

内地房地产

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 4.45 港元 6.60↓ +48.3%

2024年8月13日

越秀地产 (123 HK)

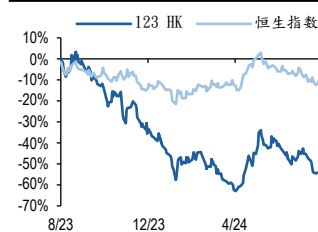
上半年业绩预览：料毛利率受压，下调目标价

- ⊕ **2024上半年料毛利率将降至13-14%**：我们认为房地产开发商的2024上半年业绩毛利率和任何有关调整销售目标的指引都是最为关键的指标，因为收入受具体项目交付进度的影响更大。我们预计越秀地产2024上半年的毛利率将降至13-14%，与我们全年预测之13.5%相若。
- ⊕ **可能下调销售目标**：我们预计越秀地产2024上半年合同销售额为554亿元（人民币，下同），同比降33.8%，仅占全年销售目标1,470亿元的37.7%。同时，我们预计越秀地产可能会修改其全年销售目标。我们预期越秀2024全年合同销售额为1,160-1,200亿元。
- ⊕ **物管业务收入增长超过20%**：受惠于过去越秀地产销售增长以及交付稳定，加上外托项目交付，我们预计物管服务渠道项目转化至在管项目可带动物管收入同比增长维持20%以上。
- ⊕ **下调收入及利润预测**：我们下调了2024和2025年的收入和盈利预测，毛利率为13-14%，主要反映了开发利润率的下降以及2024年销售放缓的影响。我们还分别下调了2024/25全年核心利润预测34%/35%，主要是由于开发利润率下降和销售成本提高。
- ⊕ **维持买入，目标价下调至6.60港元**：我们维持对越秀地产的买入评级，鉴于1)新土储占比较多以及其大湾区布局更容易在市场好转时抓住购买力；以及2)其国企背景更容易受惠于近期的行业扶持政策。但因应行业近况对毛利率及利润的影响，我们下调利润预测，并下调目标价至6.60港元，对应2024年预测资产净值目标折让50%。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	10.20
52周低位(港元)	3.58
市值(百万港元)	17,834.62
日均成交量(百万)	9.58
年初至今变化(%)	(30.03)
200天平均价(港元)	5.07

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	72,416	80,222	86,787	88,920	92,465
同比增长(%)	26.2	10.8	8.2	2.5	4.0
核心利润(百万人民币)	4,240	3,490	3,273	3,627	3,789
核心每股盈利(人民币)	1.37	0.96	0.81	0.90	0.94
同比增长(%)	2.2	-29.9	-15.2	10.8	4.5
前EPS预测值(人民币)			1.23	1.38	
调整幅度(%)			-33.6	-34.5	
市盈率(倍)	3.0	4.3	5.0	4.6	4.4
每股账面净值(人民币)	15.32	15.29	14.35	14.99	15.63
市账率(倍)	0.27	0.27	0.29	0.27	0.26
股息率(%)	13.3	8.5	7.9	8.8	9.2

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表1: 越秀地产 (123 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表2: 交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
823 HK	领展房托	买入	34.85	47.70	36.9%	2024年05月29日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	71.55	110.10	53.9%	2024年02月29日	香港房地产
17 HK	新世界发展	买入	7.24	15.80	118.2%	2023年11月29日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	22.05	23.84	8.1%	2023年08月23日	香港房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.45	6.60	48.3%	2024年08月13日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.47	1.16	149.5%	2023年12月01日	内地房地产
1109 HK	华润置地	买入	22.75	42.82	88.2%	2022年05月24日	内地房地产
6626 HK	越秀服务	买入	2.86	4.72	65.0%	2024年08月09日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	2.60	4.20	61.5%	2024年03月27日	物业服务
6098 HK	碧桂园服务	买入	4.69	17.48	272.8%	2023年03月29日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	4.84	10.80	123.1%	2023年03月23日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.49	0.60	22.4%	2023年11月30日	物业服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至2024年8月12日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	72,416	80,222	86,787	88,920	92,465
主营业务成本	(57,610)	(67,964)	(75,054)	(76,510)	(79,468)
毛利	14,806	12,258	11,733	12,410	12,998
销售及管理费用	(3,811)	(4,250)	(4,513)	(4,624)	(4,808)
其他经营净收入/费用	211	(1,337)	(387)	(396)	(412)
经营利润	11,206	6,670	6,833	7,390	7,777
财务成本净额	(279)	298	(400)	(381)	(444)
应占联营公司利润及亏损	(97)	752	565	512	503
其他非经营净收入/费用	0	0	336	342	349
税前利润	10,830	7,721	7,334	7,863	8,185
税费	(4,692)	(3,146)	(2,305)	(2,438)	(2,532)
净利润	6,137	4,575	5,029	5,425	5,653
作每股收益计算的净利润	4,240	3,490	3,273	3,627	3,789

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	21,846	29,265	34,756	37,931	47,471
应收账款及票据	25,219	38,935	34,702	35,555	36,973
存货	31,293	36,335	36,136	35,936	35,702
开发中物业及土地预付款	185,510	208,439	219,460	228,808	242,627
其他流动资产	20,105	25,190	26,137	26,958	28,143
总流动资产	283,974	338,164	351,192	365,188	390,915
投资物业	11,124	16,786	17,121	17,464	17,813
物业、厂房及设备	8,736	3,625	3,586	3,562	3,557
无形资产	521	514	514	514	514
合资企业/联营公司投资	29,628	28,876	30,606	32,399	34,311
其他长期资产	12,369	13,213	14,492	15,888	17,397
总长期资产	62,378	63,014	66,319	69,826	73,592
总资产	346,352	401,179	417,511	435,015	464,508
短期贷款	15,744	22,976	25,244	29,872	28,606
应付账款	45,417	53,557	54,649	55,709	57,863
其他短期负债	117,348	133,554	139,237	138,218	149,758
总流动负债	178,510	210,087	219,130	223,800	236,227
长期贷款	72,554	81,395	77,840	78,985	83,911
其他长期负债	10,496	7,488	7,387	7,279	7,166
总长期负债	83,050	88,883	85,227	86,263	91,076
总负债	261,559	298,970	304,357	310,063	327,303
股本	18,035	25,545	25,545	25,545	25,545
储备及其他资本项目	29,395	30,084	32,212	34,787	37,387
股东权益	47,430	55,629	57,757	60,332	62,932
非控股权益	37,363	46,580	55,397	64,619	74,272
总权益	84,793	102,209	113,154	124,951	137,204

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	11,109	7,422	7,734	8,244	8,629
合资企业/联营公司收入调整	97	(752)	(565)	(512)	(503)
折旧及摊销	429	386	400	420	441
营运资本变动	1,435	10,091	573	(11,088)	(2,481)
利息调整	(3,882)	(3,899)	(400)	(381)	(444)
税费	(6,766)	(7,759)	(4,070)	(2,811)	(2,981)
其他经营活动现金流	1,297	3,073	(472)	(344)	(351)
经营活动现金流	3,719	8,562	3,200	(6,472)	2,310
资本开支	(1,166)	(328)	(361)	(397)	(436)
投资活动	(1,039)	3,816	(1,165)	(1,281)	(1,409)
其他投资活动现金流	(4,853)	(3,268)	(947)	(821)	(1,185)
投资活动现金流	(7,058)	220	(2,473)	(2,499)	(3,030)
负债净变动	5,865	(2,038)	(1,287)	5,773	3,660
权益净变动	0	7,510	0	0	0
股息	(1,772)	(1,859)	(1,263)	(1,309)	(1,451)
其他融资活动现金流	(11,807)	(4,988)	7,313	7,682	8,051
融资活动现金流	(7,714)	(1,375)	4,764	12,146	10,259
汇率收益/损失	132	12	0	0	0
年初现金	32,766	21,846	29,265	34,756	37,931
年末现金	21,846	29,265	34,756	37,931	47,471

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.369	0.959	0.813	0.901	0.941
全面摊薄每股收益	1.369	0.959	0.813	0.901	0.941
每股股息	0.547	0.347	0.325	0.360	0.377
每股账面值	15.317	15.290	14.348	14.988	15.634
利润率分析(%)					
毛利率	20.4	15.3	13.5	14.0	14.1
EBITDA利润率	15.0	7.8	7.4	7.8	7.9
EBIT利润率	15.5	8.3	7.9	8.3	8.4
净利率	8.5	5.7	5.8	6.1	6.1
盈利能力(%)					
ROA	1.3	0.9	0.8	0.9	0.8
ROE	9.1	6.8	5.8	6.1	6.1
其他					
净负债权益比(%)	78.4	73.5	60.4	56.8	47.4
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月13日
越秀地产 (123 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。