

中国海外宏洋集团 (00081.HK)

下沉市场优势凸显，销售排名持续提升

优于大市

核心观点

毛利率承压，中期派息率 11%。2024H1，公司实现营业收入 219 亿元，同比-20%；归母净利润 8.8 亿元，同比-49%；归母净利率为 4.0%，同比下降 2.3 个百分点，与 2023 全年的 4.1% 相仿，主要受楼市下行影响，毛利率同比下降 6.7 个百分点至 9.6%，较 2023 全年的 11.2% 继续下行，而管理费率和销售费率同比改善。预期在 2022 年及以后获取的项目逐步进入结算期后，公司毛利率能企稳回升。2024H1，公司每股派息 0.03 港元，中期派息率为 11%。

精耕下沉市场优势凸显，行业销售排名持续提升。2024H1，公司实现签约销售额 190 亿元，同比-27%，权益销售额占比 82%；销售面积 166 万 m²，同比-23%。2024H1，公司全口径销售额行业排名第 23，较 2023 年提升 11 个名次。公司深耕下沉市场，凭借运营实力、品牌美誉和经营优势，2024H1，在 21 个城市的销售额位列当地 Top3，占已布局 40 个城市的 52.5%，较 2023 全年提升 7.5 个百分点。

投资谨慎坚守原则，存量土储仍充裕。公司坚持“主流城市、主流地段、主流产品”，2024H1 新增土储建面 25 万 m²，拿地总价 14 亿元，权益占比 100%，以拿地金额/销售额计算的投资强度为 7%。截至 2024H1 末，公司总土储建面积为 1583 万 m²，剔除已售未结也有 1191 万 m²，对年化销售面积的覆盖率为 3.6 倍，仍然充裕。

公司财务状况健康，融资成本降低。2024H1，公司实现销售回款 172 亿元，回款率为 91%；经营活动净现金流为正 28 亿元；公司加权平均融资成本为 4.3%，较 2023 全年下降 0.3 个百分点。三道红线保持“绿档”，截至 2024H1 末，公司现金短债比为 1.5，剔除预收的资产负债率为 64.1%，净负债率为 44.5%，持续改善。

投资建议：考虑到地产开发主营业务结算规模和毛利率下行压力，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2025 年收入分别为 453/383 亿元（原值为 514/460 亿元），2024-2025 年归母净利润分别为 16.0/15.1 亿元（原值为 22.2/21.0 亿元），对应每股收益分别为 0.45/0.42 元，对应当前股价 PE 分别为 3.1/3.3 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济环境恶化；政策宽松低于预期；三四线城市房地产市场衰退；公司销售不畅、回款滞后、存货贬值、利润下行、竣工结算不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	57,492	56,408	45,269	38,264	35,478
(+/-%)	6.8%	-1.9%	-19.7%	-15.5%	-7.3%
归母净利润(百万元)	3150	2302	1602	1505	1713
(+/-%)	-37.6%	-26.9%	-30.4%	-6.0%	13.8%
每股收益(元)	0.89	0.65	0.45	0.42	0.48
EBIT Margin	9.9%	6.8%	6.2%	6.7%	7.7%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	7.5%	5.0%	4.5%	5.0%
市盈率 (PE)	1.6	2.1	3.1	3.3	2.9
EV/EBITDA	25.5	29.9	36.6	36.6	33.0
市净率 (PB)	0.17	0.16	0.15	0.15	0.14

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·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	1.51 港元
总市值/流通市值	5375/5375 百万港元
52 周最高价/最低价	3.32/1.36 港元
近 3 个月日均成交额	12.43 百万港元

市场走势



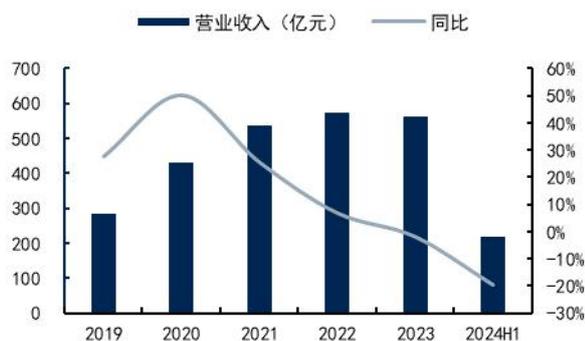
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国海外宏洋集团 (00081.HK) - 保持下沉市场深耕优势，销售表现优于行业整体》——2024-03-29
- 《中国海外宏洋集团 (00081.HK) - 业绩承压但销售回弹，保持下沉市场优势》——2023-08-24
- 《中国海外宏洋集团 (00081.HK) - 掘金三四线城市，再启新征程》——2023-05-24

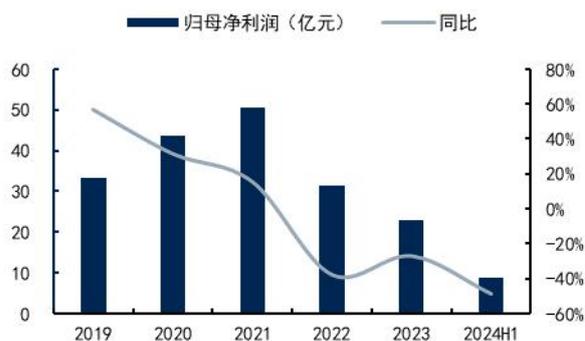
公司毛利率承压，中期派息率 11%。2024H1，公司实现营业收入 219 亿元，同比-20%；归母净利润 8.8 亿元，同比-49%；归母净利率为 4.0%，同比下降 2.3 个百分点，与 2023 全年的 4.1% 相仿，主要受楼市下行影响，毛利率同比下降 6.7 个百分点至 9.6%，较 2023 全年的 11.2% 继续下行，而管理费率及销售费率同比改善。预期在 2022 年及以后获取的项目逐步进入结算期后，公司毛利率能企稳回升。2024H1，公司每股派息 0.03 港元，中期派息率为 11%。

图1：公司历年营业收入及同比



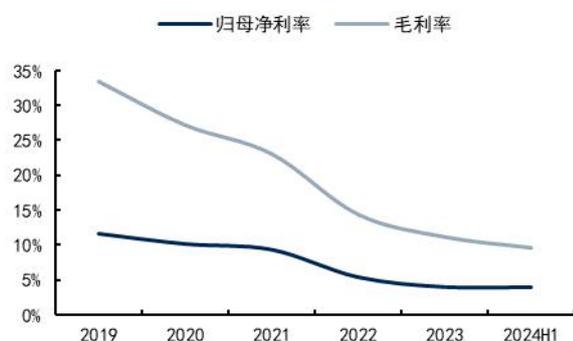
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司历年归母净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司历年毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

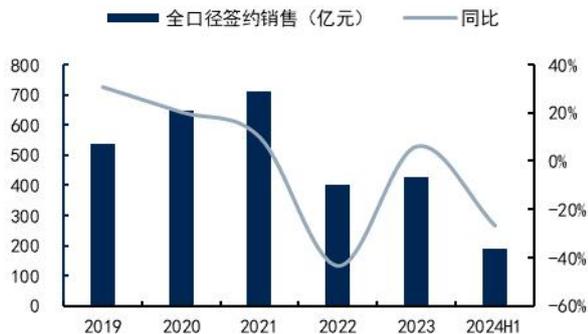
图4：公司历年派息比例



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

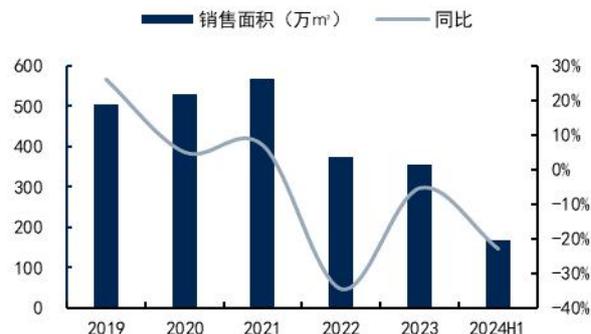
深耕下沉市场优势凸显，行业销售排名持续提升。2024H1，公司实现签约销售额 190 亿元，同比-27%，权益销售额占比 82%；销售面积 166 万 m^2 ，同比-23%。2024H1，公司全口径销售额行业排名第 23，较 2023 年提升 11 个名次。公司深耕下沉市场，凭借运营实力、品牌美誉和经营优势，2024H1，在 21 个城市的销售额位列当地 Top3，占已布局 40 个城市的 52.5%，较 2023 全年提升 7.5 个百分点。

图5: 公司历年销售金额及同比



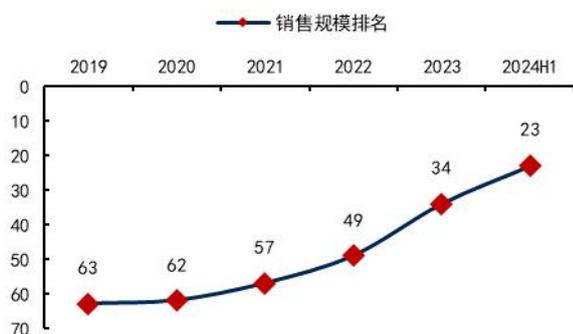
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年销售面积及同比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司历年全口径销售额行业排名



资料来源: 公司公告、克而瑞, 国信证券经济研究所整理

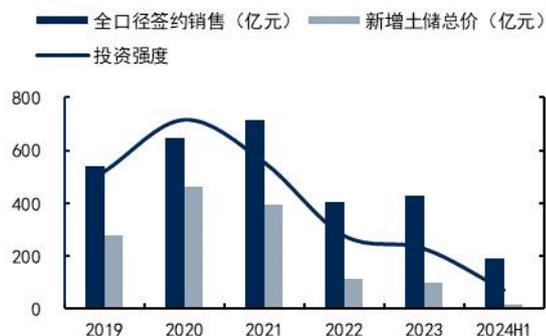
图8: 公司历年销售金额排名 Top3 城市数量



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

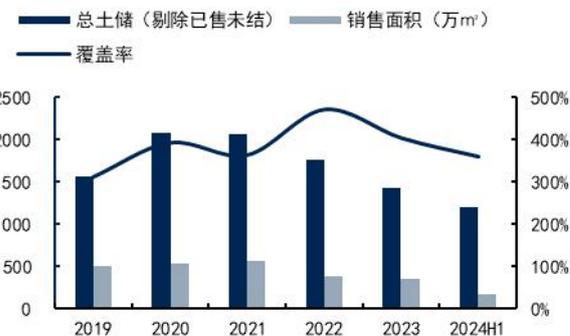
投资谨慎坚守原则，存量土储仍充裕。公司坚持“主流城市、主流地段、主流产品”，2024H1 新增土储建面 25 万㎡，拿地总价 14 亿元，权益占比 100%，以拿地金额/销售额计算的投资强度为 7%。截至 2024H1 末，公司总土储建面为 1583 万㎡，剔除已售未结也有 1191 万㎡，对年化销售面积的覆盖率为 3.6 倍，仍然充裕。

图9: 公司历年新增土储总价及投资强度



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司历年总土储（剔除已售未结）对销售面积的覆盖率



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

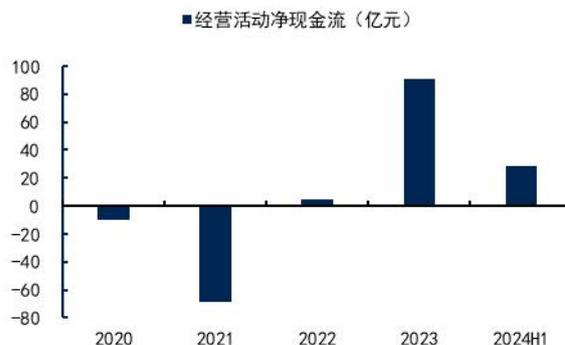
公司财务状况健康，融资成本降低。2024H1，公司实现销售回款172亿元，回款率为91%；经营活动净现金流为正28亿元；公司加权平均融资成本为4.3%，较2023全年下降0.3个百分点。三道红线保持“绿档”，截至2024H1末，公司现金短债比为1.5，剔除预收的资产负债率为64.1%，净负债率为44.5%，持续改善。

图11: 公司历年现金短债比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图12: 公司历年经营活动净现金流



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到地产开发主营业务结算规模和毛利率下行压力，我们下调盈利预测，预计公司2024-2025年收入分别为453/383亿元（原值为514/460亿元），2024-2025年归母净利润分别为16.0/15.1亿元（原值为22.2/21.0亿元），对应每股收益分别为0.45/0.42元，对应当前股价PE分别为3.1/3.3倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济环境恶化；政策宽松低于预期；三四线城市房地产市场衰退；公司销售不畅、回款滞后、存货贬值、利润下行、竣工结算不及预期。

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	19433	20064	25439	29993	33881	营业收入	57492	56408	45269	38264	35478
应收款项	11371	10416	8346	7054	6541	营业成本	49216	50097	40516	34055	31221
存货净额	131896	107122	91443	81026	75121	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	10026	6032	4841	4092	3794	销售费用	1632	1552	1245	1053	976
流动资产合计	172726	143634	130068	122164	119337	管理费用	926	896	719	608	564
固定资产	774	817	798	778	756	财务费用	(295)	(307)	829	706	622
无形资产及其他	257	354	336	318	301	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	6156	6329	6329	6329	6329	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	870	896	1194	1492	1790	其他收入	(85)	(62)	0	0	0
资产总计	180782	152030	138726	131082	128513	营业利润	5927	4108	1960	1842	2096
短期借款及交易性金融负债	12177	13555	12000	12000	12000	营业外净收支	51	14	0	0	0
应付款项	23097	19056	15425	12961	11880	利润总额	5979	4123	1960	1842	2096
其他流动负债	70013	48694	39400	33115	30369	所得税费用	2923	2098	490	461	524
流动负债合计	105287	81306	66825	58076	54249	少数股东损益	(94)	(277)	(132)	(124)	(141)
长期借款及应付债券	35422	30009	30009	30009	30009	归属于母公司净利润	3150	2302	1602	1505	1713
其他长期负债	2672	2587	2587	2587	2587	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	38093	32595	32595	32595	32595	净利润	3150	2302	1602	1505	1713
负债合计	143381	113901	99420	90671	86844	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	7459	6826	6721	6622	6509	折旧摊销	95	117	59	61	63
股东权益	29942	31304	32585	33789	35159	折旧摊销	95	117	59	61	63
负债和股东权益总计	180782	152030	138726	131082	128513	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	(295)	(307)	829	706	622
每股收益	0.89	0.65	0.45	0.42	0.48	营运资本变动	(4845)	4103	6016	3708	2889
每股红利	0.19	0.15	0.09	0.08	0.10	其它	2086	2576	(105)	(99)	(113)
每股净资产	8.41	8.79	9.15	9.49	9.88	经营活动现金流	486	9098	7572	5176	4552
ROIC	4%	2%	3%	3%	3%	资本开支	(29)	(160)	(23)	(23)	(23)
ROE	11%	8%	5%	5%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	11%	10%	11%	12%	投资活动现金流	(1454)	(1527)	(321)	(321)	(321)
EBIT Margin	10%	7%	6%	7%	8%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	7%	6%	7%	8%	负债净变化	2973	(5413)	0	0	0
收入增长	7%	-2%	-20%	-15%	-7%	支付股利、利息	(662)	(518)	(320)	(301)	(343)
净利润增长率	-38%	-27%	-30%	-6%	14%	其它融资现金流	(3679)	6372	(1555)	0	0
资产负债率	83%	79%	77%	74%	73%	融资活动现金流	487	(6963)	(1876)	(301)	(343)
息率	13.4%	10.5%	6.5%	6.1%	6.9%	现金净变动	(443)	630	5375	4554	3889
P/E	1.6	2.1	3.1	3.3	2.9	货币资金的期初余额	19876	19433	20064	25439	29993
P/B	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	货币资金的期末余额	19433	20064	25439	29993	33881
EV/EBITDA	26	30	37	37	33	企业自由现金流	0	5957	8144	5658	4967
						权益自由现金流	0	7067	5967	5128	4501

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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