

绿城中国(3900.HK)

业绩平稳财务稳健，销售韧性投资精准

推荐（维持）

股价：15.02 港元

主要数据

行业	房地产
公司网址	www.chinagreentown.com;www.greentownchina.com
大股东/持股	CCCC Holding(HK) Limited/24.1%
实际控制人	
总股本(百万股)	2517.19
流通 A 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	2517.19
总市值(亿元)	329.39
流通 A 股市值(亿元)	0
每股净资产(元)	14.18
资产负债率(%)	79.71

行情走势图



证券分析师

杨侃
投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑茜文
投资咨询资格编号
S1060520090003
ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn



事项：

绿城中国公布 2022 年半年报，上半年实现营收 647.3 亿元，同比增长 79.1%；归母净利润 18.0 亿元，同比下降 25.5%；核心归母净利润 37.3 亿元，同比增长 36.7%。

平安观点：

- **业绩表现平稳，费用率呈现改善：**公司 2022H1 实现营收 647.3 亿元，同比增长 79.1%；归母净利润 18.0 亿元，同比下降 25.5%；核心归母净利润 37.3 亿元，同比增长 36.7%。利润增速低于营收主要因：1) 毛利率同比下降 4.6 个百分点至 17.4%；2) 少数股东损益占比同比提升 25 个百分点至 63%。另外由于汇兑亏损等其他亏损同比增加 12.8 亿元，导致归母净利润增速相对较低。期内销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.8%、3%、2.1%，同比分别下降 0.7 个、1.5 个、1.5 个百分点。期末已售未结 3131 亿元，全年计划竣工 1412 万平方米，同比增长 51%，为全年业绩表现形成支撑。
- **销售排名提升，结构稳健去化良好：**公司 2022H1 合同销售总额 1128 亿元，操盘榜排名升至行业第五；自投销售额 849 亿元，销售榜排名升至行业第十。自投项目销售均价 25050 元/平米，处行业领先水平；一二线销售额占比 85%，其中杭州、宁波、北京单城销售额超 90 亿元，结构更趋稳健。重点城市楼盘积极落实快销促回，杭州、西安首开去化率高达 92%、76%。整体销售回款率 110%，处行业高位。下半年总可售货值 3819 亿元、自投项目可售货值 3016 亿元，一二线占比 78%，充足优质货源助力销售去化实现。
- **投资精准发力，聚焦深耕权益提升：**公司 2022H1 在 8 座城市新增项目 20 个，总建面 313 万平方米，拿地销售面积比 92%。新增货值 731 亿元，权益货值 554 亿元，权益比升至 76%。其中一二线新增货值占比 90%，主要集中在北京、杭州、宁波等重点城市，长三角、京津冀新增货值占比 73%、24%，重点巩固浙江、北京市场地位。上半年新增货值预计约 60%年内销售，新拓销售转化率较 2021 年同期提升 23 个百分点。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	65783	100240	120988	141926	156296
YOY(%)	6.8	52.4	20.7	17.3	10.1
净利润(百万元)	3796	4469	5033	5613	6095
YOY(%)	53.1	17.7	12.6	11.5	8.6
毛利率(%)	23.7	18.1	18.0	17.8	18.2
净利率(%)	8.8	7.7	6.7	6.3	6.3
ROE(%)	11.8	12.9	13.5	14.0	14.1
EPS(摊薄/元)	1.51	1.78	2.00	2.23	2.42
P/E(倍)	8.7	7.4	6.6	5.9	5.4
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8

- **融资渠道畅通，成本下行结构优化：**公司 2022H1 境内公开债发行 175.8 亿元，同比增长 41.4%；境外分别于 1 月、2 月发行 4 亿美元增信债券、增发 1.5 亿美元优先票据。期末总借贷利息成本同比下降 10BP 至 4.4%；一年期到债务比重较 2021 年末下降 5.6 个百分点至 19.5%，债务结构进一步优化。期末净负债率、剔除预收款后的资产负债率 71.5%、71.8%，现金短债比 2.3 倍，三条红线黄档达标。永续债余额降至 25.1 亿元，预计 2023 年清零。
- **投资建议：**维持原有盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.00 元、2.23 元、2.42 元，当前股价对应 PE 分别为 6.6 倍、5.9 倍、5.4 倍。公司作为全国领先品质房企，经营效率全面提升，销售业绩展现韧性，合理布局及融资、品牌优势助力后续发展，房地产格局优化过程中有望持续受益，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 若政策改善及时性低于预期，将导致房地产调整幅度、时间拉长，对行业及公司发展产生负面影响；2) 若违约/展期带来的负面影响持续冲击购房信心，将导致公司销售受损，经营结转遭受不良影响；3) 公司竣工交付、利润率筑底进程低于预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	71496	72593	85156	93778
应收账款	1554	2065	2423	2668
预付款项、按金及其他应收款项	72769	100376	117747	129669
其他应收款	0	0	0	0
存货	285057	343519	381575	407658
其他流动资产	27379	27015	31676	34876
流动资产总计	458254	545568	618577	668648
长期股权投资	37414	37414	37414	37414
固定资产	10221	8619	7018	5417
在建工程	0	0	0	0
无形资产	1085	904	723	542
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	14070	13148	12227	11305
非流动资产合计	62789	60086	57382	54679
资产总计	521044	605654	675959	723327
短期借款	22022	10467	7731	5113
应付账款	46718	64785	76182	83487
其他流动负债	243649	316048	371496	407448
流动负债合计	312390	391300	455409	496048
长期借款	74828	74828	74828	74828
其他非流动负债	26180	26180	26180	26180
非流动负债合计	101008	101008	101008	101008
负债合计	413398	492308	556417	597057
股本	240	241	241	241
储备	34440	34581	34581	34581
留存收益	0	2517	5323	8371
归属于母公司股东权益	34679	37339	40146	43193
归属于非控制股东权益	72966	76006	79396	83077
权益合计	107646	113345	119542	126270
负债和权益合计	521044	605654	675959	723327

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	4797	5650	6912	8235
折旧与摊销	617	2704	2704	2704
财务费用	2299	2184	1949	1795
其他经营资金	-1852	4249	6399	1808
经营性现金净流量	5861	14787	17963	14542
投资性现金净流量	-30721	2423	2091	1541
筹资性现金净流量	33822	-16112	-7492	-7461
现金流量净额	8962	1097	12562	8622

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	100240	120988	141926	156296
销售成本	82072	99211	116663	127850
其他费用	0	0	0	0
销售费用	2874	3388	3974	4376
管理费用	5160	6049	7096	7815
财务费用	2299	2184	1949	1795
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1483	0	0	0
公允价值变动损益	-118	0	0	0
营业利润	9200	10157	12244	14459
其他非经营损益	3355	4355	3705	2706
税前利润	12555	14512	15948	17165
所得税	4868	6439	6945	7389
税后利润	7687	8073	9003	9776
归属于非控制股东利润	3218	3040	3390	3681
归属于母公司股东利润	4469	5033	5613	6095
EBITDA	15471	19399	20601	21664
NOPLAT	7112	6865	8012	9257
EPS(元)	1.78	2.00	2.23	2.42

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营收额增长率	52.4%	20.7%	17.3%	10.1%
EBIT 增长率	14.4%	12.4%	7.2%	5.9%
EBITDA 增长率	14.0%	25.4%	6.2%	5.2%
税后利润增长率	33.4%	5.0%	11.5%	8.6%
盈利能力				
毛利率	18.1%	18.0%	17.8%	18.2%
净利率	7.7%	6.7%	6.3%	6.3%
ROE	12.9%	13.5%	14.0%	14.1%
ROA	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
ROIC	6.1%	4.8%	5.8%	7.1%
估值倍数				
P/E	7.4	6.6	5.9	5.4
P/S	0.3	0.3	0.2	0.2
P/B	1.0	0.9	0.8	0.8
股息率	9.2%	7.6%	8.5%	9.2%
EV/EBIT	7.5	6.2	5.3	4.6
EV/EBITDA	7.2	5.4	4.6	4.1
EV/NOPLAT	15.7	15.1	11.7	9.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033