

绿城管理控股(9979.HK)

轻资产逆风上行，业务模式多点开花

推荐（维持）

股价：6.89 港元

主要数据

行业	房地产
公司网址	www.lcgjt.com
大股东/持股	绿城中国/71.28%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2010
流通A股(百万股)	0
流通B/H股(百万股)	2010
总市值(亿港元)	138.5
流通A股市值(亿港元)	0
每股净资产(元)	1.74
资产负债率(%)	47

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】绿城管理控股(9979.HK)*首次覆盖报告*轻资产踏浪前行，先行者高歌猛进*推荐 20230425

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn
王懂扬 投资咨询资格编号
S1060522070003
WANGDONGYANG339@pingan.com.cn



事项：

绿城管理控股发布2023年中期报告，2023H1营收15.5亿元，同比增长23.1%；归母净利润4.7亿元，同比增长31.3%。

平安观点：

- **龙头地位稳固，各项指标健康良好。**截至2023H1，公司合约建筑面积、在建面积分别为1.14、0.49亿平米，覆盖城市123个，其中四大主要城市群合约面积占比75.2%、可售货值占比76.6%，在房企纷纷下场布局代建赛道、行业加剧背景下，规模保持绝对领先。2023H1经营性现金流5.93亿元，同比增长63.3%，凭借出色服务及前瞻性调整客户结构，保障回款水平。利润率水平稳中有升，2023H1毛利率、净利率分别为52%、29.8%，同比提升1.6pct、0.7pct，主要得益于收入端商业代建占比提升（同比提升8pct）与人均效能提升。
- **地产下行周期下逆周期突围，新拓强劲结构优化。**2023H1公司新拓代建费51.2亿元，同比增长26.3%；新拓代建面积1727万方，新拓面积位居亿翰榜单首位。从新拓结构看，国企及城投类客户合约面积占比62.1%，稳定业务基本盘；资方纾困类业务快速增长，合约面积占比17.8%，占比同比提升9.9pct，该类项目不乏已处于在建进度，客单价通常较高，因而人效更高、转化为收入更快；同时公司上半年亦不乏创新类代建业务，如签约网红直播基地、办公楼等，多元化业务齐头并进。
- **投资建议：**公司作为国内代建龙头，输出专业开发管理服务，以实现品牌及产品溢价；在当前政府代建制、城投类、金融代建业务需求兴起下大有可为，同时前瞻性调整客户机构，倚靠多元化业务保持领先优势。维持公司2023-2025年归母净利润预测分别为9.3亿、11.2亿和13.2亿，对应EPS分别为0.46元、0.56元、0.66元，当前股价（截至2023年7月31日）对应PE分别为13.9倍、11.5倍、9.7倍，维持“推荐”评级。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2243	2656	3381	4203	4951
YOY(%)	23.7	18.4	27.3	24.3	17.8
净利润(百万元)	565	745	930	1120	1323
YOY(%)	28.7	31.7	24.9	20.5	18.1
毛利率(%)	46.4	52.3	52.0	52.0	52.0
净利率(%)	25.4	27.7	26.8	26.0	26.0
ROE(%)	16.9	19.9	21.5	22.4	22.7
EPS(摊薄/元)	0.28	0.37	0.46	0.56	0.66
P/E(倍)	22.8	17.3	13.9	11.5	9.7
P/B(倍)	3.9	3.4	3.0	2.6	2.2

- **风险提示：**1) 若地市持续冷清，政府迫于“土地财政”减少建设性支出，公司拓展政府代建业务或受阻。2) 房企积极布局代建业务，行业参与者增多，行业竞争加剧。3) 委托方及供应商变动或经营不善，或对公司品牌价值、商誉等产生负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2086	3045	3981	5013
应收账款	189	231	288	339
预付款项、按金及其他应收款项	933	1079	1341	1580
其他应收款	0	0	0	0
存货	0	2	3	3
其他流动资产	649	789	962	1120
流动资产总计	3858	5146	6574	8054
长期股权投资	317	317	317	317
固定资产	109	92	75	58
在建工程	0	0	0	0
无形资产	431	359	287	215
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	1447	1441	1435	1429
非流动资产合计	2304	2209	2114	2019
资产总计	6161	7355	8688	10073
短期借款	0	0	0	0
应付账款	16	23	29	34
其他流动负债	2071	2706	3369	3964
流动负债合计	2087	2730	3398	3998
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	201	201	201	201
非流动负债合计	201	201	201	201
负债合计	2288	2931	3599	4199
股本	17	17	17	17
储备	3722	3722	3722	3722
留存收益	0	575	1268	2086
归属于母公司股东权益	3739	4314	5007	5826
归属于非控制股东权益	134	110	81	48
权益合计	3873	4424	5089	5873
负债和权益合计	6161	7355	8688	10073

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	615	833	1019	1217
折旧与摊销	77	95	95	95
财务费用	7	-9	-12	-16
其他经营资金	26	313	176	152
经营性现金净流量	725	1232	1278	1448
投资性现金净流量	-530	73	73	73
筹资性现金净流量	-400	-346	-415	-489
现金流量净额	-206	959	936	1032

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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	2656	3381	4203	4951
销售成本	1267	1623	2017	2376
其他费用	0	0	0	0
销售费用	120	117	147	178
管理费用	489	609	777	891
财务费用	7	-9	-12	-16
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	58	0	0	0
公允价值变动损益	-1	0	0	0
营业利润	830	1041	1274	1521
其他非经营损益	95	70	70	70
税前利润	925	1112	1344	1591
所得税	189	206	252	302
税后利润	735	906	1092	1289
归属于非控制股东利润	-9	-24	-29	-34
归属于母公司股东利润	745	930	1120	1323
EBITDA	1009	1198	1427	1670
NOPLAT	666	842	1026	1221
EPS(元)	0.37	0.46	0.56	0.66

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营收额增长率	18.4%	27.3%	24.3%	17.8%
EBIT 增长率	27.9%	18.4%	20.8%	18.3%
EBITDA 增长率	34.0%	18.7%	19.1%	17.1%
税后利润增长率	28.9%	23.2%	20.5%	18.1%
盈利能力				
毛利率	52.3%	52.0%	52.0%	52.0%
净利率	27.7%	26.8%	26.0%	26.0%
ROE	19.9%	21.5%	22.4%	22.7%
ROA	12.1%	12.6%	12.9%	13.1%
ROIC	48.6%	42.6%	62.5%	84.0%
估值倍数				
P/E	17.3	13.9	11.5	9.7
P/S	4.9	3.8	3.1	2.6
P/B	3.4	3.0	2.6	2.2
股息率	3.0%	2.8%	3.3%	3.9%
EV/EBIT	-1.8	-2.3	-2.6	-2.8
EV/EBITDA	-1.6	-2.1	-2.4	-2.7
EV/NOPLAT	-2.5	-3.0	-3.4	-3.6

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±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±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 2023 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 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层