

越秀地产(0123.HK)

湾区“国资优等生”，多元纳储筑牢根基

推荐（首次）

07月25日：9.36港元

主要数据

行业	房地产
公司网址	https://www.yuexiuproperty.com/
大股东/持股	越秀企业(集团)有限公司/39.78%
实际控制人	广州市人民政府
总股本(百万股)	3096.5
流通A股(百万股)	0
流通B/H股(百万股)	3096.5
总市值(亿港元)	289.8
流通A股市值(亿港元)	0
每股净资产(元)	14.9
资产负债率(%)	76.3

行情走势图



证券分析师

杨侃
投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

研究助理

王懂扬
一般证券从业资格编号
S1060120070024
WANGDONGYANG339@pingan.com.cn



平安观点：

- **湾区优等生，“双国资”加持：**越秀地产隶属广州市国资委旗下越秀集团，2019年引入广州地铁为战略股东，合力开拓TOD模式，目前为销售破十亿、业务多元化的全国性龙头房企之一。2021年营收573.8亿元，归母净利润35.9亿元，分别同比增长24.1%、下滑15.5%；核心净利润41.5亿元，同比上升3.2%。盈利水平及成本管控占优，尽管近年行业整体毛利率中枢下行，但公司毛利率水平依旧保持领先，2021年为21.8%，高于50强房企均值(19.7%)；三费费用率处于下行通道，2021年为7.76%。
- **2021年销售超额完成目标，资金充裕助力逆周期增储：**2021H2后行业销售跌幅扩大，公司在销售承压背景下，2021年逆势实现销售额同比增长20.2%，目标完成度103%，2022年销售目标对应2021年实际销售额仍有7%增速，彰显公司不惧行业波动的发展信心。财务方面，公司作为绿档房企，2021年融资成本持续下行至4.26%，2022年新增境内外发债利率均低于3.8%，低成本融资叠加渠道畅通，助力公司逆周期增储。2021年公司拿地销售比高于50强房企整体值；2022H1拿地力度依旧保持前列，拿地销售面积比、金额比分别位居50强房企第2位、第9位。
- **TOD等多元化拿地优势深化，“地产+房托”双平台互动：**公司依托广州本土及双国企背景，持续推进TOD等“6+1”多元化增储模式，为扩充优质土储保驾护航，2021年新增土储建面中过半数来自非公开市场。其中TOD项目具备区位、利润优势，存在技术要求等较高准入门槛，体现公司强运营能力。同时公司践行“商住并举”战略抵抗行业周期波动，与越秀房托形成“地产+房托”双平台模式。越秀地产将资产注入房托，搭建商业项目完整“投-融-管-退”闭环，一次性回收现金，有助于提升公司资产周转率、ROE及商业运营能力，又可持续分享物业运营及增值收益。截至2021年末越秀房托共持有9家物业，总物业估值达424亿元。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	46234	57379	66747	77496	88920
YOY(%)	20.6	24.1	16.3	16.1	14.7
净利润(百万元)	4248	3589	3858	4372	5010
YOY(%)	21.9	-15.5	7.5	13.3	14.6
毛利率(%)	25.1	21.8	21.5	22.0	22.5
净利率(%)	10.1	9.2	8.3	8.1	8.0
ROE(%)	9.7	7.8	8.1	8.8	9.7
EPS(摊薄/元)	1.37	1.16	1.25	1.41	1.62
P/E(倍)	5.9	6.9	6.5	5.7	5.0
P/B(倍)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

- **盈利预测及投资评级：**公司作为大湾区地方国企，在行业下行期稳中求进，融资优势叠加多元化扩储模式助力逆周期拿地突围，2022H1 已率先实现销售企稳，有望在行业洗牌中进一步扩大市场份额；预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.25 元、1.41 元、1.62 元，当前股价（截至 2022 年 7 月 25 日）对应 PE 分别为 6.5 倍、5.7 倍、5.0 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 公司毛利率存在下滑风险；2) 拿地力度不及预期风险：若后续土拍规则调整或地市波动，公司扩充土储或将受阻，亦对未来销售规模增长产生制约；3) 政策改善不及预期：受到房企信用事件波及影响，合作开发项目销售去化预期或受合作方信用资质影响，若后续合作方发生信用风险事件，亦对公司销售去化产生阻碍。

正文目录

一、	地方国企稳扎稳打，坚守湾区高质量发展	5
	1.1 深耕大湾区，双国资背景加持.....	5
	2.2 业绩稳健前行，彰显可持续发展韧性.....	6
二、	多元化扩储稳增长，逆势突围攻守兼备	6
	3.1 看点一：2021 销售逆势跨千亿，2022 稳健前行.....	6
	3.2 看点二：低成本融资叠加渠道畅通，逆周期增储弯道超车.....	10
	3.3 看点三：TOD 等多元化拿地优势深化，焕发发展新动能.....	13
	3.4 看点四：践行“商住并举”抗周期，“地产+房托”双平台强强联合.....	15
三、	盈利预测与投资建议	16
四、	风险提示	17

图表目录

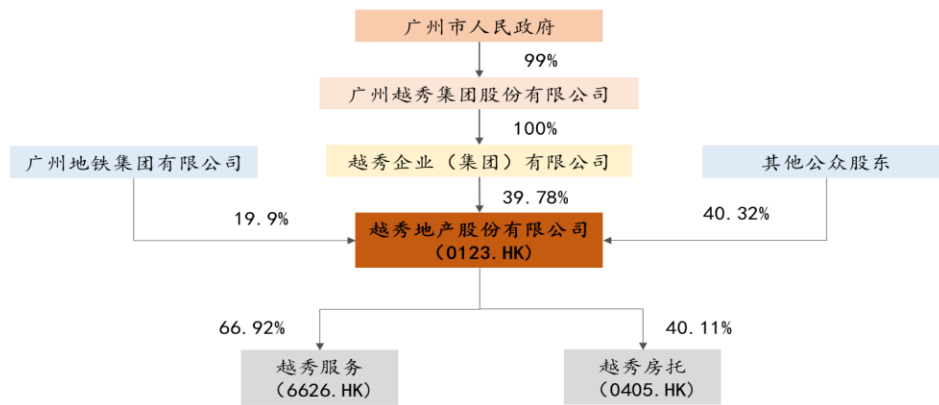
图表 1	越秀地产股权结构（截至 2021 年末）	5
图表 2	越秀地产公司历程	5
图表 3	越秀地产营收情况	6
图表 4	越秀地产归母净利润情况	6
图表 5	越秀地产毛利率情况	6
图表 6	越秀地产三费费率情况	6
图表 7	越秀地产销售额及增速	7
图表 8	越秀地产销售面积及增速	7
图表 9	2021 年销售额同比增速排名	7
图表 10	越秀地产历年销售目标完成度	8
图表 11	2022 年越秀地产销售目标对应增速靠前	8
图表 12	越秀地产全口径销售额排名呈上升趋势	8
图表 13	越秀地产 1-6 月全口径销售额同比率先转正	8
图表 14	越秀地产大湾区土储建面占比领先	9
图表 15	越秀地产土储分布(按区域)	9
图表 16	越秀地产土储分布（按城市能级）	9
图表 17	越秀地产销售额广州占比	10
图表 18	越秀地产广州销售额市占率	10
图表 19	楼市低迷期，广州商品房成交量较为稳定	10
图表 20	越秀地产三条红线数据（2021 年）	11
图表 21	越秀地产融资成本	11
图表 22	2022 年以来越秀发债情况	11
图表 23	越秀地产有息负债结构（按期限）（截至 2021 年末）	12
图表 24	越秀地产有息负债结构（按融资渠道）（截至 2021 年末）	12
图表 25	2021-2022Q2 越秀地产各季度拿地金额	12
图表 26	越秀地产与 50 强房企拿地销售金额比	12
图表 27	越秀地产 2022H1 拿地销售金额比、面积比保持领先	13
图表 28	2022 年以来越秀新增公开市场拿地（广州、杭州、南京、成都）	13
图表 29	越秀地产多元化拿地优势	14
图表 30	2021 年越秀地产新增土储建面占比（按途径）	14
图表 31	2017-2021 年越秀地产当年新增土储建面	14
图表 32	越秀地产 TOD 项目布局	15
图表 33	越秀房托平台	15
图表 34	公司盈利预测	16
图表 35	可比公司估值（按照 2022 年 7 月 25 日收盘价计算）	16

一、地方国企稳扎稳打，坚守湾区高质量发展

1.1 深耕大湾区，双国资背景加持

越秀地产（0123.HK）隶属广州市国资委旗下越秀集团，1983年成立于广州，为住宅开发与商业地产运营并重的综合性房地产开发商。目前公司旗下拥有两家上市平台：越秀房托基金（0405.HK）与越秀服务(6626.HK)，其中越秀房托为全球首支投资于内地物业的香港上市房地产信托基金。

图表1 越秀地产股权结构（截至2021年末）



资料来源：wind，平安证券研究所

公司业务主要集中于广州地区，1992年在联交所上市，2009年开启全国化布局，2019年引入广州地铁为战略股东，合力开拓TOD模式（TOD即Transit Oriented Development，以公共交通站点为半径，建立集居住、商业等城市核心功能为一体的综合体）。目前越秀地产已从一家区域性房企成长为销售破千亿、业务多元化的全国性龙头房企。

图表2 越秀地产公司历程

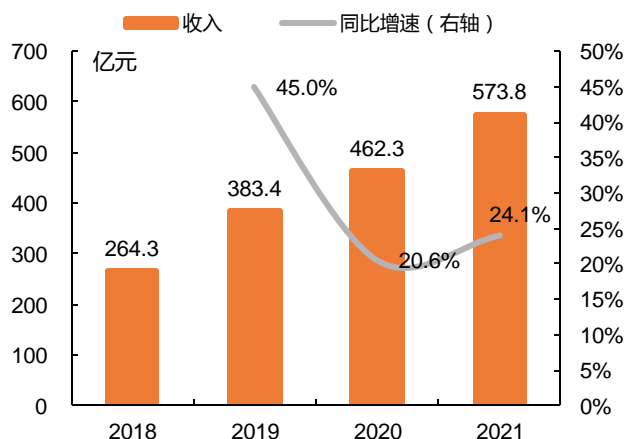
1983-2008年	2009-2015年	2016年至今
<p>广州城市建设先行者，成功上市</p> <ul style="list-style-type: none"> 1983年，公司前身广州市城市建设开发总公司由广州市政府批准成立 1992年，联交所上市 2005年，分拆维多利亚广场等四大租赁物业，以房地产信托基金形式在中国香港上市，打造全球首个投资国内市场的房托基金 2008年，公司建设的广州国际金融中心封顶，成为当时世界十大超高层建筑之一 	<p>更名，开启全国化布局与双平台互动</p> <ul style="list-style-type: none"> 2009年，更名为“越秀地产”，首进江门，开启全国化布局 2010-2012年，进入华东、华中等多个城市，全国战略布局初具规模 2012年，注入广州国际金融中心资产到越秀房产基金，初步实现“越秀地产+越秀房产基金”双平台互动，“开发+运营+金融”的商业模式逐步成型 	<p>多元化布局，开拓TOD模式</p> <ul style="list-style-type: none"> 2016年，越秀集团注入广州南沙百万方项目至公司，“集团孵化+上市公司注入”拿地方式落地；成立越秀商投，专注商业物业开发、运营和金融化事务 2017年，城市更新集团成立，进入养老、长租产业 2019年，引入广州地铁成为战略股东，合力开拓“轨交+物业”TOD发展模式 2021年，分拆越秀服务上市，全年销售额破千亿

资料来源：公司官网，平安证券研究所

2.2 业绩稳健前行，彰显可持续发展韧性

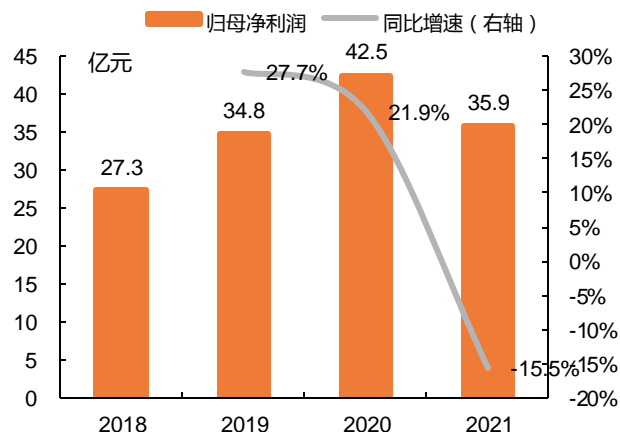
2021年公司营收为573.8亿元，归母净利润35.9亿元，分别同比增长24.1%、下滑15.5%；核心净利润为41.5亿元，同比上升3.2%。盈利水平及成本管控颇具成效，尽管近年行业整体毛利率中枢下行，但公司毛利率水平依旧保持领先，2021年为21.8%，高于50强房企均值（19.7%）；三费费用率处于下行通道，2021年为7.76%。

图表3 越秀地产营收情况



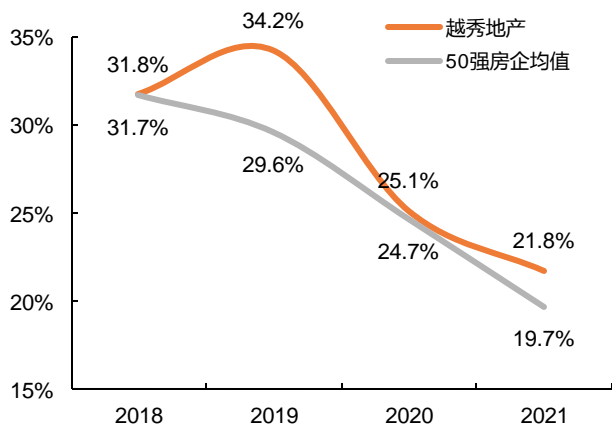
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 越秀地产归母净利润情况



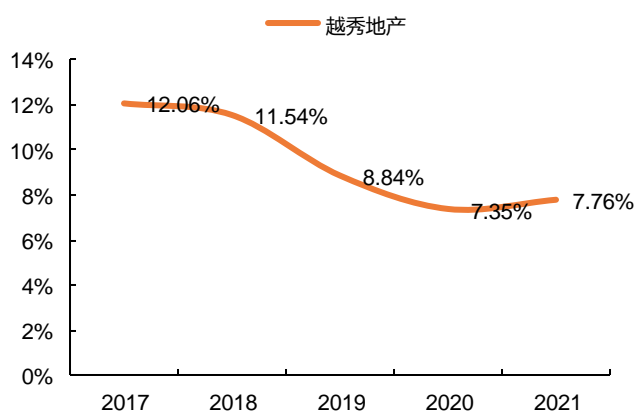
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 越秀地产毛利率情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 越秀地产三费费率情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

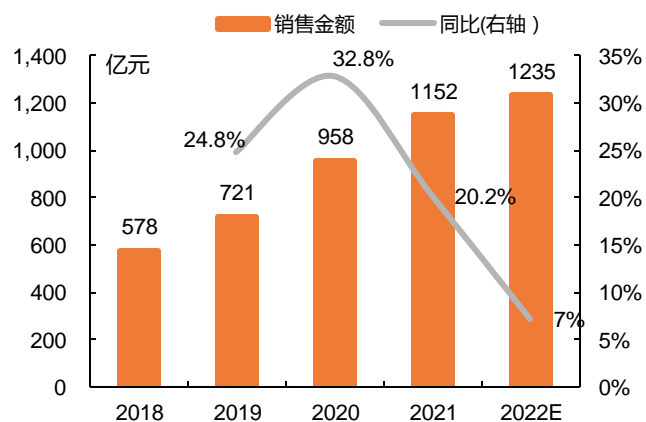
二、多元化扩储稳增长，逆势突围攻守兼备

3.1 看点一：2021 销售逆势跨千亿，2022 稳健前行

行业调整期销售双位数增长，超额完成全年目标。2021H2以来房企销售迅速降温，跌幅呈扩大趋势，克而瑞百强房企2021年全年销售额、销售面积同比下降3.2%、9%，50强房企近半数全年销售业绩同比下滑。公司在全行业销售承压背景下，2021年达成销售额1152亿元、销售面积418万平方米，分别同比增长20.2%、10.1%，全年销售增速领先主流房企，销售目标完成度为103%，为少数完成销售目标的主流房企之一。2022年面对行业不确定性，公司提出全年1235亿元的销售目

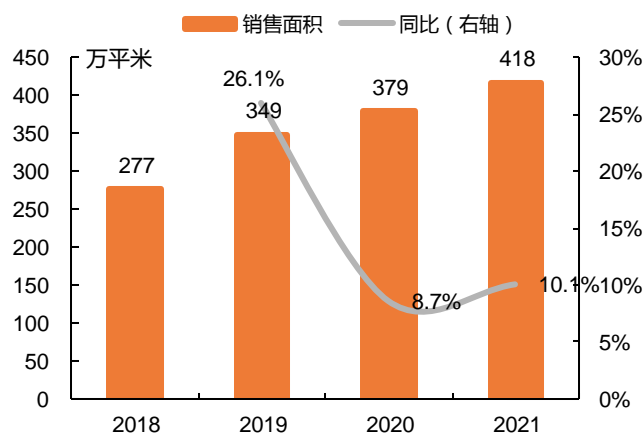
标，对应 2021 年的实际销售额约有 7% 增速，彰显公司不惧行业波动、平稳向上的发展信心。

图表7 越秀地产销售额及增速



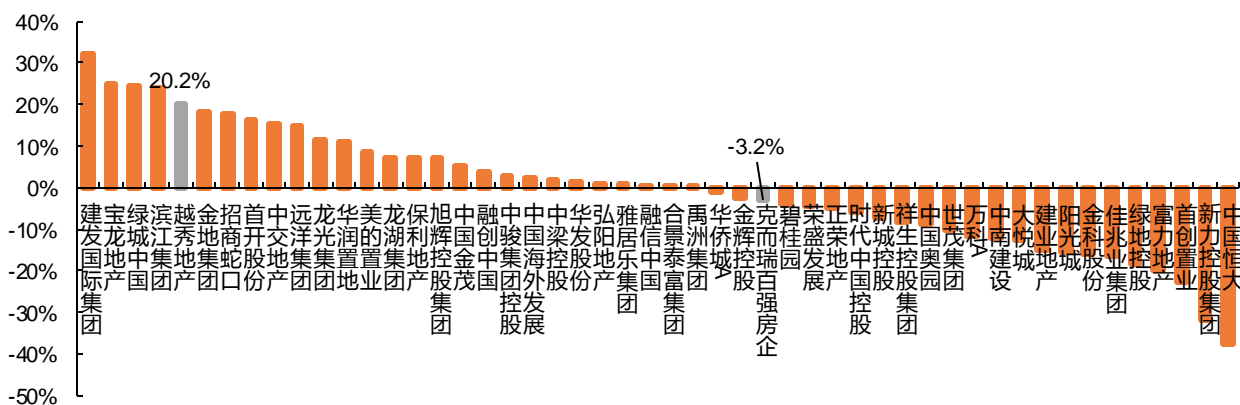
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 越秀地产销售面积及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

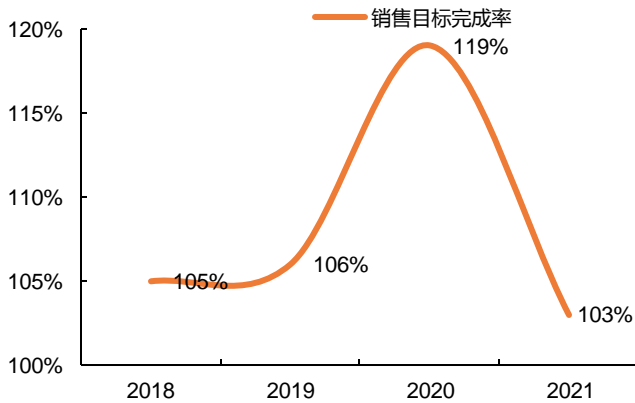
图表9 2021 年销售额同比增速排名



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 平安证券研究所

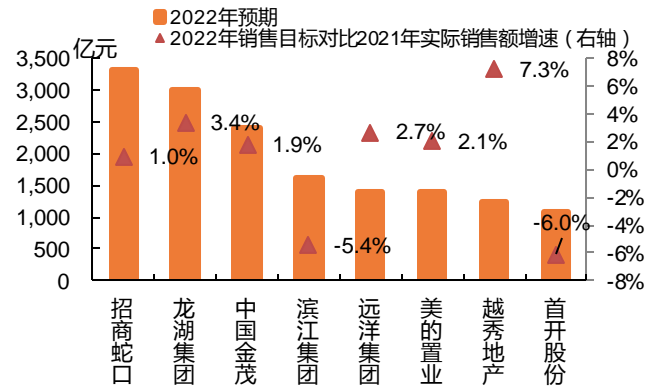
注: 越秀地产销售数据来自公司公告, 其余公司销售数据来自克而瑞

图表10 越秀地产历年销售目标完成度



资料来源: wind, 平安证券研究所

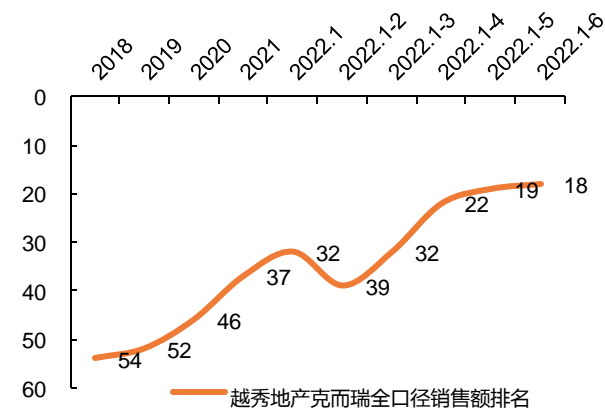
图表11 2022年越秀地产销售目标对应增速靠前



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

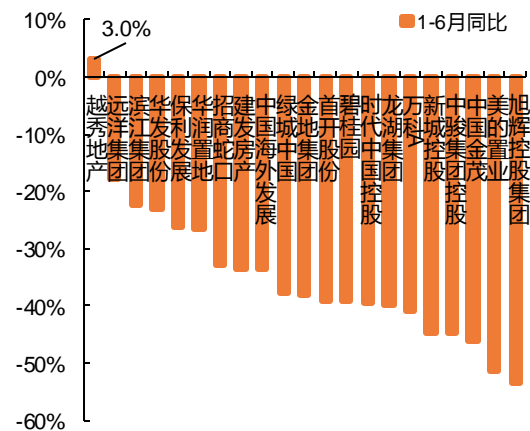
受益于政策放松, 公司销售率先复苏。受益于广州房贷利率快速下行及多地楼市政策回暖, 截至 2022 年 6 月, 公司单月销售额同比已连续 3 个月为正, 克而瑞全口径累计销售额排名持续攀升, 1-6 月累计销售额同比已率先转正, 2022H1 共计完成全年销售目标的 40%。我们认为下半年随着疫情控制与政策加大发力, 预期稳定下行业有望温和修复, 公司有望率先受益行业复苏, 呈现更好经营表现, 进一步提升市场份额。

图表12 越秀地产全口径销售额排名呈上升趋势



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

图表13 越秀地产 1-6 月全口径销售额同比率先转正

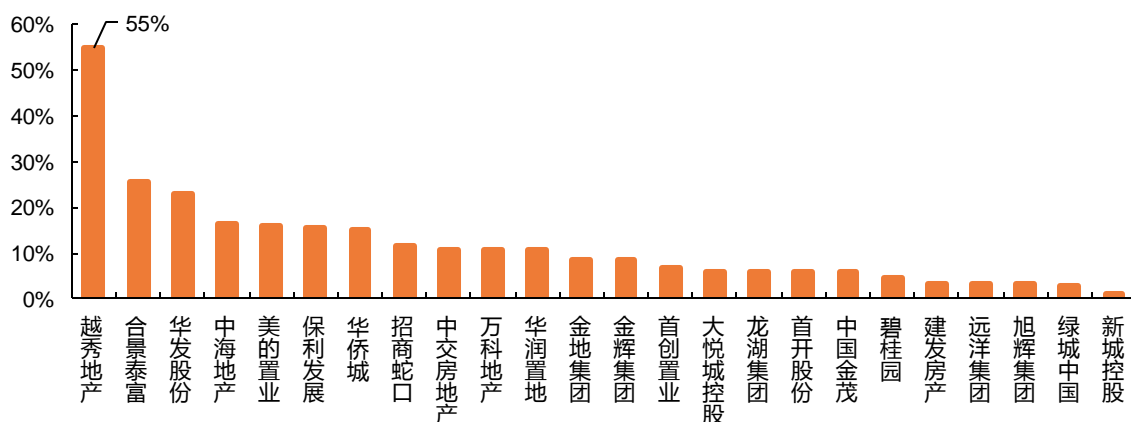


资料来源: 公司公告, 克而瑞, 平安证券研究所

注: 绿城中国为不含代建的销售额增速; 越秀地产销售数据来自公司公告; 其余房企销售数据来自克而瑞

土储充裕保障供给, 深耕大湾区优质区域。截至 2021 年末, 公司布局全国 29 个城市, 总土储 2711 万平方米, 其中粤港澳大湾区及广州占比 55%、47.6%, 大湾区土储占比居主流房企首位。分城市能级看, 公司约有 91% 的土储位于核心一二线城市, 体现公司优中选优的布局规划。

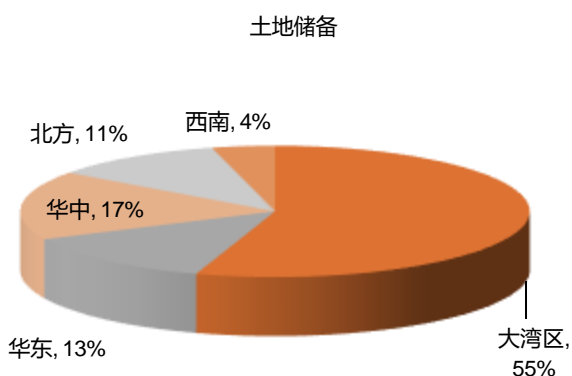
图表14 越秀地产大湾区土储建面占比领先



资料来源：中指院，平安证券研究所

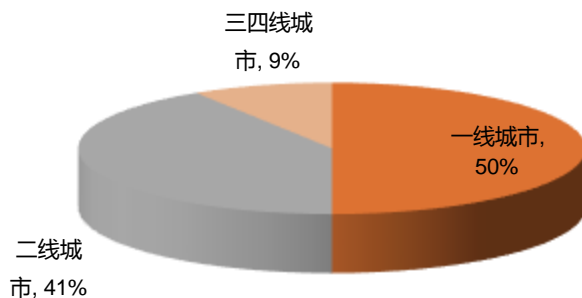
注：越秀地产大湾区土储占比来自公司公告，其余公司占比以2019-2021年公司在珠三角累计拿地建面/在全国累计拿地建面进行估算，数据来自中指院

图表15 越秀地产土储分布(按区域)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

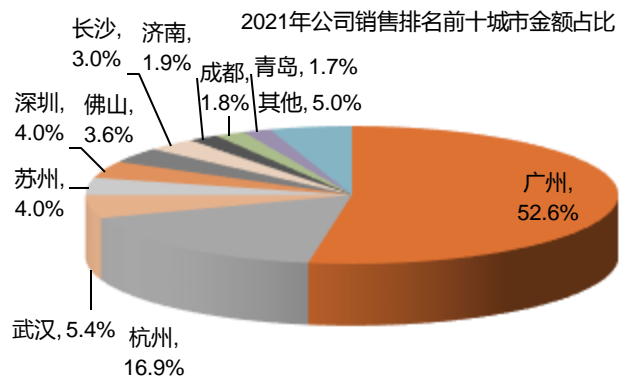
图表16 越秀地产土储分布(按城市能级)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

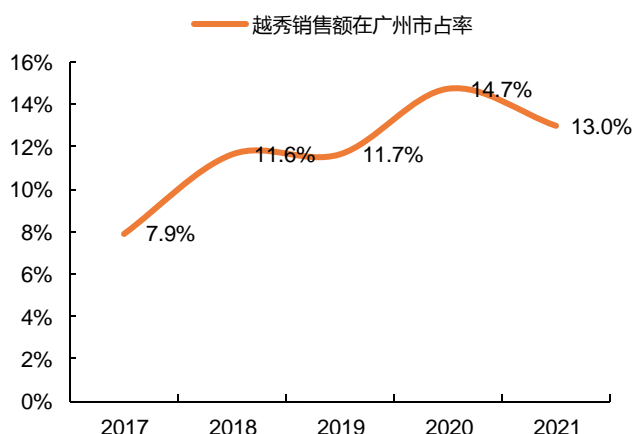
重仓广州，大本营楼市相对坚挺。越秀长期深耕广州，2021年超半数销售额源自广州，2018-2021年在广州市市场市占率均超10%。广州在楼市冷静期表现亦相对平稳，2021H1市场氛围持续高热，而后受人才购房、二手房指导价、信贷等方面调控力度加大影响，二季度起市场热度有所回落，年末政策边际放松下再次带动成交，全年商品房成交量仍保持平稳；2022H1随着按揭端及稳地产政策发力，6月末周度销量再创近一年新高。中长期看，我们认为广州作为全国四大一线城市之一，楼市购买力相对充足，越秀在广州享有较高的品牌知名度及溢价，去化具备可靠保障。

图表17 越秀地产销售额广州占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

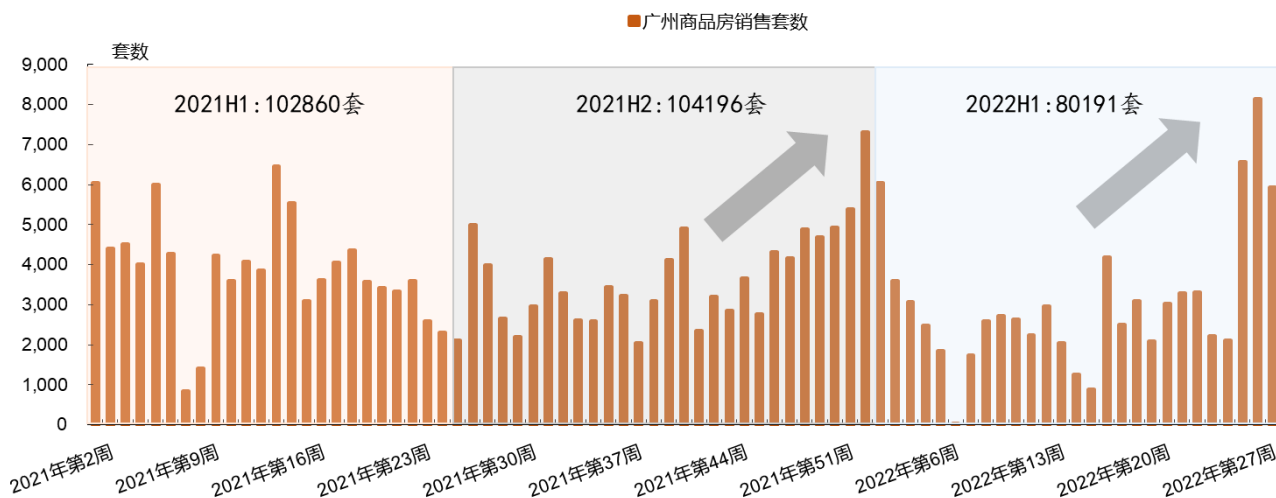
图表18 越秀地产广州销售额市占率



资料来源：公司公告，克而瑞，平安证券研究所

注：广州商品房销售额数据来自克而瑞；市占率=越秀地产广州销售额/当年广州商品房销售额

图表19 楼市低迷期，广州商品房成交量较为稳定

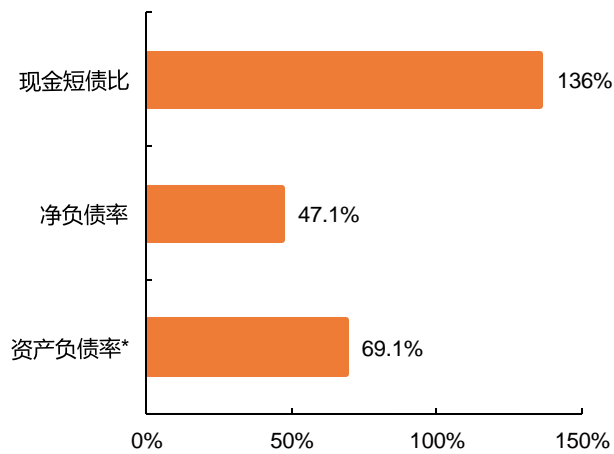


资料来源：中指院，平安证券研究所

3.2 看点二：低成本融资叠加渠道畅通，逆周期增储弯道超车

“绿档”房企融资成本持续下行，行业资金承压下财务优势凸显。2021年公司“三条红线”保持绿档，剔除预收账款的资产负债率为69.1%，净负债率为47.1%，现金短债比为136%。2021年公司紧抓行业融资窗口期，境外成功发行6.5亿5年期和1.5亿10年期美元债券，票面利率分别为2.8%和3.8%，融资成本再创境外发债历史新低；境内成功发行公司债人民币60亿元，平均票面利率仅为3.29%，2021年末平均融资成本4.26%，2022H1新增境内债发行利率介于2.84-3.43%，融资成本未来仍有进一步下降空间。

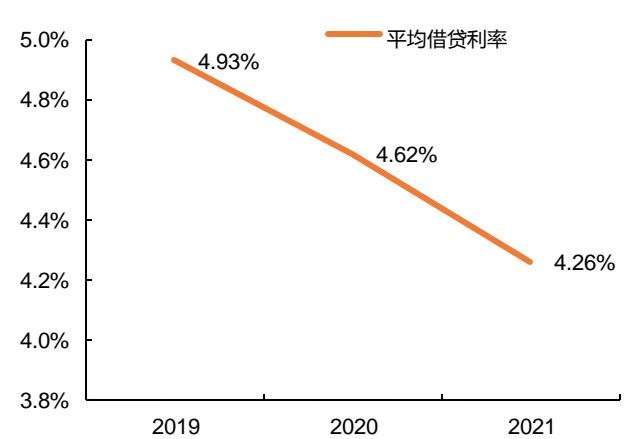
图表20 越秀地产三条红线数据(2021年)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

注:资产负债率为剔除预收账款的资产负债率

图表21 越秀地产融资成本



资料来源:公司公告,平安证券研究所

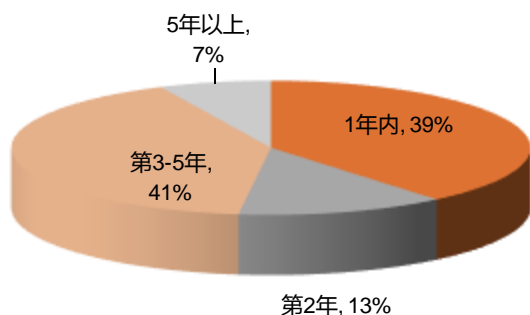
图表22 2022年以来越秀发债情况

债券简称	债券类型	起息日	期限(年)	票面利率(%)
22穗建08	一般公司债	2022-07-01	7	3.43
22穗建07	一般公司债	2022-06-25	5	2.90
22穗建06	一般公司债	2022-06-23	7	3.37
22穗建05	一般公司债	2022-06-23	5	2.85
22穗建04	一般公司债	2022-05-20	7	3.35
22穗建03	一般公司债	2022-05-20	5	2.84
22穗建02	一般公司债	2022-05-13	7	3.38
22穗建01	一般公司债	2022-05-13	5	2.90

资料来源:wind,平安证券研究所

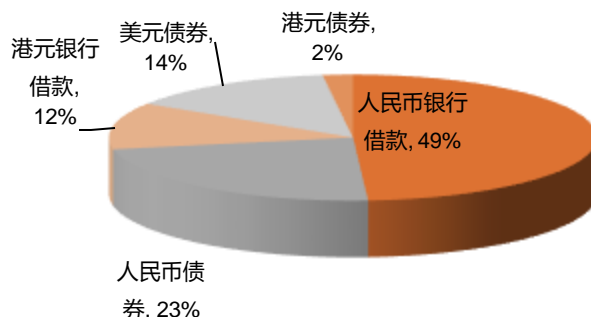
公司有息负债结构良好,1年期以上有息负债占比、银行贷款占比均为61%,较长的融资期限及顺畅的低成本融资渠道,反映公司良好信用资质。此外公司现金及现金等价物为405亿元,同比增长8.6%,在当前行业资金端承压、房企间融资分化背景下,相对充裕的流动性及稳健的财务水平,有助于公司顺利度过行业低谷期,把握逆势扩张机遇。

图表23 越秀地产有息负债结构(按期限)(截至2021年末)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

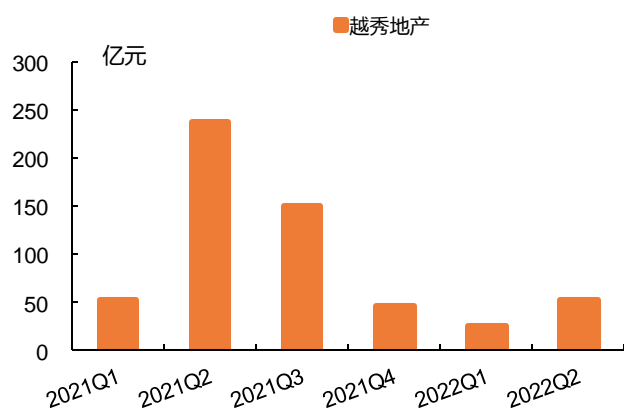
图表24 越秀地产有息负债结构(按融资渠道)(截至2021年末)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

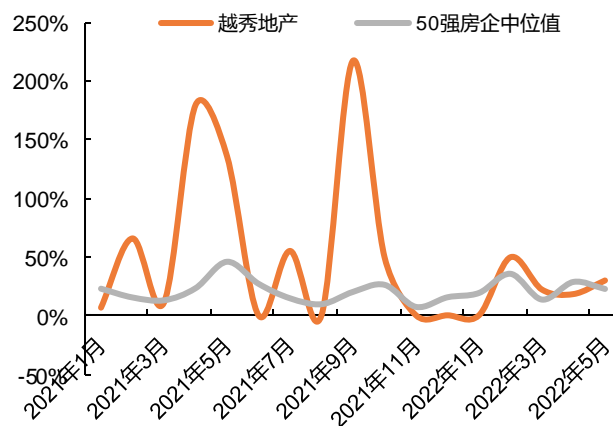
行业资金收紧下房企投资萎缩,公司逆市补充优质土储。根据中指院数据,2021年公司全年拿地销售金额比、面积比分别为41.3%、69.2%,高于50强房企拿地销售比整体值(金额比27.6%、面积比47.9%),2022H1以来,50强房企中仅有22家房企保持拿地,其中越秀拿地销售面积比(61.3%)位居第2位,金额比(16.5%)位居第9位,拿地力度保持前列。我们以2022年1-7月越秀地产在广州、杭州、南京、成都4个热点城市的新增土储为例,12宗地块中7宗为底价获取,平均拿地溢价率4.2%,地价房价比均值51.7%,单地块盈利空间较为充裕。

图表25 2021-2022Q2 越秀地产各季度拿地金额



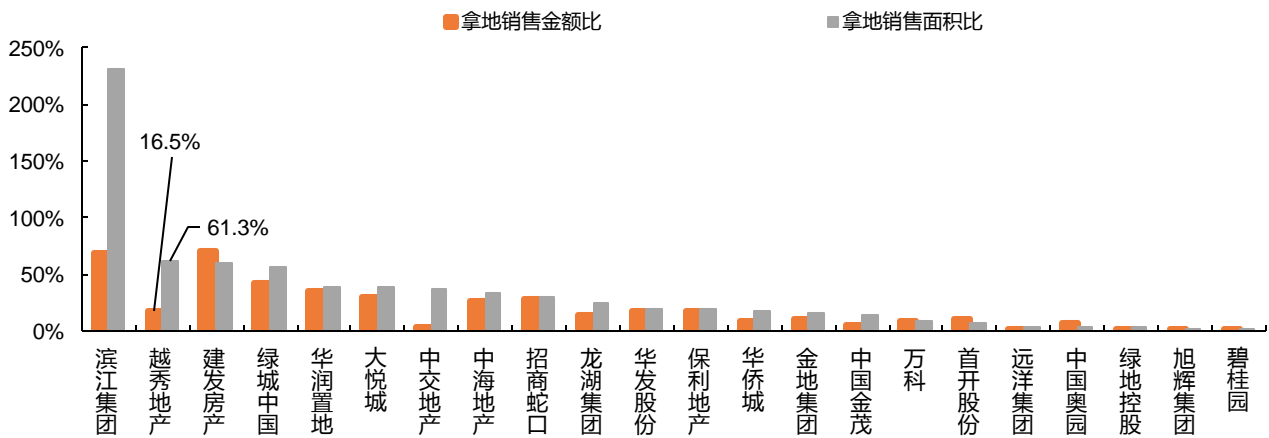
资料来源:中指院,平安证券研究所

图表26 越秀地产与50强房企拿地销售金额比



资料来源:中指院,克而瑞,平安证券研究所

图表27 越秀地产 2022H1 拿地销售金额比、面积比保持领先



资料来源：中指院，克而瑞，平安证券研究所

注：拿地数据来自中指院，销售数据来自克而瑞

图表28 2022年以来越秀新增公开市场拿地（广州、杭州、南京、成都）

城市	地块	成交楼面价(元/平米)	售价(元/平米)	地价房价比	溢价率(%)
广州	海珠区琶洲西区 AH040329、AH040157 地块	16861	---	---	0
	天河区燕塘地块三(AT020883 地块)	48300	---	---	15
	海珠区鹤洞大桥南广州锌片厂南片区、沙渡路鹤洞大桥北侧橡胶一厂地块	7391	---	---	0.91
	白云区广龙路 AB0805104 地块	2936	---	---	0
	广州市南沙区亭角地区(原梅山工业区)	8952	---	---	0
	广州市南沙区庆盛枢纽区块石排新涌以南、横二路以北、庆盛大道以东、纵十三路以西 2022NGY-1 号	1206	---	---	0
杭州	天目医药港单元 ZX11-C-17 地块	8000	18200	44%	0
	天目医药港单元 ZX11-D-13 地块	8000	18200	44%	0
	临安经济开发区中部地区单元 B5-06-01 地块	12500	22900	54.6%	0
南京	建邺区沙洲街道河西大街以北,创意路以东地块	40806	60290	67.7%	14.89
成都	武侯区红牌楼街道太平社区 3、5 组	16500	30500	54.1%	14.58
	双流区怡心街道双塘社区 6、8 组	12400	27000	45.9%	5.08
均值				51.7%	4.2

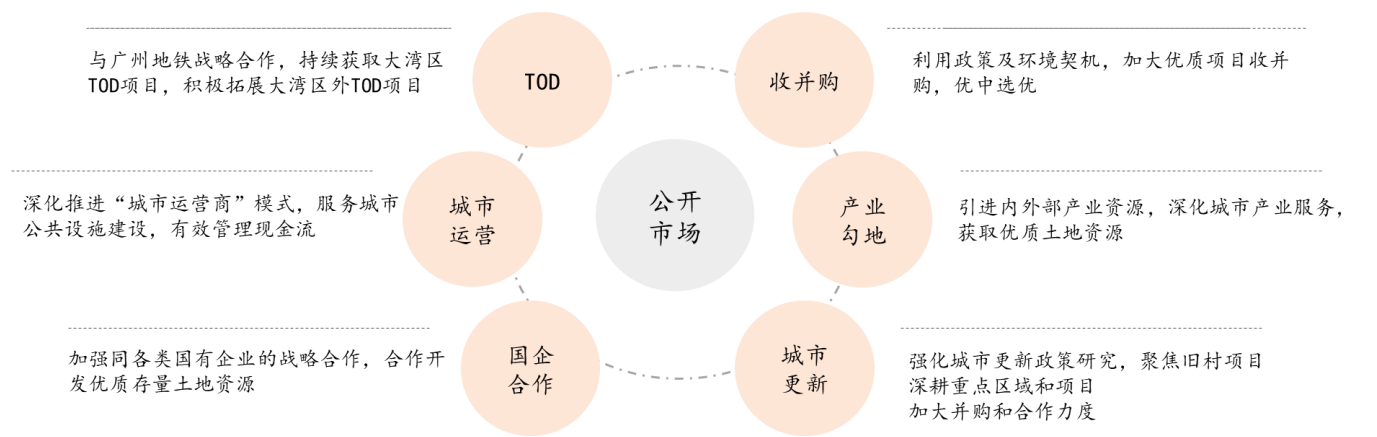
资料来源：中指院，平安证券研究所

注：地价房价比为成交楼面价/售价

3.3 看点三：TOD 等多元化拿地优势深化，焕发发展新动能

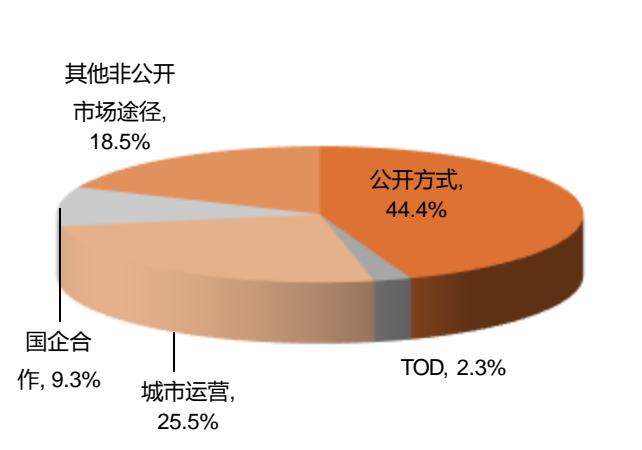
“6+1”多元化增储模式为扩充优质土储保驾护航。公司依托广州本土及双国企背景，持续推进以 TOD、国企合作、城市运营、城市更新、收并购和产业勾地等 6 种非公开市场拿地方式，已形成“6+1”多元化、特色化增储平台。2021 年新增土储建面中，公开拿地占比仅为 44.4%，过半数新增土储来自非公开市场。多元化拿地模式既可保障公司充足且优质的土地储备，又可合理控制拿地成本，合理兼顾长短周期项目供货，降低过度依赖单一拿地渠道风险。

图表29 越秀地产多元化拿地优势



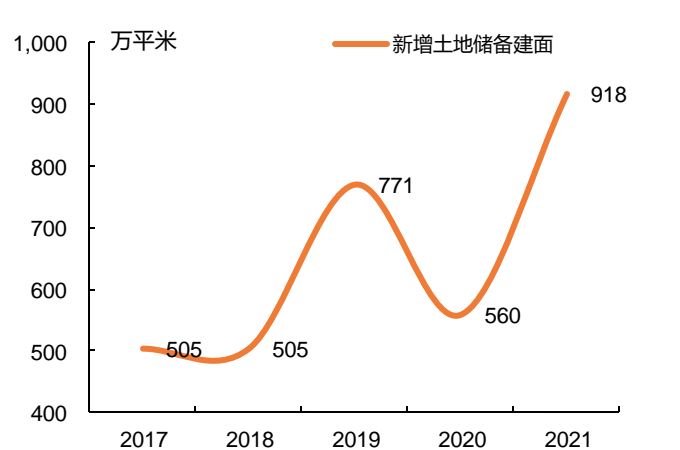
资料来源：平安证券研究所

图表30 2021年越秀地产新增土储建面占比（按途径）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表31 2017-2021年越秀地产当年新增土储建面



资料来源：公司公告，平安证券研究所

TOD项目具备区位、利润优势，高准入门槛展现公司强运营实力。2021年末公司 TOD 项目总土储 376 万平方米，占总土储的 13.9%，销售额 178.7 亿元，占同期销售总额的 15.5%；2022 年 7 月，公司收购广州琶洲南 TOD 项目 49% 权益，TOD 项目总建筑面积进一步增加至 419 万平方米。通常 TOD 项目区位优势，自带轨交及综合配套，目前公司在建项目均位于广州核心地段，后续有助于项目去化及提升单项目利润空间；同时 TOD 项目存在准入门槛，通常要求综合规划商业、对房企垂直立体空间开发以及减振降噪等轨道交通技术提出较高要求，房企有关此类的相关资源与技术优势短期难以被复制取代，因此越秀为国内少数具备 TOD 项目开发资质的房企之一，未来有望将 TOD 模式在广州外区域生根开花。

图表32 越秀地产TOD项目布局



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.4 看点四：践行“商住并举”抗周期，“地产+房托”双平台强强联合

与越秀房托形成“双平台”模式，持续提升商业运营能力。越秀房托为国内首家在内地投资的房地产信托基金，2005年于香港上市，目前共持有广州国际金融中心等9家物业，2021年末总物业估值约424亿元，整体出租率为92%。2021年越秀地产商业物业总经营收入24.4亿元，同比上升3.4%；其中越秀地产租金收入6.4亿元，同比上升6.7%；越秀房托总经营收入18亿元，同比上升2.3%。“地产+房托”模式已形成商业项目完整的“投-融-管-退”商业闭环，越秀地产将资产注入房托，可一次性回收现金、提升资产周转率与ROE，同时保障商业物业运营效率，持续分享物业运营及增值收益。

图表33 越秀房托平台



资料来源：越秀房托，平安证券研究所

三、盈利预测与投资建议

盈利预测：

关键假设 1：考虑 2-3 年竣工周期，公司 T 年预售所得预收账款或合同负债，大多在 T+2 或 T+3 年步入结算，结合公司过往销售表现及结算节奏，预计公司 2022-2024 年营收分别为 667.5 亿元/775.0 亿元/889.2 亿元，对应收入增速分别为 16.3%/16.1%/14.7%。

关键假设 2：公司收入结构以房地产业务为主，近 2 年占总收入比重约为 94%，我们假设 2022-2024 年公司收入结构与 2021 年报基本保持一致。

关键假设 3：公司近年获取的高价地步入结算，预计 2022 年毛利率仍将筑底，约为 21.5%；而后随着高毛利的多元化获取地块在结算端占比提高、以及 2021H2 后公开市场拿地毛利率改善，预计 2023-2024 年毛利率有望企稳，分别为 22.0%/22.5%。

基于以上假设，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 38.6 亿、43.7 亿和 50.1 亿，对应 EPS 分别为 1.25 元、1.41 元、1.62 元，当前股价（截至 2022 年 7 月 25 日）对应 PE 分别为 6.5 倍、5.7 倍、5.0 倍。

图表34 公司盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营收(亿元)	462.3	573.8	667.5	775.0	889.2
同比	20.6%	24.1%	16.3%	16.1%	14.7%
毛利率	25.1%	21.8%	21.5%	22.0%	22.5%
各分项收入(亿元)					
房地产业务	434.6	541.5	629.9	731.4	839.2
其他产品	13.6	11.7	13.6	15.8	18.2
房地产管理	8.0	14.1	16.4	19.0	21.9
投资性房地产	6.0	6.4	7.5	8.7	10.0

资料来源：wind，平安证券研究所

公司作为大湾区地方国企，在行业下行期稳中求进，融资优势叠加多元化扩储模式助力逆周期拿地突围，2022H1 已率先实现销售企稳，有望在行业洗牌中进一步扩大市场份额，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表35 可比公司估值（按照 2022 年 7 月 25 日收盘价计算）

房企	证券简称	股票代码	PE(2022E)	PE(2023E)	PE(2024E)
滨江集团	滨江集团	002244.SZ	8.0	7.1	6.4
龙湖集团	龙湖集团	0960.HK	5.5	4.9	4.4
华润置地	华润置地	1109.HK	5.9	5.4	4.8
绿城中国	绿城中国	3900.HK	6.9	5.7	5.0
万科	万科 A	000002.SZ	8.6	8.1	7.5
保利集团	保利发展	600048.SH	6.7	6.5	6.3
招商蛇口	招商蛇口	001979.SZ	9.5	9.0	8.3
金地集团	金地集团	600383.SH	5.2	4.9	4.7
中海地产	中国海外发展	0688.HK	5.0	4.9	4.8
可比公司估值均值			6.8	6.3	5.8
越秀地产	越秀地产	0123.HK	6.5	5.7	5.0

资料来源：wind，平安证券研究所

注：万科、保利、招商蛇口、金地集团、滨江集团、中国海外发展、越秀地产估值来自平安证券研究所预测，其他可比公司估值来自 wind 一致预期

四、风险提示

- 1) 公司毛利率存在下滑风险；
- 2) 拿地力度不及预期风险：若后续土拍规则调整或地市波动，公司扩充土储或将受阻，亦对未来销售规模增长产生制约；
- 3) 政策改善不及预期：受到房企信用事件波及影响，合作开发项目销售去化预期或受合作方信用资质影响，若后续合作方发生信用风险事件，亦对公司销售去化产生阻碍。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	40499	6675	7750	8892
应收账款	126	166	193	222
预付款项、按金及其他应	34166	29348	34074	39097
其他应收款	0	0	0	0
存货	180360	242524	279787	318974
其他流动资产	7652	7260	8429	9671
流动资产总计	262804	285972	330232	376855
长期股权投资	23548	23548	23548	23548
固定资产	3896	3286	2675	2065
在建工程	0	0	0	0
无形资产	4456	3713	2970	2228
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	19151	17692	16233	14774
非流动资产合计	51051	48239	45427	42615
资产总计	313855	334211	375659	419471
短期借款	29802	20427	28960	37896
应付账款	1613	3451	3981	4538
其他流动负债	151206	175903	203545	232764
流动负债合计	182621	199781	236486	275198
长期借款	45732	45732	46853	47801
其他非流动负债	11135	11135	11135	11135
非流动负债合计	56867	56867	57988	58936
负债合计	239488	256648	294474	334134
股本	18035	18035	18035	18035
储备	28201	28201	28201	28201
留存收益	0	1543	3292	5296
归属于母公司股东权益	46236	47779	49528	51532
归属于非控制股东权益	28131	29784	31658	33805
权益合计	74367	77563	81185	85337
负债和权益合计	313855	334211	375659	419471

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	4338	4844	6170	7407
折旧与摊销	344	2812	2812	2812
财务费用	350	3228	3294	3720
其他经营资金	-9708	-30458	-15013	-15705
经营性现金净流量	-4676	-19574	-2737	-1765
投资性现金净流量	-6519	668	75	-250
筹资性现金净流量	15793	-14918	3737	3157
现金流量净额	4598	-33824	1075	1142

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	57379	66747	77496	88920
销售成本	44896	52396	60447	68913
其他费用	0	0	0	0
销售费用	1590	1869	2170	2490
管理费用	1623	1802	2092	2401
财务费用	350	3228	3294	3720
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	415	0	0	0
公允价值变动损益	-904	-900	-900	-900
营业利润	8431	6552	8593	10496
其他非经营损益	2412	2412	1500	1000
税前利润	10842	8963	10093	11496
所得税	5569	3452	3847	4339
税后利润	5274	5511	6245	7157
归属于非控制股东利润	1685	1653	1874	2147
归属于母公司股东利润	3589	3858	4372	5010
EBITDA	11536	15003	16199	18028
NOPLAT	4711	6627	7996	9511
EPS(元)	1.16	1.25	1.41	1.62

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营收额增长率	24.1%	16.3%	16.1%	14.7%
EBIT 增长率	4.8%	8.9%	9.8%	13.7%
EBITDA 增长率	4.9%	30.1%	8.0%	11.3%
税后利润增长率	12.6%	4.5%	13.3%	14.6%
盈利能力				
毛利率	21.8%	21.5%	22.0%	22.5%
净利率	9.2%	8.3%	8.1%	8.0%
ROE	7.8%	8.1%	8.8%	9.7%
ROA	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
ROIC	4.7%	5.8%	5.6%	6.1%
估值倍数				
P/E	6.9	6.5	5.7	5.0
P/S	0.4	0.4	0.3	0.3
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5
股息率	8.8%	9.3%	10.5%	12.1%
EV/EBIT	19.1	19.8	18.9	17.4
EV/EBITDA	18.6	16.1	15.6	14.7
EV/NOPLAT	45.5	36.4	31.6	27.8

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033