

# 越秀地产 (00123.HK)

双国企股东护航，大湾区本土优势显著

买入

## 核心观点

**双国企股东助力稳健发展。**公司是全国第一批成立的综合性房地产开发企业之一，践行“商住并举”发展战略，发挥“开发+运营+金融”特色商业模式竞争优势。母公司越秀集团是中国跨国公司15强企业，目前以拥有六家上市平台，2019年，公司引入广州地铁作为第二大股东，强化“轨交+物业”的TOD发展模式，至此公司双国企股东结构形成，目前越秀集团和广州地铁合计持股达59.7%，股权集中、结构稳定。

**深耕大湾区，销售逆势增长。**公司总土地储备达到约2860万平方米，能够满足公司可持续发展的需要，其中超9成位于一、二线城市，超5成位于大湾区。同时，公司是广州区域当之无愧的龙头，2022年公司在广州区域销售额达593亿元，排名第一，本土优势显著，在当前房企普遍土储不足的情况下，公司充足的土储将帮助平滑推货节奏，为未来的销售带来极大的确定性。虽然行业空间虽难以进一步扩大，但地产开发仍是一个相对宽阔的赛道，没有必要对行业过度悲观，标杆房企有望维持一定速度的增长，且将受益于行业出清带来的市占率提升。2022年公司销售实现逆势增长，且销售排名迅速攀升。近几个月佛山、中山、东莞等大湾区城市需求端政策均有所放松，居民购房意愿将随着政策放松和预期回暖不断提升。公司作为在大湾区本土优势显著的企业，将持续受益于大湾区楼市的回暖，未来销售增长潜力得到保证。

**融资渠道畅通，现金流有保障。**近年来，公司财务水平持续保持“绿档”，截至2022上半年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为69.4%，净负债率为59.7%，现金短债比为1.45。公司融资渠道畅通，年内发债融资成本屡创新低，较低的融资成本和畅通的融资渠道将持续助力公司获得充足的资金，从而在当前的市场环境下更从容的获取高质量土地。

**盈利预测与估值：**公司深耕大湾区，在广州拥有显著区域优势，在市场下行的过程中取得了销售的逆势增长，优质的土储保证了公司未来的业绩，双国企股东的股权结构将助力公司更稳健的发展。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间为12.3至15.1元，较当前股价有17%至44%的空间。预计公司2022-2024年的归母净利润分别为34/36/42亿元，每股收益分别为1.11/1.17/1.35元，对应当前股价PE分别为9.4/9.0/7.8倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**市场下行超预期导致未来销售不及预期从而导致估值及盈利预测过高。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	46234	57379	66043	72713	79839
(+/--%)	20.6%	24.1%	15.1%	10.1%	9.8%
净利润(百万元)	4248	3589	3431	3613	4177
(+/--%)	21.9%	-15.5%	-4.4%	5.3%	15.6%
每股收益(元)	1.37	1.16	1.11	1.17	1.35
EBIT Margin	19.6%	16.2%	12.1%	12.0%	12.1%
净资产收益率 (ROE)	10.1%	8.0%	7.2%	7.2%	7.9%
市盈率 (PE)	7.6	9.0	9.4	9.0	7.8
EV/EBITDA	25.3	29.3	28.8	28.5	26.3
市净率 (PB)	0.74	0.70	0.67	0.63	0.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·海外公司深度报告

### 房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

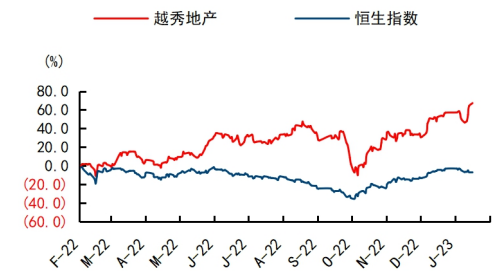
wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	12.30 - 15.10 港元
收盘价	12.06 港元
总市值/流通市值	37343/37343 百万港元
52周最高价/最低价	12.16/6.32 港元
近3个月日均成交额	74.96 百万港元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

<b>双国企股东助力稳健发展</b> .....	<b>5</b>
老牌国企，稳健发展.....	5
核心净利稳步增长，毛利率承压.....	6
引入广州地铁，形成双国企股东结构.....	6
<b>深耕大湾区，销售逆势增长</b> .....	<b>7</b>
行业需求仍然庞大，期待需求回归常态.....	7
布局合理，大湾区本土优势显著.....	8
投资手段多样，持续巩固区域地位.....	9
销售逆势增长，排名攀升.....	10
TOD 全国化拓展稳步突破.....	12
<b>融资渠道畅通，现金流有保障</b> .....	<b>13</b>
财务保持“绿档”，现金流稳健.....	13
债务结构优化，融资渠道畅通.....	14
成本管控效果明显，ROE 下行.....	14
<b>盈利预测</b> .....	<b>15</b>
假设前提.....	15
未来 3 年盈利预测及敏感性分析.....	16
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>17</b>
绝对估值：每股价值为 15.1 元，较当前股价有 44%的空间.....	17
相对估值：每股价值为 12.3 元，较当前股价有 17%的空间.....	18
投资建议.....	18
<b>风险提示</b> .....	<b>19</b>
<b>财务预测与估值</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 越秀地产旗下上市公司体系.....	5
图 2: 公司营业收入及增速.....	6
图 3: 公司归母净利润及增速.....	6
图 4: 公司核心净利润及增速.....	6
图 5: 公司毛利率变化.....	6
图 6: 越秀地产股东结构.....	7
图 7: 2030 年及远期新建住宅需求测算（单位：亿平方米）.....	8
图 8: 公司总土储按区域划分.....	9
图 9: 公司总土储按城市能级划分.....	9
图 10: 公司新增土储按区域划分.....	10
图 11: 公司历年投资强度.....	10
图 12: 公司销售金额及增速.....	11
图 13: 公司销售面积及增速.....	11
图 14: 公司销售均价.....	11
图 15: 公司销售排名.....	12
图 16: 公司净负债率和剔除预收账款后的资产负债率.....	13
图 17: 公司现金短债比.....	13
图 18: 公司手头现金.....	14
图 19: 公司已售未结金额.....	14
图 20: 公司债务到期比例.....	14
图 21: 公司平均融资成本.....	14
图 22: 公司管理费用率、销售费用率.....	15
图 23: 公司财务费用率.....	15
图 24: 公司权益 ROE.....	15
图 25: 公司 ROE 构成.....	15

表1: 越秀地产发展历程.....	5
表2: 中长期住宅需求测算.....	8
表3: 2022 年广州地区销售排行.....	9
表4: 公司“6+1”多元化拿地模式.....	10
表5: 佛山、中山、东莞 2022 年政策放松列表（不完全统计）.....	12
表6: 公司 TOD 项目储备一览.....	13
表7: 公司营收假设.....	16
表8: 未来三年盈利预测表（单位：百万元）.....	16
表9: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）.....	17
表10: 资本成本假设.....	17
表11: 地产开发业务重估权益增值相对房价和 WACC 的敏感性分析（元/股）.....	18
表12: 调整现值法对公司价值进行重估.....	18
表13: 可比公司估值比较（均采用 Wind 一致预期）.....	18

## 双国企股东助力稳健发展

### 老牌国企，稳健发展

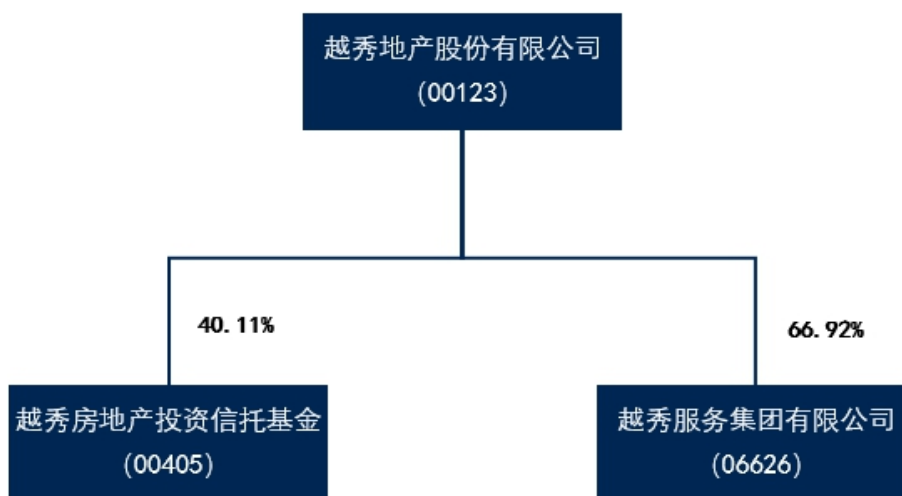
越秀地产成立于1983年，1992年于香港上市（股票代码：00123.HK），是全国第一批成立的综合性房地产开发企业之一、中国第一代商品房的缔造者、第一家房地产红筹公司，拥有全球第一只投资于中国内地物业的香港上市房地产投资信托基金——越秀房托（00405.HK），控有TOD综合物管服务规模最大的全国百强物服企业——越秀服务（06626.HK）。40年来，越秀地产坚守“成就美好生活”品牌使命，践行“商住并举”发展战略，发挥“开发+运营+金融”特色商业模式竞争优势，深度布局中国最具活力的经济带，形成了以粤港澳大湾区为核心，以华东、北方、中西部为重要支撑的全国化战略布局，进驻全国30个一线和强二线城市，开发大型住宅项目200多个，积极布局康养产业、长租公寓、城市更新、地产+等新兴业务领域，拥有包括广州国际金融中心在内的40多个大型商业物业。

表1：越秀地产发展历程

时间	重大事件
1983	广州市政府批准成立广州市城市建设开发总公司（公司前身）
1992	在香港联交所主板上市，是第九家在香港上市的中资红筹公司
2009	上市公司更名为“越秀地产股份有限公司”，首进江门，开启全国化布局
2010	进入江门、中山、烟台、佛山、杭州、武汉，全国战略布局初具规模
2011	进入沈阳，启用“越秀地产”品牌
2012	广州国际金融中心成功注入越秀房地产基金，“开发+运营+金融”独特商业模式逐步成型
2015	“事业合伙人长效激励机制”落地
2016	成立越秀商投公司，专注商业物业的开发、运营和金融化事务
2019	引入广州地铁成为战略股东，双方合力开拓“轨交+物业”TOD发展模式
2021	越秀服务分拆上市，打造出广州首家市属国资物管上市企业
2021	全年合同销售破千亿，位于广州市场份额第一、大湾区市场份额前五

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图1：越秀地产旗下上市公司体系



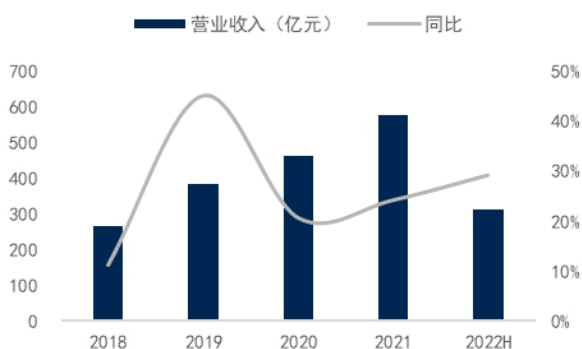
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 核心净利稳步增长，毛利率承压

随着房地产开发业务的不断发展，公司营业收入和核心净利润逐年稳步增长，归母净利润由于资产重估和汇兑损益出现波动。2022 上半年，公司实现营业收入 312.9 亿元，同比增长 29.1%，其中房地产开发业务收入占比约 94%；实现归母净利润 17.1 亿元，同比增长 25.8%；实现核心净利润 21.3 亿元，同比增长 1.4%。

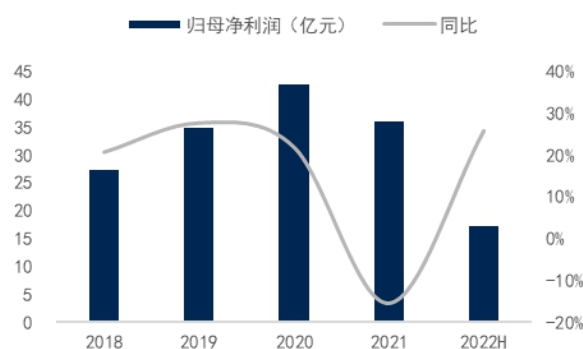
由于行业整体下行，公司毛利率出现承压，2022 上半年公司毛利率为 21.2%，较上年末下降 0.6 个百分点。由于公司 2021 年扩展节奏较快，若行业无法快速回暖，预计未来一至两年公司结算端毛利率仍将承压。

图2：公司营业收入及增速



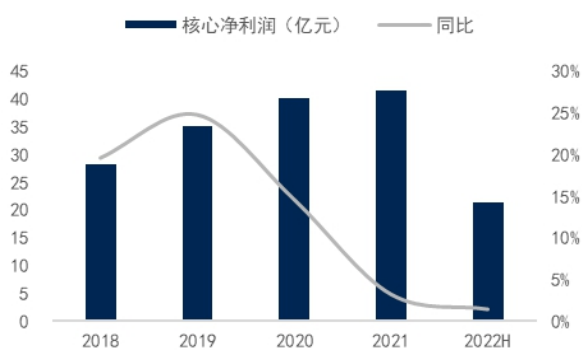
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



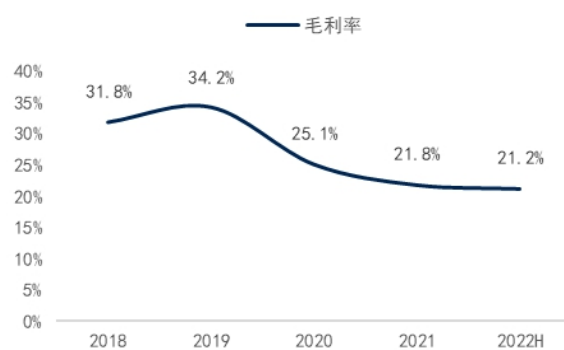
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司核心净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率变化



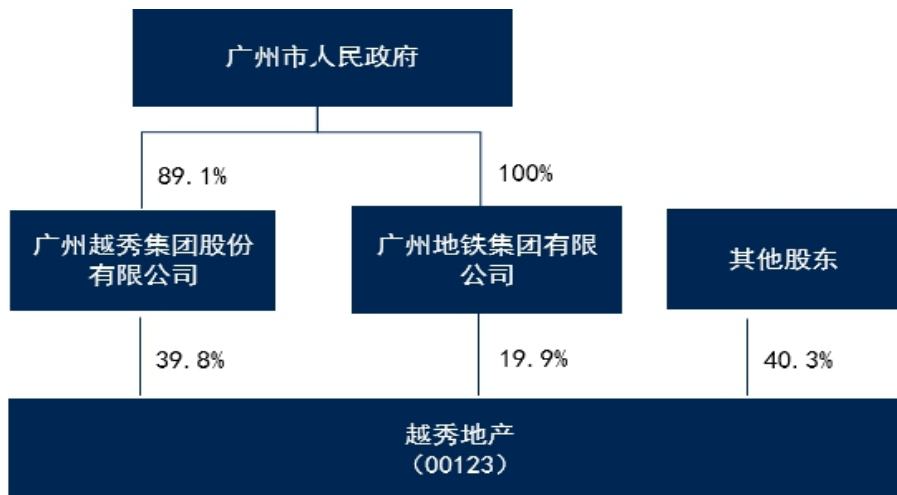
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 引入广州地铁，形成双国企股东结构

母公司越秀集团是中国跨国公司 15 强企业，目前已形成以房地产、金融、交通基建、现代农业为核心的“4+X”现代产业体系，拥有越秀地产、越秀金控、越秀房托基金、越秀服务、越秀交通基建和华夏越秀高速 REIT 等六家上市平台。2019 年，公司引入广州地铁作为第二大股东，强化“轨交+物业”的 TOD 发展模式，至此公司双国企股东结构形成，助力公司稳健发展。

截至 2022 上半年末，大股东越秀集团持有越秀地产 39.8% 的股份，广州地铁持有越秀地产 19.9% 的股份，而越秀集团和广州地铁同属广州市人民政府实控，合计持股达 59.7%，股权集中、结构稳定。

图6: 越秀地产股东结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 深耕大湾区，销售逆势增长

### 行业需求仍然庞大，期待需求回归常态

需求是行业存在的根本理由，有需求，行业就不会消失，没有需求，供给侧出清也没用。在行业哀鸿遍野、市场一片悲观的时候，信心来自仍然巨大的需求。从发展阶段看，房地产行业正从成熟期向衰退期过渡。由于市场需求主要来自于城镇常住人口增加、人均商品住宅面积增加和存量商品房折旧的补充，根据测算，我们判断 2023 至 2030 年，年均住宅需求仍有 15 亿平方米，远期亦不会低于 9 亿平方米，从历史角度看仍处于较高水平：

- ◆ 城镇化率由 62% 提升至 70%，人均商品住宅（不包括房龄老、配套差的非商品房）面积由 27.3 平方米提升至 30 平方米，则 2030 年商品住宅存量为 301 亿平方米，相对 2022 年增加 57.5 亿平方米；
- ◆ 期间共发生折旧 63.3 亿平方米。其中 98 年前住宅折旧 19.2 亿平方米，98 年后住宅折旧 44.1 亿平方米；
- ◆ 远期 300 亿平方米存量每年折旧约 9 亿平方米，需要新建住宅进行补充。

因此，行业空间虽难以进一步扩大，但收缩的速度并不快，地产开发仍是一个相对宽阔的赛道，没有必要对行业过度悲观，标杆房企有望维持一定速度的增长，且将受益于行业出清带来的市占率提升。

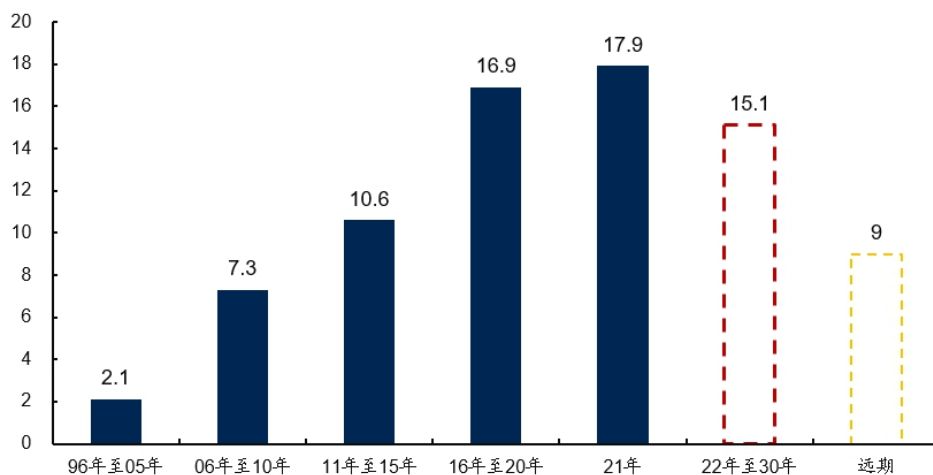
表2: 中长期住宅需求测算

年份	出生率: %	死亡率: %	自然增长率: %	总人口: 亿	城镇化率: %	城镇人口: 亿	人均商品住宅面积: 平方米	商品住宅存量: 亿平方米	98年后住宅年折旧: 亿平方米	98前住宅年折旧: 亿平方米
2023	9.6	7.3	2.3	14.2	63.7	9.0	27.7	250.3	5.0	2.4
2024	9.3	7.3	2.0	14.2	64.6	9.2	28.0	257.5	5.2	2.4
2025	9.1	7.4	1.8	14.3	65.5	9.3	28.4	264.7	5.3	2.4
2026	8.9	7.4	1.5	14.3	66.4	9.5	28.7	272.0	5.4	2.4
2027	8.7	7.4	1.2	14.3	67.3	9.6	29.0	279.3	5.6	2.4
2028	8.4	7.5	1.0	14.3	68.2	9.8	29.4	286.6	5.7	2.4
2029	8.2	7.5	0.7	14.3	69.1	9.9	29.7	294.0	5.9	2.4
2030	8.0	7.5	0.4	14.3	70.0	10.0	30.0	300.7	6.0	2.4

2023-2030 需求合计 商品住宅存量增加+商品住宅累计折旧+98前住宅累计折旧=121 亿平方米（可售面积），年均 15 亿平方米。

资料来源: 国家统计局, 住建部, wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 2030 年及远期新建住宅需求测算（单位: 亿平方米）

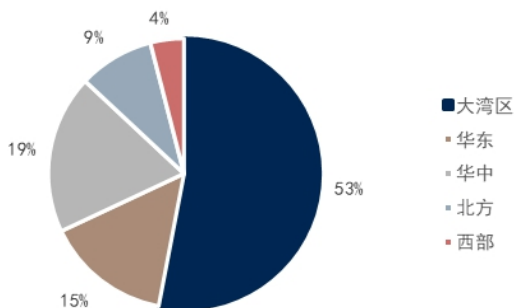


资料来源: 国家统计局, 住建部, wind, 国信证券经济研究所整理

## 布局合理，大湾区本土优势显著

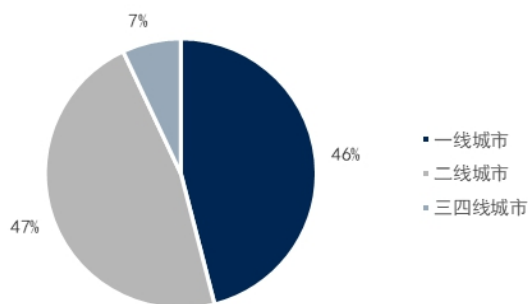
截至 2022 上半年末, 公司总土地储备达到约 2860 万平方米, 分布全国 30 个城市, 能够满足公司可持续发展的需要。公司土储布局合理, 一、二线城市土储占 93%, 其中 1512 万平方米位于大湾区, 占比约 52.9%。同时, 公司是广州区域当之无愧的龙头, 2022 年公司在广州区域销售额达 593 亿元, 排名第一, 本土优势显著, 截至 2022 上半年末公司在广州拥有土地储备 1292 万平方米, 占比约 45.2%。在当前房企普遍土储不足的情况下, 公司充足的土储将帮助平滑推货节奏, 为未来的销售带来极大的确定性。

图8: 公司总土储按区域划分



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司总土储按城市能级划分



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表3: 2022 年广州地区销售排行

序号	房企	销售额 (亿元)
1	越秀地产	593.1
2	保利发展	500.7
3	万科	230.5
4	珠实地产	171.9
5	合景泰富	146.7
6	时代中国	137.0
7	中海地产	132.9

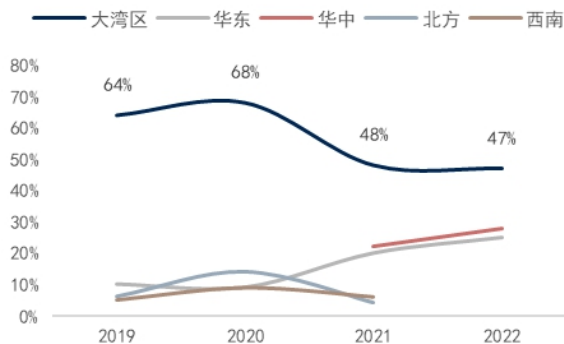
资料来源: 克而瑞研究中心, 国信证券经济研究所整理

## 投资手段多样, 持续巩固区域地位

公司聚焦高能级城市, 并持续巩固大湾区的优势地位, 在公司近几年新增土储中, 一线城市、大湾区城市的投资占比显著提高, 持续聚焦的投资风格也让公司土储质量得到持续优化。2022 年, 公司新增 35 幅地块, 总建筑面积约 685 万, 其中大湾区占比 47%, 一二线占比超 9 成。

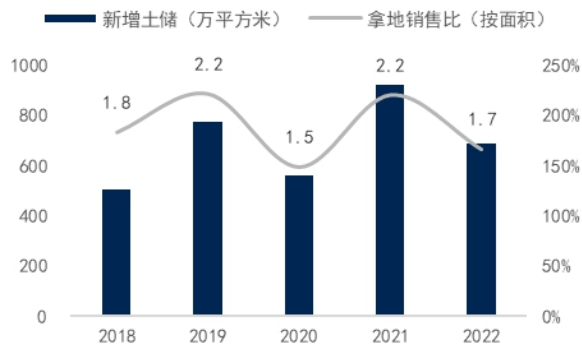
公司近年拿地较为积极, 每年均能超额补充土地储备。如果以拿地面积/销售面积作为指标, 公司 2021 年拿地销售比为 2.2, 与 2019 年持平, 2022 年在全市场拿地意愿不强的背景下, 公司拿地销售比为 1.7, 仍然保持了较高的投资强度。

图10: 公司新增土储按区域划分



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司历年投资强度



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司拿地手段多样, 在近年的新增土储中, 约 55% 为非招拍挂拿地。公司持续完善 TOD、城市运营、城市更新、国企合作、收并购、产业勾地和公开市场竞拍“6+1”特色化、多元化增储平台, 有效控制土地成本, 在竞争激烈的土地市场获取优质地块。

表4: 公司“6+1”多元化拿地模式

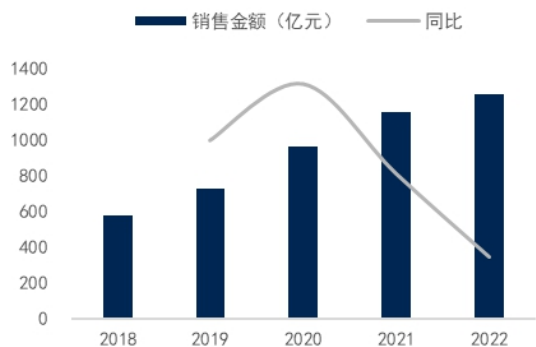
拿地方式	策略
收并购	利用政策鼓励、环境有利的契机, 加大优质项目兼并收购, 优中选优
产业勾地	统筹引进内外部产业资源, 深化城市产业服务, 获取优质土储资源
TOD	深化与广州地铁战略合作, 持续获取大湾区 TOD 项目, 积极拓展湾区外 TOD 项目, 做全国领先 TOD 发展商
城市运营	深化推进“城市运营商”模式, 服务城市公共设施建设, 有效管理现金流
城市更新	强化城市更新政策研究, 聚焦旧村项目; 深耕重点区域和项目; 加大并购和合作力度
国企合作	加强同各类国有企业的战略合作, 合作开发优质存量土地资源
公开市场	强研究、精规则、熟政策、严标准、优结构, 一城一策, 稳健投资, 优中选优

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 销售逆势增长, 排名攀升

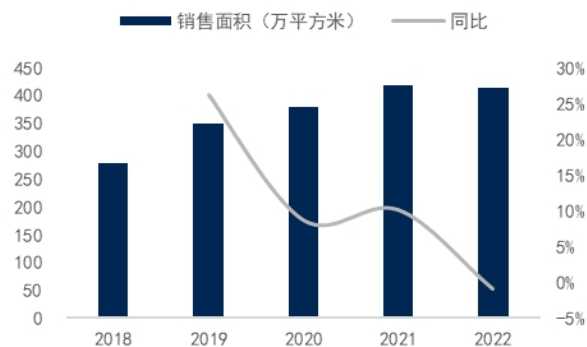
在行业整体极度困难的 2022 年, 公司销售实现逆势增长, 完成年初制定的目标。2022 全年公司实现销售金额 1250 亿元, 同比上涨 8.6%; 实现销售面积 414 万平方米, 同比下降 0.9%。凭借优秀的城市布局和良好的产品力, 公司在去年行业降价促销潮的背景下仍然取得了销售均价约 3 万元/平方米的成绩, 同比增长 9.5%, 亦创下了新高。

图12: 公司销售金额及增速



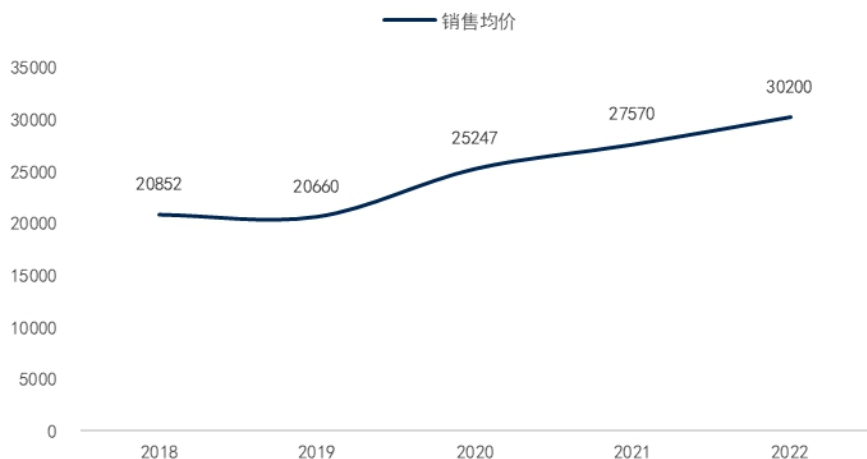
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司销售面积及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

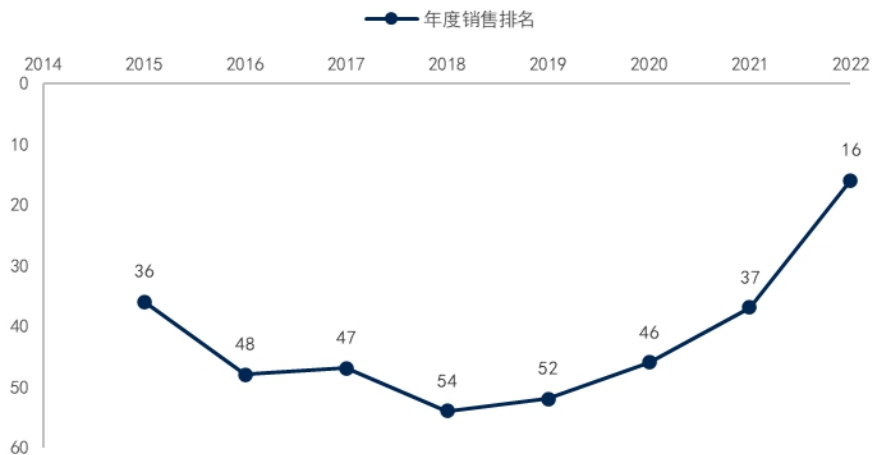
图14: 公司销售均价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

自2018年后, 公司市场排名止跌, 2022年, 公司抓住了当前行业格局重构的机遇, 销售排名迅速攀升, 根据克而瑞数据, 公司2022年全口径销售金额排名第16, 而2021年仅为第37名。根据我们认为, 充足的土储和优质的聚焦战略有望持续助力公司销售额的持续增长, 公司的销售排名仍有上升空间。

图15: 公司销售排名



资料来源: 公司公告、克而瑞研究中心, 国信证券经济研究所整理

进入 2022 年下半年, 佛山、中山、东莞等大湾区城市需求端政策均有所放松, 且各个城市均为半年内多次放松, 居民购房意愿将随着政策放松和预期回暖不断提升。公司作为在大湾区本土优势显著的企业, 将持续受益于大湾区楼市的回暖, 未来销售增长潜力得到保证。

表5: 佛山、中山、东莞 2022 年政策放松列表 (不完全统计)

时间	城市	文件	内容	部门
2022-4-28	中山	《关于进一步优化我市人才安居保障措施的通知》	凡持有大专以上学历(含大专)学历证书、专业技术资格、职业资格或职业技能等级证书的非中山户籍人才, 允许在本市范围内购买 1 套新建商品住房, 房屋自网签之日起 2 年内不得上市交易。	中山人社局
2022-4-30	中山	《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	我市商品住房限购区域明确为东区街道、石岐街道, 其中岐江新城规划范围不列入限购区域(岐江新城规划范围指: 北至小榄水道, 西至港口河(包含岐江片区和海景片区), 南至五马峰-中山站片区, 东至沙港路-置业路-烟筒山)。	中山住建局
2022-6-2	佛山	《关于因城施策进一步完善房地产调控政策的通知》	优化住房限购区域, 将佛山市商品住房限购区域调整为禅城区祖庙街道、南海区桂城街道、顺德区大良街道。	佛山住建局
2022-12-9	佛山	《佛山市住房和城乡建设局关于进一步优化房地产调控政策的通知》	自 2022 年 12 月 10 日起, 在佛山市禅城区祖庙街道、南海区桂城街道、顺德区大良街道购买的新建商品住房, 须自商品房买卖合同网签备案之日起满 3 年方可上市交易。	佛山住建局
2022-12-26	东莞	《关于进一步优化房地产调控政策的通知》	东莞市莞城街道、东城街道、南城街道、万江街道、松山湖高新技术产业开发区的新建商品住房和二手商品住房, 须自商品房买卖合同(或房地产买卖合同)网签备案之日起满 3 年或取得不动产权证满 2 年方可上市交易, 上述区域暂停实行商品住房限购政策。	东莞住建局

资料来源: 中山住建局、中山人社局、佛山住建局、东莞住建局, 国信证券经济研究所整理

## TOD 全国化拓展稳步突破

公司背靠广州市政府, 与广州地铁深度合作, 在确定性较高的 TOD 拓展方面持续突破。2022 上半年, 公司于广州向越秀集团成功收购了琶洲南 TOD 项目, 新增 TOD 土地储备约 43 万平方米; 于杭州通过产交所摘牌方式收购了勾庄 TOD 项目, 再增加 TOD 土地储备约 37 万平方米。杭州勾庄项目为公司走出广州和大湾区之外的首

个 TOD 项目，也是公司和杭州地铁的首个合作项目，标志着公司 TOD 项目全国化布局取得了新的突破，势必也会加快公司全国化 TOD 项目发展的步伐。截至 2022 上半年末，公司在广州和杭州共拥有 8 个 TOD 项目，总土储达 359 万平方米，约占 12.6%。未来公司仍将依托自身优势，在 TOD 项目中持续寻找发展机会。

表6: 公司 TOD 项目储备一览

TOD 项目	总建筑面积（万平方米）	权益比例
广州琶洲南 TOD 项目	42.91	49%
杭州勾庄 TOD 项目	37.07	51%
广州星图 TOD	99.36	86%
广州星瀚 TOD	80.60	51%
广州星樾 TOD	55.28	51%
广州星汇城 TOD	70.34	51%
广州星樾山畔 TOD	33.02	51%
广州星航 TOD	20.84	62%

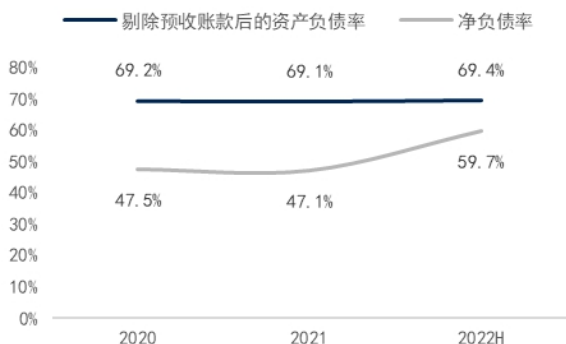
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 融资渠道畅通，现金流有保障

### 财务保持“绿档”，现金流稳健

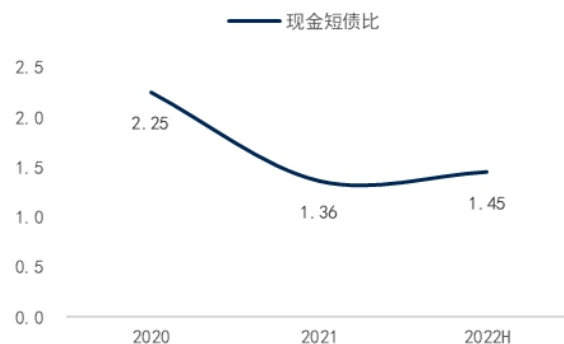
近年来，公司财务水平持续保持“绿档”，截至 2022 上半年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 69.4%，净负债率为 59.7%，现金短债比为 1.45。

图16: 公司净负债率和剔除预收账款后的资产负债率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

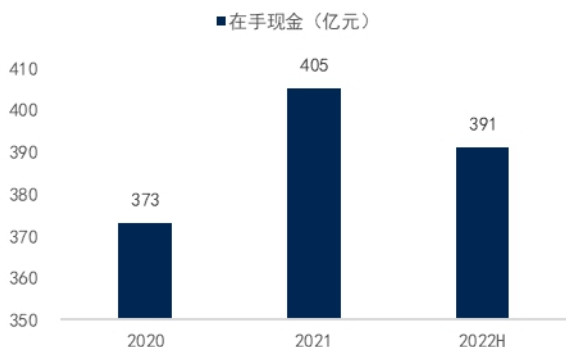
图17: 公司现金短债比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

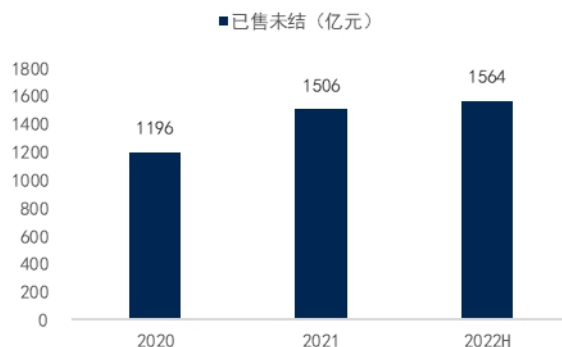
截至 2022 上半年末，公司当前在手现金 390.5 亿元，虽较上年末有所下降，但仍能充分保证偿债、投资的活动。此外，截至 2022 上半年末，公司已售未结金额为 1564 亿元，将有力支撑公司未来业绩的兑现。

图18: 公司在手现金



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司已售未结金额

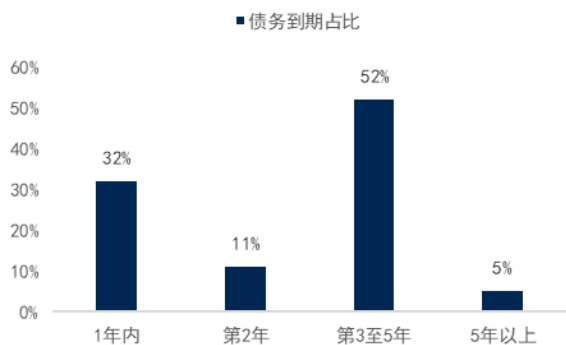


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 债务结构优化, 融资渠道畅通

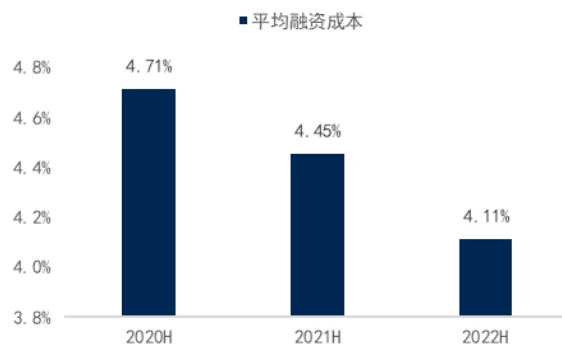
2022 上半年, 公司平均融资成本为 4.11%, 较上年同期下降 34bp, 融资成本优势明显。公司债务结构持续优化, 截至 2022 上半年末, 公司总有息负债 846 亿元, 其中内债占比 74%, 外债占比 26%, 一年内到期的债务占比 32%。公司融资渠道畅通, 2022 上半年于境内成功发行低成本人民币公司债券合共 61.5 亿元, 3+2 年期票面利率介于 2.84%至 2.90%, 5+2 年期票面利率介于 3.35%至 3.38%。同时, 穆迪、惠誉继续维持 Baa3 和 BBB-投资级信用评级, 展望“稳定”。公司较低的融资成本和畅通的融资渠道将持续助力公司获得充足的资金, 从而在当前的市场环境下更从容的获取高质量土地。

图20: 公司债务到期比例



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司平均融资成本

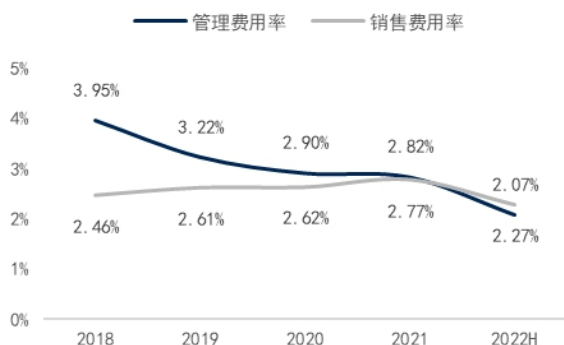


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 成本管控效果明显, ROE 下行

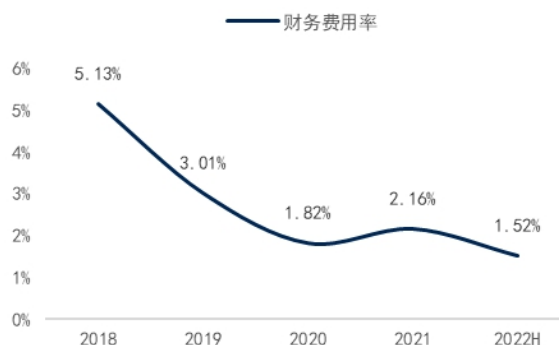
公司成本管控效果明显, 管理费用率持续下降至 2.1%, 而受融资成本下行影响, 公司财务费用率也下降至 1.5%, 至 2022 上半年末, 公司销售费用率为 2.3%, 保持较低水平。随着公司持续降本增效, 融资成本持续下行, 债务结构持续优化, 预计未来公司的三费费率将持续维持低位水平。

图22: 公司管理费用率、销售费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司财务费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

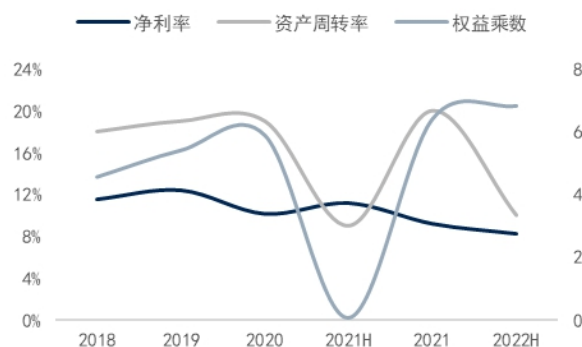
2022 上半年公司权益 ROE 为至 4.5%，较上年同期下降 1.4pct。从构成看，受毛利率下行影响，公司净利润率下降较为明显，2022 上半年公司净利润率为 8.3%，较上年同期下降 2.8pct；资产周转率为 10%；权益乘数为 6.83。

图24: 公司权益 ROE



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: 公司 ROE 构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1、预计公司 2022-2024 年总营业收入为 660/727/798 亿元: 根据公司 2022 年竣工计划、预计竣工完成率、综合考虑公司结算面积与竣工面积的相关性以及结算均价, 预计公司 2022 年房地产开发及相关业务收入为 660 亿元; 结合公司销售情况推测结算进度, 预计公司 2023-2024 年房地产开发及相关业务收入为 727/798 亿元;

2、预计公司 2022-2024 年营业成本/营业收入分别为 82.5%/83.0%/82.5%: 公司毛利率水平未来两年将持续承压开, 随着低毛利项目逐渐结算完毕, 预计公司毛利率将在 2024 年企稳回升;

- 3、预计公司未来三年管理费用/营业收入为 2.7%，与 2021 年基本持平。
- 4、预计公司未来三年销售费用/营业收入为 2.7%，与 2021 年基本持平。
- 5、预计公司未来三年营业税金及附加/营业收入为 5.0%，与 2021 年基本持平。
- 6、预计公司未来三年所得税税率均为 25.0%。

表7: 公司营收假设

	2021	2022E	2023E	2024E
收入: 亿元	574	660	727	798
增速	24.1%	15.1%	10.1%	9.8%
营业成本/营业收入	78.3%	82.5%	83.0%	82.5%
房地产开发				
管理费用/营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
销售费用/营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
营业税金及附加/营业收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
所得税税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

### 未来 3 年盈利预测及敏感性分析

按上述假设条件, 我们得到公司 2022-2024 年的营收分别为 660/727/798 亿元, 归母净利润分别为 34/36/42 亿元, 每股收益分别为 1.11/1.17/1.35 元。

表8: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	57379	66043	72713	79839
营业成本	44896	54438	60245	65870
销售费用	1590	1782	1815	2156
管理费用	1623	1782	1815	2156
财务费用	1507	1691	2087	1988
营业利润	8426	6299	6635	7670
归属于母公司净利润	<b>3589</b>	<b>3431</b>	<b>3613</b>	<b>4177</b>
每股收益	1.16	1.11	1.17	1.35
ROE	8%	7%	7%	8%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

**盈利预测的敏感性分析:** 公司以房地产开发为主业, 未来的销售增速和结算节奏将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测: 1) 在乐观情况下, 公司营收及毛利率水平平均不同程度好于预期; 2) 在悲观情况下, 公司营收及毛利率均不同程度不及预期; 3) 在中性预测条件下, 公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.11/1.17/1.35 元。

表9: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	46234	57379	68855	79183	91060
(+/-%)	20.6%	24.1%	20.0%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	4248	3589	3776	4161	5016
(+/-%)	21.9%	-15.5%	5.2%	10.2%	20.6%
每股收益(元)	1.37	1.16	1.22	1.34	1.62
中性预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	46234	57379	66043	72713	79839
(+/-%)	20.6%	24.1%	15.1%	10.1%	9.8%
净利润(百万元)	4248	3589	3431	3613	4177
(+/-%)	21.9%	-15.5%	-4.4%	5.3%	15.6%
每股收益(元)	1.37	1.16	1.11	1.17	1.35
悲观预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	46234	57379	63117	66273	69586
(+/-%)	20.6%	24.1%	10.0%	5.0%	5.0%
净利润(百万元)	4248	3589	3095	3105	3449
(+/-%)	21.9%	-15.5%	-13.8%	0.3%	11.1%
每股收益(元)	1.37	1.16	1.00	1.00	1.11

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

公司目前房地产开发业务收入占总营收的 94%，而其他多元业务包括运营、金融等收入占比较小。考虑到公司的业务特点，基于审慎原则，我们对公司房地产开发业务采用调整现值法进行估算，并用相对估值法作为辅助，来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：每股价值为 15.1 元，较当前股价有 44% 的空间

**调整现值法估算地产开发业务：**我们采用假设开发法评估其项目价值。假设未来五年（2023-2027）房地产销售的签约均价接近但不高于 2022Q 的签约均价，WACC 取 9.7%，基于审慎原则估算出公司地产开发业务权益增值 300 亿元。

表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.30
无风险利率	2.50%
股票风险溢价	7.00%
公司股价	10.46808
发行在外股数（百万股）	3096
股票市值(E)	32414
债务总额(D)	74681
Kd	3.50%
T	30.00%
Ka	11.60%
有杠杆 Beta	3.40
Ke	26.28%
E/(D+E)	30.27%
D/(D+E)	69.73%
WACC	9.66%

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所测算

**地产开发业务绝对估值的敏感性分析：**假设 WACC 取 9.7%，在保守假设下，估算出地产开发业务重估权益增值为 300 亿元，经调整账面净资产后，估算出 RNAVPS 为 15.1 元。当销售均价和未来三年的折现率同时变化的情况下，假设 WACC 上升至 15% 且未来三年销售均价下跌 30%，则地产开发业务重估权益增值为 210 亿元，RNAVPS 为 12.1 元。

表11: 地产开发业务重估权益增值相对房价和 WACC 的敏感性分析（元/股）

		WACC			
		6.00%	8.00%	10.00%	12.00%
房价波动	0.00%	15.98	15.45	14.96	14.51
	-10.00%	14.99	14.53	14.11	13.72
	-20.00%	14.00	13.62	13.26	12.93
	-30.00%	13.01	12.70	12.41	12.13

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

综上，根据调整现值法对公司进行绝对估值，估算出公司 RNAVPS 为 15.1 元，较当前股价有 44% 的空间。

表12: 调整现值法对公司价值进行重估

地产开发业务重估权益增值（亿元）	300
经调整后的账面净资产（亿元）	166
重估净资产（亿元）	466
股本（亿股）	31
<b>RNAVPS（元）</b>	<b>15.1</b>
<b>较当前股价空间</b>	<b>44%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

## 相对估值：每股价值为 12.3 元，较当前股价有 17% 的空间

我们选取 A 股和港股以房地产开发为主业的龙头房企和在区域内有显著深耕优势的国央企万科 A、保利发展、建发国际集团、华侨城 A、招商蛇口作为参考，根据市场一致预期，可比公司 2023 年平均动态 PE 为 8.4 倍。而越秀地产 2023 年市场一致预期的动态 PE 为 7.2 倍，若将越秀地产对应可比公司平均估值，则公司每股价值为 12.3 元，较当前股价有 17% 的空间。

表13: 可比公司估值比较（均采用 Wind 一致预期）

房企	总市值（亿元）	2023 年归母净利润一致预期（亿元）	2023 年动态 PE
万科 A	2054	256	8.0
保利发展	1864	261	7.1
建发国际集团	398	55	7.2
华侨城 A	449	36	12.4
招商蛇口	1144	92	12.5
<b>可比公司均值</b>			<b>8.4</b>
<b>越秀地产</b>	<b>324</b>	<b>45</b>	<b>7.2</b>

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测；注：所选可比公司仅作列示，不涉及主观意见

## 投资建议

公司深耕大湾区，在广州拥有显著区域优势，在市场下行的过程中取得了销售的逆势增长，优质的土储保证了公司未来的业绩，双国企股东的股权结构将助力公

司更稳健的发展。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间为 12.3 至 15.1 元，较当前股价有 17%至 44%的空间。预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 34/36/42 亿元，每股收益分别为 1.11/1.17/1.35 元，对应当前股价 PE 分别为 9.4/9.0/7.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值的方法计算出公司的合理估值，其中加权资本成本（WACC）、公司可售项目销售均价、销售进度、相对估值的比较等都存在一定的主观判断：

- 1、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 7.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 2、我们对于公司可售项目销售均价的假设是基于公司楼盘 2022 的平均售价，存在假设均价高于未来实际销售价格从而导致公司估值高估的风险；
- 3、根据公司现有的土储资源，我们将公司当前土储计容建面分摊至四年内售完，不排除公司销售进度不达预期导致结算收入不及预期，从而导致公司估值下降的风险；
- 4、我们在进行相对估值时选取了 A 股和港股以房地产开发为主业的龙头房企和在区域内有显著深耕优势的国央企的估值水平作为参考，存在地产板块估值下行、公司多元化发展不达预期的风险。

### 盈利预测的风险

我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上，包括对营业收入增长率、营业成本、管理费用、销售费用、营业税及附加、所得税税率等因素的假设。我们根据对公司的综合分析，给出了相对合理的假设，但无法排除部分数据估算不准的可能。

### 政策风险

不排除部分城市土地市场转热、行业信用风险陡升、购房者中投机占比过高导致政策收紧的风险。

### 经营风险

- 1、不排除公司未来扩张速度、销售速度、销售均价不达预期的风险；
- 2、不排除公司毛利率、净利率低于过去水平的风险；
- 3、不排除公司竣工进度、结算节奏低于预期的风险；

### 财务风险

- 1、不排除行业融资环境恶化导致公司财务成本上升的风险；
- 2、不排除政府对预售资金的监管趋严导致公司可动用资金不及预期的风险；
- 3、不排除因为财务管理不当导致公司存在流动性问题的风险；

4、不排除因行业整体下行导致公司进行大规模资产减值的风险。

#### **市场风险**

不排除行业基本面大幅衰退而政策放松效果不及预期，导致公司出现销售失速、存货贬值的风险。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	28214	32766	4384	5041	7311	营业收入	46234	57379	66043	72713	79839
应收款项	22477	39927	46833	51080	56351	营业成本	34608	44896	54486	60352	65867
存货净额	151007	180360	219764	238423	236698	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	9692	8934	10900	12001	13177	销售费用	1210	1590	1783	1818	2156
<b>流动资产合计</b>	<b>211629</b>	<b>262804</b>	<b>282697</b>	<b>307851</b>	<b>315626</b>	管理费用	1344	1623	1783	1818	2156
固定资产	9531	9081	8636	8147	7602	财务费用	1357	1507	1692	2091	1991
无形资产及其他	1090	1279	1096	913	731	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	4635	7134	7134	7134	7134	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	15763	18365	20842	23381	25889	其他收入	2510	664	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>242647</b>	<b>298662</b>	<b>320404</b>	<b>347426</b>	<b>356982</b>	营业利润	10225	8426	6299	6635	7670
短期借款及交易性金融负债	16576	29802	35567	45623	37863	营业外净收支	(25)	2416	0	0	0
应付款项	11062	12291	15562	16572	18454	<b>利润总额</b>	<b>10200</b>	<b>10842</b>	<b>6299</b>	<b>6635</b>	<b>7670</b>
其他流动负债	103947	140528	160030	178483	194592	所得税费用	5517	5569	1890	1990	2301
<b>流动负债合计</b>	<b>131585</b>	<b>182621</b>	<b>211159</b>	<b>240678</b>	<b>250909</b>	少数股东损益	435	1685	979	1031	1192
长期借款及应付债券	51263	45732	39202	34967	32911	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4248</b>	<b>3589</b>	<b>3431</b>	<b>3613</b>	<b>4177</b>
其他长期负债	16071	11135	7489	5666	2931						
<b>长期负债合计</b>	<b>67334</b>	<b>56867</b>	<b>46691</b>	<b>40633</b>	<b>35842</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>198920</b>	<b>239488</b>	<b>257850</b>	<b>281311</b>	<b>286751</b>	净利润	4248	3589	3431	3613	4177
少数股东权益	20528	28131	29109	30140	31332	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	43748	46236	48637	51167	54091	折旧摊销	67	0	2093	2284	2498
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>242647</b>	<b>298662</b>	<b>320404</b>	<b>347426</b>	<b>356982</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	1357	1507	1692	2091	1991
<b>关键财务与估值指标</b>						营运资本变动	2979	(15670)	(29150)	(6366)	10534
每股收益	1.37	1.16	1.11	1.17	1.35	其它	435	1685	979	1031	1192
每股红利	0.00	0.00	0.33	0.35	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>7729</b>	<b>(10397)</b>	<b>(22648)</b>	<b>562</b>	<b>18401</b>
每股净资产	14.13	14.93	15.71	16.52	17.47	资本开支	4440	450	(1465)	(1612)	(1770)
ROIC	6%	6%	6%	5%	6%	其它投资现金流	(239)	(577)	0	(490)	(783)
ROE	10%	8%	7%	7%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1850</b>	<b>(2729)</b>	<b>(3941)</b>	<b>(4642)</b>	<b>(5062)</b>
毛利率	25%	22%	18%	17%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	16%	12%	12%	12%	负债净变化	(12621)	(5531)	(6530)	(4235)	(2056)
EBITDA Margin	20%	16%	15%	15%	15%	支付股利、利息	0	0	(1029)	(1084)	(1253)
收入增长	21%	24%	15%	10%	10%	其它融资现金流	19770	28740	5765	10056	(7760)
净利润增长率	22%	-16%	-4%	5%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(5471)</b>	<b>17679</b>	<b>(1794)</b>	<b>4737</b>	<b>(11069)</b>
资产负债率	83%	85%	86%	86%	85%	<b>现金净变动</b>	<b>4108</b>	<b>4553</b>	<b>(28383)</b>	<b>658</b>	<b>2270</b>
息率	0.0%	0.0%	3.2%	3.3%	3.9%	货币资金的期初余额	24106	28214	32766	4384	5041
P/E	7.6	9.0	9.4	9.0	7.8	货币资金的期末余额	28214	32766	4384	5041	7311
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	企业自由现金流	11651	(10712)	(22928)	413	18024
EV/EBITDA	25.3	29.3	28.8	28.5	26.3	权益自由现金流	18177	11765	(24877)	4771	6815

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032