

固本开新领转型，稳中精进显风范

——华润置地

国内稀缺的多元地产商，稳重精进彰显龙头风范

公司是华润集团（持股 59.55%）旗下负责城市建设运营的业务单元，1994 年进入地产赛道，2004 年布局商业，2020 年分拆华润万象生活赴港上市，战略定位“城市投资开发运营商”，构建“3+1”一体化业务模式，是国内稀缺的多元型地产商。2023 年实现核心净利润 278 亿，其中经营性业务业绩占比 34.4%，行业转型引领者，构建“大资管”模式打造第二增长曲线。

地产开发：优质土储保障销售规模，业绩扎实度与兑现概率较高

公司开发经验丰富，品质有口皆碑，凭借财务、效率、品牌等优势逆势突围，2024 年销售额 2611 亿，排名首进行业前三。2024H 土储可售周期约 3 年，其中一二线城市占比超 70%，2022 年及以后获取项目占比 54%，优质土储保障后期销售。1) 减值角度，2020-2024H 公司表内存货累计减值 210 亿，减值风险暴露度(2020-2024H 累计存货减值/并表可售货值)横向对比来看在几家相近规模的央企中最高，减值压力释放相对充分。2) 利润兑现角度，梳理 2022 年至今获取地块的售价与楼板价测算后发现，近两年获取的地块减值压力较小，利润兑现度预计较高。3) 展望未来开发业务盈利规模，2022-2024 年公司权益拿地额 2779 亿，年均 926 亿，假设货地比 1.63X(2024 年销售均价/近 3 年加权楼面价)，推测项目净利率 6-8%，在无大幅减值压力下平均年化归母业绩约 83-111 亿，均值 97 亿，近三年开发业务业绩扎实度与兑现度或较高。

经营性不动产：商业运营领导者，优质自持提升派息与估值潜力

公司是内地最早批布局购物中心的商业地产商，卡位优势明显，产品线定位高端，优异的招商与运营能力赋能内生增长，重奢构筑强大护城河，奠定公司商业运营领导者地位。公司计划未来每年购物中心新开业量个个位数增长，叠加优质运营推动内生增长，租金收入稳健增长可期。1) 资产回报角度，2023 年购物中心 EBITDA/COST 达 9.2%，购物中心及写字楼的 EBITDA/已完工投房价值为 5.9%，利率下行背景下回报非常可观。2) 派息能力角度，2023 年并表的经营性不动产租金 222 亿，中性假设 2024-2025 年复合增速 12%，EBITDA% 为 55%，2025 年租金 278 亿，EBITDA 约 153 亿，考虑利息支出、税、权益比例与表外项目贡献后，整体业务税后权益经营性利润可达 46 亿，若全部派息，具备股息率约 2.7% 的潜力(若不兜底开发业务的利息支出，股息率潜力可达 4.5%)。3) 资产评估角度，参照华夏华润商业 REIT 的估值/EBITDA 为 22X，给予中性估值约 20X，2025 年经营性不动产估值可达 3063 亿，剔除抵押负债、权益比例，加上表外项目贡献，整体估值可达 1828 亿，相较当前市值仍有位数增长空间，且暂未考虑其成长性、利率下行带来的估值提升，与其他业务模块的估值贡献。

集业务模式、能力、资源、财务优势于一体的行业转型引领者

公司是国内稀缺的多元地产商，财务/运营/品牌等优势助力销售排名逆势提升，土储充裕且优良，保障后期销售；减值压力释放相对充分，新拿地利润可观，业绩扎实度与兑现度较高。作为商业地产龙头，优势体现在布局、招商、运营、租金、效率、重奢等各维度，优质自持资产不仅提供稳定现金流助力穿越周期，亦能提升公司派息与估值潜力。

目录

固本开新领转型，稳中精进显风范	7
公司治理：国内稀缺的多元地产商，稳中精进彰显龙头风范	11
城市投资开发运营商，构建“3+1”一体化业务模式	11
央企典范，董事会结构稳定，核心管理层经验丰富	12
构建“大资管”第二增长曲线，核心净利贡献逾三成	13
地产开发：品质与能力兼具，追求有现金流的收入利润	15
销售：品质讲究与开发高效的老牌央企，行业排名首进前三	15
拿地：投资精准聚焦，土地市场角逐的主力军	16
土储：货值充裕且结构优良，保障后期销售	18
购物中心：商业运营领导者，重奢构筑强大护城河	20
地位：商业地产先行者，规模与运营能力行业领先	20
运营：优异运营赋能内生增长，行业龙头特征显著	21
重奢：重奢构筑强大护城河，巩固行业领导者地位	24
规模：内生增长叠加外延扩张，稳健发展可期	25
其他多元业务：提供稳定现金流，贡献业绩增长极	25
财务：资本结构稳健，运营与费用管控效率领先	29
杠杆：负债控制得当，融资成本持续下行	29
运营效率：近年维持平稳，处于行业领先地位	29
费用管控：央企典范，费效管控精益求精	30

图表目录

图 1：横向对比，华润置地 2020 年以来计提存货减值相对较充分	7
图 2：相近销售规模央企对比，华润的减值压力释放更充分	7
图 3：优质运营能力赋能内生增长，同店租金同比正增长	9
图 4：截至 2024H 已在 25 个城市实现 2 个及以上购物中心布局(个)	9
图 5：中性假设下，公司分部估值可达 2457 亿（亿元）	10
图 6：华润集团持股 59.55%	11
图 7：2024 年华润置地全口径销售额排名第三，逆势提升	11
图 8：公司历史沿革及销售规模（亿元）	12
图 9：截至 2024H 公司董事会与核心高管履历一览	13
图 10：战略定位为城市投资开发运营商，构建“3+1”业务模式	14
图 11：2024H “大资管”业务资产规模达 4491 亿，购物中心占比 64%	14
图 12：2023 年经常性业务营收 391 亿，占比达 15.6%（亿元）	14
图 13：第二曲线稳步增长，经常性业务营收占比提升	14

图 14: 公司全口径销售额与均价 (万元、元/平)	15
图 15: 布局高能级城市, 2024 年销售均价处于行业前列 (元/平)	15
图 16: 2023 年销售额 TOP10 城市贡献签约额的 58% (十亿元)	16
图 17: 2023 年各大区签约销售额占比	16
图 18: 公司近年拿地投资情况 (亿元、万方、元/方)	16
图 19: 公司拿地投资权益比例稳定在 60%以上	16
图 20: 近年公司补货强度处于行业前列	17
图 21: 投资倾向小体量项目, 加速周转 (万方、万方/个)	17
图 22: 2022 年以来一线城市拿地金额占比明显提升	17
图 23: 2024 年 TOP10 城投资额占比达 90.8%, 投资进一步聚焦	17
图 24: 2024 年公司销售规模、拿地强度处于行业前列	17
图 25: 公司近年拿地资金与城市分布图显示, 进一步聚焦高能级城市, 投资集中度提升 (亿元)	18
图 26: 2024H 公司开发业务可售土储建面为 4771 万方 (万方)	19
图 27: 2024H 开发销售型业务土储按城市能级分布 (可售面积)	19
图 28: 2024H 开发销售型业务土储货值年龄分布 (总货值)	19
图 29: 购物中心业务目前已形成了“万象城”、“万象汇”、“万象天地”三大商业产品线的战略布局	21
图 30: 2023 年购物中心零售额同比大增 44.2%至 1639 亿 (亿元)	21
图 31: 2024H 购物中心租金收入 95 亿元, 同比+9.7% (亿元)	21
图 32: 截至 2024Q1, 华润万象生活合作品牌数超 7500 家	22
图 33: 招商组合能力卓越	22
图 34: 2023 年三期开业, 深圳万象城品牌更新率达 34%	22
图 35: 2023 年深圳万象城国际品牌占比提升至 40%	22
图 36: 优质运营能力赋能内生增长, 同店租金正增长	23
图 37: 2024H 购物中心出租率达 97.3%	23
图 38: 2024H 平效达 2795 元/平/月 (元/平/月)	23
图 39: 2024H 购物中心租售比 12.5%, 与租户共生, 处于行业低位	23
图 40: 2024H 购物中心毛利率 77.7%, 2023 投资回报率 9.2%	23
图 41: 2023 年 12 座重奢购物中心零售额占比 40%	24
图 42: 2024H 重奢商场月均平效是非重奢商场的 2.9X (元/平/月)	24
图 43: 截至 2024H 累计开业 82 家购物中心 (个、百万方)	25
图 44: 截至 2024H 已在 25 个城市实现 2 个及以上购物中心布局(个)	25
图 45: 2024H 租金收入 9.5 亿元, 同比下降 4.9% (亿元)	26
图 46: 2024H 写字楼业务毛利率 74.8%, 出租率 75.0%	26
图 47: 2024H 酒店收入 10.4 亿元, 同比下降 3.8% (亿元)	26
图 48: 2024H 酒店业务毛利率 11.7%, 入住率 62%	26
图 49: 2024H 华润万象生活营收 79.6 亿, 归母业绩 19.1 亿 (亿元)	27
图 50: 2024H 在营购物中心 108 个, 物管面积 3.98 亿平 (个、亿平)	27
图 51: 公司生态圈要包含长租公寓、城市代建、文体业务、城市更新与城市运营业务	28
图 52: 2024H 有息负债 2511 亿元, 相较 2023 年底增长 4.8%(亿元)	29
图 53: 2024H 净负债率 33.6%, 处于行业低位	29
图 54: 近年运营效率保持平稳	30
图 55: 公司运营效率在重点上市房企中处于领先地位	30

图 56: 2023 年广义费用率为 5.24%.....	30
图 57: 相对上市房企均值 8.11%, 公司享有 2.87pct 的超额优势	30
图 58: 2023 年经常性业务贡献核心净利润 95.6 亿, 占比 34.4%	31
图 59: 公司近年开发业务结算收入 (亿元)	31
图 60: 2024H 结算价格弹性>1, 预计结算均价仍有增长 (元/平)	32
图 61: 2024H 预收账款/年化结算收入=1.48X, 保障结算收入(亿元).....	32
图 62: 开发业务结算毛利率跟随行业趋势性下行.....	32
图 63: 公司历年存货及应收款减值金额 (亿元)	32
图 64: 公司利润敏感性分析 (亿元)	33
表 1: 优质运营赋能内生增长, 开业 20 年的深圳万象城 2013-2023 租金复合增速达 5.3%	9
表 2: 重奢商场租金体量较大, 开业 20 年的深圳万象城 2013-2023 租金复合增速仍达 5.3%	24

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/838131017001007046>