

强于大市

房地产行业事件点评

华润置地：核心净利润稳健增长，央企龙头资金优势充沛

事件：华润置地发布 2022 年年报，实现营业收入 2070.6 亿元，同比-2.4%；归母净利润 280.9 亿元，同比-13.3%；归母核心净利润 270.0 亿元，同比+1.5%。公司拟每股派发现金红利 1.401 元（含税），分红率为 35.6%。

核心观点

- 受地产业务结算规模下行、投资性物业租金减免的双重影响，公司营收规模有所下降，但核心净利润规模仍有增长；利润率水平处于行业领先地位。2022 年公司营业收入同比下降 2.4%，其中地产业务营业收入 1761.6 亿元，同比下降 4.2%，主要是由于结算规模下降，2022 年公司结算面积 1233 万平，同比下降 16.5%；投资性物业收入 170.2 亿元，同比下降 2.4%，主要是受到租金减免的影响。2022 年公司归母净利润同比减少 13.3%，主要因为：1) 结算利润率下行；2) 财务费用同比增加 38.1%至 17 亿元，财务费用率较 2021 年提升了 0.2 个百分点至 0.8%；3) 2022 年投资收益 41.0 亿元，同比下降 4.6%。但同时，我们也注意到随着经营效率的提升，公司的销售费用率和管理费用率分别改善 0.1 和 0.2 个百分点至 2.8%、2.6%。少数股东损益 42.8 亿元，同比下降 14.3%，少数股东损益占净利润的比重同比下降 0.2 个百分点至 13.2%。盈利能力虽然有所下降，但利润率水平仍处于行业的领先地位。2022 年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 26.2%、15.6%、13.6%，同比分别下降 0.8、1.0、1.7 个百分点，ROE 也因此下降 2.8 个百分点至 11.5%。2022 年公司扣除投资性物业重估增值后的核心归母净利润为 270.0 亿元，同比增长 1.5%；归母核心净利润率为 13.0%，同比提升 0.5 个百分点。截至 2022 年末，公司预收账款 2477.7 亿元，同比增长 16.5%，预收款项/营业收入的比例为 1.20，同比提升 0.19，未来业绩保障程度明显提升。
- 公司在手现金充裕，充分利用低息融资成本优势。1) 在手资金充裕，受限现金占比较小。截至 2022 年末，公司非受限现金 955.4 亿元，同比下降 10.5%，受限现金 19.2 亿元，同比下降 2.6%，受限现金占总现金的比重不到 2%。2) 公司拓展融资渠道，优化债务结构，降低融资成本。截至 2022 年末，公司有息负债规模 2171 亿元，同比增长 13.3%；一年内到期的短期有息负债占比 28.2%，同比下降 0.2 个百分点；平均债务期限拉长至 5.4 年。公开市场融资方面，公司 2022 年以公司债、中期票据及资产支持专项计划等方式，合计融资 391 亿元。融资成本维持行业内最低梯队，2022 年平均融资成本约 3.75%，较 2021 年小幅上升 4BP。3) 截至 2022 年末，公司剔除预收账款的资产负债率 59.0%，较 2021 年下降 1.4 个百分点；净负债率 35.6%，较 2021 年提升 6.5 个百分点；现金短债比为 1.56X，较 2021 年下降 0.4X，“三道红线”稳居绿档。
- 地产开发板块：1) 销售：受益于高能级城市表现，销售规模排名不断提升。2022 年公司实现销售金额 3013 亿元，同比下降 4.6%；销售面积 1425 万平，同比下降 18.8%；公司地产开发销售板块的排名上升至第四位，较 2021 年提升了 4 名，市占率也提升至 2.26%，较 2021 年提升了 0.52 个百分点，进一步夯实行业地位。2022 年公司销售均价同比提升了 17.5%至 21146 元/平，主要是由于经济基本面相对较好、需求相对更有韧性的华东与华北地区销售额占比分别提升了 8.6、5.7 个百分点至 22.7%和 31.9%。2023 年 1-2 月公司销售金额 402 亿元，同比增长 60.4%，排名第五。2) 拿地：坚持“调结构、调节奏、调布局”战略，聚焦高能级城市。2022 年公司新获取项目 71 个，新增土地建面 1095 万平，同比下降-23.9%；由于一二线城市投资占比 92%，楼面均价 13172 元/平，同比增长 27.2%；拿地金额 1442 亿元，同比下降 3.2%，拿地强度（拿地金额/销售金额）为 47.9%，较 2021 年提升了 0.7 个百分点；权益拿地金额 1102 亿元，权益拿地比例同比提升 0.8 个百分点至 76.4%。2023 年 1-2 月公司拿地金额 117 亿元，同比虽下降 14.9%，但排名拿地榜单第一位，拿地强度 29.0%，同比下降 25.6 个百分点。3) 土地储备：截至 2022 年末，公司总土地储备 6478 万平，同比下降 5.7%，其中开发物业土储 5491 万平，华东、华北、华南地区均占 16%。2023 年公司可售资源 5384 亿元，89%位于市场供求关系健康的一二线城市。4) 结算：2022 年公司开发物业结算收入 1761.6 亿元，同比下降 4.2%；结算面积 1233 万平，同比下降 16.5%；开发物业结算毛利率维持在 23.0%的行业高位，同比小幅下降 0.7 个百分点。截至 2022 年末，公司已售未结的签约额为 2493 亿元，其中 1632 亿元计划于 2023 年结算，将对 2023 年的结算形成有效支撑。
- 经营性不动产业务：2022 年公司投资性物业收入 170.2 亿元，同比下降 2.4%，剔除租金减免影响，收入 192.6 亿元，同比仍能实现 10.5%的正增长，呈现稳健经营的能力，2023 年该业务公司计划实现 20%以上的收入增长；2022 年投资性物业毛利率为 65.6%，同比下降 2.6 个百分点。截至 2022 年末，公司投资性物业土储 987 万平，其中商业 673 万平，占比 68.2%，重点布局北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、成都等 30 个核心城市。以购物中心为代表的投资性物业是公司重点发展的业务板块，未来 2-3 年仍将是新建购物中心投入运营的高峰期。1) 购物中心：2022 年公司购物中心实现收入 137.6 亿元，同比下降 1.3%，剔除租金减免影响后，同比实际增长 13.0%，出租率为 96.2%，同比小幅降低 0.8 个百分点。2022 年公司在深圳、南京等地获取优质商业综合体项目。截至 2022 年末，公司在营购物中心 66 个，面积 798 万平，同比增加 19.3%，预计 2026 年末，在营购物中心增至 111 个。2) 写字楼：2022 年公司写字楼收入 18.7 亿元，同比下降 3.0%，剔除租金减免影响后，同比实际增长 10.1%，出租率 79.2%，同比持平。截至 2022 年末，公司在营写字楼面积 126 万平，同比下降 2.2%。3) 酒店：2022 年受疫情影响，酒店收入 13.9 亿元，同比下降 11.1%；平均入住率 41.7%，同比下降 4.6 个百分点。截至 2022 年末，公司在营酒店面积 73 万平，同比增长 8.4%。
- 轻资产管理业务：优质收购并后，物管规模实现突破。截至 2022 年末，公司旗下的华润万象生活（持股 72.3%）的物业管理业务覆盖全国 178 个城市，合约面积达 3.49 亿平，较 2021 年末增加 78.0%；全年实现收入 120 亿元，同比增加 35.4%。其中住宅物业管理服务收入 78 亿元，商业运营及物业管理服务收入 42 亿元。2022 年华润万象生活高质量并购澳洲物业服务、江苏中南物业服务及四川九洲千城物业服务，物管规模挺进行业前十。
- 生态圈业务：公司发挥先发优势，加大长租、产业地产、代建代运营业务发展速度。依托大型场馆、大型基础设施及保障房建设的实践经验，积极拓展代建代运营业务，2022 年成功中标深圳前海智慧城运营服务商，服务片区占地面积达 3.5 平方公里，向“城市运营商”的转型迈出了实质性的步伐；产业地产聚焦智慧、健康两大产业领域，落地标杆项目，设立国内首批产业园 Pre-REITs 基金，进一步探索产业地产轻重并举的模式；推动保障性租赁住房建设，长租业务已进驻 15 个城市，在管 56 个项目、5.6 万间房间，成功发行国内首单市场化机构运营的保障性租赁住房公募 REIT，实现了投融资退出闭环。2022 年公司旗下的建筑施工、代建、长租和产业地产等生态圈业务实现收入 182.7 亿元，同比增长 9.2%，其中建筑施工收入 163.9 亿元，代建代运营收入 10.4 亿元，长租公寓收入 3.9 亿元。
- 公司充分利用资金优势，出手收购并购机会，以相对较低的成本获取优质资产。在 2021 年的业绩会上，管理层曾表示公司手握 400 亿元的并购资产，将积极出手并购机会。2022 年 8 月，公司收购了原属于世茂集团的北京分钟寺两项目股权，对应交易价为 3.16 亿元。项目紧邻北京东南四环，华润置地则通过收购，参与到了分钟寺这两个稀缺豪宅项目的开发中，利于公司在一线城市核心资产的占比提升。2022 年 12 月 28 日，公司发布公告拟以 124 亿元的总代价收购华夏幸福持有的 4 家子公司的股权及债权，包括武汉长江中心、武汉中北路和南京大校场三个房地产项目，以及一个深圳的物业项目。其中前三个项目拿地成本累计 199 亿元，仅考虑拿地成本，交易对价相当于其六折。未来盈利可期，长期市占率有望提升。

投资建议

- 公司作为央企龙头开发商，信用优势明显，融资渠道畅通，土地储备充沛，开发业务的销售表现和拿地强度都具备相对较强的韧性，2022 年销售排名提升至第四位，市占率也首次破 2%，进一步夯实了行业地位；投资性物业稳健发展，租金收入有望重拾上涨趋势。同时，公司率先打开保租房 REITs 融资新渠道，引导行业向新模式转型，未来公司将持续受惠于公募 REIT 的业务前景及先发优势。我们建议持续关注。

风险提示

- 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《招商蛇口：短期业绩与盈利水平承压，看好后续优质土储兑现及多类型 REITs 平台构建》20230321

《未提及“房住不炒”：预期住房需求将重点来自于核心城市——2023 年政府工作报告点评》20230305

《房地产 2022 年 12 月统计局数据点评：全年销售投资降幅创历史新低，预期 2023 年呈现“前低后高”走势》20230117

《Q4 居民购房意愿再度走弱，房价看涨预期处于历史最低点；房企贷款需求略有改善——央行 2022 年四季度问卷调查点评》（2022/12/28）

《房地产行业 2023 年度策略——弩箭已离弦，能否冰解的破？》（2022/12/18）

《中国真实住房需求还有多少？（2022 版）》（2022/8/3）

《凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》（2022/6/15）

《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》（2022/3/31）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

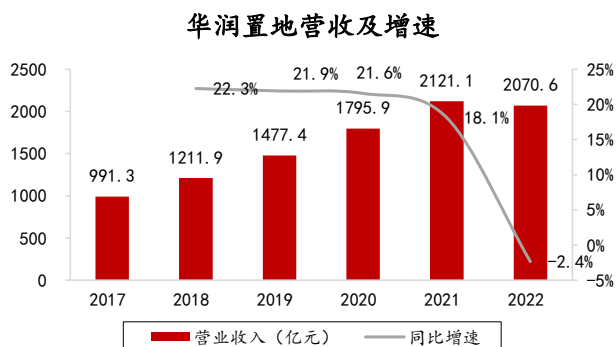
(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

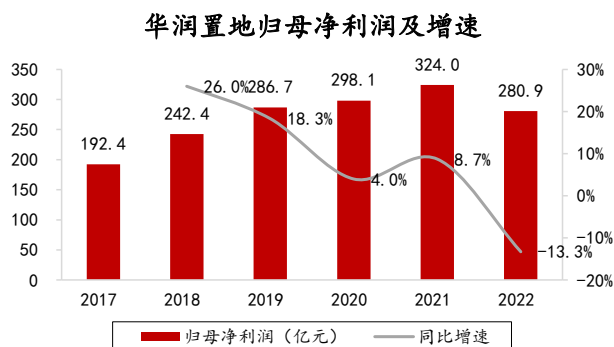
附录

图表 1. 2022 年华润置地实现营业收入 2070.6 亿元，同比下降 2.4%



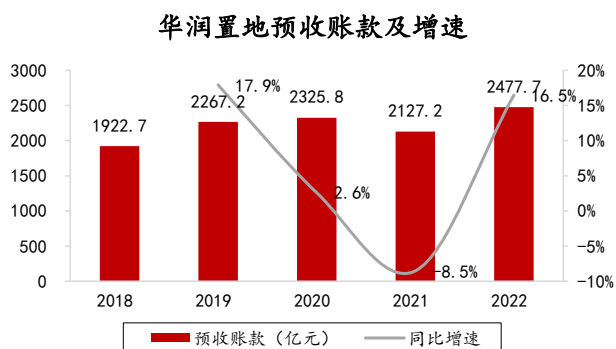
资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2022 年华润置地实现归母净利润 280.9 亿元，同比下降 13.3%



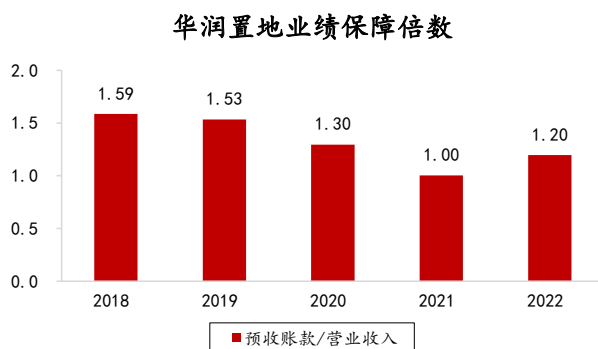
资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 截至 2022 年末，华润置地预收账款 2477.7 亿元，同比增长 16.5%



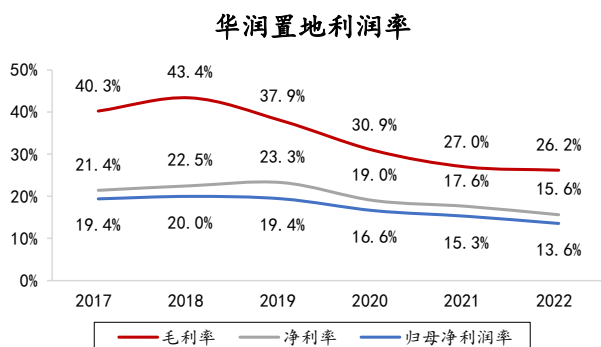
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 截至 2022 年末，华润置地预收账款/营业收入为 1.20X



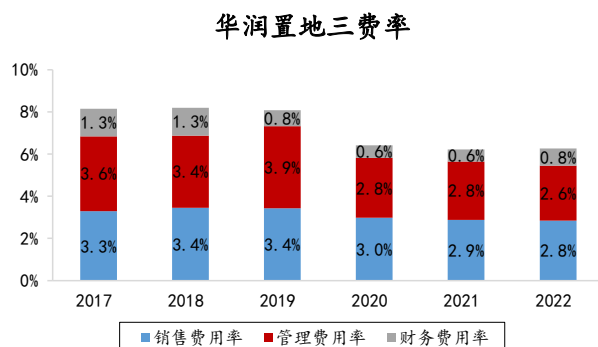
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2022 年华润置地毛利率、净利率和归母净利润率分别为 26.2%、15.6%、13.6%



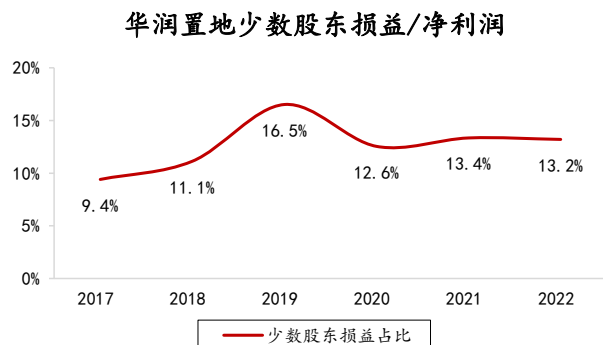
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2022 年华润置地三费率为 6.3%，同比基本持平



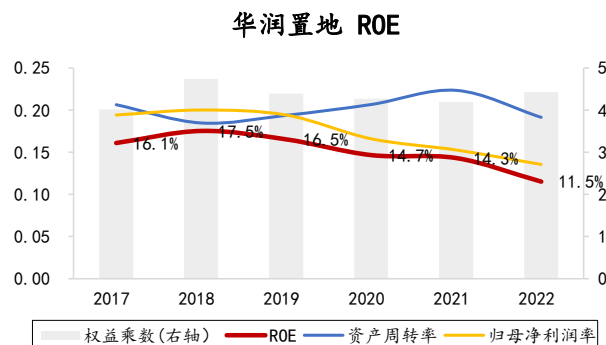
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 2022 年华润置地少数股东损益占比为 13.2%，同比下降 0.2 个百分点



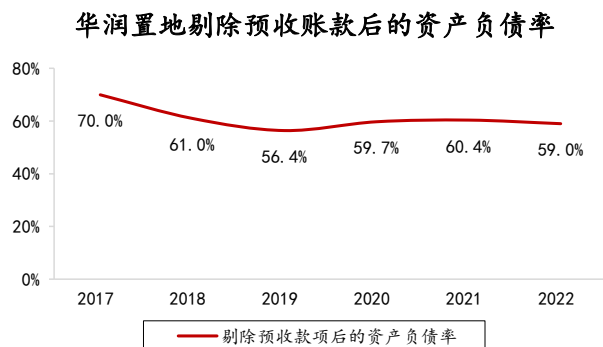
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2022 年华润置地 ROE 下降至 11.5%



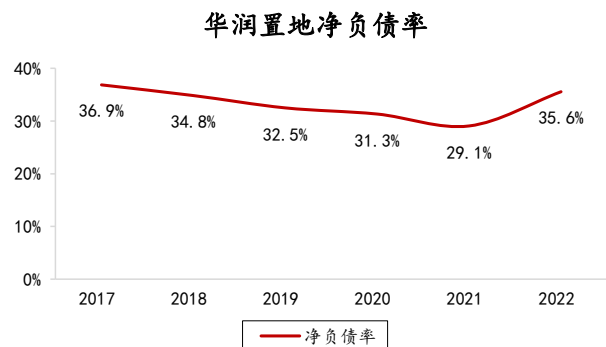
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 截至 2022 年末，华润置地剔除预收款项后的资产负债率为 59.0%



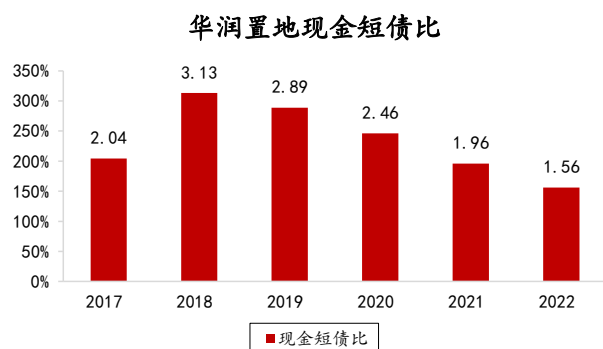
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2022 年末，华润置地净负债率为 35.6%



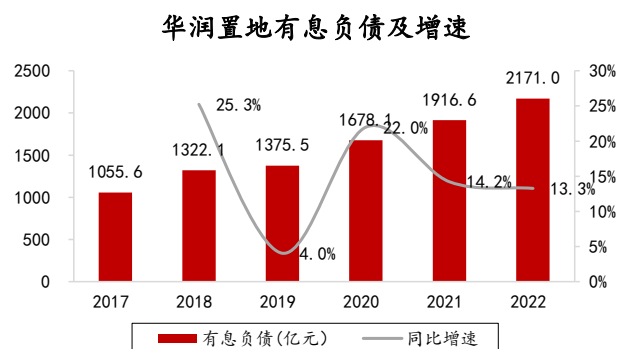
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2022 年末，华润置地现金短债比为 1.56X



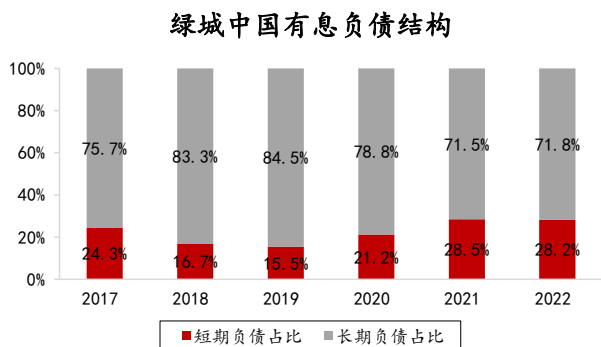
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 截至 2022 年末，华润置地有息负债规模 2171.0 亿元，同比增长 13.3%



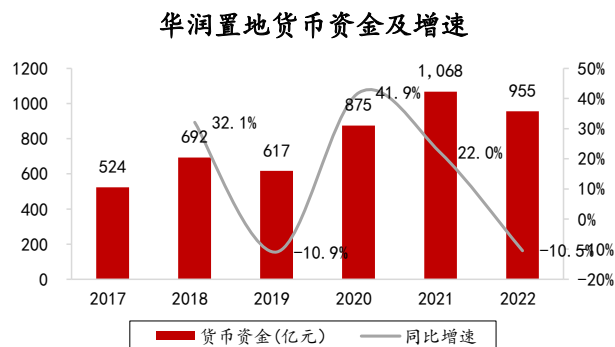
资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 截至 2022 年末，华润置地短期有息负债占比 28.2%，长期有息负债占比 71.8%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 截至 2022 年末，华润置地货币资金 955 亿元，同比下降 10.5%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2022 年华润置地销售金额 3013 亿元，同比下降 4.6%



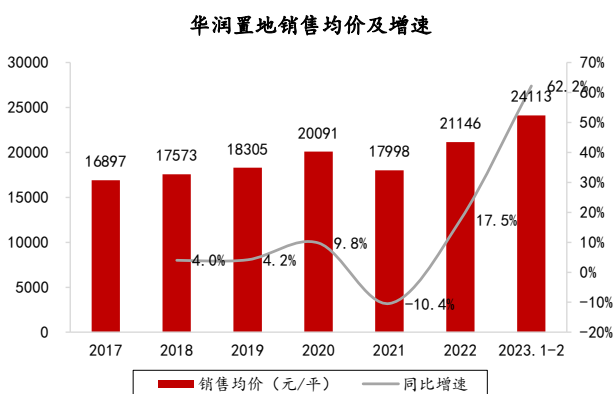
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 16. 2022 年华润置地销售面积 1425 万平，同比下降 18.8%



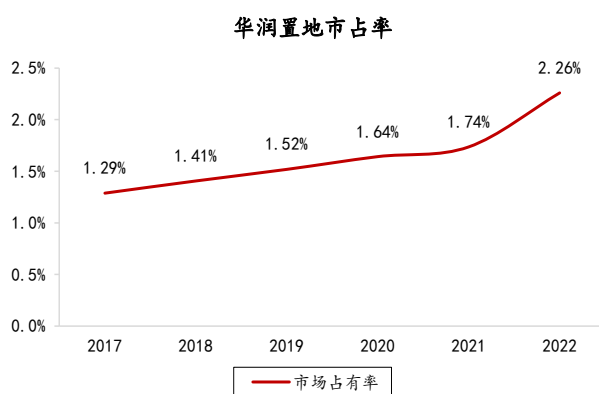
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 17. 2022 年华润置地销售均价 21146 元/平，同比增长 17.5%



资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 18. 2022 年华润置地市占率提升至 2.26%



资料来源：公司年报，国家统计局，中银证券

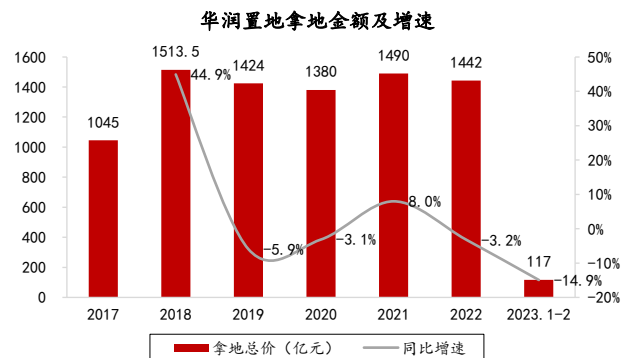
数据说明：市占率=华润置地销售额/全国商品房销售金额

图表 19. 2022 年华润置地新增土地储备建面 1095 万平，同比下降 23.9%



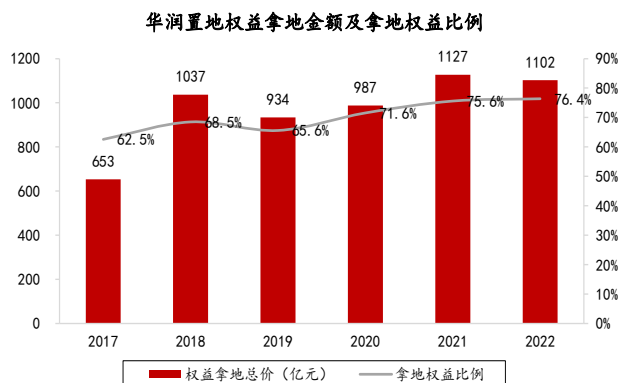
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 20. 2022 年华润置地拿地金额 1442 亿元，同比下降 3.2%



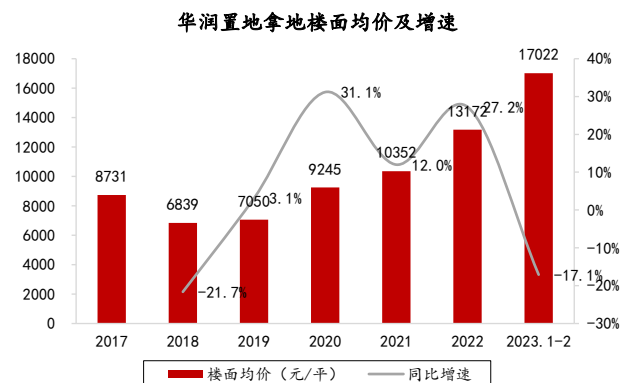
资料来源：公司年报，克而瑞，中银证券

图表 21. 2022 年华润置地权益拿地金额 1102 亿元，拿地权益比例 76.4%



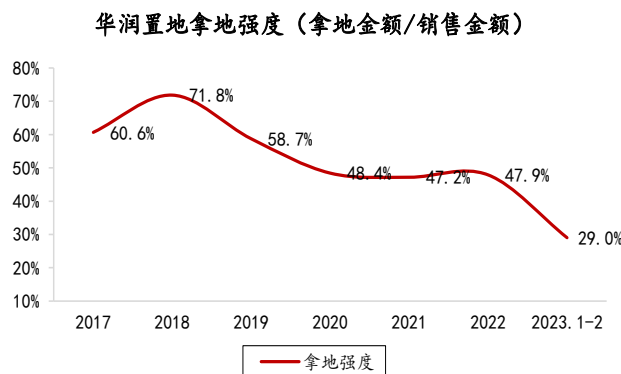
资料来源：公司年报，中银证券

图表 22. 2022 年华润置地新增土地楼面均价 13172 元/平，同比增长 27.2%



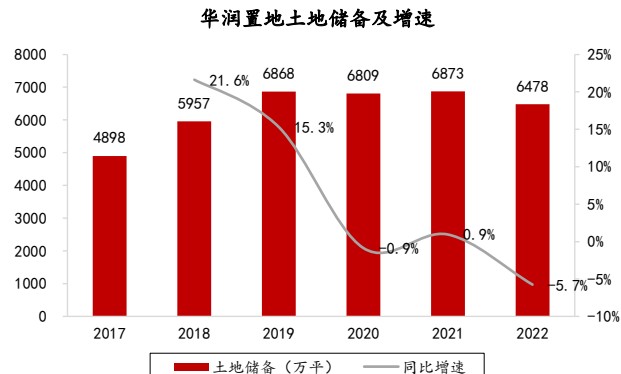
资料来源：公司年报，中银证券

图表 23. 2022 年华润置地拿地强度 47.9%



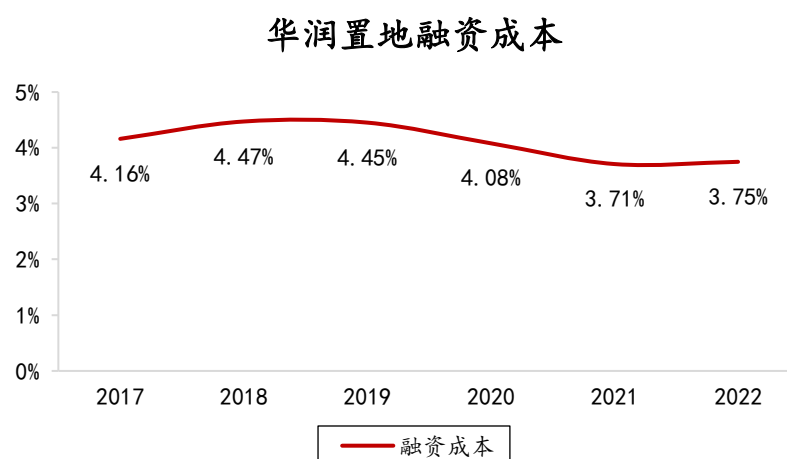
资料来源：公司年报，中银证券

图表 24. 截至 2022 年末，华润置地土地储备 6478 万平，同比下降 5.7%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 25. 2022 年华润置地融资成本为 3.75%，同比提升 4BP



资料来源：公司年报，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371