领先。同时公司财务稳居绿档，融资成本处于行业最低位之一，资金优势明显，助力公司逆势扩张。考虑到目前行业销售承压，我们下调公司25-26年归母净利润预测分别为258/260亿元（原294/323亿元），并引入27年为266亿元，现价对应25年PE6.6X，考虑到公司住宅开发方面土储优质，商业运营属于行业优质龙头之一并能贡献业绩压舱石，同时公司经常性业务核心净利润超百亿、并首次全覆盖分红，有助于提升分红持续性预期，目前股息率达5.5%，维持“买入”评级。
- **风险提示：房地产调控超预期收紧，销售去化率不及预期，并购业务推进不及预期。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	251,137	278,799	275,788	263,701	268,164
同比增长率 (%)	21.3	11.0	(1.1)	(4.4)	1.7
归母净利润 (百万元)	31,365	25,577	25,779	25,983	26,631
同比增长率 (%)	11.7	(18.5)	0.8	0.8	2.5
每股收益 (元/股)	4.40	3.59	3.62	3.64	3.73
净资产收益率 (%)	.	.	.	.	.
市盈率	.	.	.	.	.
市净率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

附录 – 财务报表

表 1: 利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	251,137	278,799	275,788	263,701	268,164
营业成本	187,975	218,466	221,529	210,818	213,974
销售费用	7,302	7,794	7,710	7,372	7,497
管理费用	6,679	6,001	5,936	5,676	5,772
财务费用	1,744	3,182	2,926	2,914	2,903
公允价值变动损益	8,001	7,632	7,876	8,127	8,387
投资收益	2,360	388	4,271	5,125	5,125
营业利润	61,722	58,068	58,687	59,152	60,628
营业外收支	4,716	160	0	0	0
利润总额	66,438	58,228	58,687	59,152	60,628
所得税	29,134	24,550	24,743	24,939	25,561
净利润	37,304	33,678	33,944	34,213	35,066
少数股东损益	5,938	8,101	8,165	8,230	8,435
归属母公司净利润	31,365	25,577	25,779	25,983	26,631
NOPLAT	28,636	28,680	15,869	14,896	15,360
EPS(摊薄) (元)	4.40	3.59	3.62	3.64	3.73

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 2: 资产负债表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	112,675	131,294	185,400	197,955	209,807
应收账款	139,327	126,967	125,596	120,091	122,124
存货	524,740	441,250	436,483	417,354	424,418
其他流动资产	7,618	10,915	9,779	9,567	9,630
流动资产合计	784,361	710,426	757,258	744,967	765,978
长期股权投资	85,645	85,092	85,092	85,092	85,092
固定资产	15,827	15,009	15,009	15,009	15,009
无形资产	3,836	0	0	0	0
投资性房地产	262,808	271,199	279,857	288,792	298,012
其他非流动资产	38,701	46,667	8,079	8,079	8,079
非流动资产合计	406,816	417,967	388,038	396,972	406,192
资产合计	1,191,177	1,128,394	1,145,295	1,141,940	1,172,170
短期借款	64,287	69,423	70,396	66,993	67,995
应付账款	84,243	68,212	69,168	65,824	66,809
预收款项	267,618	215,482	213,154	203,813	207,262
其他流动负债	168,057	150,246	145,552	138,515	140,588
流动负债合计	584,206	503,363	498,271	475,144	482,656
长期借款	167,993	190,359	190,359	190,359	190,359
其他非流动负债	,	,	,	,	,

非流动负债合计	222,822	228,291	228,823	226,963	227,511
负债合计	807,028	731,654	727,094	702,107	710,167
归属母公司所有者权益	264,867	272,507	288,806	305,235	322,073
少数股东权益	119,282	124,232	129,395	134,598	139,931
所有者权益合计	384,149	396,740	418,201	439,832	462,004
负债和股东权益	1,191,177	1,128,394	1,145,295	1,141,940	1,172,170

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	37,304	33,678	33,944	34,213	35,066
折旧与摊销	1,313	0	0	0	0
营运资本变动	11,698	(14,755)	91,043	8,977	14,047
其他经营活动现金流	(14,555)	(12,940)	(19,239)	(20,547)	(21,141)
经营活动产生的现金流量	35,759	5,983	105,747	22,643	27,972
资本性支出	(369)	(1,636)	0	0	0
其他投资活动现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(24,554)	(6,754)	(8,658)	(8,935)	(9,220)
债务增加	74,191	(54,848)	849	(20,450)	6,723
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	10,277	9,406	9,480	9,555	9,793
其他筹资活动现金流	21,622	4,950	5,162	5,203	5,333
筹资活动产生的现金流	5,288	18,466	(41,847)	(940)	(6,963)
现金及现金等价物净增加额	17,131	18,619	54,106	12,555	11,851
现金及现金等价物期末余额	112,675	131,294	185,400	197,955	209,807

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。