

土储结构优势突出，商业物业稳步增长

投资要点

- **盈利能力稳健，费用管控领先。**2023年公司实现营业收入2025.2亿元，同比增长12.3%，实现归母净利润256.1亿元，同比增长10.1%，核心归母净利润236.5亿元。公司2023年毛利率和归母净利率分别为20.3%和12.6%，均处于龙头企业前列，销售和管理费用率之和为3.4%，同比下降0.2pp。
- **新增土储行业领先，聚焦高能级城市。**2023年系列公司实现合约物业销售额3098亿元，同比增长5.1%，相应已售楼面面积1336万平，同比下降3.7%。房地产开发业务收入为1929亿元，同比上升11.8%。公司土地投资力度行业领先，2023年公司新增土地储备43宗，新增土地储备总建筑面积为764万平，总购地金额1342.1亿元，其中权益购地金额同比增长42%至1226.6亿元。新增货值2404.2亿元，一线城市权益购地金额占比60%，结构优势突出。年末系列公司（不含中海海洋）土地储备为3522万平。中海海洋新增土地储备184万平，年末土地储备为1881万平，系列公司合计土储5403万平。
- **商业物业逆势增长，轻资产模式发展良好。**2023年公司商业物业实现收入63.6亿元，同比增长20.9%，主要由于新项目顺利入市和轻资产管理业务较快发展。其中写字楼收入34.3亿元，购物中心收入16.8亿元，长租公寓收入1.9亿元，酒店及其他商业物业合计收入10.6亿元。系列公司12个商业物业投入运营（4座写字楼、5座购物中心、3栋长租公寓），建筑面积105.1万平；轻资产新签约管理6个外部商业物业，新增面积56万平，累计管理外部商业物业150万平。
- **财务情况理想，融资成本优势明显。**1) “三条红线”继续保持“绿档”。2023年公司资产负债率为57.5%，现金短债比为2.1倍，净借贷比率为38.7%。2) 现金充裕。2023年公司以现金流管理为中心，经营性现金净流入352.8亿元，在手现金1056亿元，加强销售回款，北京、上海、广州、深圳、天津、成都及西安的销售回款均超过100亿元。3) 信用评级维持较高评级。2023年公司获得评级机构行业内最高投资评级：惠誉A-/稳定；穆迪Baa1/稳定；标准普尔BBB+/稳定。4) 融资成本保持行业低位。2023年公司平均融资成本3.55%，处于行业最低区间。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2024-2026年归母净利润复合增速为4.9%，考虑到公司土储充足且财务稳健，商业物业稳步拓展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竣工交付低于预期、销售及回款不及预期、政策调控等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	202524	219210	232875	242757
增长率	12%	8%	6%	4%
归属母公司净利润(百万元人民币)	25610	27115	28375	29525
增长率	10%	6%	5%	4%
每股收益EPS	2.34	2.48	2.59	2.70
净资产收益率	6.87%	6.78%	6.62%	6.45%
PE	5.43	4.20	4.01	3.85

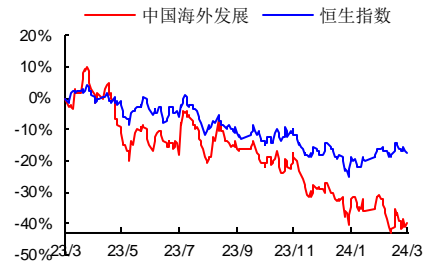
数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：池天惠
执业证号：S1250522100001
电话：13003109597
邮箱：cth@swsc.com.cn

分析师：刘洋
执业证号：S1250523070005
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	10.3-21.6
3个月平均成交量(百万)	20.38
流通股数(亿)	109.45
市值(亿)	1,232.39

相关研究

1. 中国海外发展(0688.HK)：土储聚焦高能级城市，商业运营逆势增长 (2023-08-30)
2. 中国海外发展(0688.HK)：土储充足财务稳健，费用管控行业领先 (2023-04-02)

盈利预测

关键假设：

假设 1：2024-2026 年公司房地产开发业务收入增速为 8%/6%/4%；

假设 2：2024-2026 年公司商业物业运营业务收入增速为 12%/10%/8%；

假设 3：2024-2026 年公司其他业务收入增速分别为 15%/12%/10%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
房地产开发	收入	192,877	208,308	220,806	229,638
	增速	12%	8%	6%	4%
商业物业运营	收入	6,362	7,125	7,838	8,465
	增速	21%	12%	10%	8%
其他	收入	3,285	3,778	4,231	4,654
	增速	32%	15%	12%	10%
合计	收入	202,524	219,210	232,875	242,757
	增速	12%	8%	6%	4%
	毛利率	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：公司公告，西南证券

风险提示

房地产竣工交付低于预期；销售及回款不及预期；政策调控等风险。

附：财务报表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	654,652	687,108	723,311	755,341	营业总收入	202,524	219,210	232,875	242,757
现金	105,629	104,313	101,117	104,063	营业成本	161,371	175,368	186,300	194,206
应收账款	4,008	4,760	4,555	5,156	销售费用	4,262	4,603	4,890	5,098
存货	487,641	514,464	550,106	575,724	管理费用	2,614	2,850	3,027	3,156
其他	57,374	63,571	67,534	70,400	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	268,952	284,152	299,352	314,552	财务费用	-1,427	-1,515	-1,192	-1,322
固定资产	6,904	7,104	7,304	7,504	除税前溢利	41,120	43,383	45,398	47,239
无形资产	56	56	56	56	所得税	14,074	14,750	15,435	16,061
其他	261,992	276,992	291,992	306,992	净利润	27,047	28,633	29,963	31,178
资产总计	923,604	971,260	1,022,663	1,069,893	少数股东损益	1,437	1,518	1,588	1,652
流动负债	285,701	299,724	316,164	327,217	归属母公司净利润	25,610	27,115	28,375	29,525
短期借款	21,158	22,158	23,158	24,158	EBITDA	34,277	36,389	38,657	40,298
应付账款	88,628	91,237	95,063	99,143	EPS (元)	2.34	2.48	2.59	2.70
其他	175,915	186,329	197,943	203,916					
非流动负债	244,992	249,992	254,992	259,992	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	216,696	221,696	226,696	231,696	成长能力				
其他	28,296	28,296	28,296	28,296	营业收入	12.31%	8.24%	6.23%	4.24%
负债合计	530,692	549,716	571,156	587,209	归属母公司净利润	10.08%	5.88%	4.65%	4.05%
普通股股本	74,035	74,035	74,035	74,035	获利能力				
储备	298,982	326,098	354,472	383,997	毛利率	20.32%	20.00%	20.00%	20.00%
归属母公司股东权益	373,018	400,133	428,508	458,033	销售净利率	12.65%	12.37%	12.18%	12.16%
少数股东权益	19,894	21,411	22,999	24,652	ROE	6.87%	6.78%	6.62%	6.45%
股东权益合计	392,912	421,544	451,507	482,685	ROIC	3.57%	3.61%	3.64%	3.60%
负债和股东权益	923,604	971,260	1,022,663	1,069,893	偿债能力				
					资产负债率	57.46%	56.60%	55.85%	54.88%
					净负债比率	33.65%	33.10%	32.94%	31.45%
					流动比率	2.29	2.29	2.29	2.31
					速动比率	0.55	0.54	0.51	0.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.22	0.23	0.23	0.23
					应收账款周转率	46.97	50.00	50.00	50.00
					应付账款周转率	1.89	1.95	2.00	2.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.34	2.48	2.59	2.70
					每股经营现金流	0.00	0.30	0.15	0.73
					每股净资产	34.08	36.56	39.15	41.85
					估值比率				
					P/E	5.43	4.20	4.01	3.85
					P/B	0.37	0.28	0.27	0.25
					EV/EBITDA	7.92	6.96	6.79	6.59
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
经营活动现金流	-15,640	3,316	1,656	8,019					
净利润	25,610	27,115	28,375	29,525					
少数股东权益	1,437	1,518	1,588	1,652					
折旧摊销	0	0	0	0					
营运资金变动及其他	-42,687	-25,316	-28,306	-23,159					
投资活动现金流	2,400	-9,506	-9,436	-9,366					
资本支出	30	-200	-200	-200					
其他投资	2,370	-9,306	-9,236	-9,166					
筹资活动现金流	9,161	4,874	4,584	4,294					
借款增加	-23,732	6,000	6,000	6,000					
普通股增加	0	0	0	0					
已付股利	-1,032	-1,126	-1,416	-1,706					
其他	33,925	0	0	0					
现金净增加额	-4,080	-1,316	-3,196	2,946					

数据来源：公司公告，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
