

绿城管理控股 (09979)

证券研究报告
2024年03月25日

高质增长，乘风而上——绿城管理控股 2023 年业绩点评

事件：公司发布 2023 年业绩公告，公司 23 年实现营业收入 33.02 亿元，同比增长 24.3%；实现归母净利润 9.74 亿元，同比增长 30.8%；实现基本每股收益 0.50 元/股，同比增长 31.6%。

商业代建驱动业绩高质增长，分红积极回馈股东

收入端，公司 23 年实现营业收入 33.02 亿元，同比增长 24.3%；其中，商业代建、政府代建、其他服务收入分别为 23.46、7.88、1.68 亿元，分别同比+40.5%、+1.0%、-18.4%，分别占总收入比例 71%、24%、5%。商业代建快速增长、占比贡献持续提升，政府代建优化模式、收入增长相对滞缓。**利润端，**公司 23 年实现归母净利润 9.74 亿元，同比增长 30.8%。公司毛利率 52.2%，较 22 年基本持平，其中商业代建、政府代建、其他服务毛利率分别为 52.3%、45.2%、82.2%，较 22 年分别-1.5、+4.4、-1.8pct。商业代建毛利率降低主要因国企及金融机构委托方占比增加。

23 年公司实现经营活动现金流净额 9.55 亿元，同比+31.8%，接近净利润水平、收益质量较高。董事会建议派付 23 年末期股息每股 0.4 元及特别股息每股 0.1 元，合计 10.05 亿元，分红比例达 103.18%，积极回馈股东。管理层对公司未来三年做出以下四项业绩指引：1) 保持营收复合增长在 20%以上；2) 保持公司净利润率水平在 25%以上；3) 保持归母的净利润复合增长在 25%以上；4) 派息比例不低于 80%，成长前景良好。

新拓逆势增长，可售货值充裕

规模端，截至 23 年末，公司代建项目已布局 29 个省、122 座城市，合约项目总建筑面积 1.20 亿平，同比+17.9%。23 年市占率 20.4%，保持行业第一身位。分业务看，政府、国有企业委托、私营企业委托、金融机构委托业务分别为 0.32、0.41、0.38、0.088 亿平，分别占比 26.8%、34.2%、31.7%、7.3%，预期政府、国企业务将保持扩张趋势。分区域看，主要经济区域合约项目预估总可售货值达人民币 6,933 亿元，规模占整体可售货值的 77.7%；其中，长三角、环渤海和京津冀、珠三角、成渝经济圈分别占 32.5%、26.2%、13.8%、5.2%，可售货值充裕，业绩结算稳定性较强。

拓展端，23 年公司新拓业务逆势增长，新拓代建项目的合约总建筑面积达 0.35 亿平，同比+25.0%，21-23 年 CAGR 24.4%；其中政府、国有企业委托方及金融机构新拓合约占比达 74.7%。新拓代建项目代建费预估 103.7 亿元，同比+20.5%，21-23 年 CAGR 20.8%；其中政府、国有企业委托方及金融机构占比达 69.4%。新拓业务除住宅外，新增产业园区、公租房、人才公寓等类型，业务辐射范围继续扩大。

组织架构变革，打造平台企业

2023 年，公司实时受托管理项目超过 500 个，管理难度进一步加大，为此公司启动了相应的组织架构变革，通过细分原有区域市场，新增 5 家区域/城市公司，以减少管理半径、加快服务响应，提高面向委托方的定制化服务能力。同时，23 年公司加快整合下属联合营公司，与绿景控股签订关于浙江绿城时代的合作补充协议，将其 387 名员工和 49 个代建项目纳入直管体系。对外，公司推出「百川计划」，以多元合作模式引进城市合伙人，吸引优秀团队及优质代建项目。

投资建议：23 年公司业绩表现优异，作为代建行业龙头，市场份额继续维持高位。考虑公司业务推动积极进取及商业、政府代建市场的良好发展机遇，我们将公司 2024-2025 年归母净利润预测由 11.23、12.90 亿元上调至 12.19、15.27 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：业务拓展不及预期、业务经营存在不确定性、政策调控不确定性

财务数据与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,243.16	2,655.99	3,302.42	4,218.51	5,295.08
增长率(%)	23.73	18.40	24.34	27.74	25.52
EBITDA(百万元)	569.85	779.77	1,103.28	1,527.32	1,922.63
归母净利润(百万元)	565.22	744.54	973.61	1,218.68	1,527.12
增长率(%)	28.66	31.73	30.77	25.17	25.31
EPS(元/股)	0.29	0.37	0.48	0.61	0.76
市盈率(P/E)	18.70	14.57	11.14	8.90	7.10

资料来源：wind、天风证券研究所

注：营业收入、EBITDA、归母净利润均为人民币，EPS 为人民币/股

投资评级

行业	地产建筑业/地产
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.19 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,010.00
港股总市值(百万港元)	12,441.90
每股净资产(港元)	2.20
资产负债率(%)	38.60
一年内最高/最低(港元)	7.97/4.30

作者

王雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	wangwena@tfzq.com
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com

股价走势

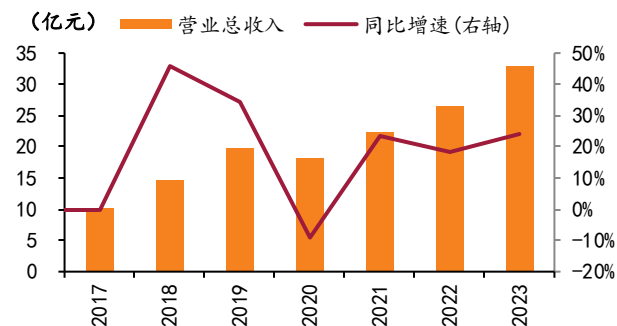


资料来源：聚源数据

相关报告

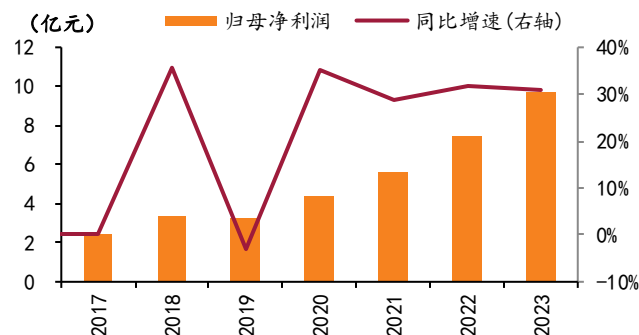
- 《绿城管理控股-公司点评:业绩快速增长，商业代建积极扩张——2022 年业绩点评》2023-03-29
- 《绿城管理控股-公司点评:业绩快速增长，拓展逆势提升》2022-07-30
- 《绿城管理控股-公司点评:延续高速增长势头，政府代建外拓发力——2021 年业绩点评》2022-03-23

图 1：绿城管理控股营业收入及同比



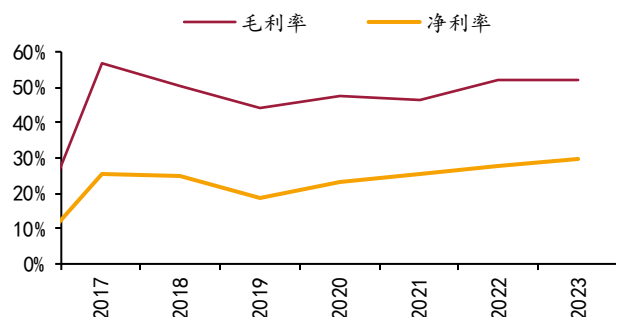
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：绿城管理控股归母净利润及同比



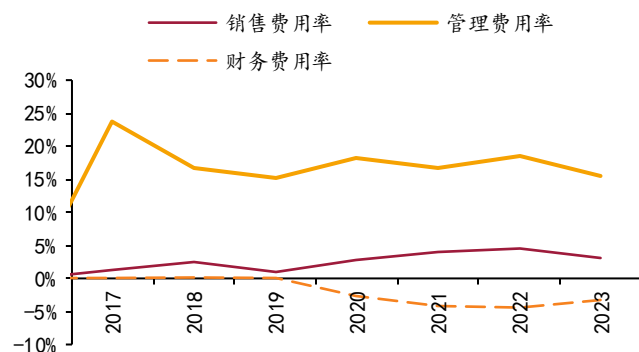
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：绿城管理控股毛利率及净利率



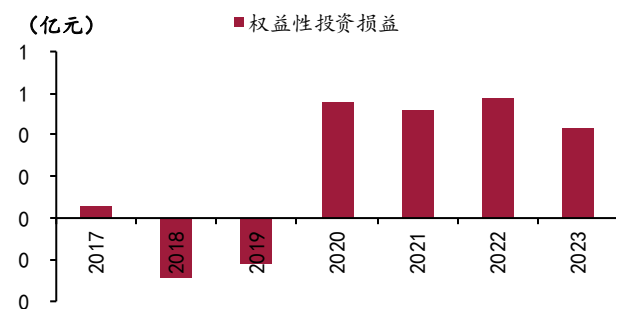
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：绿城管理控股三费率



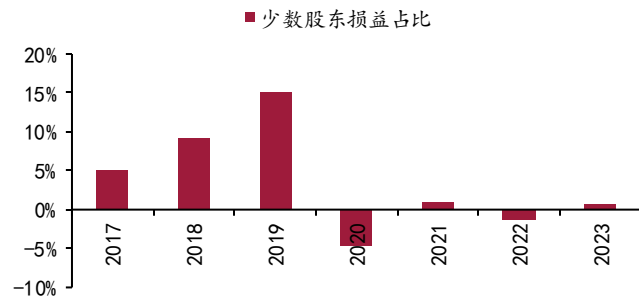
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：绿城管理控股权益性投资损益



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：绿城管理控股少数股东损益占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1: 部分财务预测表 (人民币)

资产负债表						利润表					
资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,137.65	1,933.10	2,044.38	2,212.81	2,394.50	营业收入	2,243.16	2,655.99	3,302.42	4,218.51	5,295.08
应收账款	125.54	189.23	197.78	288.94	362.68	营业成本	1,202.50	1,267.39	1,580.12	1,856.15	2,313.95
交易性金融资产	75.03	75.43	41.32	58.38	49.85	销售费用	92.76	120.20	104.52	126.56	163.22
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	378.05	488.64	514.51	709.98	896.76
其他	1,362.87	1,659.80	2,156.59	3,023.18	3,896.54	财务费用	5.85	5.85	6.92	18.07	31.78
流动资产合计	3,701.09	3,857.56	4,440.07	5,583.31	6,703.56	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益性投资	244.03	316.78	364.00	308.27	329.68	利润总额	722.24	924.60	1,177.41	1,507.77	1,889.37
金融资产投资	385.70	378.24	230.33	308.27	329.68	所得税	151.58	189.24	196.71	280.25	351.18
固定资产合计	102.08	109.33	111.09	109.61	108.12	净利润	570.67	735.37	980.70	1,227.52	1,538.19
无形资产	785.76	1,412.69	1,346.54	1,346.54	1,346.54	少数股东损益	5.44	-9.18	7.09	8.84	11.07
商誉	769.24	981.76	981.76	910.92	958.15	归属于母公司净利润	565.22	744.54	973.61	1,218.68	1,527.12
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.29	0.37	0.48	0.61	0.76
其他非流动资产	25.51	86.72	240.63	359.64	544.91						
非流动资产合计	1,543.07	2,303.76	2,292.58	1,996.70	2,270.54						
资产总计	5,244.16	6,161.32	6,732.65	7,580.01	8,974.11	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
短期借款及长期借款当期到期部分	0.00	0.00	0.00	0.00	331.80	成长能力					
应付账款	7.77	159.25	34.07	103.69	167.43	营业收入	23.73%	18.40%	24.34%	27.74%	25.52%
应交税费	264.57	251.82	255.98	253.90	254.94	营业利润	37.59%	28.02%	27.34%	28.06%	25.31%
其他流动负债	1,571.55	1,676.13	2,130.24	2,545.56	3,051.25	归属于母公司净利润	28.66%	31.73%	30.77%	25.17%	25.31%
流动负债合计	1,843.89	2,087.20	2,420.29	2,903.15	3,805.42	获利能力					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	46.39%	52.28%	52.15%	56.00%	56.30%
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	25.20%	28.03%	29.48%	28.89%	28.84%
其他非流动负债	28.57	201.09	178.76	297.75	481.94	ROE	16.93%	18.99%	23.72%	28.03%	32.82%
非流动负债合计	28.57	201.09	178.76	297.75	481.94	ROIC	39.43%	38.89%	35.75%	44.54%	56.13%
负债合计	1,872.45	2,288.29	2,599.05	3,200.90	4,287.36	偿债能力					
股本	16.32	16.77	16.77	16.77	16.77	资产负债率	35.71%	37.14%	38.60%	42.23%	47.77%
储备合计	3,324.94	3,722.43	3,978.98	4,222.71	4,528.14	流动比率	2.01	1.85	1.83	1.92	1.76
归属于母公司所有者权益	3,341.26	3,739.20	3,995.75	4,239.48	4,544.91	速动比率	2.01	1.85	1.83	1.92	1.76
少数股东权益	30.45	133.83	137.86	139.63	141.84	营运能力					
股东权益合计	3,371.71	3,873.03	4,133.61	4,379.11	4,686.75	应收账款周转率	16.79	16.88	17.07	17.33	16.25
负债和股东权益总计	5,244.16	6,161.32	6,732.65	7,580.01	8,974.11	总资产周转率	0.45	0.47	0.51	0.59	0.64
						每股指标(元)					
						每股收益	0.29	0.37	0.48	0.61	0.76
						每股经营现金流	0.29	0.36	-0.11	0.43	0.84
						每股净资产	1.71	1.86	1.99	2.11	2.26
						估值比率					
						市盈率	18.70	14.57	11.14	8.90	7.10
						市净率	3.16	2.90	2.71	2.56	2.39

资料来源: Wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com