

中国海外发展 (00688.HK)

归母净利润增长 10%，投资保持强度

买入

核心观点

归母净利润增长 10%。2023 年公司实现营业收入 2025 亿元，同比增长 12%；归母净利润 256 亿元，同比增长 10%，高于我们此前对公司的盈利预测，主要原因是公司结转规模增长及计提减值减少。公司毛利率 20.3%，仍然保持行业领先。公司拟派末期股息每股 45 港仙，全年每股派息 80 港仙，派息稳定。

销售逆势增长，保持投资强度。2023 年公司实现销售金额 3098 亿元，同比增长 5%，全年权益销售额排名行业第二；实现销售面积 1336 万平方米，同比下降 4%。公司销售表现持续跑赢行业，整体市场占有率提高 0.29pct 至 2.66%。公司聚焦优势城市，一线和强二线城市实现销售 1973 亿元，占总销售额的 74%。公司投资规模保持行业领先，2023 年新增土地投资 1440 亿元，新增货值 2640 亿元，其中一线和强二线城市共新增 35 宗土地，总购地金额达人民币 1236 亿元，占比 92%；对应货值 2205 亿元，占比 92%。截至 2023 年末，公司拥有总土储 5403 万平方米，可以满足公司未来三年左右的开发需要。

财务稳健，融资成本低。截至 2023 年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 51.8%；净负债率为 38.7%；现金短债比为 2.1 倍，财务保持稳健。公司加权融资成本为 3.55%，处于行业最低区间。同时，公司截至 2023 年末的已售未结转金额为 2373 亿元，不含中海宏洋已售未结转金额为 1859 亿元，同比增长 7.6%。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：公司作为央企龙头，聚焦优势城市，经营稳健，优秀的盈利能力和优质的土储保证了公司未来的业绩。由于年末计提减值影响公司业绩较为明显，且受行业环境影响较大难以准确预测，出于审慎原则我们假设后两年公司计提减值幅度和 2023 年相同（22 年为 15.2 亿元、23 年为 0），故我们上调公司的盈利预测，预计公司 24-25 归母净利润分别为 261/267 亿元（原值 242/252 亿元），EPS 分别为 2.39/2.44 元，对应当前股价 PE 分别为 4.2/4.1 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)	180322	202524	221561	238178	250564
(+/-%)	-25.6%	12.3%	9.4%	7.5%	5.2%
净利润(百万元)	23265	25610	26125	26663	27071
(+/-%)	-42.1%	10.1%	2.0%	2.1%	1.5%
每股收益(元)	2.13	2.34	2.39	2.44	2.47
EBIT Margin	17.7%	16.9%	20.0%	19.1%	18.4%
净资产收益率 (ROE)	6.7%	7.0%	6.8%	6.7%	6.5%
市盈率 (PE)	4.7	4.3	4.2	4.1	4.0
EV/EBITDA	20.3	18.7	15.2	15.4	16.0
市净率 (PB)	0.31	0.29	0.28	0.27	0.25

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 · 房地产服务

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：王粤雷
0755-81981019
wangyuelei@guosen.com.cn
S0980520030001

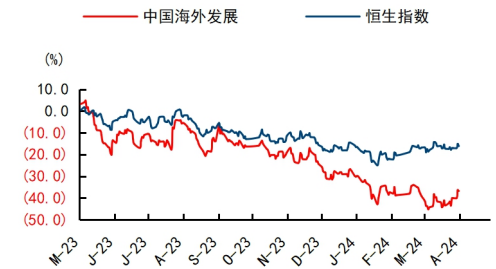
证券分析师：王静
021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn
S0980522100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.00 港元
总市值/流通市值	131339/131339 百万港元
52 周最高价/最低价	20.89/10.10 港元
近 3 个月日均成交额	252.65 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

《中国海外发展 (00688.HK) - 销售高增，全年目标积极》——2023-08-29
《中国海外发展 (00688.HK) - 央企龙头积极进取，规模与利润兼得》——2023-06-07

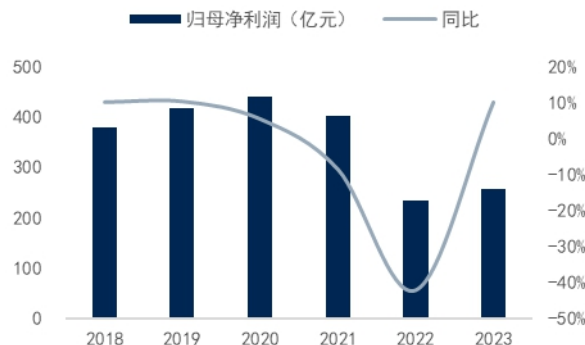
归母净利润增长 10%。2023 年公司实现营业收入 2025 亿元，同比增长 12%；归母净利润 256 亿元，同比增长 10%，高于我们此前对公司的盈利预测，主要原因是公司结转规模增长及计提减值减少。公司毛利率 20.3%，仍然保持行业领先。公司拟派末期股息每股 45 港仙，全年每股派息 80 港仙，派息稳定。

图1: 公司营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

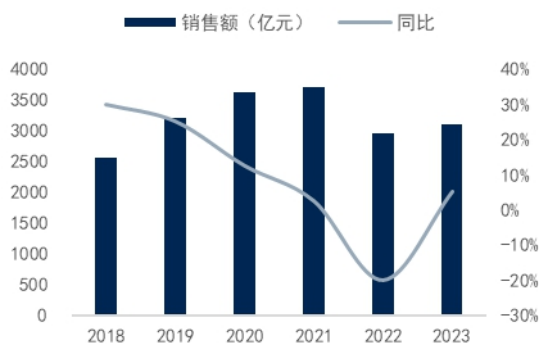
图2: 公司归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

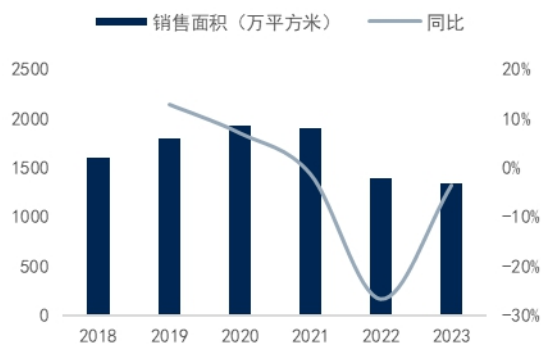
销售逆势增长，保持投资强度。2023 年公司实现销售金额 3098 亿元，同比增长 5%，全年权益销售额排名行业第二；实现销售面积 1336 万平方米，同比下降 4%。公司销售表现持续跑赢行业，整体市场占有率提高 0.29pct 至 2.66%。公司聚焦优势城市，一线和强二线城市实现销售 1973 亿元，占总销售额的 74%。公司投资规模保持行业领先，2023 年新增土地投资 1440 亿元，新增货值 2640 亿元，其中一线和强二线城市共新增 35 宗土地，总购地金额达人民币 1236 亿元，占比 92%；对应货值 2205 亿元，占比 92%。截至 2023 年末，公司拥有总土储 5403 万平方米，可以满足公司未来三年左右的开发需要。

图3: 公司销售金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 公司销售面积



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务稳健，融资成本低。截至 2023 年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 51.8%；净负债率为 38.7%；现金短债比为 2.1 倍，财务保持稳健。公司加权融资成本为 3.55%，处于行业最低区间。同时，公司截至 2023 年末的已售未结转金额为 2373 亿元，不含中海宏洋已售未结转金额为 1859 亿元，同比增长 7.6%。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：公司作为央企龙头，聚焦优势城市，经营稳健，优秀的盈利能力和优质的土储保证了公司未来的业绩。由于年末计提减值影响公司业绩较为明显，且受行业环境影响较大难以准确预测，出于审慎原则我们假设后两年公司计提减值幅度和2023年相同（22年为15.2亿元、23年为0），故我们上调公司的盈利预测，预计公司24-25归母净利润分别为261/267亿元（原值242/252亿元），EPS分别为2.39/2.44元，对应当前股价PE分别为4.2/4.1倍，维持“买入”评级。

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	109709	105629	110910	116456	122279	营业收入	180322	202524	221561	238178	250564
应收款项	47496	51784	56651	60900	64067	营业成本	141928	161371	170602	185541	196943
存货净额	488813	487641	547132	575798	621693	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	13345	9598	13449	12873	14376	销售费用	3919	2784	4431	4764	5011
流动资产合计	664400	654652	728142	766027	822414	管理费用	2603	5160	2216	2382	2506
固定资产	4945	6904	5793	4641	3449	财务费用	1029	3698	9682	9969	10080
无形资产及其他	1763	56	48	40	32	投资收益	0	0	1904	1766	1835
投资性房地产	18198	7726	7726	7726	7726	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	33069	46302	49168	57217	62674	其他收入	2676	11379	0	0	0
资产总计	722376	715640	790877	835651	896295	营业利润	33519	40890	36535	37288	37858
短期借款及交易性金融负债	30558	21158	51116	55019	71358	营业外净收支	2488	230	0	0	0
应付款项	114064	119495	130663	139242	149390	利润总额	36007	41120	36535	37288	37858
其他流动负债	136529	145048	156692	167638	179396	所得税费用	11451	14074	9134	9322	9465
流动负债合计	281151	285701	338472	361900	400143	少数股东损益	1291	1437	1277	1303	1323
长期借款及应付债券	231028	216696	216696	216696	216696	归属于母公司净利润	23265	25610	26125	26663	27071
其他长期负债	27977	28296	31645	33479	36071	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	259005	244992	248341	250175	252767	净利润	23265	25610	26125	26663	27071
负债合计	540156	530692	586813	612075	652910	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	18618	19894	20724	21571	22430	折旧摊销	67	0	1410	1452	1492
股东权益	354480	373018	391305	409969	428919	折旧摊销	67	0	1410	1452	1492
负债和股东权益总计	722376	715640	790877	835651	896295	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	1029	1032	9682	9969	10080
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(38991)	25372	(42047)	(10980)	(26068)
每股收益	2.13	2.34	2.39	2.44	2.47	其它	1291	1437	830	847	860
每股红利	0.00	0.00	0.72	0.73	0.74	经营活动现金流	(14367)	52419	(13682)	17982	3355
每股净资产	32.39	34.08	35.75	37.46	39.19	资本开支	(1883)	(1959)	(292)	(292)	(292)
ROIC	5%	6%	8%	8%	8%	其它投资现金流	(5037)	5037	0	0	0
ROE	7%	7%	7%	7%	6%	投资活动现金流	581	(10155)	(3157)	(8341)	(5749)
毛利率	21%	20%	23%	22%	21%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	17%	20%	19%	18%	负债净变化	33726	(14332)	0	0	0
EBITDA Margin	18%	17%	21%	20%	19%	支付股利、利息	0	0	(7837)	(7999)	(8121)
收入增长	-26%	12%	9%	8%	5%	其它融资现金流	(73819)	(17680)	29958	3903	16339
净利润增长率	-42%	10%	2%	2%	2%	融资活动现金流	(6367)	(46344)	22121	(4096)	8217
资产负债率	61%	60%	61%	61%	61%	现金净变动	(20152)	(4080)	5281	5546	5823
息率	0.0%	0.0%	7.2%	7.3%	7.4%	货币资金的期初余额	129861	109709	105629	110910	116456
P/E	4.7	4.3	4.2	4.1	4.0	货币资金的期末余额	109709	105629	110910	116456	122279
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	企业自由现金流	(19071)	45959	(7694)	24299	9710
EV/EBITDA	20.3	18.7	15.2	15.4	16.0	权益自由现金流	(59865)	13268	15003	20725	18488

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