

营收双位数增长，商品房销售及土地拓展数据亮眼

2024 年 03 月 27 日

► **营收规模同比两位数增长，净利润受市场影响下降。**2023 年公司实现营业收入 802.2 亿元，同比增长 10.8%；公司 2023 年获得核心净利润 34.9 亿元，同比下降 17.5%，公司 2023 年主要结算 2021 年下半年及 2022 年获取的项目，在此期间房地产市场仍处于波动阶段，房价尚未企稳，或是出现核心净利润两位数下降的原因；公司 2023 年实现毛利率 15.3%，同比下降 5.1 个百分点，可能系销售和营销成本同比上升所致。

► **公司 2023 年全年销售金额增速超两位数，大湾区持续深耕。**2023 年公司实现 1420.3 亿元的销售金额，同比上升 13.60%，而根据克而瑞研究院数据，TOP100 房企销售金额的同比下降 16.5%。得益于全国化进程加速，2023 年公司在大湾区实现合同销售金额约为人民币 716.0 亿元，同比上升 20.0%，在广州实现合同销售金额约为人民币 613.2 亿元，同比上升 15.3%。

► **保持投资定力，多元形式拓展一二线核心城市项目。**2023 年公司通过“6+1”多元化增储模式在广州、北京、上海、杭州、南京、武汉、合肥、郑州、成都、西安及青岛共 11 个城市合共新增 28 幅土地，总建筑面积约 491 万平方米，新增土储中，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%，其中杭州的 48 万平建筑面积的星桥 TOD 项目，占总拓展面积的 9.78%，为集团在广州以外城市获取的第二个 TOD 项目；截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有土储 2567 万平，其中 95%位于一线和二线城市。

► **三道红线维持绿档，融资渠道仍持续畅通。**公司 2023 年“三道红线”指标保持全部“绿档”，剔除预收款后的资产负债率、净借贷比率和现金短债比分别为 67.4%、57.0%和 2.01 倍，保持穆迪、惠誉 Baa3 和 BBB-“投资级”信用评级；2023 年公司完成 83 亿港元供股，获 1.15 倍超额认购，发行境内人民币公司债券合共 69 亿元，加权平均年利率 3.37%；发行境外人民币自贸区债 34 亿元，加权平均年利率为 3.92%；发行境外人民币点心债 12.1 亿元，票面利率为 4.0%；加权平均借贷成本同比下降 34 个基点至 3.82%，期末平均借贷成本下降至 3.63%。

► **投资建议：**公司作为国企，在融资端不断拓展新的融资渠道，在投资端加大一二线核心城市核心项目的获取，在销售端客户交房信心充足。我们预测 2024-2026 年营收分别达 897.56 亿元/903.18 亿元/932.28 亿元，同比增长 11.9%/0.6%/3.2%；2024-2026 年 PE 倍数为 3X/3X/2X。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**“保交楼”工作滞后；公司土地拓展不及预期；市场回暖速度不及预期

推荐

维持评级

当前价格：

4.22 港元

**分析师 李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 陈立

执业证书：S0100122080002

邮箱：chenli_yj@mszq.com

相关研究

1.越秀地产 (00123.HK) 2023 年中报点评：营收净利获双增长，土储助力公司持续发展-2023/08/28

2.越秀地产 (0123.HK) 深度报告：粤系国企龙头，从深耕湾区到全国化发展-2023/05/17

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	80,222	89,756	90,318	93,228
增长率 (%)	10.8	11.9	0.6	3.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,185	4,807	5,401	6,331
增长率 (%)	-19.4	50.9	12.4	17.2
每股收益 (元)	0.79	1.19	1.34	1.57
PE	5	3	3	2
PB	0.3	0.3	0.2	0.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 27 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	338,164	365,106	372,585	386,891
现金及现金等价物	29,265	33,371	43,546	53,028
应收账款及票据	846	947	953	984
存货	238,949	253,499	250,315	252,609
其他	69,104	77,289	77,772	80,271
非流动资产合计	63,014	63,739	64,444	65,130
固定资产	11,542	12,180	12,800	13,401
商誉及无形资产	1,337	1,423	1,508	1,593
其他	50,136	50,136	50,136	50,136
资产合计	401,179	428,845	437,029	452,020
流动负债合计	210,087	232,246	233,529	240,283
短期借贷	22,976	22,976	22,976	22,976
应付账款及票据	1,331	1,412	1,394	1,407
其他	185,780	207,858	209,159	215,900
非流动负债合计	88,883	88,883	88,883	88,883
长期借贷	81,395	81,395	81,395	81,395
其他	7,488	7,488	7,488	7,488
负债合计	298,970	321,129	322,413	329,166
普通股股本	25,545	25,545	25,545	25,545
储备	30,084	33,493	38,037	43,511
归属母公司股东权益	55,629	59,038	63,582	69,056
少数股东权益	46,580	48,678	51,034	53,797
股东权益合计	102,209	107,716	114,616	122,854
负债和股东权益合计	401,179	428,845	437,029	452,020
利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	80,222	89,756	90,318	93,228
其他收入	131	0	0	0
营业成本	67,964	72,103	71,197	71,850
销售费用	2,451	2,742	2,759	2,848
管理费用	1,799	2,013	2,026	2,091
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-119	-51	-53	-208
权益性投资损益	752	0	0	0
其他损益	-1,289	-1,297	-1,297	-1,300
除税前利润	7,721	11,652	13,091	15,348
所得税	3,146	4,747	5,334	6,253
净利润	4,575	6,904	7,758	9,095
少数股东损益	1,390	2,098	2,357	2,763
归属母公司净利润	3,185	4,807	5,401	6,331
EBIT	7,602	11,601	13,038	15,140
EBITDA	7,602	11,976	13,433	15,554
EPS (元)	0.79	1.19	1.34	1.57

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	0	8,781	14,311	13,620
净利润	0	4,807	5,401	6,331
少数股东权益	1,390	2,098	2,357	2,763
折旧摊销	0	375	395	415
营运资金变动及其他	-1,390	1,501	6,158	4,111
投资活动现金流	0	-2,397	-2,397	-2,400
资本支出	0	-1,100	-1,100	-1,100
其他投资	0	-1,297	-1,297	-1,300
筹资活动现金流	0	-2,278	-1,738	-1,738
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-1,397	-857	-857
其他	0	-881	-881	-881
现金净增加额	0	4,105	10,175	9,482

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	10.78	11.88	0.63	3.22
归属母公司净利润	-19.43	50.91	12.36	17.23
盈利能力(%)				
毛利率	15.28	19.67	21.17	22.93
净利率	3.97	5.36	5.98	6.79
ROE	5.73	8.14	8.49	9.17
ROIC	2.18	3.24	3.53	3.95
偿债能力				
资产负债率(%)	74.52	74.88	73.77	72.82
净负债比率(%)	73.48	65.91	53.07	41.79
流动比率	1.61	1.57	1.60	1.61
速动比率	0.39	0.39	0.44	0.47
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.22	0.21	0.21
应收账款周转率	113.31	100.11	95.09	96.29
应付账款周转率	45.73	52.58	50.75	51.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	1.19	1.34	1.57
每股经营现金流	0.00	2.18	3.56	3.38
每股净资产	13.82	14.67	15.80	17.16
估值比率				
P/E	5	3	3	2
P/B	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	11.95	7.58	6.76	5.84

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026