

绿城管理控股 (09979.HK)

营收业绩稳步增长，政府国企委托项目助力逆势扩张

事件:7月27日，公司发布2022上半年业绩公告。

归母净利润同比增长33.4%，毛利率同比提升2.9pct。2022年上半年公司实现营业收入12.6亿元，同比增长16.4%。分业务板块看：其中商业代建收入7.7亿元，同比降低1.0%，主要是由于受疫情影响，与业务伙伴合作项目收入同比减少9310万元；政府代建收入3.8亿元，同比高增73.5%；其他服务收入1.1亿元，同比增长26.7%。**利润方面：**公司2022上半年毛利率50.4%同比上升2.9pct，其中商业代建毛利率49.7%同比提升4.6pct，主要是因为公司加强成本管控以及毛利率较低的业务伙伴合作项目占比减少；政府代建毛利率42.2%同比下降2.5pct，主要是因为全国化经营布局导致管理成本增加。公司上半年实现毛利润6.3亿元，同比增长23.7%。销售费率21.5%保持稳定，归母净利润达3.61亿元，同比增长33.4%。

深耕主要经济区域，行业龙头地位稳固。公司连续6年保持20%以上的代建市场份额。截至6月30日，公司拥有107座城市中的390个代建项目，合约面积达9430万方同比增长12.3%；在建面积4480万方，同比增长2.7%。公司目前在长三角、京津冀环渤海、珠三角、成渝城市群四个主要经济区域合约可售货值达4400亿，占整体可售货值的75.1%。其中长三角和京津冀环渤海占比最高达31.9%和24.4%。

大力拓展政府、国企委托方项目，助力规模逆势扩张。公司客户结构多元，按在建面积算，政府/国企/金融机构/私营企业的委托项目面积占比分别为30.2%/43.6%/2.1%/24.1%。在今年房地产行业基本面向下行的背景下，公司重点深化政府及国企业务，灵活调整业务结构，实现规模逆势增长。2022年上半年公司新拓代建项目合约建面1320万方，同比增长9.9%，其中政府、国企及金融机构委托方占比约70%；新拓代建费预估为40.6亿元，同比增长26.1%，其中政府、国企及金融机构委托方占比约60%。2022年公司政府代建业务首入四川、重庆、安徽，目前已布局6省份。

探索资方代建，代建赋能各类纾困项目。上半年行业下行期停工项目迅速增多，纾困项目具有非标准化的特点，在前中后期需要资产价值梳理、盘活方案设计、债务重组、供应链重整、未售资产盘活变现等多项服务，公司深耕代建行业多年并持续发展产业链上下游业务，能够良好匹配多种业务需求，通过品牌溢价帮助项目重建信用、盘活未售资产。目前公司在江苏江阴、广东广州、广西柳州等地均有纾困项目已经介入。

投资建议：公司轻资产逆周期优势显著，行业市占率稳居第一，充足的合约面积储备和政府国企委托项目的高速扩张为公司未来业绩增长保驾护航。维持“买入”评级。我们预测公司2022/2023/2024年的公司总收入分别为28.8/36.4/45.4亿元，归母净利润分别为7.16/8.79/10.71亿元，增速分别为26.7%/22.8%/21.8%，EPS分别为0.37/0.45/0.55元/股，对应的PE分别为14.7/12.0/9.9X。基于公司轻资产高增速特点，对照物业管理公司估值，我们认为公司合理估值为2022年归母净利润25倍PE，目标价11.1港元/股

风险提示：代建行业竞争烈度超预期；房地产行业景气度不及预期；公司与合作伙伴关系变化超预期；公司品牌价值维护不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,813	2,243	2,878	3,644	4,540
增长率 yoy (%)	-9.1	23.7	28.3	26.6	24.6
归母净利润(百万元)	439	565	716	879	1,071
增长率 yoy (%)	35.3	28.7	26.7	22.8	21.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.22	0.29	0.37	0.45	0.55
净资产收益率(%)	13.3	16.9	19.1	21.2	23.2
P/E(倍)	24.0	18.7	14.7	12.0	9.9
P/B(倍)	3.4	3.2	2.8	2.6	2.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年7月29日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	物业服务及管理
前次评级	买入
7月29日收盘价(港元)	6.51
总市值(百万港元)	13,085.10
总股本(百万股)	2,010.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	3.24

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号: S0680522030001

邮箱: jinjing3@gszq.com

研究助理 肖畅

执业证书编号: S0680122050008

邮箱: xiaochang@gszq.com

研究助理 肖依依

执业证书编号: S0680121070010

邮箱: xiaoyiyi3664@gszq.com

相关研究

- 《绿城管理控股(09979.HK): 归母净利润同比高增32%，政府代建高速扩张》2022-03-27
- 《绿城管理控股(09979.HK): 上半年净利润2.7亿同增82.8%，新拓政府代建项目建面超同期规模5倍》2021-08-01
- 《绿城管理控股(09979.HK): 万亿开发代建新赛道，轻资产品牌管理输出龙头》2021-07-02

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3321	3701	4144	4954	5613
现金	2397	2138	2567	3144	3459
应收票据及应收账款	142	126	220	241	359
其他应收款	449	863	704	756	1063
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	333	575	653	812	732
非流动资产	1427	1543	1702	1821	1974
长期投资	161	244	341	455	574
固定资产	98	102	129	158	186
无形资产	18	17	17	18	19
其他非流动资产	1150	1180	1214	1190	1195
资产总计	4748	5244	5846	6775	7587
流动负债	1619	1844	2191	2808	3240
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	225	254	292	336	386
其他流动负债	1395	1590	1899	2472	2855
非流动负债	26	29	30	33	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	29	30	33	35
负债合计	1645	1872	2221	2840	3275
少数股东权益	27	30	33	35	37
股本	16	16	16	16	16
资本公积	3059	3325	3576	3883	4258
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3075	3341	3592	3900	4274
负债和股东权益	4748	5244	5846	6775	7587

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	903	542	706	864	961
净利润	412	571	716	879	1071
折旧摊销	24	24	14	19	23
财务费用	-8	-10	-13	-17	-21
投资损失	-56	-52	-54	-59	-57
营运资金变动	503	-413	336	386	90
其他经营现金流	28	423	-293	-344	-145
投资活动现金流	-92	-89	-85	-78	-122
资本支出	-6	-7	-9	-10	-26
长期投资	23	16	9	11	-119
其他投资现金流	-109	-98	-86	-80	23
筹资活动现金流	486	549	620	701	792
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	5	0	0	0	0
资本公积增加	1476	266	251	308	375
其他筹资现金流	-995	283	370	393	418
现金净增加额	1297	1002	1241	1487	1631

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1813	2243	2878	3644	4540
营业成本	947	1203	1533	1949	2434
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	48	93	109	149	189
管理费用	331	378	486	616	767
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-8	-88	-105	-130	-157
资产减值损失	1	11	8	14	15
其他收益	-28	17	0	0	0
公允价值变动收益	-3	-2	-2	-2	-2
投资净收益	56	52	54	59	57
资产处置收益	-1	1	0	0	0
营业利润	517	715	898	1103	1346
营业外收入	12	7	8	10	9
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	530	722	906	1113	1355
所得税	117	152	190	234	284
净利润	412	571	716	879	1071
少数股东损益	-27	0	0	0	0
归属母公司净利润	439	565	716	879	1071
EBITDA	505	679	873	1074	1312
EPS (元)	0.22	0.29	0.37	0.45	0.55

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-9.1	23.7	28.3	26.6	24.6
营业利润(%)	1.8	38.3	25.6	22.8	22.0
归属于母公司净利润(%)	35.3	28.7	26.7	22.8	21.8
获利能力					
毛利率(%)	47.8	46.4	46.7	46.5	46.4
净利率(%)	24.2	25.2	24.9	24.1	23.6
ROE(%)	13.3	16.9	19.1	21.2	23.2
ROIC(%)	12.2	16.0	18.2	20.3	22.2
偿债能力					
资产负债率(%)	34.7	35.7	41.9	40.2	41.5
净负债比率(%)	-77.0	-63.1	-68.1	-75.7	-74.9
流动比率	2.1	2.0	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.8	1.5	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	13.0	15.8	15.9	15.8	15.1
应付账款周转率	1.8	5.0	1.8	1.8	1.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.29	0.37	0.45	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.28	0.36	0.44	0.49
每股净资产(最新摊薄)	1.57	1.71	1.90	2.10	2.33
估值比率					
P/E	24.0	18.7	14.7	12.0	9.9
P/B	3.4	3.2	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	21.0	16.0	11.9	9.9	8.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com