

绿城管理控股 (09979.HK)

业绩稳增，结构优化

买入

核心观点

归母净利润增长 31.3%，毛利率稳中有增。2023H1 公司实现营业收入 15.5 亿元，同比增长 23.1%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 31.3%。分类别看，公司商业代建收入为 10.6 亿元，同比增长 39.2%；政府代建业务收入 4.0 亿元，同比增长 3.6%；其他业务收入 0.9 亿元，同比下降 20.9%。2023H1 公司整体毛利率为 52.0%，较上年末提升 1.6pct，主要是由于公司成本管控和规模优势效应提升，其中商业代建毛利率为 51.5%，政府代建毛利率为 44.8%，其他服务毛利率为 90.7%，均稳中有增。

行业龙头地位稳固，业务结构优化。截至 2023H1 末，公司业务分布已覆盖 123 个城市，新拓代建面积 0.17 亿平方米，同比增长 30.6%，合约总建筑面积达 1.14 亿平方米，同比增长 20.4%，保持行业龙头地位。在全国化布局下，公司在主要经济圈持续保持较大的业务比重，合约项目总可售货值达 6303 亿元，占比 76.6%，其中长三角、环渤海与京津冀、珠三角、成渝地区分别占比 32.3%、24.5%、14.7%、5.1%。2023H1，公司顺应行业形势变化，及时调整自身业务结构，不断深化与国企、金融机构等业务机会，新增国企委托方及金融机构面积占比达 79.9%，预估代建费占比达 75.2%。

风险提示：公司品牌力表现不及预期的风险、行业竞争超预期加剧的风险、房地产行业景气度不及预期的风险、供应商或承包商的不确定性风险。

投资建议：公司作为代建龙头，行业龙头地位稳固，受公司新拓项目稳健增长，成本管控效果和规模效应逐渐显现，有望实现持续高速增长。同时，在未来房地产行业投资与开发进一步分离的时代，公司将拥有强劲的先发优势，将分享更多的政策红利与发展机遇。预计公司 23-25 年归母净利润分别为 9.3 亿元、11.6 亿元、14.7 亿元，对应最新股本的 EPS 为 0.46、0.58、0.73 元，对应最新股价的 PE 为 11.9、9.6、7.6X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,243	2,656	3,336	4,180	5,229
(+/-%)	23.7%	18.4%	25.6%	25.3%	25.1%
净利润(百万元)	565	745	932	1,158	1,463
(+/-%)	31.9%	31.7%	25.2%	24.3%	26.3%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.46	0.58	0.73
EBIT Margin	31.6%	34.8%	35.8%	35.8%	35.8%
净资产收益率 (ROE)	17.6%	21.0%	22.9%	24.1%	25.6%
市盈率 (PE)	19.7	14.9	11.9	9.6	7.6
EV/EBITDA	16.7	14.5	11.4	9.9	8.7
市净率 (PB)	3.33	2.97	2.53	2.14	1.78

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·房地产服务

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

证券分析师：王静
021-60893314
wangjing20@guosen.com.cn
S0980522100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	6.66 港元
总市值/流通市值	13387/13387 百万港元
52 周最高价/最低价	7.40/3.89 港元
近 3 个月日均成交额	18.95 百万港元

市场走势



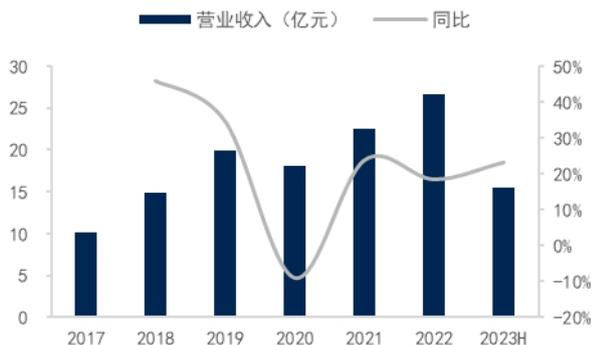
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《绿城管理控股 (09979.HK) - 代建龙头业绩高增，行业需求不断扩大》——2023-03-21
- 《绿城管理控股 (09979.HK) - 逆周期优势尽显，政府与资方代建规模持续增加》——2022-07-28
- 《绿城管理控股 (09979.HK) - 代建行业龙头，规模业绩双增长》——2022-03-24

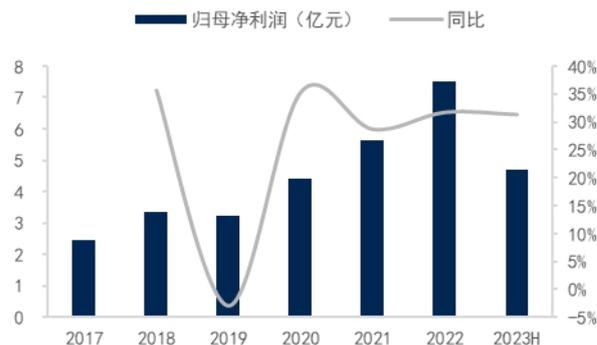
归母净利增长 31.3%，毛利率稳中有增。2023H1 公司实现营业收入 15.5 亿元，同比增长 23.1%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 31.3%。分类别看，公司商业代建收入为 10.6 亿元，同比增长 39.2%；政府代建业务收入 4.0 亿元，同比增长 3.6%；其他业务收入 0.9 亿元，同比下降 20.9%。2023H1 公司整体毛利率为 52.0%，较上年末提升 1.6pct，主要是由于公司成本管控和规模优势效应提升其中商业代建毛利率为 51.5%，政府代建毛利率为 44.8%，其他服务毛利率为 90.7%，均稳中有增。

图1：公司营业收入及增速



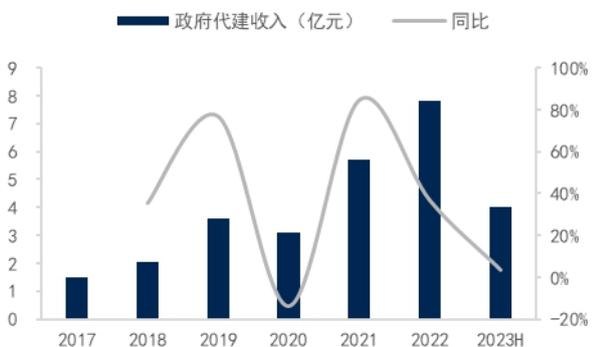
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



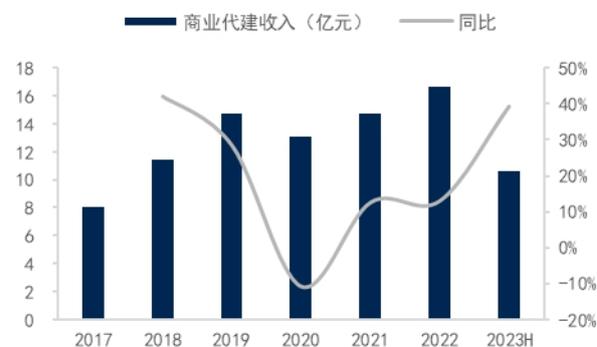
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司政府代建收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

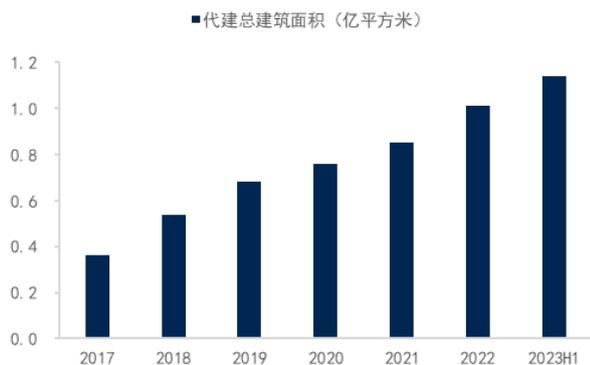
图4：公司商业代建收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

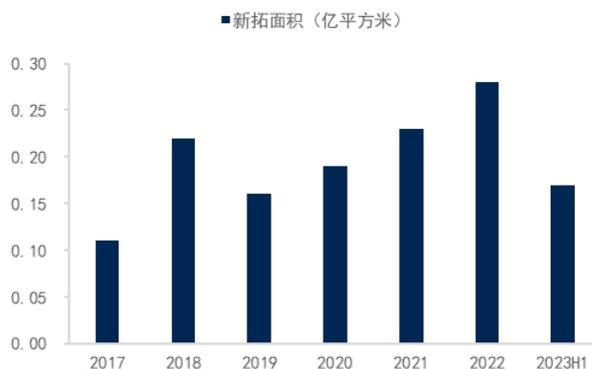
行业龙头地位稳固，业务结构优化。截至 2023H1 末，公司业务分布已覆盖 123 个城市，新拓代建面积 0.17 亿平方米，同比增长 30.6%，合约总建筑面积达 1.14 亿平方米，同比增长 20.4%，保持行业龙头地位。在全国化布局下，公司在主要经济圈持续保持较大的业务比重，合约项目总可售货值达 6303 亿元，占比 76.6%，其中长三角、环渤海与京津冀、珠三角、成渝地区分别占比 32.3%、24.5%、14.7%、5.1%。2023H1，公司顺应行业形势变化，及时调整自身业务结构，不断深化与国企、金融机构等业务机会，新增国企委托方及金融机构面积占比达 79.9%，预估代建费占比达 75.2%。

图5: 公司代建总建筑面积



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司代建新拓面积



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

风险提示: 公司品牌力表现不及预期的风险、行业竞争超预期加剧的风险、房地产行业景气度不及预期的风险、供应商或承包商的不确定性风险。

投资建议: 公司作为代建龙头, 行业龙头地位稳固, 受公司新拓项目稳健增长, 成本管控效果和规模效应逐渐显现, 有望实现持续高速增长。同时, 在未来房地产行业投资与开发进一步分离的时代, 公司将拥有强劲的先发优势, 将分享更多的政策红利与发展机遇。预计公司 23-25 年归母净利润分别为 9.3 亿元、11.6 亿元、14.7 亿元, 对应最新股本的 EPS 为 0.46、0.58、0.73 元, 对应最新股价的 PE 为 11.9、9.6、7.6X, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2138	1933	5005	6272	7846	营业收入	2243	2656	3336	4180	5229
应收款项	989	1122	1409	1766	2209	营业成本	1202	1267	1518	1902	2379
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	500	727	913	1144	1431	销售费用	61	83	110	138	173
流动资产合计	3701	3858	7403	9302	11679	管理费用	272	382	514	644	805
固定资产	102	109	121	138	159	财务费用	(26)	3	(32)	(28)	(53)
无形资产及其他	786	1413	1211	1009	807	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	26	87	87	87	87	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	244	317	390	462	535	其他收入	(31)	35	0	0	0
资产总计	5244	6161	9589	11376	13645	营业利润	703	955	1226	1524	1925
短期借款及交易性金融负债	0	0	2430	2606	2899	营业外净收支	19	(30)	0	0	0
应付款项	272	411	419	542	695	利润总额	722	925	1226	1524	1925
其他流动负债	1572	1676	1854	2373	3019	所得税费用	152	189	307	381	481
流动负债合计	1844	2087	4703	5521	6613	少数股东损益	5	(9)	(12)	(15)	(19)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	565	745	932	1158	1463
其他长期负债	29	201	374	546	719						
长期负债合计	29	201	374	546	719	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1872	2288	5076	6067	7331	净利润	565	745	932	1158	1463
少数股东权益	30	134	122	107	87	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3341	3739	4392	5202	6226	折旧摊销	67	0	226	231	237
负债和股东权益总计	5244	6161	9589	11376	13645	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(26)	3	(32)	(28)	(53)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(339)	(6)	(115)	228	241
每股收益	0.28	0.37	0.46	0.58	0.73	其它	5	(9)	(12)	(15)	(19)
每股红利	0.00	0.00	0.14	0.17	0.22	经营活动现金流	299	729	1031	1601	1921
每股净资产	1.66	1.86	2.18	2.59	3.10	资本开支	(72)	(7)	(36)	(45)	(57)
ROIC	22%	17%	16%	17%	19%	其它投资现金流	(75)	(0)	0	(45)	(72)
ROE	18%	21%	23%	24%	26%	投资活动现金流	(230)	(80)	(109)	(163)	(202)
毛利率	46%	52%	55%	54%	54%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	35%	36%	36%	36%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	35%	43%	41%	40%	支付股利、利息	0	0	(280)	(347)	(439)
收入增长	24%	18%	26%	25%	25%	其它融资现金流	(329)	(854)	2430	176	293
净利润增长率	32%	32%	25%	24%	26%	融资活动现金流	(329)	(854)	2150	(172)	(145)
资产负债率	36%	39%	54%	54%	54%	现金净变动	(260)	(205)	3072	1266	1574
息率	0.0%	0.0%	2.5%	3.1%	3.9%	货币资金的期初余额	2397	2138	1933	5005	6272
P/E	19.7	14.9	11.9	9.6	7.6	货币资金的期末余额	2138	1933	5005	6272	7846
P/B	3.3	3.0	2.5	2.1	1.8	企业自由现金流	0	721	970	1535	1825
EV/EBITDA	16.7	14.5	11.4	9.9	8.7	权益自由现金流	0	(135)	3424	1732	2158

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。本报告仅供我公司客户使用，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