

# 越秀地产 (00123.HK)

## 毛利率略有下滑，上半年业绩承压

优于大市

### 核心观点

**业绩持续承压，派息保持稳定。**2024 上半年公司实现营业收入 353 亿元，同比增长 10.1%；归母净利润 18 亿元，同比下降 15.9%；核心净利润 17 亿元，同比下降 18.8%。公司增收不增利的是由于结算毛利率约为 13.7%，同比下降 4.1pct。公司中期每股派息人民币 0.173 元，约占核心净利润的 40%，派息比例保持稳定。

**深耕大湾区，上半年完成销售目标 37.7%。**2024 上半年公司实现销售面积 188 万平方米，同比下降 24.0%；实现销售金额 554 亿元，同比下降 33.8%，完成全年销售目标的 37.7%。分区域看，公司大湾区、华东、中西部、北方地区销售占比分别为 47%、23%、16%、14%。2024 上半年公司通过“6+1”多元化增储模式于广州、北京、上海、杭州、合肥、成都等城市合共新增 12 幅土地，总建筑面积约 172 万平方米，其中 88%位于一线和重点二线城市，通过多元化渠道增储占比 66%。截至 2024 上半年末，公司总土储 2503 万平方米，其中大湾区占比 41%，广州占比 37%；华东、中西部、北方地区合计占比 59%，土储结构保持优质。

**财务稳健，融资渠道畅通。**公司财务水平始终保持“绿档”，截至 2024 上半年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 68.3%，净负债率为 58.6%，现金短债比为 1.5。公司融资渠道畅通，上半年发行境内人民币公司债券共 15 亿元，5 亿 3+2 年期票面利率 2.25%；10 亿 10 年期票面利率 2.75%；发行境外人民币点心债 23.9 亿元，加权平均利率为 4.07%，公司总平均借贷成本为 3.47%，下降 35bp。

**风险提示：**行业基本面下行超预期，政策转暖力度不及预期。

**投资建议：**受到市场下行及毛利率下滑的影响，公司上半年业绩承压，随着公司高毛利项目不断结算，公司的毛利率水平料将企稳回升，我们维持此前的盈利预测，预计公司 2024-25 年的归母净利润分别为 32/33 亿元，每股收益分别为 0.79/0.82 元，对应当前股价 PE 分别为 4.2/4.0 倍，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	72416	80222	87121	93045	98256
(+/-%)	26.2%	10.8%	8.6%	6.8%	5.6%
净利润(百万元)	3953	3185	3178	3300	3495
(+/-%)	10.2%	-19.4%	-0.2%	3.8%	5.9%
每股收益(元)	0.98	0.79	0.79	0.82	0.87
EBIT Margin	16.0%	10.5%	9.9%	9.9%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	8.4%	6.2%	5.6%	5.6%	5.7%
市盈率 (PE)	3.4	4.2	4.2	4.0	3.8
EV/EBITDA	23.6	37.0	29.2	28.8	28.9
市净率 (PB)	0.28	0.24	0.23	0.22	0.21

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

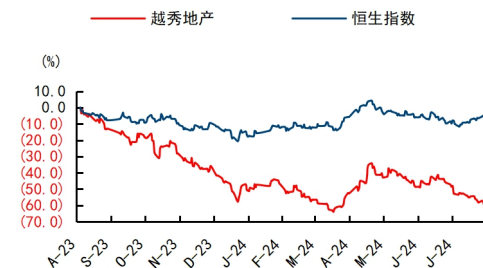
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.82 港元
总市值/流通市值	15377/15377 百万港元
52 周最高价/最低价	10.20/3.42 港元
近 3 个月日均成交额	80.16 百万港元

#### 市场走势



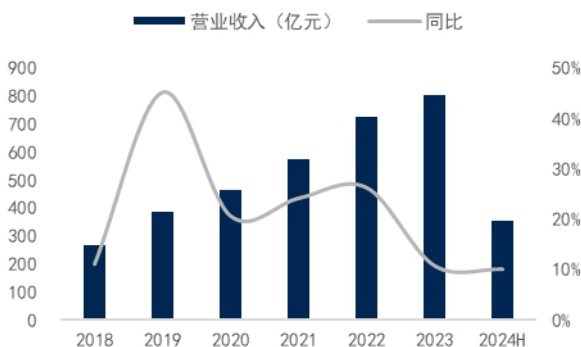
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《越秀地产 (00123.HK) - 销售稳增，财务稳健》——2024-03-27
- 《越秀地产 (00123.HK) - 业绩稳健，销售逆势高增》——2023-08-28
- 《越秀地产 (00123.HK) - 销售逆势增长，派息稳定，目标积极》——2023-03-16
- 《越秀地产 (00123.HK) - 双国企股东护航，大湾区本土优势显著》——2023-02-14

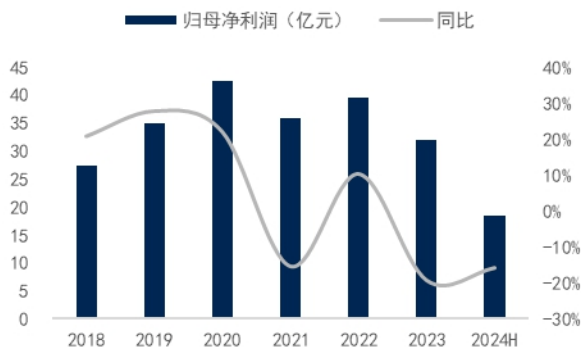
**业绩持续承压，派息保持稳定。**2024 上半年公司实现营业收入 353 亿元，同比增长 10.1%；归母净利润 18 亿元，同比下降 15.9%；核心净利润 17 亿元，同比下降 18.8%。公司增收不增利的是由于结算毛利率约为 13.7%，同比下降 4.1pct。公司中期每股派息人民币 0.173 元，约占核心净利润的 40%，派息比例保持稳定。

图1：公司营业收入及增速



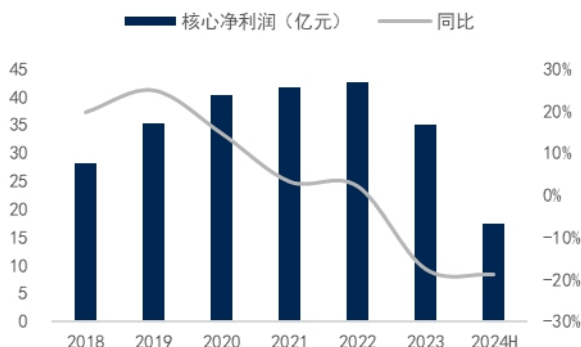
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司核心净利润及增速



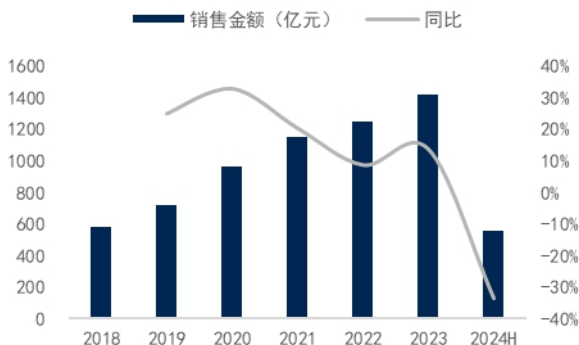
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司毛利率变化

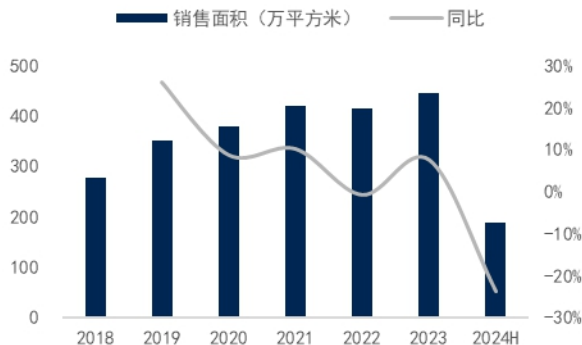


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**深耕大湾区，上半年完成销售目标 37.7%。**2024 上半年公司实现销售面积 188 万平方米，同比下降 24.0%；实现销售金额 554 亿元，同比下降 33.8%，完成全年销售目标的 37.7%。分区域看，公司大湾区、华东、中西部、北方地区销售占比分别为 47%、23%、16%、14%。2024 上半年公司通过“6+1”多元化增储模式于广州、北京、上海、杭州、合肥、成都等城市合共新增 12 幅土地，总建筑面积约 172 万平方米，其中 88%位于一线和重点二线城市，通过多元化渠道增储占比 66%。截至 2024 上半年末，公司总土储 2503 万平方米，其中大湾区占比 41%，广州占比 37%；华东、中西部、北方地区合计占比 59%，土储结构保持优质。

**图5: 公司销售额及增速**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图6: 公司销售面积及增速**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**财务稳健，融资渠道畅通。**公司财务水平始终保持“绿档”，截至2024上半年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为68.3%，净负债率为58.6%，现金短债比为1.5。公司融资渠道畅通，上半年发行境内人民币公司债券合共15亿元，5亿3+2年期票面利率2.25%；10亿10年期票面利率2.75%；发行境外人民币点心债23.9亿元，加权平均利率为4.07%，公司总平均借贷成本为3.47%，下降35bp。

**风险提示：**行业基本面下行超预期，政策转暖力度不及预期。

**投资建议：**受到市场下行及毛利率下滑的影响，公司上半年业绩承压，随着公司高毛利项目不断结算，公司的毛利率水平料将企稳回升，我们维持此前的盈利预测，预计公司2024-25年的归母净利润分别为32/33亿元，每股收益分别为0.79/0.82元，对应当前股价PE分别为4.2/4.0倍，维持“优于大市”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	21846	29265	14205	12744	38507	营业收入	72416	80222	87121	93045	98256
应收款项	37108	50859	59840	61401	66163	营业成本	57610	67964	74401	79461	83911
存货净额	209744	238949	257364	272789	260722	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	14353	17954	20668	22074	23310	销售费用	1590	2041	2178	2326	2456
<b>流动资产合计</b>	<b>283974</b>	<b>338164</b>	<b>353215</b>	<b>370827</b>	<b>391614</b>	管理费用	1623	1769	1917	2047	2162
固定资产	13426	11542	9577	7580	5549	财务费用	1052	916	2513	2611	2290
无形资产及其他	1388	1283	1099	916	733	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	6835	6746	6746	6746	6746	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	25444	25605	29225	31116	33871	其他收入	242	1407	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>346352</b>	<b>401179</b>	<b>417701</b>	<b>435023</b>	<b>456352</b>	营业利润	10783	8938	6112	6600	7437
短期借款及交易性金融负债	18873	25729	27015	29717	32689	营业外净收支	47	(1218)	0	0	0
应付款项	15389	14394	17223	17352	18909	<b>利润总额</b>	<b>10830</b>	<b>7721</b>	<b>6112</b>	<b>6600</b>	<b>7437</b>
其他流动负债	144247	169964	180105	192599	203566	所得税费用	4692	3146	1834	2112	2603
<b>流动负债合计</b>	<b>178510</b>	<b>210087</b>	<b>224343</b>	<b>239668</b>	<b>255164</b>	少数股东损益	2184	1390	1100	1188	1339
长期借款及应付债券	72554	81395	74865	70630	68574	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3953</b>	<b>3185</b>	<b>3178</b>	<b>3300</b>	<b>3495</b>
其他长期负债	10496	7488	12958	15693	19796	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>83050</b>	<b>88883</b>	<b>87823</b>	<b>86323</b>	<b>88370</b>	净利润	3953	3185	3178	3300	3495
<b>负债合计</b>	<b>261559</b>	<b>298970</b>	<b>312167</b>	<b>325991</b>	<b>343534</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	37363	46580	47680	48869	50208	折旧摊销	67	0	2520	2578	2634
股东权益	47430	55629	57854	60164	62610	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>346352</b>	<b>401179</b>	<b>417701</b>	<b>435023</b>	<b>456352</b>	财务费用	1052	916	2513	2611	2290
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(25507)	(24753)	(11670)	(3033)	22695
每股收益	0.98	0.79	0.79	0.82	0.87	其它	2184	1390	1100	1188	1339
每股红利	0.00	0.00	0.24	0.25	0.26	<b>经营活动现金流</b>	<b>(19303)</b>	<b>(20178)</b>	<b>(4871)</b>	<b>4033</b>	<b>30163</b>
每股净资产	11.78	13.82	14.37	14.95	15.55	资本开支	(4412)	1885	(372)	(397)	(420)
ROIC	7%	4%	4%	4%	5%	其它投资现金流	(107)	(215)	0	(683)	(1092)
ROE	8%	6%	6%	6%	6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(11599)</b>	<b>1509</b>	<b>(3992)</b>	<b>(2970)</b>	<b>(4267)</b>
毛利率	20%	15%	15%	15%	15%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	11%	10%	10%	10%	负债净变化	26822	8841	(6530)	(4235)	(2056)
EBITDA Margin	16%	11%	13%	13%	13%	支付股利、利息	0	0	(953)	(990)	(1049)
收入增长	26%	11%	9%	7%	6%	其它融资现金流	(33662)	8406	1286	2702	2972
净利润增长率	10%	-19%	-0%	4%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>19981</b>	<b>26088</b>	<b>(6197)</b>	<b>(2523)</b>	<b>(133)</b>
资产负债率	86%	86%	86%	86%	86%	现金净变动	(10920)	7419	(15060)	(1461)	25763
息率	0.0%	0.0%	7.1%	7.4%	7.9%	货币资金的期初余额	32766	21846	29265	14205	12744
P/E	3.4	4.2	4.2	4.0	3.8	货币资金的期末余额	21846	29265	14205	12744	38507
P/B	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	企业自由现金流	(23283)	(17863)	(3484)	5411	31231
EV/EBITDA	23.6	37.0	29.2	28.8	28.9	权益自由现金流	(30719)	(1159)	(10486)	2102	30659

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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