

买入

2024年4月25日

## 行业排名持续提升，高质量稳健发展

► **权益销售金额排名第二：**2023年公司实现合同销售额约3098亿元，同比增长5.1%，行业排名第三，权益口径销售金额排名第二。合同销售面积约1336万方，同比下降3.7%，合同均价提升9.1%至23195元/平方米。整体市占率提高0.29个ppt至2.66%。公司依然聚焦主流城市主流地段布局，一二线城市合约销售金额占集团系列公司（不含中海宏洋）合约销售金额74%，在31个城市市占率位居当地前三，其中11个城市市占率位居当地市场第一。销售回款率99%，同比提升6个ppt。公司宣派末期股息每股45港仙，全年派息率30%。

► **土地投资规模及质量行业领先：**虽然市场波动下行，但公司保持投资定力，聚焦高能级城市的优质资产精准投资，2023年新增总购地金额1440亿元，对应货值2640亿元，其中北上广深占比均超过60%，一线和强二线城市的占比均为92%。截至2023年12月末，公司总土储约5403万方（其中中海宏洋土储为1881万方）。集团旗下系列公司已售未结转金额为2373亿元（不含中海宏洋为514亿元），较22年底增长7.6%，为后续的业绩稳中有升提供充足保障。

► **利润率维持行业领先，融资成本仍处行业最低区间：**期内公司整体毛利率为20.3%，同比下降1个ppt；归属股东的核心净利润同比增长12.1%至225.8亿元（扣除税后投资物业重估增值），核心净利润率11.1%，价值创造能力行业领先。公司资产负债率约57.5%，净负债率约38.7%，平均融资成本约3.55%。公司在手现金约1056亿元，占总资产11.4%，人民币借贷占比提升7.7个ppt至70.3%，融资结构持续优化，发展动能充足。

► **投资业务高增长，储备充足：**期内公司商业物业收入同比增长20.9%至63.6亿元，主要得益于公司12个运营项目投入运营。同时公司加速轻资产业务拓展，管理规模达150万方。写字楼一年以上项目出租率86.9%，年内新签约面积93万平米；购物中心收入同比增长40%，5年复合增速27%，一年以上项目出租率97.0%，整体销售额及客流分别同比增长66%及57%，增长动能强劲。十四五期内公司计划入市项目17个，十四五后入市储备项目21个，储备规模中一二线城市面积占比97%，支持商业运营业务持续高增长。

► **目标价18.8港元，买入评级：**公司土储高度聚焦高能级城市及核心区域，并拥有稳健的运营能力和财务结构，开发运营效率及盈利能力行业领先，市占率不断提升。同时，融资能力和成本上的优势，将使公司获得更多的优质土储，支持公司持续提升盈利及长远发展。预计公司2024年至2026年的归母核心净利润分别232亿元、249亿元及265亿元，给予2024年8倍市盈率，目标价18.8港元，买入评级。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

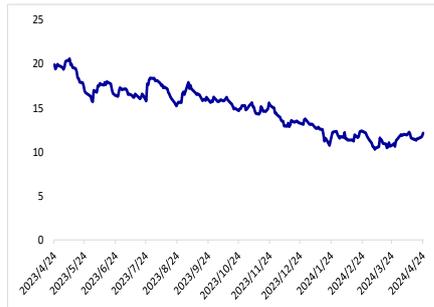
行业	房地产
股价	12.14 港元
目标价	18.80 港元 (+55.0%)
股票代码	688
已发行股本	109.45 亿股
市值	1328.71 亿港元
52周高/低	20.5/10.1 港元
净资产	35.9 元/每股
主要股东	中国建筑 (56.00%)

## 盈利摘要

年结日: 31/12	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(百万元)	180,322	202,524	209,679	218,502	231,492
变动(%)	-25.6%	12.3%	3.5%	4.2%	5.9%
归母核心利润(百万元)	24,420	21,976	23,167	24,878	26,518
变动(%)	-32.9%	-10.0%	5.4%	7.4%	6.6%
每股盈利(元)	2.13	2.34	2.47	2.64	2.81
市盈率@12.14港元	5.7	5.2	4.9	4.6	4.3
DPS(港元)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
息率(%)	6.6%	6.1%	5.2%	5.6%	6.0%

来源: 公司资料, 第一上海

## 股价表现



来源: 彭博

## 附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万人民币,每股除外>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	<b>180,322</b>	<b>202,524</b>	<b>209,679</b>	<b>218,502</b>	<b>231,492</b>	<b>增长率 (%)</b>					
-物业销售	236,356	174,511	192,877	197,785	203,831	收入	-25.6%	12.3%	3.5%	4.2%	5.9%
-物业租赁	4,741	6,362	7,952	9,940	12,425	开发业务收入	-26.2%	10.5%	2.5%	3.1%	4.7%
-其他	1,070	3,285	3,942	4,730	5,676	毛利	-32.7%	7.2%	6.0%	5.2%	7.0%
<b>毛利</b>	<b>38,394</b>	<b>41,153</b>	<b>43,613</b>	<b>45,885</b>	<b>49,076</b>	经营利润	-42.2%	16.2%	6.3%	4.6%	6.3%
投资物业估值收益	4,796	4,846	5,088	5,342	5,610	净利润	-43.0%	10.1%	5.5%	7.0%	6.4%
其他收入与损益	-1,785	1,403	1,543	1,697	1,867	归属核心利润	-32.9%	-10.0%	5.4%	7.4%	6.6%
销售与管理费用	6,522	6,876	7,154	7,869	8,656	每股盈利	-42.1%	10.1%	5.4%	7.0%	6.4%
<b>经营利润</b>	<b>34,882</b>	<b>40,525</b>	<b>43,091</b>	<b>45,056</b>	<b>47,897</b>	<b>盈利分析 (%)</b>					
应占联营合营收益	2,181	1,627	1,280	1,366	1,483	毛利率	21.3%	20.3%	20.8%	21.0%	21.2%
净财务成本	1,057	1,032	1,006	-	-	地产业务净利润率	12.8%	9.0%	9.3%	9.5%	9.4%
<b>税前利润</b>	<b>36,007</b>	<b>41,120</b>	<b>43,365</b>	<b>46,422</b>	<b>49,380</b>	<b>回报率 (%)</b>					
税项	11,451	14,074	14,842	15,888	16,901	ROE	6.7%	7.0%	7.0%	7.2%	7.2%
少数股东权益	1,291	1,437	1,540	1,649	1,754	ROA	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%
<b>归属利润</b>	<b>23,265</b>	<b>25,610</b>	<b>26,983</b>	<b>28,885</b>	<b>30,725</b>	股息率	31.5%	36.9%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>核心利润</b>	<b>24,420</b>	<b>21,976</b>	<b>23,167</b>	<b>24,878</b>	<b>26,518</b>	<b>偿还能力 (%)</b>					
派息	7,686	8,098	6,950	7,463	7,955	流动比率(倍)	2.36	2.29	2.22	2.15	2.08
<b>未分配利润</b>	<b>16,870</b>	<b>18,949</b>	<b>21,573</b>	<b>23,070</b>	<b>24,524</b>	净负债比率	45.2%	40.8%	47.0%	53.5%	60.2%
<b>每股盈利 (港元)</b>	<b>2.13</b>	<b>2.34</b>	<b>2.47</b>	<b>2.64</b>	<b>2.81</b>	资产负债率	59.1%	57.5%	58.2%	59.0%	59.8%
<b>每股派息 (港元)</b>	<b>0.40</b>	<b>0.45</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	110,306	105,629	92,697	77,695	60,221	税前利润	36,007	41,120	43,365	46,422	49,380
库存物业	488,813	487,641	536,405	590,045	649,050	折旧摊销	667	701	736	772	811
其他	65,281	61,382	67,520	74,272	81,700	营运资本变动	-20,982	8,179	-28,448	-31,293	-34,422
<b>流动资产</b>	<b>664,400</b>	<b>654,652</b>	<b>696,622</b>	<b>742,013</b>	<b>790,971</b>	税项	-22,583	-11,451	-14,074	-14,842	-15,888
固定资产	7,086	6,904	7,594	8,354	9,189	<b>经营现金流</b>	<b>-10,518</b>	<b>31,257</b>	<b>-5,266</b>	<b>-6,834</b>	<b>-8,161</b>
投资物业	190,227	207,746	228,521	251,373	276,510	资本开支	-649	-519	-1,426	-1,532	-1,646
联营合营企业投资	43,410	46,302	50,932	56,026	61,628	合营联营公司投资	-479	-2,892	-4,630	-5,093	-5,603
其他	8,132	8,000	8,773	9,622	10,557	其他	-7,012	-11,593	-12,707	-13,814	-15,699
<b>总资产</b>	<b>913,254</b>	<b>923,604</b>	<b>992,442</b>	<b>1,067,387</b>	<b>1,148,855</b>	<b>投资现金流</b>	<b>-8,140</b>	<b>-15,004</b>	<b>-18,763</b>	<b>-20,439</b>	<b>-22,948</b>
合同负债	107,676	108,619	119,481	131,429	144,572	借贷变化	-4,203	-12,892	17,981	19,663	21,511
应付账款	78,651	85,684	94,253	103,678	114,046	已付股息	-11,598	-8,098	-6,950	-7,463	-7,955
短期借贷	19,718	21,158	23,274	25,601	28,161	其他	13,728	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>281,151</b>	<b>285,701</b>	<b>314,271</b>	<b>345,698</b>	<b>380,267</b>	<b>融资现金流</b>	<b>-2,073</b>	<b>-20,990</b>	<b>11,031</b>	<b>12,199</b>	<b>13,555</b>
长期借贷	145,835	144,140	158,554	174,409	191,850	<b>现金变动</b>	<b>-20,731</b>	<b>-4,737</b>	<b>-12,998</b>	<b>-15,074</b>	<b>-17,553</b>
递延税务	26,952	27,336	30,069	33,076	36,384	期初现金及等价物	129,861	109,709	104,972	91,974	76,900
<b>总负债</b>	<b>540,156</b>	<b>530,692</b>	<b>577,957</b>	<b>629,832</b>	<b>686,777</b>	期末现金及等价物	109,709	104,972	91,974	76,900	59,347
<b>股东权益</b>	<b>354,480</b>	<b>373,018</b>	<b>393,051</b>	<b>414,472</b>	<b>437,242</b>	受限制现金	597	657	722	795	874
少数股东权益	18,618	19,894	21,434	23,083	24,837						
<b>负债与权益合计</b>	<b>913,254</b>	<b>923,604</b>	<b>992,442</b>	<b>1,067,387</b>	<b>1,148,855</b>						

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。