

# 华润置地 (01109.HK)

## 开发业务保持行业领先，投资物业经营状况良好

优于大市

### 核心观点

**核心净利润同比-8%，经常性业务贡献占比提升。**2024年，公司实现营业收入2788亿元，同比+11%，其中经常性业务收入416亿元，同比+7%，占比15%；实现核心净利润254亿元，同比-8%，其中经常性业务贡献核心净利润103亿元，同比+8%，占比41%，同比提升6pct。2024年，公司核心净利率9.1%，同比下降1.9pct，主要因为毛利率21.6%，同比下降了3.6pct；其中，开发销售型业务毛利率下降3.9pct至16.8%，而经营性不动产业务的毛利率提升0.4pct至70.0%，助力公司稳健经营。2024年，公司每股派息1.32元，全年派息率连续多年保持在37%。

**开发销售型业务经营稳健。**2024年，公司开发销售型业务收入2372亿元，同比+12%；签约销售额2611亿元，同比-15%，其中一二线城市销售额占比90%，权益销售额占比69%；销售额行业排名第3，同比提升1个名次，市占率2.7%，保持行业领先地位。公司谨慎投资，2024年新增土储建面393万m<sup>2</sup>，同比-70%，其中一二线城市投资占比94%，权益拿地金额占比68%，保持合理。2024年，以新增土储拿地金额/当年签约销售金额计算的投资强度为30%，虽然同比有所降低，但截至2024年末，公司总土储建面为5194万m<sup>2</sup>，仍然充裕；同时新增土储楼面价提升至2.0万元/m<sup>2</sup>，以新增土储楼面价/当年签约销售均价计算的房地比为1.2，期待后续销售均价提升，减轻销售规模受面积减少的冲击。

**购物中心规模保持增长且经营状况良好。**2024年，公司经营性不动产业务收入为233亿元，同比+5%，其中购物中心业态租金收入为194亿元，同比+8%，占比为83%，同比提升3pct。截至2024年末，公司在营购物中心92个，其中71个项目在当地零售额排名前三，占比77%；当年新开业购物中心16个，创下历史新高。2024年，公司在营购物中心整体出租率97.1%，同比提升0.6pct；在营购物中心实现零售额1953亿元，占社零售总额的比重为0.4%，同比+19%，其中同店同比+5%；以租金收入/零售额口径计算的租售比12%，毛利率76%，同比均基本持平。

**公司各项财务指标健康且持续改善。**截至2024年末，公司总资产为1.1万亿元，其中投资物业占比24%；净资产为3967亿元，同比+3%；货币资金为1313亿元，同比+17%；净有息负债率31.9%，同比下降0.7pct；剔除预收的资产负债率55.6%，同比下降1.8pct；加权平均融资成本为3.11%，同比下降45个基点。2024年，公司经常性业务收入能覆盖2倍股息及利息倍数，偿债资金压力较小。

**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2025-2026年收入分别为2469/2282亿元（原值为2511/2419亿元），2025-2026年归母净利润分别为245/241亿元（原值为263/267亿元），对应每股收益分别为3.43/3.39元，对应当前股价PE分别为7.3/7.4倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**若房地产行业基本面下行超预期，利好政策推出力度和落地效果不及预期，公司开发销售型物业销售规模和销售价格将受到影响，结算规模和结算毛利率有可能继续下行；若消费景气度受外部环境或宏观经济波动影响，公司经营性不动产业务租金收入和盈利水平有可能不及预期。

### 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：王粤雷  
0755-81981019  
wangyuelei@guosen.com.cn  
S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314  
wangjing20@guosen.com.cn  
S0980522100002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.35 港元
总市值/流通市值	195031/195031 百万港元
52周最高价/最低价	32.30/18.56 港元
近3个月日均成交额	582.97 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)-核心净利润同比降低5%，经常性业务贡献51%利润》——2024-08-30
- 《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

## 盈利预测和财务指标

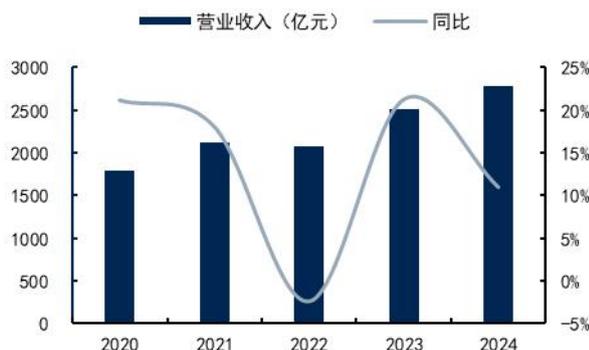
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	251,137	278,799	246,860	228,155	223,029
(+/-%)	21.3%	11.0%	-11.5%	-7.6%	-2.2%
归母净利润(百万元)	27770	25420	24460	24147	24426
(+/-%)	2.9%	-8.5%	-3.8%	-1.3%	1.2%
每股收益(元)	3.89	3.56	3.43	3.39	3.43
EBIT Margin	19.6%	16.7%	17.4%	18.1%	18.5%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	9.5%	8.4%	7.7%	7.4%
市盈率 (PE)	6.5	7.1	7.3	7.4	7.3
EV/EBITDA	19.5	19.0	19.2	19.5	19.5
市净率 (PB)	0.68	0.66	0.62	0.59	0.57

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

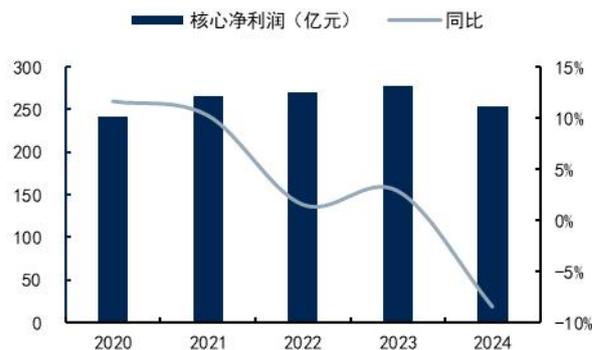
**核心净利润同比-8%，经常性业务贡献占比提升。**2024年，公司实现营业收入2788亿元，同比+11%，其中经常性业务收入416亿元，同比+7%，占比15%；实现核心净利润254亿元，同比-8%，其中经常性业务贡献核心净利润103亿元，同比+8%，占比41%，同比提升6pct。2024年，公司核心净利率9.1%，同比下降1.9pct，主要因为毛利率21.6%，同比下降了3.6pct；其中，开发销售型业务毛利率下降3.9pct至16.8%，而经营性不动产业务的毛利率提升0.4pct至70.0%，助力公司稳健经营。2024年，公司每股派息1.32元，全年派息率连续多年保持在37%。

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3：公司历年毛利率及核心净利率



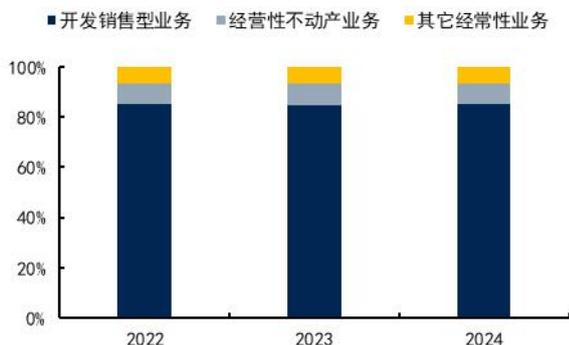
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：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

图5: 公司历年各业务类型收入占比



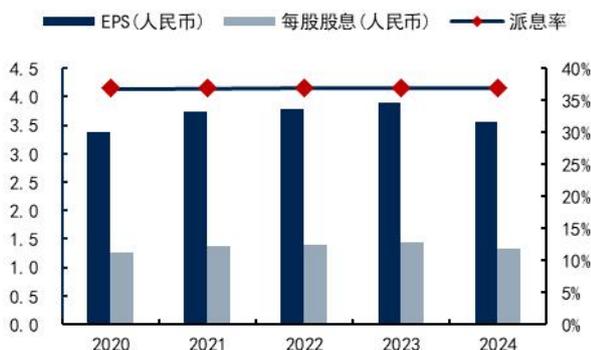
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 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7: 公司历年派息率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

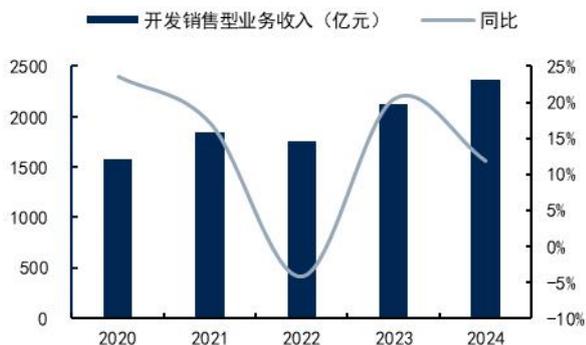
图8: 公司历年股息率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

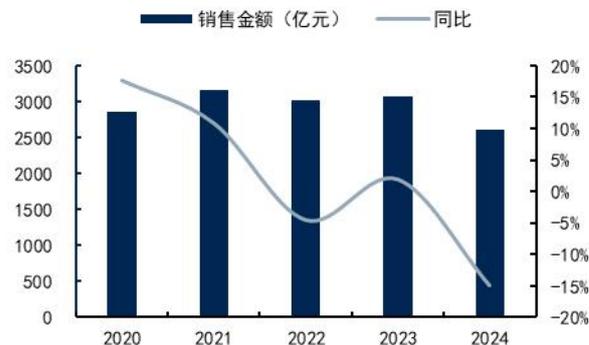
**开发销售型业务经营稳健。**2024年,公司开发销售型业务收入2372亿元,同比+12%;签约销售额2611亿元,同比-15%,其中一二线城市销售额占比90%,权益销售额占比69%;销售额行业排名第3,同比提升1个名次,市占率2.7%,保持行业领先地位。公司谨慎投资,2024年新增土储建面393万m<sup>2</sup>,同比-70%,其中一二线城市投资占比94%,权益拿地金额占比68%,保持合理。2024年,以新增土储拿地金额/当年签约销售金额计算的投资强度为30%,虽然同比有所降低,但截至2024年末,公司总土储建面为5194万m<sup>2</sup>,仍然充裕;同时新增土储楼面价提升至2.0万元/m<sup>2</sup>,以新增土储楼面价/当年签约销售均价计算的房地比为1.2,期待后续销售均价提升,减轻销售规模受面积减少的冲击。

图9: 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10: 公司历年签约销售额及同比



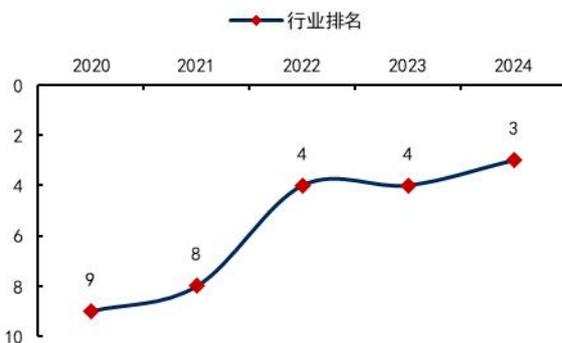
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 公司历年签约销售额市占率



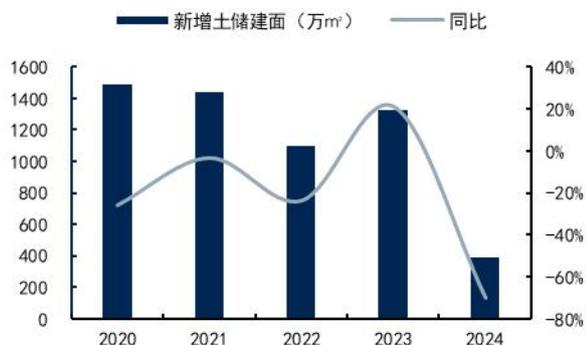
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司历年签约销售额行业排名



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



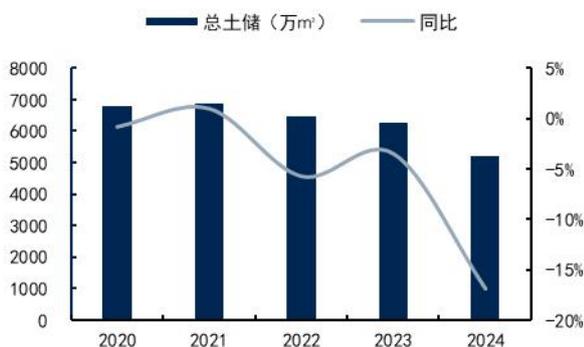
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司历年拿地金额及投资强度



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 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

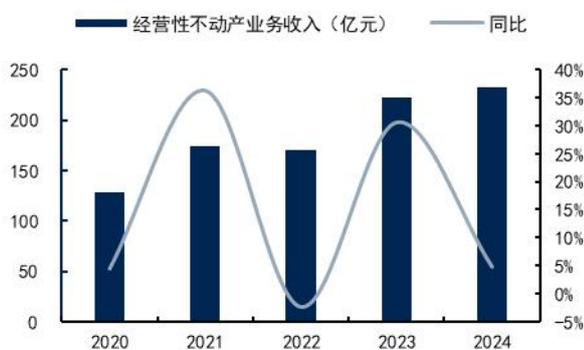
图16: 公司历年房地比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

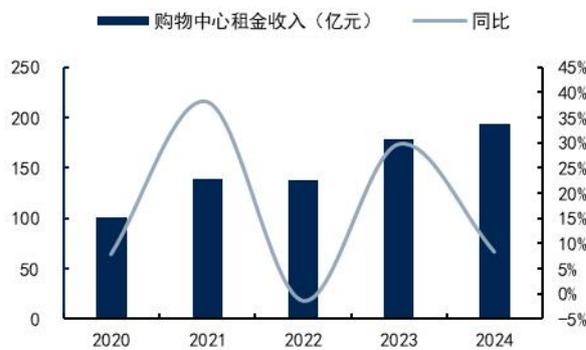
**购物中心规模保持增长且经营状况良好。**2024年, 公司经营性不动产业务收入为233亿元, 同比+5%, 其中购物中心业态租金收入为194亿元, 同比+8%, 占比为83%, 同比提升3pct。截至2024年末, 公司在营购物中心92个, 其中71个项目在当地零售额排名前三, 占比77%; 当年新开业购物中心16个, 创下历史新高。2024年, 公司在营购物中心整体出租率97.1%, 同比提升0.6pct; 在营购物中心实现零售额1953亿元, 占社零售总额的比重为0.4%, 同比+19%, 其中同店同比+5%; 以租金收入/零售额口径计算的租售比12%, 毛利率76%, 同比均基本持平。

图17: 公司历年经营性不动产业务收入及同比

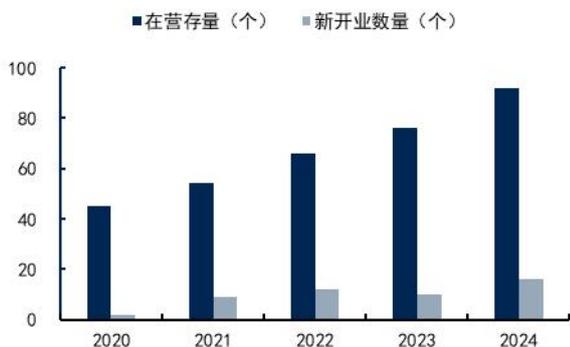


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 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19: 公司历年购物中心开业数量**


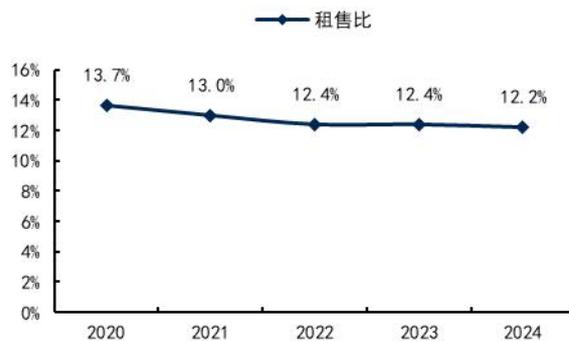
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**图20: 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

**图21: 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22: 公司历年购物中心租售比**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

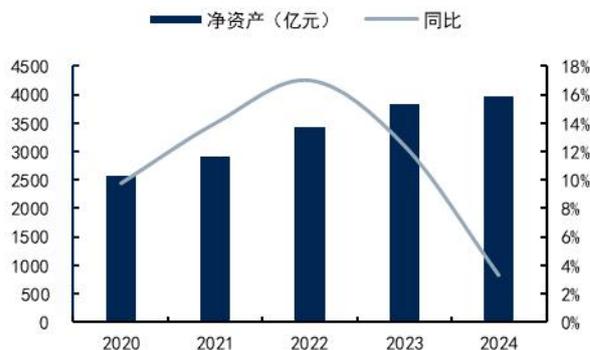
**公司各项财务指标健康且持续改善。**截至 2024 年末, 公司总资产为 1.1 万亿元, 其中投资物业占比 24%; 净资产为 3967 亿元, 同比+3%; 货币资金为 1313 亿元, 同比+17%; 净有息负债率 31.9%, 同比下降 0.7pct; 剔除预收的资产负债率 55.6%, 同比下降 1.8pct; 加权平均融资成本为 3.11%, 同比下降 45 个基点。2024 年, 公司经常性业务收入能覆盖 2 倍股息及利息倍数, 偿债资金压力较小。

图23: 公司历年总资产及投资物业占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图24: 公司历年净资产及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图25: 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26: 公司历年融资成本



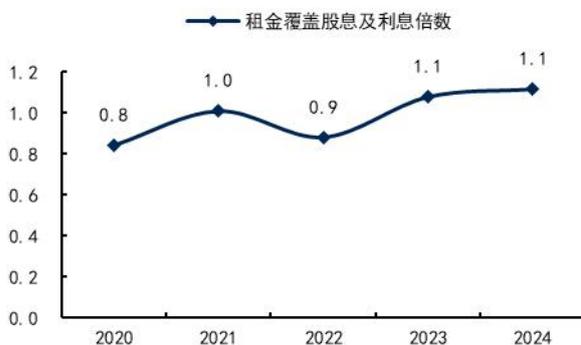
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图27: 公司历年经常性业务收入覆盖股息及利息倍数



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图28: 公司历年租金收入覆盖股息及利息倍数



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 2025-2026 年收入分别为 2469/2282 亿元（原值为 2511/2419 亿元），2025-2026 年归母净利润分别为 245/241 亿元（原值为 263/267 亿元），对应每股收益分别为 3.43/3.39 元，对应当前股价 PE 分别为 7.3/7.4 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**若房地产行业基本面下行超预期，利好政策推出力度和落地效果不及预期，公司开发销售型物业销售规模和销售价格将受到影响，结算规模和结算毛利率有可能继续下行；若消费景气度受外部环境或宏观经济波动影响，公司经营性不动产业务租金收入和盈利水平有可能不及预期。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	112675	131294	152009	190766	206517	营业收入	251137	278799	246860	228155	223029
应收款项	135275	126967	112422	103903	101569	营业成本	187975	218466	191587	175529	170764
存货净额	524740	441250	386395	353644	343847	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	4606	5531	4897	4526	4424	销售费用	7302	7794	6901	6379	6235
<b>流动资产合计</b>	<b>784361</b>	<b>710426</b>	<b>661108</b>	<b>652839</b>	<b>656358</b>	管理费用	6679	6001	5313	4911	4801
固定资产	15827	15009	15216	15270	15242	财务费用	1744	3182	5177	4753	4518
无形资产及其他	4879	8079	7675	7271	6867	投资收益	0	0	388	388	388
投资性房地产	300466	309787	309787	309787	309787	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	85645	85092	95092	105092	115092	其他收入	14285	14712	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1191177</b>	<b>1128394</b>	<b>1088878</b>	<b>1090260</b>	<b>1103346</b>	营业利润	61722	58068	38269	36972	37099
短期借款及交易性金融负债	64287	69423	55000	62903	62442	营业外净收支	4716	160	160	160	160
应付款项	119649	99202	86870	79506	77304	<b>利润总额</b>	<b>66438</b>	<b>58228</b>	<b>38429</b>	<b>37131</b>	<b>37259</b>
其他流动负债	400270	334738	293320	268617	261262	所得税费用	29134	24550	9607	9283	9315
<b>流动负债合计</b>	<b>584206</b>	<b>503363</b>	<b>435190</b>	<b>411027</b>	<b>401008</b>	少数股东损益	5938	8101	5347	5166	5184
长期借款及应付债券	167993	190359	200359	207859	212859	<b>归母净利润</b>	<b>27770</b>	<b>25420</b>	<b>24460</b>	<b>24147</b>	<b>24426</b>
其他长期负债	54830	37932	38432	38932	39432						
<b>长期负债合计</b>	<b>222822</b>	<b>228291</b>	<b>238791</b>	<b>246791</b>	<b>252291</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>807028</b>	<b>731654</b>	<b>673981</b>	<b>657818</b>	<b>653299</b>	归母净利润	27770	25420	24460	24147	24426
少数股东权益	119282	124232	127601	130855	134121	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	264867	272507	287297	301587	315926	折旧摊销	1313	1320	1436	1495	1552
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1191177</b>	<b>1128394</b>	<b>1088878</b>	<b>1090260</b>	<b>1103346</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	1744	3182	5177	4753	4518
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(20813)	(21324)	16783	10075	3175
每股收益	3.89	3.56	3.43	3.39	3.43	其它	39083	44106	2384	1790	1600
每股红利	1.44	1.32	1.22	1.18	1.18	<b>经营活动现金流</b>	<b>47352</b>	<b>49522</b>	<b>45062</b>	<b>37507</b>	<b>30752</b>
每股净资产	37.14	38.21	40.29	42.29	44.30	资本开支	(1128)	(502)	(1239)	(1145)	(1119)
ROIC	5%	5%	6%	6%	6%	其它投资现金流	(5998)	1680	0	5385	0
ROE	12%	10%	8%	8%	7%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(39302)</b>	<b>(39302)</b>	<b>(11239)</b>	<b>(5760)</b>	<b>(11119)</b>
毛利率	25%	22%	22%	23%	23%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	17%	17%	18%	18%	负债净变化	8477	22366	10000	7500	5000
EBITDA Margin	20%	17%	18%	19%	19%	支付股利、利息	(10276)	(9406)	(8686)	(8393)	(8421)
收入增长	21%	11%	-11%	-8%	-2%	其它融资现金流	21923	(19728)	(14423)	7903	(461)
净利润增长率	3%	-8%	-4%	-1%	1%	<b>融资活动现金流</b>	<b>8971</b>	<b>8399</b>	<b>(13109)</b>	<b>7011</b>	<b>(3883)</b>
资产负债率	78%	76%	74%	72%	71%	现金净变动	17131	18619	20714	38758	15751
息率	5.7%	5.2%	4.8%	4.7%	4.7%	货币资金的期初余额	95545	112675	131294	152009	190766
P/E	6.5	7.1	7.3	7.4	7.3	货币资金的期末余额	112675	131294	152009	190766	206517
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	企业自由现金流	0	6411	49274	41428	34529
EV/EBITDA	20	19	19	20	19	权益自由现金流	0	10900	40968	53266	35679

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