

越秀地产 (00123.HK)

销售稳增，财务稳健

买入

核心观点

业绩承压，派息稳定。2023年公司实现营业收入802亿元，同比增长10.8%；归母净利润32亿元，同比下降19.4%；核心净利润35亿元，同比下降17.5%。公司增收不增利的是由于结算毛利率约为15.3%，较上年下降5.1pct，且公允价值变动产生损失13.5亿元所致。公司末期每股派息人民币0.134元，全年每股派息人民币0.347元，约占核心净利润的40%，派息比例保持稳定。

销售增长13.6%，土储结构保持优质。2023年公司实现销售面积445万平方米，同比增长7.5%；实现销售金额1420亿元，同比增长13.6%，完成全年销售目标的107.6%。公司为广州区域龙头，全年销售额613亿元，同比增长15.3%；大湾区全年销售额716亿元，同比增长20.0%。2023年公司通过“6+1”多元化增储模式于11个城市合共新增28幅土地，总建筑面积约491万平方米，折合可售货值1300亿元。公司新增土储全部位于一线和重点二线城市，通过TOD、产业勾地、国企合作、城市更新等多元化、特色化渠道增储占比53%。截至2023年末，公司总土储2567万平方米，其中大湾区占比42%，广州占比38%；华东、中西部、北方地区合计占比58%，土储结构保持优质。

财务稳健，债务结构良好。公司财务水平始终保持“绿档”，截至2023年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为67.4%，净负债率为57.0%，现金短债比为2.0。公司融资渠道畅通，总平均借贷成本为3.82%，下降34bp。公司债务结构较好，1年内到期债务占比22%。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。

风险提示：行业基本面下行超预期，政策转暖力度不及预期。

投资建议：公司财务健康，派息稳定，在市场下行的大背景下取得了销售的逆势增长，同时也保持了优质的土储结构。考虑到市场下行所带来的毛利率下降和减值压力，我们下调公司的盈利预测（详细假设见正文），预计公司2024-25年的归母净利润分别为32/33亿元（原值46/51亿元），每股收益分别为0.80/0.82元，对应当前股价PE分别为4.8/4.6倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	72416	80222	87121	93045	98256
(+/-%)	26.2%	10.8%	8.6%	6.8%	5.6%
净利润(百万元)	3953	3185	3202	3303	3487
(+/-%)	10.2%	-19.4%	0.5%	3.1%	5.6%
每股收益(元)	0.98	0.79	0.80	0.82	0.87
EBIT Margin	16.0%	10.5%	9.9%	9.9%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	8.4%	6.2%	5.6%	5.6%	5.7%
市盈率 (PE)	3.9	4.8	4.8	4.6	4.4
EV/EBITDA	23.7	37.2	29.3	29.0	29.2
市净率 (PB)	0.32	0.28	0.26	0.25	0.24

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·海外公司财报点评

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

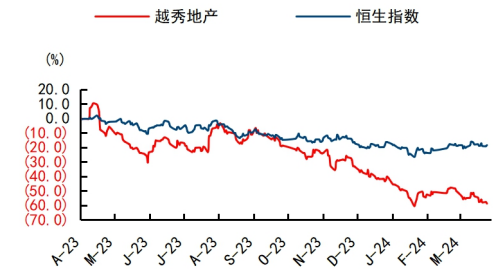
wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	4.38 港元
总市值/流通市值	17631/17631 百万港元
52周最高价/最低价	11.87/4.18 港元
近3个月日均成交额	62.30 百万港元

市场走势



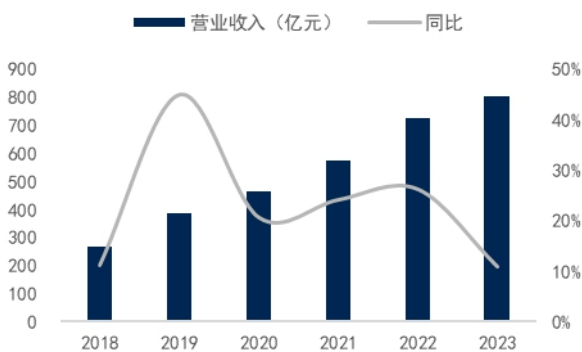
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《越秀地产 (00123.HK) - 业绩稳健，销售逆势高增》——2023-08-28
- 《越秀地产 (00123.HK) - 销售逆势增长，派息稳定，目标积极》——2023-03-16
- 《越秀地产 (00123.HK) - 双国企股东护航，大湾区本土优势显著》——2023-02-14

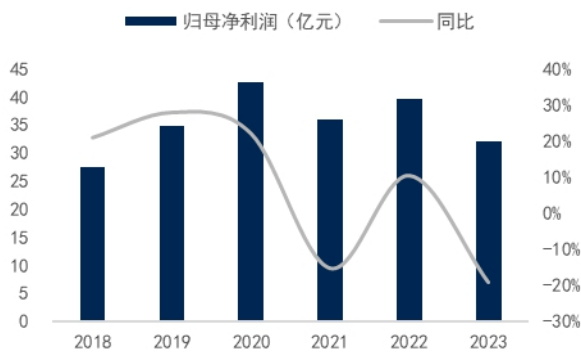
业绩承压，派息稳定。2023 年公司实现营业收入 802 亿元，同比增长 10.8%；归母净利润 32 亿元，同比下降 19.4%；核心净利润 35 亿元，同比下降 17.5%。公司增收不增利的是由于结算毛利率约为 15.3%，较上年下降 5.1pct，且公允价值变动产生损失 13.5 亿元所致。公司末期每股派息人民币 0.134 元，全年每股派息人民币 0.347 元，约占核心净利润的 40%，派息比例保持稳定。

图1：公司营业收入及增速



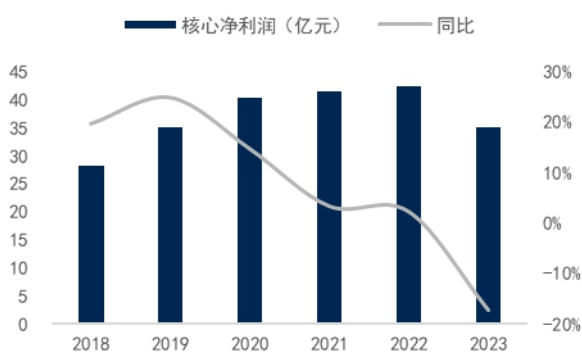
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



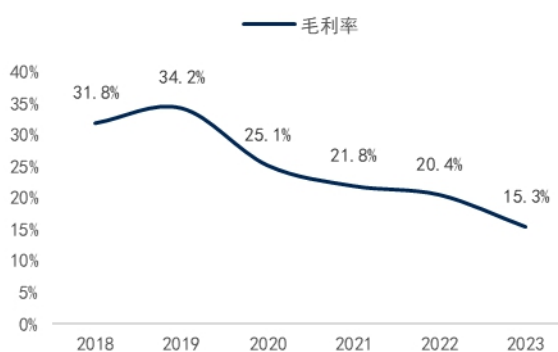
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司核心净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

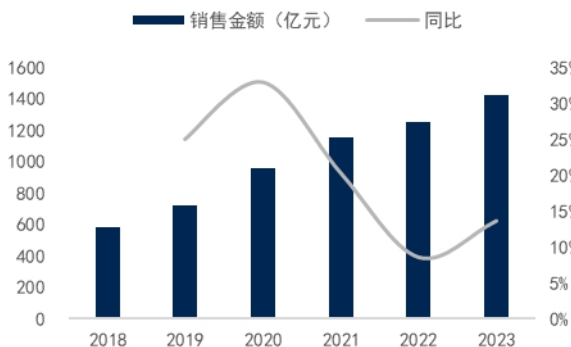
图4：公司毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

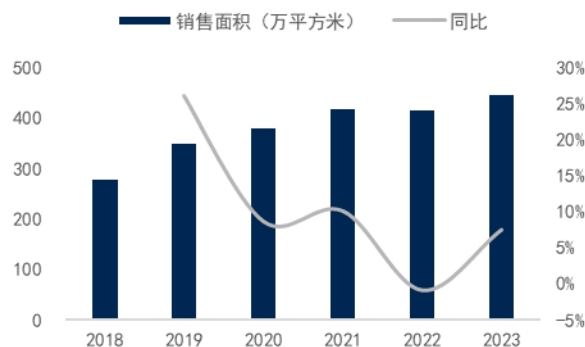
销售增长 13.6%，土储结构保持优质。2023 年公司实现销售面积 445 万平方米，同比增长 7.5%；实现销售金额 1420 亿元，同比增长 13.6%，完成全年销售目标的 107.6%。公司为广州区域龙头，全年销售额 613 亿元，同比增长 15.3%；大湾区全年销售额 716 亿元，同比增长 20.0%。2023 年公司通过“6+1”多元化增储模式于 11 个城市合共新增 28 幅土地，总建筑面积约 491 万平方米，折合可售货值 1300 亿元。公司新增土储全部位于一线和重点二线城市，通过 TOD、产业勾地、国企合作、城市更新等多元化、特色化渠道增储占比 53%。截至 2023 年末，公司总土储 2567 万平方米，其中大湾区占比 42%，广州占比 38%；华东、中西部、北方地区合计占比 58%，土储结构保持优质。

图5: 公司销售额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司销售面积及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务稳健，债务结构良好。公司财务水平始终保持“绿档”，截至2023年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为67.4%，净负债率为57.0%，现金短债比为2.0。公司融资渠道畅通，总平均借贷成本为3.82%，下降34bp。公司债务结构较好，1年内到期债务占比22%。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。

投资建议：公司财务健康，派息稳定，在市场下行的大背景下取得了销售的逆势增长，同时也保持了优质的土储结构。考虑到市场下行所带来的毛利率下降和减值压力，我们下调公司的盈利预测，预计公司2024-25年的归母净利润分别为32/33亿元（原值46/51亿元），每股收益分别为0.80/0.82元，对应当前股价PE分别为4.8/4.6倍，维持“买入”评级。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1、预计公司2024-25年总营业收入为870/930亿元：根据公司2024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2024年房地产开发及相关业务收入为870亿元；
- 2、预计公司2024-25年营业成本/营业收入为85.4%，公司毛利率水平将持续承压，随着低毛利项目逐渐结算完毕，且随着降价去库存的压力减弱，预计公司毛利率将在2025年企稳；
- 3、预计公司未来两年管理费用、销售费用比例与2023年持平。
- 4、由于归母净利润同时受结转毛利率和资产计提减值的影响，且这资产计提减值与每年年末宏观环境和房地产市场景气度有关，偶然性较大，故我们无法准确预测其未来三年的波动，出于审慎原则，假设未来三年公司的资产计提减值幅度保持平稳。

表1: 公司营收假设

		2022	2023	2024E	2025E
	收入: 百万元	72416	80222	87121	93045
	增速	26.2%	10.8%	8.6%	6.8%
房地产开发	营业成本/营业收入	79.55%	84.72%	85.40%	85.40%
	管理费用/营业收入	2.24%	2.21%	2.20%	2.20%
	销售费用/营业收入	2.20%	2.54%	2.50%	2.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们得到公司 2024-25 年的营收分别为 870/930 亿元，归母净利润分别为 32/33 亿元，每股收益分别为 0.80/0.82 元。

表2：未来两年盈利预测表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E
营业收入	72416	80222	87121	93045
营业成本	57610	67964	74401	79461
销售费用	1590	2041	2178	2326
管理费用	1623	1769	1917	2047
财务费用	1052	916	2466	2605
营业利润	1590	2041	2178	2326
归属于母公司净利润	3953	3185	3202	3303
每股收益	0.98	0.79	0.80	0.82
ROE	8%	6%	6%	6%

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 2024-45 年 EPS 分别为 0.80/0.82 元。

乐观预测	2022	2023	2024E	2025E
营业收入(百万元)	72416	80222	89849	100630
(+/-%)	26.2%	10.8%	12.0%	12.0%
净利润(百万元)	3953	3185	4933	5360
(+/-%)	10.2%	-19.4%	54.9%	8.7%
每股收益(元)	0.98	0.79	1.23	1.33
中性预测	2022	2023	2024E	2025E
营业收入(百万元)	72416	80222	87121	93045
(+/-%)	26.2%	10.8%	8.6%	6.8%
净利润(百万元)	3953	3185	3202	3303
(+/-%)	10.2%	-19.4%	0.5%	3.1%
每股收益(元)	0.98	0.79	0.80	0.82
悲观预测	2022	2023	2024E	2025E
营业收入(百万元)	72416	80222	84233	86760
(+/-%)	26.2%	10.8%	5.0%	3.0%
净利润(百万元)	3953	3185	2816	2809
(+/-%)	10.2%	-19.4%	-11.6%	-0.2%
每股收益(元)	0.98	0.79	0.70	0.70

风险提示：行业基本面下行超预期，政策转暖力度不及预期。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	21846	29265	11824	9095	33442	营业收入	72416	80222	87121	93045	98256
应收款项	37108	51767	60431	62242	66941	营业成本	57610	67964	74401	79461	83911
存货净额	209744	238949	257417	273003	261079	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	14353	17954	20668	22074	23310	销售费用	1590	2041	2178	2326	2456
流动资产合计	283974	338164	350569	366781	385359	管理费用	1623	1769	1917	2047	2162
固定资产	13426	11542	9227	6901	4569	财务费用	1052	916	2466	2605	2309
无形资产及其他	1388	1337	1146	955	764	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	6835	3475	3475	3475	3475	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	25444	28876	34132	38476	43275	其他收入	242	1407	0	0	0
资产总计	331068	383394	398549	416587	437443	营业利润	10783	8938	6159	6607	7419
短期借款及交易性金融负债	18873	22976	24125	26537	29191	营业外净收支	47	(1218)	0	0	0
应付款项	15389	8848	14294	12657	14784	利润总额	10830	7721	6159	6607	7419
其他流动负债	144247	178263	184533	199794	210046	所得税费用	4692	3146	1848	2114	2597
流动负债合计	178510	210087	222951	238988	254021	少数股东损益	2184	1390	1109	1189	1336
长期借款及应付债券	72554	81395	74865	70630	68574	归属于母公司净利润	3953	3185	3202	3303	3487
其他长期负债	10496	7488	12958	15693	19796	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	83050	88883	87823	86323	88370	净利润	3953	3185	3202	3303	3487
负债合计	261559	298970	310775	325311	342391	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	37363	46580	47689	48878	50214	折旧摊销	67	0	2505	2517	2522
股东权益	47430	55629	57871	60183	62623	折旧摊销	67	0	2505	2517	2522
负债和股东权益总计	346352	401179	416334	434372	455228	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	1052	916	2466	2605	2309
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(25507)	(19637)	(12660)	(2444)	22470
每股收益	0.98	0.79	0.80	0.82	0.87	其它	2184	1390	1109	1189	1336
每股红利	0.00	0.00	0.24	0.25	0.26	经营活动现金流	(19303)	(15062)	(5843)	4566	29815
每股净资产	11.78	13.82	14.38	14.95	15.56	资本开支	(4412)	1885	0	0	0
ROIC	7%	4%	4%	4%	5%	其它投资现金流	(107)	693	0	(138)	(220)
ROE	8%	6%	6%	6%	6%	投资活动现金流	(11599)	(854)	(5256)	(4481)	(5020)
毛利率	20%	15%	15%	15%	15%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	11%	10%	10%	10%	负债净变化	26822	8841	(6530)	(4235)	(2056)
EBITDA Margin	16%	11%	13%	13%	12%	支付股利、利息	0	0	(961)	(991)	(1046)
收入增长	26%	11%	9%	7%	6%	其它融资现金流	(33662)	5653	1149	2412	2654
净利润增长率	10%	-19%	1%	3%	6%	融资活动现金流	19981	23335	(6342)	(2813)	(448)
资产负债率	86%	86%	86%	86%	86%	现金净变动	(10920)	7419	(17441)	(2729)	24346
息率	0.0%	0.0%	6.3%	6.5%	6.8%	货币资金的期初余额	32766	21846	29265	11824	9095
P/E	3.9	4.8	4.8	4.6	4.4	货币资金的期末余额	21846	29265	11824	9095	33442
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	企业自由现金流	(23283)	(12747)	(4117)	6337	31315
EV/EBITDA	23.7	37.2	29.3	29.0	29.2	权益自由现金流	(30719)	1204	(11225)	2743	30412

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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