

绿城中国 (03900.HK)

经营稳健，聚焦深耕

买入

核心观点

核心归母净利润增长 36.7%。2022 上半年公司实现营业收入 647.3 亿元，同比增长 79.1%；核心归母净利润 37.3 亿元，同比增长 36.7%。若考虑汇兑损益及资产减值计提等因素，公司实现归母净利润 18.0 亿元，同比下降 25.5%。

销售去化良好，排名提升。2022 上半年公司实现销售金额 1128 亿元，根据克而瑞榜单排名第五，其中自投销售 849 亿元，代建销售 279 亿元；实现销售面积 539 万平方米。公司一二线城市销售额占比 85%，结构稳定，其中杭州、西安的首开去化率分别达到 92%、76%，重点城市去化良好，整体销售回款率为 110%，保持高位。在同行普遍降价促销的大环境下，公司自投项目上半年销售均价为 25050 元/平方米，保持行业领先水平。

聚焦深耕，土储结构合理。2022 上半年公司在 8 座城市新增项目 20 个，重点聚焦高能级核心城市，一二线新增货值占比 90%，总建筑面积约 313 万平方米，权益拿地成本约 304 亿元，预计新增权益货值 554 亿元。公司坚持审慎合作，上半年新拓项目权益比例提升至 76%，合作伙伴以国央企为主，主动防范风险。同时，公司坚持流动性第一原则，避免获取商办占比过大的项目，上半年新增货值中预计 60%将在本年度实现销售转化。截至 2022 上半年末，公司拥有总建面 5649 万平方米，对应总货值 9252 亿元，其中权益可售建面 2097 万平方米，可保证未来两至三年公司的销售规模。在公司的总土储中，一二线城市占比达 76%，长三角区域占比达 54%。

财务表现稳定。2022 上半年公司净负债率 71.5%，剔除预收账款后的资产负债率 71.8%，现金短债比 2.3。公司短债金额占比持续下降，1 年内到期借款占总借贷比例为 19.5%，较 2021 年末下降 5.6pct。公司平均融资成本持续下降，2022 上半年为 4.5%，保持行业低位。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：公司融合央企基因，是行业品质标杆，稳健财务状况和合理的土储布局将更好的助力公司未来的发展。预计公司 22-24 年归属母公司净利润分别为 52.6、61.0、73.5 亿元，分别同比增长 17.7%、15.9%、20.5%，EPS 分别为 2.10、2.43、2.93 元，对应当前股价的 PE 分别为 6.4、5.5、4.6X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	65783	100240	125801	152723	180976
(+/-%)	6.8%	52.4%	25.5%	21.4%	18.5%
净利润(百万元)	3796	4469	5262	6097	7349
(+/-%)	53.1%	17.7%	17.7%	15.9%	20.5%
每股收益(元)	1.51	1.78	2.10	2.43	2.93
EBIT Margin	23.2%	17.7%	15.3%	14.3%	14.3%
净资产收益率 (ROE)	12.7%	13.4%	14.4%	15.1%	16.3%
市盈率 (PE)	8.9	7.5	6.4	5.5	4.6
EV/EBITDA	23.7	25.3	23.7	24.5	23.9
市净率 (PB)	1.04	0.97	0.88	0.79	0.70

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

联系人：王静
021-60893314
wangjing20@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	不适用
总市值/流通市值	不适用
52 周最高价/最低价	17.46/8.61 港元
近 3 个月日均成交额	96.32 百万港元

市场走势



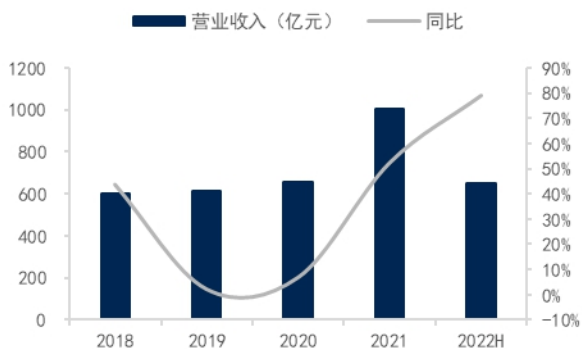
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《绿城中国 (03900.HK) - 融合央企基因，行业品质标杆》—— 2022-04-19

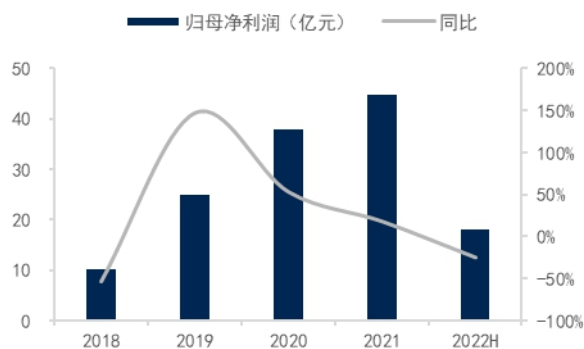
核心归母净利润增长 36.7%。2022 上半年公司实现营业收入 647.3 亿元，同比增长 79.1%；核心归母净利润 37.3 亿元，同比增长 36.7%。若考虑汇兑损益及资产减值计提等因素，公司实现归母净利润 18.0 亿元，同比下降 25.5%。

图1：公司营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

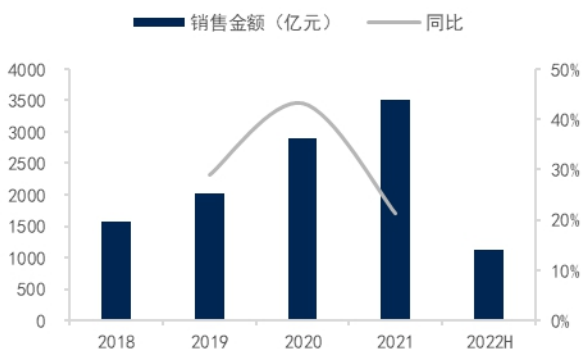
图2：公司归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

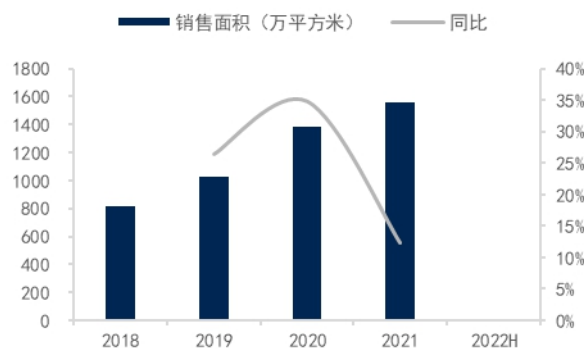
销售去化良好，排名提升。2022 上半年公司实现销售金额 1128 亿元，根据克而瑞榜单排名第五，其中自投销售 849 亿元，代建销售 279 亿元；实现销售面积 539 万平方米。公司一二线城市销售额占比 85%，结构稳定，其中杭州、西安的首开去化率分别达到 92%、76%，重点城市去化良好，整体销售回款率为 110%，保持高位。在同行普遍降价促销的大环境下，公司自投项目上半年销售均价为 25050 元/平方米，保持行业领先水平。

图3：公司销售金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司销售面积



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

聚焦深耕，土储结构合理。2022 上半年公司在 8 座城市新增项目 20 个，重点聚焦高能级核心城市，一二线新增货值占比 90%，总建筑面积约 313 万平方米，权益拿地成本约 304 亿元，预计新增权益货值 554 亿元。公司坚持审慎合作，上半年新拓项目权益比例提升至 76%，合作伙伴以国央企为主，主动防范风险。同时，公司坚持流动性第一原则，避免获取商办占比过大的项目，上半年新增货值中预计 60%将在本年度实现销售转化。截至 2022 上半年末，公司拥有总建面 5649 万平方米，对应总货值 9252 亿元，其中权益可售建面 2097 万平方米，可保证未来两至三年公司的销售规模。在公司的总土储中，一二线城市占比达 76%，长三角区域占比达 54%。

财务表现稳定。2022 上半年公司净负债率 71.5%，剔除预收账款后的资产负债率 71.8%，现金短债比 2.3。公司短债金额占比持续下降，1 年内到期借款占总借贷比例为 19.5%，较 2021 年末下降 5.6pct。公司平均融资成本持续下降，2022 上半年为 4.5%，保持行业低位。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：公司融合央企基因，是行业品质标杆，稳健财务状况和合理的土储布局将更好的助力公司未来的发展。预计公司 22-24 年归属母公司净利润分别为 52.6、61.0、73.5 亿元，分别同比增长 17.7%、15.9%、20.5%，EPS 分别为 2.10、2.43、2.93 元，对应当前股价的 PE 分别为 6.4、5.5、4.6X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	59547	68376	69073	44804	21232	营业收入	65783	100240	125801	152723	180976
应收款项	66594	90504	112385	136435	161676	营业成本	50210	82072	94351	116069	137542
存货净额	233135	285057	319668	395066	469632	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	9313	14241	17873	21698	25712	销售费用	61	2784	4026	4887	5791
流动资产合计	369072	458254	519076	598124	678446	管理费用	272	5160	8177	9927	11763
固定资产	9077	10221	8171	6111	4047	财务费用	(26)	3698	4781	5075	5673
无形资产及其他	925	1854	1589	1324	1059	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	3765	4757	4757	4757	4757	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	24369	37414	50458	63503	76547	其他收入	(5144)	5670	0	0	0
资产总计	407208	512499	584051	673819	764856	营业利润	10122	12197	14467	16764	20206
短期借款及交易性金融负债	45505	32053	32053	32053	32053	营业外净收支	632	359	0	0	0
应付款项	58533	73232	82123	101493	120649	利润总额	10754	12555	14467	16764	20206
其他流动负债	134176	207105	261563	322586	383333	所得税费用	4991	4868	5497	6370	7678
流动负债合计	238214	312390	375739	456132	536035	少数股东损益	1966	3218	3708	4297	5179
长期借款及应付债券	86687	95406	95406	95406	95406	归属于母公司净利润	3796	4469	5262	6097	7349
其他长期负债	4791	5602	6413	7224	8035	现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	91478	101008	101819	102630	103441	净利润	3796	4469	5262	6097	7349
负债合计	329692	413398	477558	558762	639476	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	52367	72966	76674	80971	86149	折旧摊销	67	0	2314	2325	2329
股东权益	32223	34679	38363	42631	47775	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	407208	512499	584051	673819	764856	财务费用	(26)	3	4781	5075	5673
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(10376)	5687	4037	(22069)	(23107)
每股收益	1.51	1.78	2.10	2.43	2.93	其它	1966	3218	3708	4297	5179
每股红利	0.00	0.00	0.63	0.73	0.88	经营活动现金流	(4546)	13374	15321	(9350)	(8250)
每股净资产	12.85	13.83	15.30	17.01	19.06	资本开支	674	(1144)	0	0	0
ROIC	7%	9%	10%	10%	11%	其它投资现金流	83	1407	0	(46)	(73)
ROE	13%	13%	14%	15%	16%	投资活动现金流	(7658)	(12781)	(13044)	(13090)	(13117)
毛利率	24%	18%	21%	23%	24%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	18%	15%	14%	14%	负债净变化	26051	8719	0	0	0
EBITDA Margin	23%	18%	17%	16%	16%	支付股利、利息	0	0	(1578)	(1829)	(2205)
收入增长	7%	52%	26%	21%	18%	其它融资现金流	(26919)	(9203)	0	0	0
净利润增长率	53%	18%	18%	16%	21%	融资活动现金流	25183	8236	(1578)	(1829)	(2205)
资产负债率	92%	93%	94%	94%	94%	现金净变动	12980	8828	698	(24269)	(23572)
息率	0.0%	0.0%	4.7%	5.4%	6.5%	货币资金的期初余额	46568	59547	68376	69073	44804
P/E	8.9	7.5	6.4	5.5	4.6	货币资金的期末余额	59547	68376	69073	44804	21232
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	企业自由现金流	0	15382	18285	(6203)	(4732)
EV/EBITDA	23.7	25.3	23.7	24.5	23.9	权益自由现金流	0	14896	15321	(9350)	(8250)

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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