


Company Report: Greentown Management (09979 HK) 中文版

Chunli Zhan 詹春立

(852)2509 7745

公司报告: 绿城管理 (09979 HK)

Chinese version

james.zhan@gtjas.com.hk

2 August 2023

增长轨迹明确，维持“买入”

- **我们维持“买入”评级，目标价 9.60 港元。**我们维持绿城管理（“公司”）2023-2025 年每股盈利预测分别为人民币 0.464 元、人民币 0.581 元和人民币 0.708 元，2022-2025 年间的年复合增长率为 22.6%。我们调整目标价至 9.60 港元，对应 19.0 倍的 2023 年市盈率。我们维持“买入”评级。
- **增长轨迹明确。**2023 年上半年公司在房地产下行周期中取得了强劲的业绩，总收入同比增长 23.1%，盈利同比增长 31.3%。除实现强劲的盈利增长，公司在 2023 年上半年还录得了可观的经营性现金净流入，达到人民币 5.93 亿元，同比增长 63.3%。管理层在业绩会上表示，未来几年的派息率应稳定在 80% 以上。公司 2023 年上半年的强劲业绩给我们留下了深刻印象，我们认为公司未来的增长轨迹明确。
- **资方代建业务前景确定性更高。**在“保交楼”的政策方针持续作用下，我们认为公司将抓住窗口期，从金融机构获得更多不良地产项目代建机会。2023 年上半年，金融机构占公司新订约总建筑面积的 17.8%，而这一比例在 2022 年上半年仅为 7.9%。
- **旧改加速的潜在受益者。**考虑到绿城管理 1) 在政府代建方面的丰富经验；以及 2) 强大的品牌和国企背景，我们预计绿城管理将成为旧改加速的受益者之一。
- **催化剂：**1) 来自城投、AMC 及金融机构为委托方的新订约建筑面积大量增加；以及 2) 规模效应带来的利润率提升。
- **下行风险：**1) 市场渗透率不及预期；2) 纾困项目交付面积低于预期；以及 3) 委托方未能偿付的风险。

Rating:
Buy

Maintained

评级:
买入 (维持)
6-18m TP 目标价:
HK\$9.60

HK\$10.00

Share price 股价:
HK\$6.660

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	8.8	(6.0)	4.0
Rel. % to HSI Index 相对恒指变动 %	5.6	(3.9)	4.8
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	6.2	6.2	6.1

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2021A	2,243	565	0.294	12.2	18.5	1.738	3.1	0.200	3.7	17.6
2022A	2,656	745	0.384	30.6	15.3	1.930	3.1	0.380	6.5	21.0
2023F	3,329	932	0.464	20.8	13.2	1.944	3.2	0.371	6.0	24.4
2024F	4,216	1,168	0.581	25.2	10.6	2.154	2.9	0.465	7.6	28.4
2025F	5,155	1,423	0.708	21.9	8.7	2.397	2.6	0.566	9.2	31.1

Shares in issue (m) 总股数 (m)	2,010.0	Major shareholder 大股东	Greentown China 71.3%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	13,386.6	Free float (%) 自由流通比率 (%)	28.7
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	2,825.9	FY23 Net gearing (%) FY23 净负债/股东资金 (%)	Net cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)	7.844 / 4.124	FY23 Est. NAV (HK\$) FY23 每股估值 (港元)	11.2

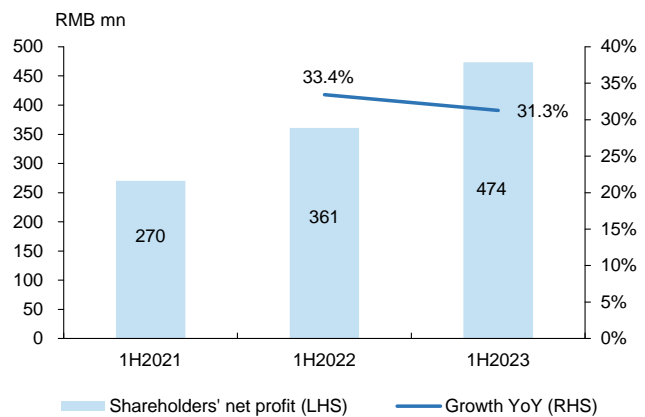
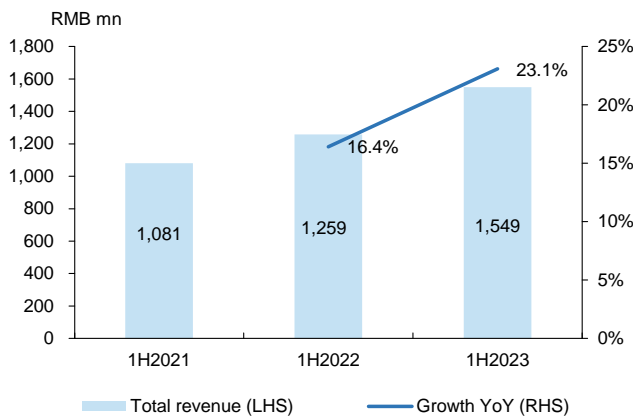
Source: the Company, Guotai Junan International.

我们维持“买入”的投资评级，目标价 9.60 港元。我们认为绿城管理的成长势头良好，主要得益于：1) 在代建行业继续保持领先地位；2) 城投、AMC 和金融机构等新客户的需求不断增加。我们维持绿城管理 2023 年-2025 年每股盈利预测分别为人民币 0.464 元、人民币 0.581 元和人民币 0.708 元。我们预计公司 2022-2025 年每股盈利的年复合增长率相应为 22.6%。我们调整目标价至 9.60 港元，对应 19.0 倍的 2023 年市盈率。我们维持“买入”评级。

2023 年上半年业绩强劲，增长势头良好。我们认为，公司强劲的 2023 年上半年中期业绩验证了公司的增长轨迹。公司 2023 年上半年的总收入为人民币 15.49 亿元，同比增长 23.1%，主要受商业代建业务（同比增长 39.2%）的推动。同时，公司毛利率进一步提高，2023 年上半年同比增长 1.6 个百分点至 52.0%。管理层表示，今年上半年，一些金融机构委托的不良地产项目为公司带来了更高的利润率。鉴于强劲的收入增长和较高的毛利率，公司股东净利润在房地产下行周期中实现了 31.3% 的显著同比增长。不仅盈利增长强劲，公司 2023 年上半年的现金流入也十分可观。2023 年上半年，公司经营性现金净流入为人民币 5.93 亿元，同比增长 63.3%。公司应收账款方面，截至 2023 年 6 月 30 日，应收账款总额较 2022 年底减少了人民币 1,510 万元。管理层在 2023 年上半年业绩会中指出，未来几年的派息率应稳定在 80% 以上。公司 2023 年上半年的强劲业绩给我们留下了深刻印象，我们认为其未来增长轨迹明确。

图 1：公司 2023 年上半年收入同比增长 23.1%

图 2：2023 年上半年股东净利润同比增长 31.3%，表现强劲



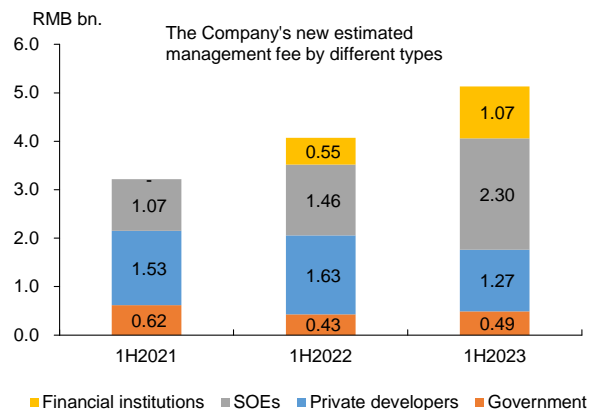
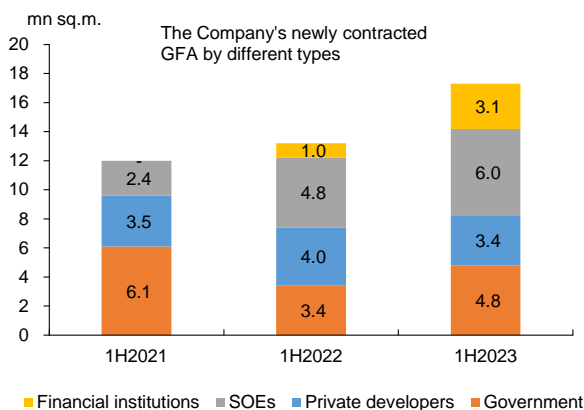
资料来源：公司、中指研究院、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

资方代建业务前景确定性更高。如我们所预期的，在“保交楼”的政策方针持续作用下，公司 2023 年上半年来自金融机构的新合约增长强劲。我们认为，公司将捕获短暂的窗口期，抓住更多不良地产项目代建的机会。金融机构委托的不良地产项目有两个优势：一是这些项目的代建费率通常较高，因为对于不良地产项目而言，最重要的是去库存，而非盈利；另一个优势是，这些项目的代建费回笼周期通常较短，因为其中一些项目已处于在建或预售状态。2023 年上半年，金融机构占公司新订约总建筑面积的 17.8%，而这一比例在 2022 年上半年仅为 7.9%。此外，来自金融机构的项目也带来了更高的代建费。2023 年上半年 17.8% 的来自金融机构的新订约建筑面积占新测算代建费总额的 20.9%。总体而言，我们认为资方代建业务将成为公司未来几年稳健增长的强劲动力。

图 3：金融机构占 2023 年上半年新订约总建筑面积的 17.8%

图 4：金融机构占新测算代建费总额的 20.9%，占比较高



资料来源：公司、中指研究院、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

旧改加速的潜在受益者。近期，针对房地产市场的利好政策密集出台。其中一项扶持政策是加快推进超大特大城市城改进程。这些城改项目大多由政府主导，对专业开发服务需求强劲。考虑到绿城管理在政府代建方面的丰富经验，以及强大的品牌和国企背景，我们预计绿城管理将成为城改加速的受益者之一。据管理层透露，公司下一步目标是将政府代建扩展到浙江以外的地区，同时在中国更多的重点城市建设保障性租赁住房。

人事调整，但核心管理人物未变。绿城管理层也在当天的中期业绩会上宣布了人事调整。李军先生不再担任公司行政总裁，并获委任为公司董事会副主席。王俊峰先生获委任为公司行政总裁兼执行董事。我们认为，此次人事变动的主要目的是在快速扩大业务规模的同时，扩大管理半径。李军先生将始终是公司高层的核心人物，并将更加专注于公司的战略规划。

我们预计绿城管理将在房地产市场疲弱的环境下继续保持强劲增长。去年，土拍市场的参与者结构发生了巨大变化。参与土地市场的民营开发商减少，取而代之的是城投、AMC 以及金融机构纷纷入局。我们预计，在这些新非开发企业需求不断扩大的支撑下，代建整体市场规模将保持高速增长（2027 年前年增速约为 20%）。绿城管理凭借“品牌+国企背景”的核心竞争力，市场份额将不断扩大，盈利增长前景广阔。

催化剂：1）来自城投、AMC 及金融机构为委托方的新订约建筑面积大量增加；以及 2）规模效应带来的利润率提升。

下行风险：1）市场渗透率不及预期；2）纾困项目交付面积低于预期；以及 3）委托方未能偿付的风险。

表 1：绿城管理 2023 年上半年的业绩概况

损益表（人民币 百万元）	1H2023	1H2022	变动
收入	1,549	1,259	23.1%
- 商业代建	1,065	765	39.2%
- 政府代建	395	381	3.6%
- 其他	89	112	(20.9%)
毛利	806	635	27.0%
其他收入、收益及亏损	97	81	19.4%
销售及营销开支	(45)	(47)	(4.3%)
行政开支	(229)	(225)	2.1%
净减值亏损	(2)	(7)	(72.7%)
收购附属公司收益	0	0	(100.0%)
其他亏损净额	(52)	4	(1418.2%)
净财务收入	(3)	(4)	(24.6%)
分占联营、合营公司业绩	22	29	(24.3%)
税前利润	594	467	27.2%
所得税	(132)	(101)	30.2%
少数股东权益	11	(5)	(335.3%)
股东利润	474	361	31.3%
毛利率（%）	52.0	50.4	1.6 ppt
股东利润率（%）	30.6	28.7	1.9 ppt
资产负债表（人民币 百万元）	1H2023	2022	变动
净负债（现金）	(2,699)	(2,086)	29.4%
总权益	3,617	3,873	(6.6%)
净资产负债率（%）	净现金	净现金	n.a.
贸易及其他应收账款	851	824	3.3%
贸易及其他应付账款	1,092	1,173	(6.9%)
运营数据	1H2023	2022	变动
合约总建筑面积（百万平方米）	113.6	101.4	12.0%
当期在建面积（百万平方米）	49.1	47.2	4.0%

资料来源：公司、国泰君安国际。

财务报表及比率

损益表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Total revenue	2,243	2,656	3,329	4,216	5,155
- Commercial project management	1,478	1,669	2,220	2,870	3,626
- Governmental project management	572	781	863	1,050	1,174
- Others	194	206	247	296	355
Cost of sales	(1,203)	(1,267)	(1,610)	(2,038)	(2,480)
Gross profit	1,041	1,389	1,719	2,178	2,676
- Selling and marketing expenses	(93)	(120)	(143)	(181)	(222)
- Administrative expenses	(378)	(489)	(566)	(717)	(876)
- Impairment losses	(11)	(23)	(12)	(11)	0
- Other income/exceptional	117	116	105	132	150
Operating profit	676	873	1,103	1,401	1,728
- Finance income/(costs), net	(6)	(7)	(7)	(7)	(7)
- Share of results of JVs and associates	52	58	58	58	58
Profit before tax	722	925	1,154	1,452	1,779
Income tax	(152)	(189)	(234)	(299)	(371)
Profit after tax	571	735	920	1,153	1,407
Non-controlling interest	(5)	9	12	16	16
Shareholders' profit / loss	565	745	932	1,168	1,423
Basic EPS (RMB)	0.294	0.384	0.464	0.581	0.708

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Operating activities					
Profit before income tax	722	925	1,154	1,452	1,779
Depreciation & amortisation	25	77	11	11	11
Impairment of trade and other receivables	11	23	0	0	0
Finance costs	6	7	7	7	7
Interest income	(100)	(77)	(47)	(52)	(58)
Others	(36)	36	(58)	(58)	(58)
Changes in working capital	57	(82)	(52)	42	(214)
Net cash from operations	685	909	1,014	1,402	1,467
Income tax paid	(119)	(184)	(234)	(299)	(371)
Cash from operating activities	566	725	781	1,102	1,095
Investing activities					
Interest received	98	63	47	52	58
Purchase of PPE/intangible assets	(18)	(27)	(11)	(11)	(11)
Acquisitions/disposals of subsidiaries	(78)	(433)	0	0	0
Payment/proceeds from other financial assets	(69)	11	0	0	0
Other investing cash flow	(430)	(144)	0	0	0
Cash from investing activities	(497)	(530)	36	41	47
Financing activities					
Dividend paid to owners of the Company	(333)	(388)	(764)	(746)	(935)
Increase in debts	0	0	0	0	0
Capital raised	0	0	0	0	0
Interest paid	(4)	(5)	(7)	(7)	(7)
Other financing cash flow	14	(8)	0	0	0
Cash from financing activities	(322)	(400)	(771)	(753)	(941)
Net changes in cash	(253)	(206)	46	391	201
Cash at beginning of year	2,397	2,138	1,933	1,979	2,369
Exchange losses	(6)	1	0	0	0
Cash at end of year	2,138	1,933	1,979	2,369	2,570

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
PPE	102	109	110	110	110
Interests in associates & JVs	244	317	375	433	491
Intangible assets	786	1,413	1,413	1,413	1,413
Prepayments and other receivables	7	59	59	59	59
Deferred tax assets	18	28	28	28	28
Other non-current assets	386	378	378	378	378
Total non-current assets	1,543	2,304	2,362	2,420	2,478
Inventories	0	0	0	0	0
Contract assets	482	574	719	911	1,114
Trade and other receivables	749	824	1,332	1,476	1,804
Restricted cash	13	153	153	153	153
Cash & cash equivalents	2,138	1,933	1,979	2,369	2,570
Other current assets	320	374	374	374	374
Total current assets	3,701	3,858	4,557	5,283	6,015
Total assets	5,244	6,161	6,919	7,703	8,494
Trade and other payables	943	1,173	1,665	1,897	2,062
Contract liabilities	385	433	543	687	840
Short-term borrowings	0	0	0	0	0
Current tax liabilities	265	252	252	252	252
Other current liabilities	251	229	229	229	229
Total current liabilities	1,844	2,087	2,688	3,066	3,383
Long-term borrowings	0	0	0	0	0
Contract liabilities	0	89	89	89	89
Deferred tax liabilities	19	103	103	103	103
Other non-current liabilities	10	9	9	9	9
Total non-current liabilities	29	201	201	201	201
Total liabilities	1,872	2,288	2,889	3,267	3,585
Total shareholders' equity	3,341	3,739	3,907	4,330	4,818
Minority interest	30	134	122	106	91
Total equity	3,372	3,873	4,029	4,436	4,909

财务比率					
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Revenue growth (%)	23.7	18.4	25.4	26.6	22.3
Gross profit growth (%)	20.2	33.4	23.8	26.7	22.8
Operating profit growth (%)	43.8	29.2	26.3	27.0	23.3
Shareholders' profit growth (%)	28.7	31.7	25.2	25.3	21.8
Gross margin (%)	46.4	52.3	51.6	51.7	51.9
Operating profit margin (%)	30.1	32.9	33.1	33.2	33.5
Shareholders' profit margin (%)	25.2	28.0	28.0	27.7	27.6
ROE (%)	17.6	21.0	24.4	28.4	31.1
ROA (%)	11.3	13.1	14.3	16.0	17.6
Current ratio (x)	2.0	1.8	1.7	1.7	1.8
Net gearing ratio (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Total liabilities/total assets (%)	35.7	37.1	41.8	42.4	42.2
Receivable turnover days	92.5	108.1	118.2	121.5	116.1
Payable turnover days	267.4	304.7	321.6	318.9	291.4

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com