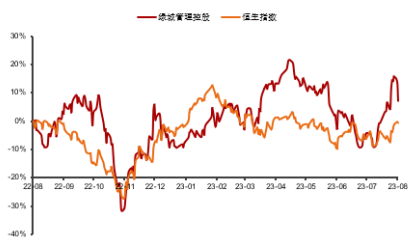


评级：买入

李泉洋
房地产行业分析师
SAC 执证编号：S0110523050001
lixiaoyang@sczq.com.cn
电话：010-81152673

市场指数走势（最近1年）



资料来源：wind

公司基本数据

最新收盘价（港元）	6.47
一年内最高/最低价（港元）	7.97/4.19
市盈率（当前）	14.0
市净率（当前）	3.43
总股本（亿股）	20.1
总市值（亿港元）	130.0

资料来源：wind

相关研究

核心观点

- **业绩稳健增长，利润率再度提升。**公司 2023H1 实现营业总收入 15.5 亿元，同比 23.1%；税前利润 5.9 亿元，同比 27.2%；归母净利润 4.7 亿元，同比 31.3%。公司 2023H1 毛利率为 52%，同比上升 1.6 个百分点；净利率为 29.8%，同比上升 0.8 个百分点；归母净利率为 30.6%，同比上升 1.9 个百分点。
- **人力成本占比持续下降，经营现金流有效优化。**2023H1 人力资源成本总营收占比为 18.4%，同比下降 1.5pct。2023H1 人均效能 36 万元/人，同比增长 12.6%。规模效应以及成本管控有效提升当期利润率。母公司绿城中国共享集采和设计管理体系，未来外包成本有望进一步下降，带动利润率持续提升。2023H1 经营性现金流 5.93 亿元，同比增长 63.3%，经营性现金流高于净利润，公司通过优化合同和调整客户结构，保证良好回款水平。
- **新拓规模保持增长，结构持续优化。**公司 2023H1 新拓代建项目建面 1730 万方，同比增长 31.1%；新拓代建项目代建费 51.2 亿元，同比增长 26.1%。新拓结构方面，毛利率更高的商业代建业务占比持续提升，金融机构新拓建面占比 17.9%，同比大幅提升 10.3pct。业态分布方面，新拓业务类型除住宅以外，公司新增覆盖产业园区、文化综合体、学校、直播基地、城中村改造项目，多元业态拓展为后续增长奠定基础。近两年城投兜底拿地项目，正逐步进入代建市场。保交楼和地产纾困项目将持续为公司带来业务机会。2023H1 公司合约项目总建筑面积达 1.136 亿方，同比增长 20.5%；代建项目覆盖全国 123 个城市，同比多增 16 城。整体可售货值 8232 亿元，同比增长 40.5%，其中主要经济区域项目货值 6303 亿元，占比 76.6%。
- **投资建议：代建龙头，持续保持领先。**绿城管理控股作为代建龙头公司，6 年来市占率稳居行业第一。公司通过规模效应、母公司共享采购体系，组织架构优化以及经营成本持续优化四大方面，有望进一步提升公司利润率。新拓方面，公司与母公司轻重结合拓展，以及业态多元化布局，将持续保持新拓领先优势。
- **盈利预测：**我们预计公司 2023-2025 年 EPS0.5/0.64/0.79 元/股，对应 PE11.9/9.2/7.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**代建行业竞争加剧、委托方付款风险、异地扩张不及预期、政府项目拓展难度增大等。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	2,656	3,483	4,339	5,362
营收增速（%）	18.4%	31.1%	24.6%	23.6%
归母净利润（百万元）	745	999	1,289	1,586
归母净利润增速（%）	31.7%	34.2%	29.0%	23.1%
EPS(元/股)	0.38	0.50	0.64	0.79
PE	15.6	11.9	9.2	7.5

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1,933	3,303	4,671	7,400	营业收入	2,656	3,483	4,339	5,362
金融资产与短期投资	75	75	75	75	营业成本	1,267	1,547	1,849	2,205
应收款项及应收票据	189	238	296	353	毛利	1,389	1,936	2,490	3,157
预付款项及其他应收款项	933	952	971	549	营销费用	120	162	209	268
存货	0	1	2	2	行政费用	489	658	842	1,067
其他流动资产	1,736	1,817	2,091	1,949	研发费用	0	0	0	0
流动资产合计	3,858	5,359	7,060	9,704	其他费用	13	6	7	13
物业、厂房及设备	109	112	115	121	利息费用	6	7	7	8
权益性投资	317	326	336	6	利息收入	124	130	136	143
长期投资类	378	390	401	390	权益性投资损益	58	63	58	59
商誉及无形资产	1,413	1,414	1,415	1,417	其他非经营性损益	12	11	10	9
其他非流动资产	86	94	69	83	除税前利润	925	1,273	1,613	1,998
非流动资产合计	2,303	2,336	2,336	2,017	所得税	189	264	334	412
资产总计	6,161	7,695	9,396	11,721	净利润	736	1,009	1,279	1,586
应付账款及票据	159	194	159	248	归母净利润	745	999	1,289	1,586
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0	0	0	0	少数股东损益	-9	10	-10	-1
其他流动负债	1,928	2,377	2,887	3,464	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
流动负债合计	2,087	2,571	3,046	3,712	成长能力				
长期借贷	0	0	0	50	营业收入增长率	18.4%	31.1%	24.6%	23.6%
其他非流动负债	201	217	118	141	归属普通股股东净利润增长率	31.7%	34.2%	29.0%	23.1%
非流动负债合计	201	217	118	191	获利能力				
负债总计	2,288	2,788	3,164	3,903	毛利率	52.3%	55.6%	57.4%	58.9%
归属母公司所有者权益	3,739	4,738	6,027	7,614	净利率	28.0%	28.7%	29.7%	29.6%
少数股东权益	134	169	205	204	ROE	21.0%	23.6%	23.9%	23.3%
股东权益总计	3,873	4,907	6,232	7,818	ROA	13.1%	14.4%	15.1%	15.0%
负债及股东权益总计	6,161	7,695	9,396	11,721	偿债能力				
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	37.1%	36.2%	33.7%	33.3%
归母净利润	745	999	1289	1586	流动比率	1.8	2.1	2.3	2.6
折旧和摊销	13	12	12	12	速动比率	1.8	2.1	2.3	2.6
营运资本变动	162	275	20	650	每股指标 (元)				
其他非现金调整	-194	-185	-206	-203	每股收益	0.38	0.50	0.64	0.79
经营活动现金流	725	1100	1114	2045	每股经营现金流	0.36	0.55	0.55	1.02
资本支出	-29	-18	-18	-18	每股净资产	1.86	2.36	3.00	3.79
长期投资减少	-65	-21	-21	342	估值比率				
少数股东权益增加	115	25	46	0	P/E	15.6	11.9	9.2	7.5
其他长期资产的减少/(增加)	-550	-7	25	-15	P/B	3.2	2.5	2.0	1.6
投资活动现金流	-530	-21	32	309					
借款增加	0	0	0	50					
股利分配	-2402	-392	-799	-1031					
普通股增加	0	0	0	0					
其他融资活动产生的现金流量净额	2001	683	1021	1356					
融资活动现金流	-400	291	222	375					
现金及现金等价物净增加额	-206	1370	1368	2729					
现金及现金等价物期末余额	1933	3303	4671	7400					

分析師簡介

李泉洋，房地產行業研究員，香港中文大學碩士，2021年5月加入首創證券。

分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）制作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

評級說明

	評級	說明
1. 投資建議的比較標準		
投資評級分為股票評級和行業評級	股票投資評級	
以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準	買入	相對滬深300指數漲幅15%以上
	增持	相對滬深300指數漲幅5%-15%之間
	中性	相對滬深300指數漲幅-5%-5%之間
	減持	相對滬深300指數跌幅5%以上
2. 投資建議的評級標準	行業投資評級	
報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準	看好	行業超越整體市場表現
	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現