

绿城管理控股(9979.HK)

逆势增长势头不减，切入资本代建领域
——绿城管理控股 2022 年中期业绩公告点评报告

✍️ : 杨凡 执业证书编号: S1230521120001
✉️ : yangfan02@stocke.com.cn

事件：2022年7月27日公司公布2022年中期业绩公告。

投资要点

- **毛利及净利润增速高于收入增速。**2022H1 公司实现营收 12.58 亿元，同比增长 16.4%，其中：1) 商业代建受行业下行影响营收同比减少 1%，占比 60.8%下降 10.6 个百分点；2) 政府代建营收同比高增 73.5%，主要受益于 2021 年全国化布局拓展的订单加速转入在建，营收占比提升 9.9 个百分点至 30.3%；3) 以代建咨询和设计服务为主的其他业务营收同比增长 26.7%，占比 8.9%。2022H1 公司整体毛利率 50.4%，提升 2.9 个百分点，主要由于公司通过加强成本管控带来商业代建毛利率提升 4.6 个百分点至 49.7%，而政府代建由于全国化布局成本增加导致毛利率略降 2.5 个百分点至 42.2%。2022H1 公司归母净利润 3.61 亿元，同比增长 33.4%，归母净利润率 28.7%，提升 3.6 个百分点。
- **新签项目高增，聚焦核心城市群，客户结构优化。**2022H1 公司合约建面 0.94 亿平，同比增长 12.3%，新拓代建项目总建面 0.13 亿平，同比增长 9.9%，新拓代建费 40.6 亿元，同比增长 26.1%。公司坚持布局高能级城市，并不断优化客户结构：1) 主要经济区合约建面合计 0.72 亿平，占比 76%，可售货值 4400 亿元，占比 75%，其中长三角、环渤海和京津冀是公司的优势区域，成渝城市群仍有较大的发掘和提升空间；2) 国企及政府是公司主要客群，合约和当前在建面积中分别占比 61.4%和 73.8%，金融机构增长较快，合约建面占比提升至 3.4%。
- **开拓资方代建，品牌溢价显著。**行业下行期房企现金流承压，不良资产项目数量攀升，而金融机构缺乏开发和操盘能力，催生资方代建需求。公司抓住行业需求变化，深度参与资方代建，通过品牌及管理赋能，实现不良资产变现。目前公司已落地中粮信托、平安不动产等多个资方代建项目。我们认为，不良资产具有非标准化、尽调风险大、社会关系复杂等特点，需要接手方具备良好的风险甄别和隔离能力，以及良好的市场口碑。公司作为代建行业龙头，传承绿城优质品牌，在资方代建中拥有较强的溢价能力。2022H1 新拓代建项目总建面中，金融机构占比 7.9%，但贡献 13.4%的新拓代建费，费率溢价明显。
- **行业下行对收入影响有限，储备项目充足支撑未来增长。**2022H1 公司代建项目合同销售额同比下降 19.8%，但商业代建收入仅略降 1%，原因在于公司大部分项目按照工程进度结转收入，仅小部分与销售节点挂钩。2022H1 公司 0.94 亿平合约建面中，待建面积占比 42.7%，在不考虑增量情况下依然能够支撑未来可结算收入的增长。
- **投资建议：买入。**我们继续看好公司作为代建行业龙头在行业周期底部的逆周期成长能力。公司项目储备优质充裕，政府代建与资方代建订单有望高增，带动公司整体逆势增长。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2022 年 EPS 为 0.38 元，对照公司可比公司估值，给予公司 2022 年 20 倍 PE，对应目标价 9.33 港元，维持“买入评级”。(本文非特别注明均以人民币计价，汇率取过去 12 月均值，1 港币=0.81 人民币)
- **风险提示：**行业销售持续下行、全国化布局不及预期、行业竞争加剧。

评级

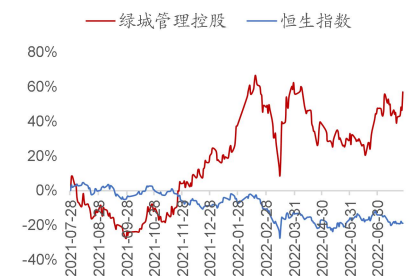
买入

上次评级

买入

当前价格

6.45 港元



公司简介

绿城管理控股是中国房地产轻资产开发模式的先行者、引领者，是代建行业领先的龙头公司，为中国代建第一股。

相关报告

- 1 《股权激励彰显中长期发展信心，看好公司逆周期成长实力》2022.6.21
- 2 《绿城管理控股年报点评：逆周期特质显著，低负债+高分红凸显轻资产优势》2022.3.23
- 3 《代建的模式有哪些？代建能力怎么评估？》2022.2.19
- 4 《保障房专题：鉴往参今知来，保障性住房建设加码“租购并举”》2022.2.8
- 5 《绿城管理控股：代建第一股持续领跑行业，轻资产模式推动低杠杆扩张》2022.1.27

报告撰写人：杨凡

联系人：王逸枫

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2,244	2998	3955	5111
(+/-)	24%	34%	32%	29%
归母净利润	565	760	1002	1305
(+/-)	29%	34%	32%	30%
每股收益(元)	0.29	0.38	0.50	0.65
P/E	18.10	13.82	10.48	8.05

注：收盘价为 2022 年 7 月 28 日

事件：绿城管理服务公告 2022H1 业绩

点评：

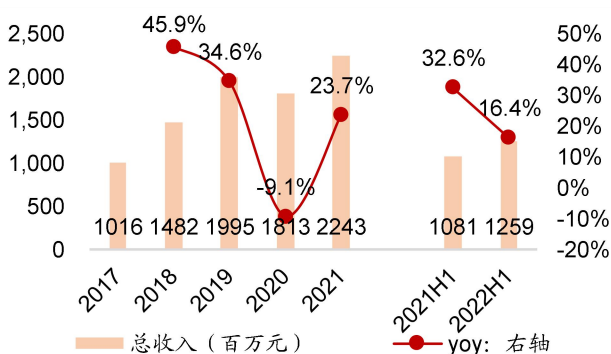
1. 2021 年公司业绩情况：业绩持续增长，毛利及净利润增速高于收入增速

营收持续增长，政府代建收入大幅提升。2022H1 公司实现营业收入 12.59 亿元，同比+16.4%，保持稳健增长趋势。从收入分项来看：1) 商业代建实现收入 7.6 亿元，同比-1.0%，收入占比 60.8%，占比较去年同期下降 10.7 个百分点；2) 政府代建实现收入 3.8 亿元，同比+73.5%，收入占比 30.3%，占比较去年同期提升 10.0 个百分点；3) 其他服务实现收入 1.1 亿元，同比+26.7%，收入占比 8.9%，占比较去年同期提升 0.7 个百分点。商业代建业务收缩主要受行业下行影响，而政府代建营收同比高增 73.5%，主要受益于 2021 年全国化布局拓展的订单加速转入在建，成为支撑公司营收增长的主要驱动。

整体毛利率 50.4%，同比提升 2.9 个百分点。2022H1 公司实现毛利 6.3 亿元，同比+23.7%，毛利率为 50.4%，较 2021 年提升 2.9 个百分点。分业务类型来看：1) 商业代建毛利率为 49.7%，较去年同期提升 4.6 个百分点，主要原因是公司加强成本管控并优化管理模式；2) 政府代建毛利率为 42.2%，较去年同期下降 2.5 个百分点，主要原因是政府代建处于全国化布局初期阶段，大量外拓使得单位面积管理成本有所增加；3) 其他服务毛利率为 83.6%，较去年同期提升 8.6 个百分点，毛利率较高的主要原因为公司上市前由母公司投标的项目本期实现收入 95.7 百万元，此类项目的服务成本在母公司列支，公司按项目净收益结算确认收入。

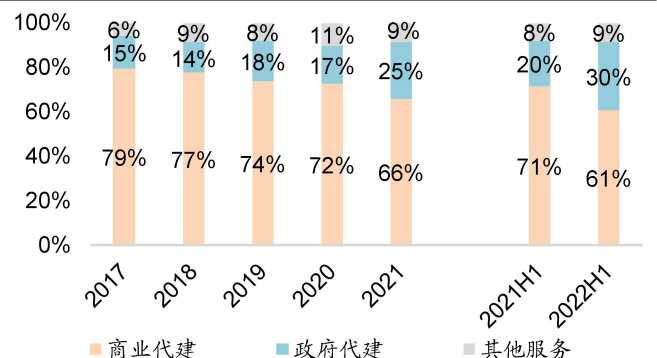
归母净利润同比增长 33.4%，归母净利润率提升 3.6 个百分点至 28.7%。2022H1 公司实现归母净利润 3.61 亿元，同比+33.4%，归母净利润率 28.7%，较 2021 年同期提升 3.6 个百分点，盈利能力提升明显。此外，公司人均创造利润由 2021 年同期的 18.3 万/人提升至 24.6 万/人，优化激励政策、数字化提质增效等管理模式优化效果显著。2022H1 公司每股收益由 2021 年同期的 0.14 元每股提升至 0.19 元每股，同比增长 35.7%。2022H1 公司经营性现金流为 3.6 亿元，同比+40.5%，现金流充沛，抗风险能力强。

图 1：2022H1 公司实现营收 12.59 亿元，同比+16.4%



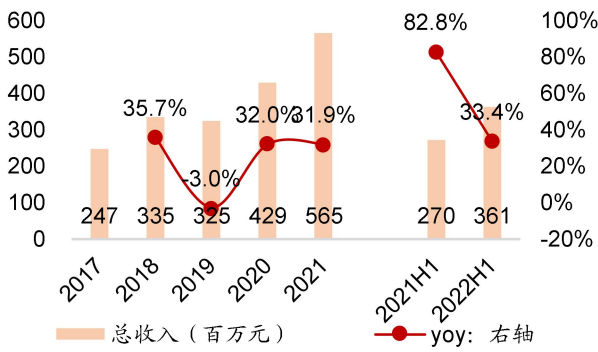
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：公司历年营收结构拆分



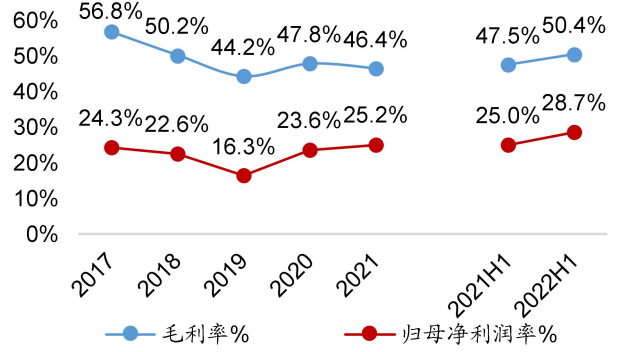
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3: 2022H1 公司实现归母净利润 3.61 亿元, 同比+33.4%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 4: 2022H1 公司毛利率 50.4%, 归母净利润率 28.7%

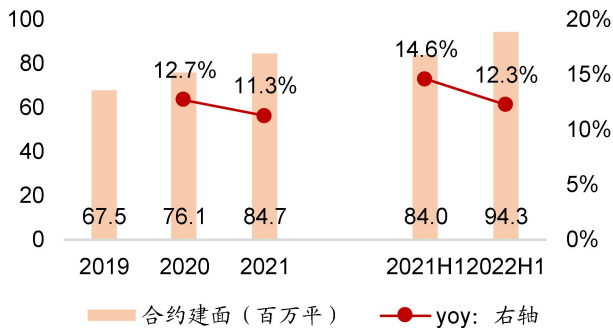


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2. 新签项目高增, 聚焦核心城市群, 客户结构优化

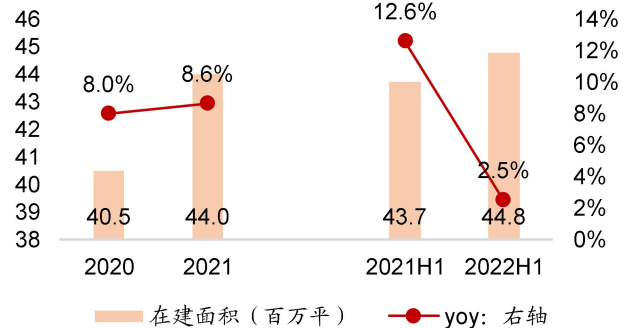
项目规模持续增长, 市场拓展进展顺利。2022H1 公司管理项目个数达 390 个, 合约建面 0.94 亿平, 同比增长 12.3%, 当期在建面积 0.45 亿平, 同比+2.7%, 规模保持行业前列。公司依然保持较为强劲的发展势头, 2022H1 新拓代建项目总建面 0.13 亿平, 同比增长 9.9%, 私营企业、政府及国企、金融机构分别占比 30.0%、62.1%、7.9%, 新拓代建费 40.6 亿元, 同比增长 26.1%, 私营企业、政府及国企、金融机构分别占比 40.2%、46.4%、13.4%。

图 5: 2022H1 公司合约建面 94.3 百万平, 同比+12.3%



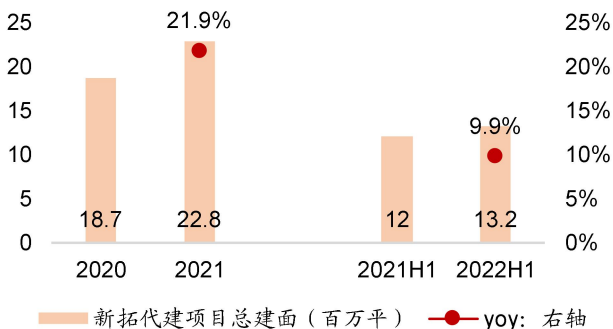
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 6: 2022H1 公司在建面积 44.8 百万平, 同比+9.9%



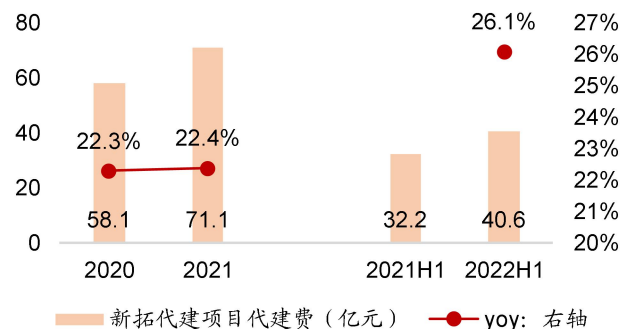
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 7: 2022H1 公司新拓代建项目总建面 13.2 百万平



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

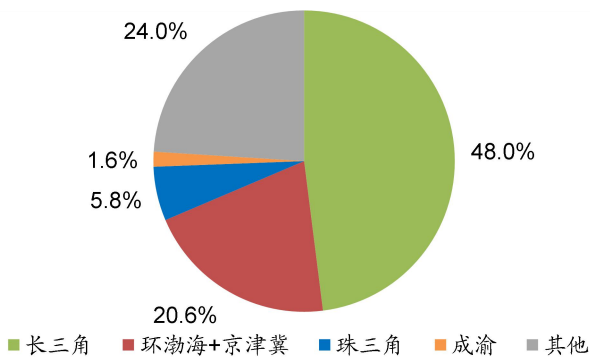
图 8: 2022H1 公司新拓代建费 40.6 亿元, 同比+26.1%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

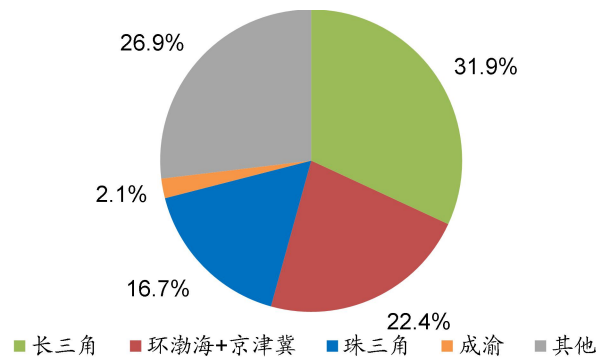
公司坚持布局高能级城市，核心城市群可售货值占比 75.1%。公司依托母公司绿城的发展和深耕战略，实现了全国化布局，截至 2022H1 城市覆盖达 107 个。在城市选择上，公司倾向选择基本面扎实、政府财政支付能力较强的核心城市群，主要布局长三角经济圈、环渤海经济圈和京津冀城市群、珠三角经济圈、以及成渝城市群四大核心城市群。2022H1 四大核心城市群合约建面约 0.72 亿平，占比 76%，可售货值 4400 亿元，占比 75.1%。其中长三角经济圈、环渤海经济圈和京津冀城市群是公司的优势区域，成渝城市群仍有较大的发掘和提升空间。

图 9: 2022H1 四大城市群合约建面 71.6 百万平，占比 76%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

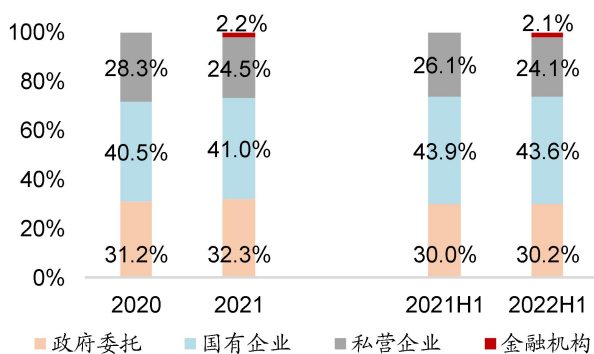
图 10: 2022H1 四大城市群可售货值 4400 亿元，占比 75%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

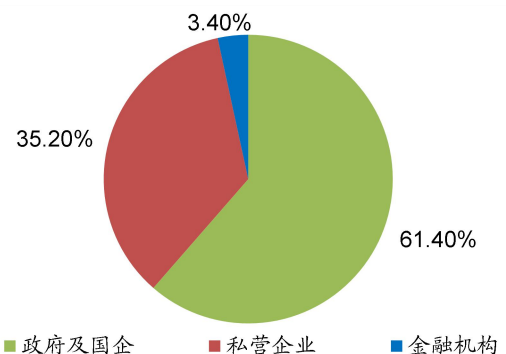
客户结构稳定且多元，国企及政府是公司主要客群。2022H1 公司当期在建的 44.8 百万平在建面积中，政府及国企约 33.0 百万平，在建面积占比达 73.8%，金融机构约 1.0 百万平，在建面积占比约 2.1%。从公司合约面积来看，2022H1 政府及国企占比达 73.8%，金融机构合约建面占比提升至 3.4%。国企和政府是公司主要的客户来源，随着公司探索资方代建模式，金融机构的占比快速上升，成为公司新的业务增量。

图 11: 公司历年当期在建面积中客户结构拆分



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

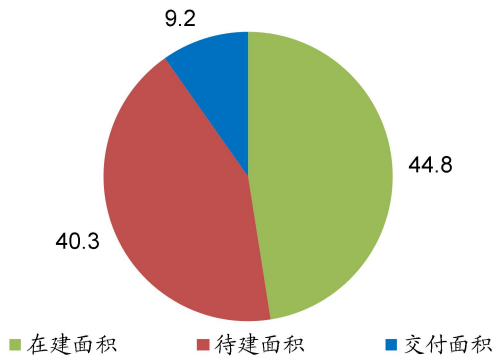
图 12: 2022H1 公司合约建面中客户结构拆分



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

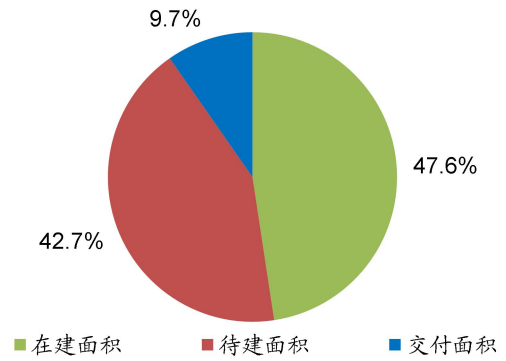
储备项目充足支撑未来收入增长。2022H1 公司合约建面 94.3 百万平，其中待建面积占比 42.7%，约 40.3 百万平，后续将陆续转入在建，对公司未来收入结转形成有力支撑，在不考虑增量扩展的情况下，依然能够支撑未来可结算收入的增长。

图 13: 2022H1 公司代建面积 40.3 百万平



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 14: 2022H1 公司代建面积占合约面积比例约 42.7%

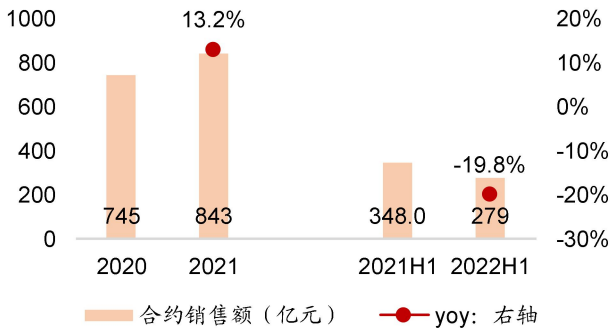


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3. 商业代建与行业共振, 政府及资方代建有效补充收入

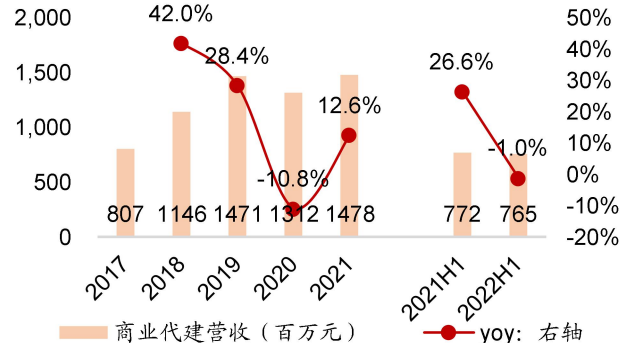
行业下行影响商业代建收入, 但整体影响可控。2022H1 公司代建项目合同销售额同比下降 19.8%, 但商业代建收入仅略降 1%, 原因在于公司大部分项目按照工程进度结转收入, 仅小部分与销售节点挂钩, 商品房销售疲软对公司商业代建的影响较小。

图 15: 2022H1 公司代建项目合约销售额同比下降 19.8%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

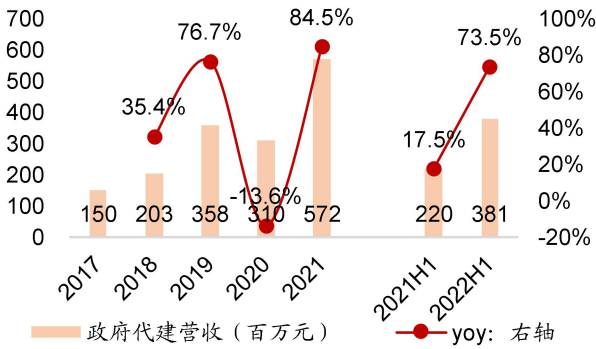
图 16: 2022H1 公司商业代建营收同比下降 1%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

政府代建收入高增, 代建业态渐趋多元。公司 2022H1 政府代建收入实现高速增长, 同比+73.5%, 主要受益于 2021 年公司加速拓展的政府代建项目逐渐转入在建, 开始逐步贡献收入, 成为公司营收增长的主要驱动。在代建业态方面, 除了传统安置房和公租房外, 公司充分发挥深耕行业多年所培育的综合开发建设经验, 以及母公司强大的品牌实力, 逐渐拓展产业园区、市政配套、人才公寓等多业态政府代建项目。

图 17: 2022H1 公司政府代建营收同比+73.5%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

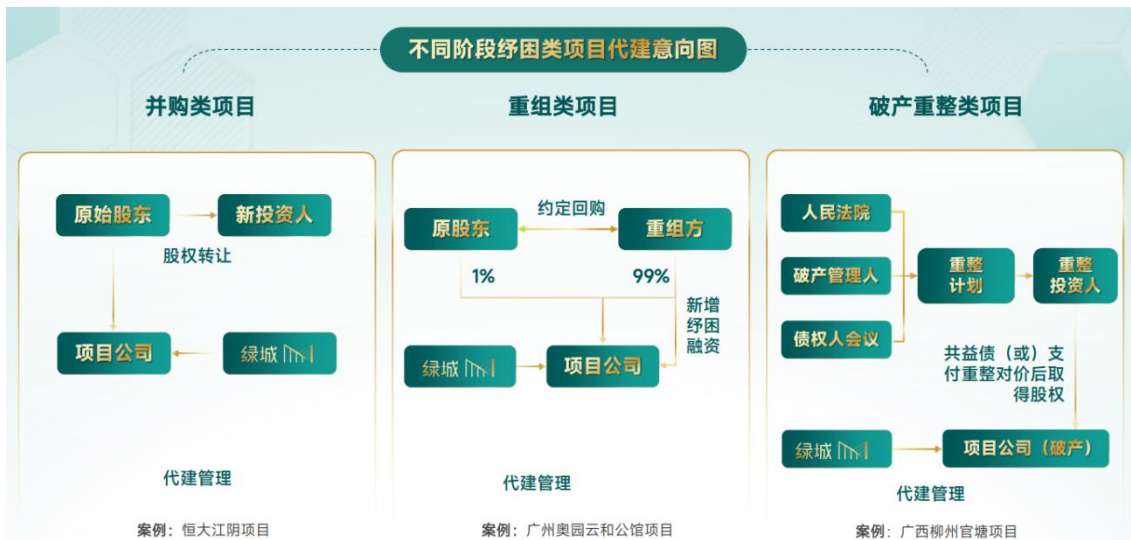
图 18: 2022H1 公司部分城市服务项目



资料来源: 公司业绩推介材料, 浙商证券研究所

抓住资方代建风口，品牌助力实现溢价。行业下行期不良资产快速增长，纾困项目需要债务重组、品牌换新、供应链重整等服务，催生了代建需求。公司准确把握市场机遇，提前战略布局，将资方代建作为“3+3”战略重要组成部分，在 2021Q4 开始发力拓展金融机构客户。目前已携手中粮信托、平安不动产等金融机构落地多个资方代建项目。公司作为代建行业龙头，传承绿城优质品牌，在资方代建中拥有较强的溢价能力。2022H1 新拓代建项目总建面中，金融机构客户占比 7.9%，但贡献 13.4% 的新拓代建费，费率溢价较为明显。

图 19: 公司资方代建业务模式



资料来源: 公司业绩推介材料, 浙商证券研究所

并购整合顺利，积极寻找优质标的和战略合作机会。公司于 2022 年 1 月完成对浙江熇里 60% 股权的收购事项，整合代建行业优秀团队，提升公司核心业务能力，稳固行业领先地位。公司与收购标的签署了为期三年的保底利润对赌，2022-2024 年净利润分别不低于 1.2、1.3 和 1.5 亿元，2022H1 整合情况较好，标的公司实现净利润 0.62 亿元，阶段性达成业绩目标，为公司贡献部分增量收入。此外，公司积极寻找与金融、产业链上下游公司的战略合作机会，2022H1 与广州资产、中控集团、浙建工、北谷金融等公司签订战略合作协议，以推进粤港澳大湾区城市更新业务、政府城投项目、不良资产与纾困项目的落地。

4. 投资建议：“买入”

我们继续看好公司作为代建行业龙头在行业周期底部的逆周期成长能力。公司项目储备优质充裕，政府代建与资方代建订单有望高增，带动公司整体逆势增长。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2022 年 EPS 为 0.38 元，对照公司可比公司估值，给予公司 2022 年 20 倍 PE，对应目标价 9.33 港元，维持“买入评级”。（本文非特别注明均以人民币计价，汇率取过去 12 月均值，1 港币=0.81 人民币）

风险提示：行业销售持续下行、全国化布局不及预期、行业竞争加剧。

可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				PEG
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2022PE/ (2022-2024 年净利润复合增速)
6049.HK	保利物业	258	1.53	1.96	2.50	3.18	24.72	19.34	15.11	11.90	0.70
2669.HK	中海物业	273	0.30	0.40	0.52	0.69	22.46	17.00	12.86	9.80	0.54
6098.HK	碧桂园服务	625	1.28	1.75	2.44	3.34	11.71	8.60	6.16	4.51	0.23
	均值						19.63	14.98	11.38	8.73	0.49
9979.HK	绿城管理控股	130	0.29	0.38	0.50	0.65	18.10	13.82	10.48	8.05	0.44

资料来源：Wind，浙商证券研究；收盘价为 2022 年 7 月 28 日，除绿城管理控股外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预期，汇率取过去 12 个月均值，1 港元=0.81 人民币

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>