

华润置地 (01109.HK)

拿地力度回升，经常性业务利润稳步增长

综合考虑 (1) 公司经常性业务利润占比提升为公司业绩及股东回报稳健性提供支撑；(2) 以购物中心为主的经营性不动产业务稳健增长；(3) 开发销售型业务毛利率或逐步进入筑底阶段；(4) 大资管转型稳步推进；看好公司未来业绩的稳定性以及中长期业绩增长和股东回报的可持续性。若参考 37% 的股利分派率 (24 年全年分派率) 和 25 年的盈利预测，基于 2025 年 8 月 29 日收盘价测算 25E 股息率约 4.8%。预计 2025/2026/2027 EPS 分别为 3.65/3.83/4.10 元/股，同比分别+2%/+5%/+7%，给予公司 2025 年 0.8 倍 PB，对应市值 2313 亿元，对应目标价 32.44 元/股 (35.58 港元/股)，给予“强烈推荐”评级。

□ 25H1 收入 949 亿元，同比增长 20%，归母净利润 119 亿元，同比增长 17%，归母净利润增长主要由营收增长以及综合毛利率同比提升带动。25H1 公司核心净利润 100 亿元，同比-7%。25H1 公司实现营业收入/毛利润/净利润/归母净利润分别为 949 亿元/228 亿元/147 亿元/119 亿元，同比分别+20%/+29%/+17%/+16%。(1) 营业收入保持增长，结构上营收增长主要由开发销售型业务带动。25H1 公司开发销售型业务/经营性不动产业务/轻资产管理业务/生态圈要素型业务营收分别为 744 亿元/121 亿元/60 亿元/25 亿元，同比分别+26%/+6%/+1%/+8%；(2) 综合毛利率同比上升。25H1 公司综合毛利率同比上升 1.8 PCT 至 24.0%，其中，开发销售型业务毛利率同比上升 3.2 PCT 至 15.6%，判断或有减值同比变动影响，经营性不动产业务毛利率同比上升 1.4 PCT 至 72.9%，轻资产管理业务平台华润万象生活毛利率同比上升 3.1 PCT 至 37.1%；(3) 在三费费率同比下降、所得税税率同比下降等因素的正向影响和公允价值变动收益同比减少、合联营公司投资收益同比减少、其他收益同比减少等因素负向影响下，净利润增幅小于毛利润增幅。具体看，对净利润的正向影响因素包括：a. 三费费率同比下降 0.3 PCT 至 6.6%，其中，销售费用率同比下降 0.6 PCT 至 2.9%，管理费用率同比下降 0.2 PCT 至 2.1%，财务费用率同比上升 0.5 PCT 至 1.6%；b. 所得税税率 (所得税/税前利润) 同比下降 6.5 PCT 至 32.9%；负向影响因素包括：c. 公允价值变动收益同比减少 10.6 亿元；d. 合联营公司投资收益同比减少 1.7 亿元；e. 其他收益同比减少 18.2 亿元；(4) 权益比 (归母净利润/净利润) 同比下降 1.0 PCT 至 80.9%，导致归母净利润增幅小于净利润增幅。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	252003	278799	283678	262628	266326
同比增长	21%	11%	2%	-7%	1%
营业利润(百万元)	50047	46538	45388	45697	49137
同比增长	14%	-7%	-2%	1%	8%
归母净利润(百万元)	31365	25577	26025	27294	29257
同比增长	12%	-18%	2%	5%	7%
每股收益(元)	4.40	3.59	3.65	3.83	4.10
PE	6.3	7.8	7.6	7.3	6.8
PB	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

周期/房地产

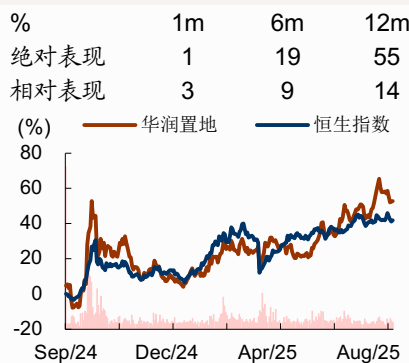
目标估值：35.58 港元

当前股价：30.56 港元

基础数据

总股本 (百万股)	7131
香港股 (百万股)	7131
总市值 (十亿港元)	217.9
香港股市值 (十亿港元)	217.9
每股净资产 (港元)	38.7
ROE (TTM)	9.3
资产负债率	64.3%
主要股东	华润股份有限公司
主要股东持股比例	59.552%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华润置地 (01109) 一经常性业务利润占比提升，未来 4 年购物中心开业节奏放缓》2025-04-01
- 2、《华润置地 (01109) 一攀登运营能力巅峰，开凿成长接力源泉》2024-09-24

区宇轩 S1090524090001

ouyuxuan@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

- **经常性业务利润稳步增长，经常性业务核心净利润占比持续提升。**25H1 公司经常性业务（经营性不动产业务、轻资产管理业务、生态圈要素型业务）收入 206 亿元，同比+2%，经常性业务收入占比 22%，同比减少 3 PCT；经常性业务核心净利润 60 亿元，同比+10%，经常性业务核心净利润占比 60%，同比增加 9 PCT。
- **开发销售型业务：销售排名保持行业前三，拿地力度回升。**25H1 公司签约销售面积 412 万平方米，同比-21%；签约销售金额 1103 亿元，同比-12%。根据克而瑞数据，公司 25 年 1-7 月全口径销售金额排名行业第 3 名。土地投资方面，公司 25H1 拿地面积 148 万平方米，同比-27%；全口径拿地金额 447 亿元，同比+75%。全口径拿地力度（全口径拿地金额/全口径销售金额）为 41%，同比 24H1 上升 20 PCT，较 24 年全年上升 11 PCT。据公司披露，25H1 一、二线城市投资占比（权益地价口径）较 24 全年提高 6 PCT 至 100%。
- **经营性不动产业务：购物中心零售额及租金收入保持稳健增长，写字楼租金收入同比加速下降。**
 - （1）购物中心：上半年新开 2 座购物中心，零售额及租金收入保持稳健增长。**公司 25H1 新开郑州郑东万象城和佛山顺德万象汇 2 座购物中心，截至 25H1 在营购物中心数量 94 座。25H1 公司在营购物中心零售额 1101 亿元，同比+20%；同店零售额增长 9%，同店增速同比提高 2 PCT；重奢/非重奢购物中心零售额同比分别+13%/+25%。在营购物中心租金同比+16%，并表租金收入 104 亿元，同比+10%。并表与在营购物中心租金收入同比增速的差异或是 24 年部分购物中心项目出表所导致。据公司披露，25/26/27/28 年购物中心计划新开业数量分别为 6/5/6/5 座，25-28 年计划新开业数量较 24 年报披露数值减少 1 座（广州番禺长隆项目），同时部分购物中心计划开业年份有调整。
 - （2）写字楼：出租率企稳，租金收入同比加速下降。**25H1 公司写字楼租金收入 8 亿元，同比-14%，在 24H1 同比-5%和 24 全年同比-9%的基础上加速下降；写字楼毛利率同比下降 3.7 PCT 至 71.1%；出租率 75%，同比持平，同时与 24 年末水平持平。
 - （3）酒店：受部分项目出表影响收入同比下降，入住率同比小幅上升。**25H1 公司酒店经营收入 9 亿元，同比-16%，并表收入下滑或受部分项目出表影响；酒店毛利率同比下降 2.2 PCT 至 9.5%；入住率同比上升 2 PCT 至 64%；平均房价 973 元/房晚，同比-2%。
- **轻资产管理业务：华润万象生活业绩保持增长超两成，商业航道外拓贡献持续提高。**25H1 公司旗下轻资产管理平台华润万象生活营收/归母净利润分别为 85 亿元/20 亿元，同比分别+7%/+7%。据华润万象生活披露，24 年商业航道中第三方购物中心收入占比同比上升 3.2 PCT 至 30.7%，税前利润占比同比上升 2.5 PCT 至 23.9%。
- **生态圈要素型业务：收入同比下降，核心净利润同比增长。**25H1 公司生态圈要素型业务收入 25 亿元，同比-8%；其中，城市代建业务收入 5 亿元，文体场馆运营收入 5 亿元，租赁住房营业额（含轻资产管理项目）4 亿元。25H1 公司生态圈要素型业务核心净利润 3 亿元，同比+15%。
- **资产管理规模稳步增长，购物中心规模占比小幅提升。**截至 25H1，公司资产管理规模（Asset Under Management, AUM）4835 亿元，同比+8%，较 24 年末增长 5%。其中，购物中心 AUM 3131 亿元，同比+10%，购物中心 AUM 占比 65%，同比上升 1 PCT；写字楼 AUM 615 亿元，同比+1%；文体 AUM 622 亿元，同比+14%；酒店 AUM 127 亿元，同比+1%；其他 AUM 340 亿元，同比-4%。

- **融资成本再创新低，财务杠杆边际提升。**据公司披露，25H1 公司加权平均融资成本 2.79%，同比下降 45 BP，较 24 年末下降 32 BP；平均债务期限 6.4 年；汇率风险敞口 4.0%，较 24 年末提高 0.1 PCT。截至 25H1，公司剔除预收账款资产负债率 55.3%；净有息负债率 39.2%，同比提升 5.6%，较 24 年末提升 7.3%。
- **投资建议：**综合考虑（1）公司经常性业务利润占比提升为公司业绩及股东回报稳健性提供支撑；（2）以购物中心为主的经营性不动产业务稳健增长；（3）开发销售型业务拿地力度回升且毛利率或逐步进入筑底阶段；（4）大资管转型稳步推进；看好公司未来业绩的稳定性以及中长期业绩增长和股东回报的可持续性。若参考 37%的股利分派率（24 年全年分派率）和 25 年的盈利预测，基于 2025 年 8 月 29 日收盘价测算 25E 股息率约 4.8%。预计 2025/2026/2027 EPS 分别为 3.65/3.83/4.10 元/股，同比分别+2%/+5%/+7%，给予公司 2025 年 0.8 倍 PB，对应市值 2313 亿元，对应目标价 32.44 元/股（35.58 港元/股），给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**销售复苏节奏不及预期、行业供需关系改善不及预期、消费增长不及预期、资管转型进度不及预期、减值超预期等。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	784361	710426	731082	748295	776100
现金及现金等价物	112675	131294	129806	145781	150108
交易性金融资产	3012	5385	6462	7754	8529
其他短期投资	4053	0	0	0	0
应收账款及票据	3432	3481	3542	3279	3325
其它应收款	131842	123487	125647	116324	117962
存货	524740	441250	459998	469947	490893
其他流动资产	4606	5531	5627	5210	5283
非流动资产	406816	417967	451881	483973	527033
长期投资	349700	361816	389059	413022	446226
固定资产	15827	15009	15067	15261	15595
无形资产	8714	8079	8079	8079	8079
其他	32575	33063	39676	47611	57133
资产总计	1191177	1128394	1182963	1232268	1303133
流动负债	584206	503363	507948	505237	525130
应付账款	84243	68212	70061	63797	63863
应交税金	35405	30990	32540	34167	35875
短期借款	64287	69423	68729	70103	71505
其他	400270	334738	336619	337170	353886
长期负债	222822	228291	247313	267515	284930
长期借款	167993	190359	205588	222035	235357
其他	54830	37932	41725	45480	49574
负债合计	807028	731654	755261	772752	810061
股本	674	674	674	674	674
储备	243373	264193	271834	288453	306176
少数股东权益	119282	124232	138575	152666	167002
归属于母公司所有者权益	264867	272507	289127	306850	326070
负债及权益合计	1191177	1128394	1182963	1232268	1303133

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	47352	46585	6979	19308	21470
净利润	31365	25577	26025	27294	29257
折旧与摊销	1313	1531	1238	1242	1258
营运资本变动	11642	12535	(15787)	(4031)	(4212)
其他非现金调整	3032	6942	(4496)	(5197)	(4833)
投资活动现金流	(39302)	(22421)	(15506)	(13277)	(23661)
资本性支出	(1260)	(966)	(1529)	(1681)	(1850)
出售资产和处置	262	313	233	245	257
投资增减	59331	41509	34587	31584	40371
其它	(2800)	1263	7844	7085	5517
筹资活动现金流	8971	(5692)	7039	9945	6517
债务增减	15326	18429	14534	17822	14724
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	10579	10283	9406	9570	10037
其它筹资	4224	(13838)	1910	1694	1830
其它调整	(21157)	(20566)	(18811)	(19141)	(20074)
现金净增加额	17131	18619	(1488)	15976	4326

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	252003	278799	283678	262628	266326
主营收入	251137	278799	283678	262628	266326
营业成本	187975	218466	224389	204325	204539
毛利	63162	60334	59289	58303	61788
营业支出	13980	13795	13900	12606	12650
营业利润	50047	46538	45388	45697	49137
利息支出	1577	2953	1883	2061	2263
利息收入	3073	0	3329	3514	3773
权益性投资损益	2360	388	2283	2397	2158
其他非经营性损益	7820	14095	8844	9109	9109
非经常项目损益	4716	160	144	145	147
除税前利润	66438	58228	58105	58802	62060
所得税	29134	24550	24003	23746	24860
少数股东损益	5938	8101	8077	7762	7944
归属普通股股东净利润	31365	25577	26025	27294	29257
EPS(元)	4.40	3.59	3.65	3.83	4.10

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	21%	11%	2%	-7%	1%
营业利润	14%	-7%	-2%	1%	8%
净利润	12%	-18%	2%	5%	7%
获利能力					
毛利率	25.1%	21.6%	20.9%	22.2%	23.2%
净利率	12.4%	9.2%	9.2%	10.4%	11.0%
ROE	11.8%	9.4%	9.0%	8.9%	9.0%
ROIC	5.6%	5.3%	4.9%	4.7%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	67.8%	64.8%	63.8%	62.7%	62.2%
净负债比率	19.5%	23.0%	23.2%	23.7%	23.5%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
应收帐款周转率	2.0	2.1	2.2	2.1	2.2
应付帐款周转率	2.0	2.9	3.2	3.1	3.2
每股资料(元)					
每股收益	4.40	3.59	3.65	3.83	4.10
每股经营现金	6.64	6.53	0.98	2.71	3.01
每股净资产	37.14	38.21	40.55	43.03	45.73
每股股利	1.58	1.32	1.34	1.41	1.51
估值比率					
PE	6.3	7.8	7.6	7.3	6.8
PB	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.0	12.4	12.7	12.5	11.9

注：公司 2024 年现金流量表暂未披露，表中相关数据及指标以“N/A”列示

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。