内地房地产

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 30.40	港元 35.30个	+16.1%

2025 年 8 月 27 日

华润置地 (1109 HK)

1H25 毛利率反弹，维持派息水平；维持买入

- **毛利率触底反弹，维持派息水平。**1H25，物业交付增加带动公司物业开发收入同比增长 25.8%至 744 亿元（人民币，下同），整体收入同比上升 20.0%至 949 亿元。物业开发结算毛利率回升 3.2 个百分点至 15.6%，整体毛利率同比升 1.7 个百分点至 24.0%，毛利/净利润分别同比升 29.3%/16.2%至 228/119 亿元。扣除分拆房托及其他一次收益影响，核心利润约同比降 6.6%至 100 亿元。公司建议中期每股派息维持在 0.2 元，派息率微升 1 个百分点至 14%。

- **杠杆维持低位，融资成本下降。**2025 年 6 月底有总息负债率/净有息负债率 40.7%/39.2%（2024 年底：39.6%/31.9%）。加权平均融资成本进一步下降 32 个基点至 2.79%，为行业最低水平（2024 年底：3.11%），同时平均债务期限维持在约 6.4 年，而非人民币净负债敞口占比仅 4.0%（2024 年底：3.9%）。

- **非房产业务表现稳定。**上半年合同销售额为 1,103 亿元，同比降 11.6%，但销售均价同比升 11.9%至 26,777 元，公司计划下半年可售资源 3,894 亿元，以 40-50%去化率估算，我们预计全年合同销售约 2,660-3,050 亿元。资产管理规模较 2024 年末上升 4.6%至 4,835 亿元，购物中心占约 65%。购物中心/写字楼/酒店经营收入约为 104/8.2/8.7 亿元，同比+9.9%/-14.2%/-16.3%。截至 6 月底在营购物中心 95 个，公司预计到 2028 年末在营购物中心增加至 114 个，我们预计未来三年经营性不动产业务收入可维持 10%以上年增长。

- **维持买入。**华润置地负债率维持在行业低位，财务成本持续下降，我们相信叠加毛利率触底，有望缓解行业波动影响，并在未来带来利润增长。同时上半年并表口径已售未结合同销售额为 2,378 亿元，当中 1,595 亿元将于 2H25 结算，已基本锁定我们全年的收入预测。我们维持 2025-2027 财年的盈利预测，但鉴于潜在的利润率改善，我们预计长期盈利前景会更好。我们维持**买入**评级，将目标资产净值折让从 40%缩小至 35%，并据我们新的估计资产净值，调整目标价至 35.30 港元（原 31.68 港元）。

财务数据一览

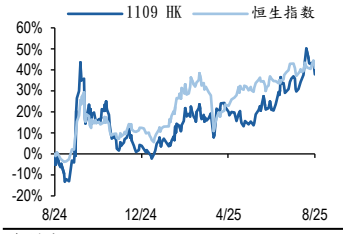
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	251,137	278,799	300,698	328,424	357,585
同比增长(%)	21.3	11.0	7.9	9.2	8.9
核心利润(百万人民币)	27,774	25,420	25,495	26,949	28,412
核心每股盈利(人民币)	3.89	3.56	3.58	3.78	3.98
同比增长(%)	2.9	-8.5	0.3	5.7	5.4
市盈率(倍)	7.2	7.8	7.8	7.4	7.0
每股账面净值(人民币)	37.14	38.21	40.47	42.93	45.52
市账率(倍)	0.75	0.73	0.69	0.65	0.61
股息率(%)	5.2	4.7	4.7	5.0	5.3

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	33.10
52周低位(港元)	19.12
市值(百万港元)	216,780.58
日均成交量(百万)	21.92
年初至今变化(%)	34.81
200天平均价(港元)	27.15

资料来源: FactSet

谢骐聪, CFA, FRM
philip.tse@bocomgroup.com
(852) 3766 1815

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

图表 1: 华润置地 2025 年上半年业绩概览

(人民币百万元)	2024 年上半年	2025 年上半年	同比 (%)
总收入	**79,127**	**94,921**	**20.0**
物业开发	59,127	74,358	25.8
经营性不动产	11,470	12,106	5.5
轻资产管理	5,893	6,000	1.1
生态圈要素型业务	2,638	2,457	(7.7)
收入成本	(61,500)	(72,137)	17.2
毛利	**17,627**	**22,785**	**29.3**
销售及管理费用	(4,579)	(4,781)	4.2
投资物业以及金融资产公允价值变动	3,644	2,584	(29.1)
其他净收入	3,405	1,582	(53.6)
息税前利润	**20,096**	**22,170**	**10.4**
财务成本	(871)	(1,521)	72.3
应占联营/合资企业利润	1,425	1,250	(12.2)
税前利润	**20,650**	**21,899**	**6.2**
所得税	(8,135)	(7,212)	(11.4)
税后利润	**12,515**	**14,687**	**17.6**
少数股东权益	(2,262)	(2,807)	24.1
净利润	**10,253**	**11,880**	**16.2**
核心净利润	**10,740**	**10,000**	**(6.6)**
每股核心盈利 (人民币)	1.506	1.40	(6.6)
每股派息 (人民币)	0.200	0.200	0.0
派息比率 (%)	13.3%	14.3%	0.9 百分点
毛利率 (%)	22.3%	24.0%	1.7 百分点
息税前利润率 (%)	25.4%	23.4%	(2.0 百分点)
净利润率 (%)	13.0%	12.5%	(0.4 百分点)
核心净利润率 (%)	13.6%	10.5%	(3.0 百分点)
	2024 年 12 月	**2025 年 6 月**	**变动 (%)**
资产负债率 (%)	55.7	55.3	(0.4 百分点)
总有息负债率 (%)	39.6	39.2	(0.4 百分点)
净有息负债率 (%)	31.9	39.2	7.3 百分点
平均融资成本 (%)	3.11	2.79	(0.32 百分点)
(人民币十亿元)			
总资产	1,130	1,149	1.7
总权益	397	410	3.4
有息负债	260	281	8.1
现金及银行结存	133	120	(9.8)

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 华润置地 (1109 HK)目标价及评级

资料来源: FactSet，交银国际预测

图表 3: 交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
823 HK	领展房托	买入	41.26	49.80	20.7%	2025 年 08 月 25 日	香港房地产
17 HK	新世界发展	买入	6.50	6.94	6.7%	2025 年 03 月 03 日	香港房地产
778 HK	置富产业信托	买入	4.77	5.86	22.9%	2024 年 12 月 12 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	91.85	96.10	4.6%	2024 年 09 月 03 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	26.98	25.90	-4.0%	2025 年 08 月 22 日	香港房地产
1109 HK	华润置地	买入	30.40	31.68	4.2%	2025 年 03 月 28 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.95	6.60	33.3%	2024 年 08 月 13 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.46	1.16	154.9%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
6626 HK	越秀服务	买入	2.80	4.20	50.0%	2025 年 08 月 22 日	物业服务
6098 HK	碧桂园服务	买入	6.56	8.36	27.4%	2025 年 05 月 02 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	5.33	6.30	18.2%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	3.01	3.20	6.3%	2024 年 08 月 19 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.55	0.60	9.1%	2023 年 11 月 30 日	物业服务

资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 27 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	251,137	278,799	300,698	328,424	357,585
主营业务成本	(187,975)	(218,466)	(234,407)	(260,159)	(289,638)
毛利	**63,162**	**60,334**	**66,291**	**68,265**	**67,947**
销售及管理费用	(13,980)	(13,795)	(15,937)	(17,406)	(18,594)
经营利润	**49,181**	**46,538**	**50,354**	**50,859**	**49,352**
财务成本净额	(1,744)	(3,182)	(651)	(1,115)	(1,302)
应占联营公司利润及亏损	2,360	388	2,195	2,425	2,920
其他非经营净收入/费用	16,640	14,484	7,536	8,290	9,119
税前利润	**66,438**	**58,228**	**59,435**	**60,459**	**60,089**
税费	(29,134)	(24,550)	(25,202)	(23,967)	(21,287)
非控股权益	(5,938)	(8,101)	(8,737)	(9,543)	(10,390)
净利润	**31,365**	**25,577**	**25,495**	**26,949**	**28,412**
作每股收益计算的净利润	27,774	25,420	25,495	26,949	28,412

资产负债简表 (百万元人民币)

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	112,675	131,294	109,726	120,141	188,014
有价证券	3,001	5,385	5,385	5,385	5,385
应收账款及票据	51,311	52,762	75,175	82,106	89,396
存货	59,182	64,067	67,759	71,265	70,764
开发中物业及土地预付款	465,558	377,183	457,734	534,221	523,304
其他流动资产	92,633	79,736	81,379	83,186	85,174
总流动资产	**784,361**	**710,426**	**797,157**	**896,304**	**962,038**
投资物业	262,808	271,199	291,199	311,199	339,283
物业、厂房及设备	15,827	15,009	14,496	13,781	12,829
无形资产	3,432	3,059	3,059	3,059	3,059
合资企业/联营公司投资	85,645	85,092	87,288	89,713	92,634
其他长期资产	39,104	43,608	43,608	43,608	43,608
总长期资产	**406,816**	**417,967**	**439,650**	**461,361**	**491,413**
总资产	**1,191,177**	**1,128,394**	**1,236,807**	**1,357,665**	**1,453,450**
短期贷款	64,287	69,423	61,059	60,056	63,735
应付账款	195,657	165,366	223,420	247,441	273,409
其他短期负债	324,262	268,574	274,757	313,230	313,230
总流动负债	**584,206**	**503,363**	**559,236**	**620,727**	**650,374**
长期贷款	113,537	148,085	171,252	198,935	231,645
长期应付账款	54,455	42,274	42,274	42,274	42,274
其他长期负债	54,830	37,932	42,465	47,075	51,658
总长期负债	**222,822**	**228,291**	**255,990**	**288,284**	**325,576**
总负债	**807,028**	**731,654**	**815,226**	**909,010**	**975,950**
股本	674	674	674	674	674
储备及其他资本项目	264,193	271,834	287,938	305,468	323,923
股东权益	**264,867**	**272,507**	**288,611**	**306,141**	**324,597**
非控股权益	119,282	124,232	132,970	142,513	152,903
总权益	**384,149**	**396,740**	**421,581**	**448,654**	**477,500**

资料来源: 公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	66,438	58,228	59,435	60,459	60,089
合资企业/联营公司收入调整	(2,360)	(388)	(2,195)	(2,425)	(2,920)
折旧及摊销	1,313	1,531	1,760	2,024	2,328
营运资本变动	11,642	(42,907)	(48,079)	(29,658)	25,723
税费	0	0	0	0	0
其他经营活动现金流	(29,680)	(16,229)	(16,652)	(15,937)	(14,319)
经营活动现金流	**47,352**	**234**	**(5,731)**	**14,463**	**70,900**
资本开支	(1,131)	(1,188)	(1,247)	(1,310)	(1,375)
投资活动	(23,522)	(9,836)	(20,000)	(20,000)	(28,084)
其他投资活动现金流	(14,649)	0	0	0	0
投资活动现金流	**(39,302)**	**(11,024)**	**(21,247)**	**(21,310)**	**(29,460)**
负债净变动	7,177	39,684	14,802	26,681	36,389
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(10,579)	(10,276)	(9,391)	(9,419)	(9,956)
其他融资活动现金流	12,374	0	0	0	0
融资活动现金流	**8,971**	**29,408**	**5,410**	**17,261**	**26,433**
汇率收益/损失	109	0	0	0	0
年初现金	**95,545**	**112,675**	**131,294**	**109,726**	**120,141**
年末现金	**112,675**	**131,294**	**109,726**	**120,141**	**188,014**

财务比率

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.895	3.565	3.575	3.779	3.984
每股股息	1.441	1.317	1.321	1.396	1.472
每股账面值	37.143	38.215	40.473	42.931	45.520
利润率分析(%)					
毛利率	25.2	21.6	22.0	20.8	19.0
EBITDA利润率	23.3	20.0	17.3	16.1	14.5
EBIT利润率	22.8	19.4	16.7	15.5	13.8
净利率	12.5	9.2	8.5	8.2	7.9
盈利能力(%)					
ROA	2.9	3.1	2.6	2.6	2.7
ROE	10.4	10.1	8.7	8.6	8.8
其他					
净负债权益比(%)	17.0	21.7	29.1	30.9	22.5
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系;iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：ｉ）他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii）他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii）他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i）分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii）某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii）惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。