



Chunli Zhan 詹春立

(852)2509 7745

james.zhan@gtjas.com.hk

25 March 2024

Company Report: Greentown Management (09979 HK) 中文版

公司报告: 绿城管理 (09979 HK)

Chinese version

增长韧性凸显，高派息率，维持“买入”评级

- **我们维持“买入”评级，并下调目标价至 9.40 港元。**我们预计绿城管理 2024-2026 年每股盈利分别为人民币 0.615 元、人民币 0.773 元和人民币 0.950 元，对应 2023-2026 年的年复合增长率为 24.1%。我们下调目标价至 9.40 港元，相当于 14.0 倍的 2024 年市盈率。我们维持“买入”评级。
- **2023 年业绩强劲，派息率达 100%，令人惊喜。**在房地产下行周期中，公司录得强劲的 2023 年业绩，总收入同比增长 24.3%，盈利同比增长 30.8%。得益于强劲的盈利增长和净现金流入，管理层宣布 2023 财年的派息率为 100%（80%为末期股息，20%为特别股息）。我们认为，高派息率给市场带来了积极的惊喜。此外，管理层还表示，未来几年的派息率应稳定在 80%以上。
- **合约建筑面积的强劲扩张确保高增长。**据公司披露，2023 年绿城管理新拓代建项目合约总建筑面积达 3,528 万平方米，同比增长 25.0%。新拓代建项目代建费方面，2023 年总金额达到人民币 103.7 亿元，同比增长 20.5%。考虑到至 2023 年底，公司未确认的代建费总额将超过人民币 250 亿元，因此，我们看到公司未来几年的盈利增长具备高确定性。
- **代建行业仍处于快速发展轨道。**我们认为，代建业务是蓝海市场，这一点正在逐步得到验证。据亿翰智库统计，2023 年代建房企新增建筑面积近 1.70 亿平方米，保持了同比 53.0% 的增长。
- **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\$9.40

HK\$9.60

Share price 股价:

HK\$6.190

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 %	19.5	13.6	(14.2)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	21.0	12.6	1.6
Avg. share price (HK\$) 平均股价 (港元)	5.2	5.1	5.9

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)	(%)	(%)
2022A	2,656	745	0.384	30.6	14.3	1.930	2.8	0.380	6.9	21.0
2023A	3,302	974	0.497	29.4	11.3	2.040	2.8	0.500	8.9	25.2
2024F	4,140	1,236	0.615	23.7	9.3	2.103	2.7	0.492	8.6	30.1
2025F	5,031	1,553	0.773	25.7	7.4	2.384	2.4	0.618	10.9	34.4
2026F	6,067	1,910	0.950	22.9	6.0	2.716	2.1	0.760	13.4	37.3

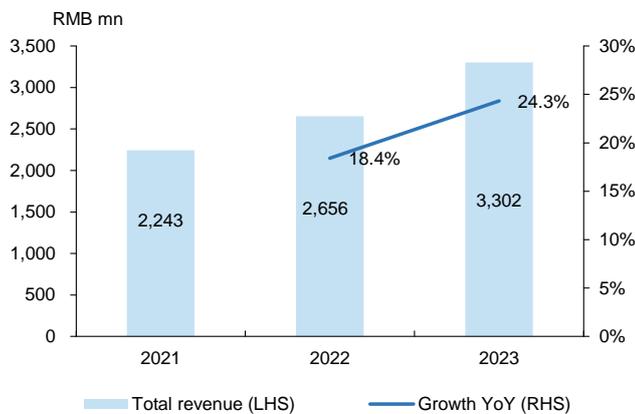
Shares in issue (m) 总股数 (m)	2,010.0	Major shareholder 大股东	Greentown China 71.3%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	12,441.9	Free float (%) 自由流通比率 (%)	28.7
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	1,902.5	FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%)	Net cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)	7.844 / 4.300	FY24 Est. NAV (HK\$) FY24 每股估值 (港元)	13.4

Source: the Company, Guotai Junan International.

我们维持“买入”的投资评级，并下调目标价至 9.40 港元。我们认为绿城管理（“公司”）2023 年业绩表现强劲，派息率达到 100%，令人惊喜。此外，我们预计公司未来几年将继续保持逆势增长，这主要得益于：1）公司在代建行业的领先地位；2）城投、AMC 和金融机构等新客户的需求不断增加。我们预计绿城管理 2024-2026 年每股盈利分别为人民币 0.615 元、人民币 0.773 元和人民币 0.950 元。我们预计公司 2023-2026 年每股盈利的年复合增长率相应为 24.1%。我们下调目标价至 9.40 港元，对应 14.0 倍的 2024 年市盈率。我们维持“买入”评级。

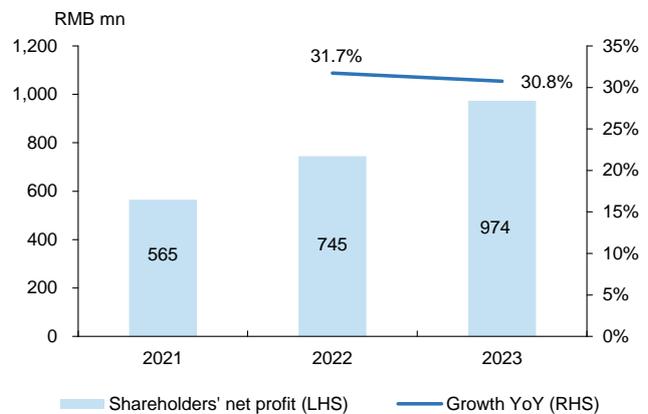
2023 年业绩强劲；100%派息率令人惊喜。我们认为，公司强劲的 2023 年业绩再次验证了其逆势增长的轨迹。公司 2023 年总收入同比增长 24.3% 至人民币 33.02 亿元，主要受商业代建（同比增长 40.5%）推动。同时，尽管规模扩张较快，公司 2023 年的毛利率仍稳定在 52.2%（2022 年为 52.3%）。由于收入结构的变化（商业代建收入占比由 2022 年的 62.9% 上升至 2023 年的 71.0%），公司股东净利润增长更为强劲，2023 年同比增长 30.8% 至人民币 9.74 亿元。公司的经营现金流入也十分强劲，2023 年为人民币 9.55 亿元（同比增长 31.8%），与盈利一致。得益于强劲的盈利增长和净现金流入，管理层宣布 2023 财年的派息率为 100%（80% 为末期股息，20% 为特别股息）。我们认为，高派息率给市场带来了积极的惊喜。此外，管理层还表示，未来几年的派息率应稳定在 80% 以上。

图 1：公司 2023 年收入同比增长 24.3%



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 2：2023 年股东净利润同比增长 30.8%，表现强劲



资料来源：公司、国泰君安国际。

合约建筑面积的强劲扩张确保高增长。据公司披露，2023 年绿城管理的新拓代建项目合约总建筑面积达 3,528 万平方米，同比增长 25.0%。新拓代建项目代建费方面，2023 年总金额达到人民币 103.7 亿元，同比增长 20.5%。2023 年全国房地产市场经历了下滑，新开工面积同比下降 20.4%，商品房销售面积同比下降 8.5%。然而，绿城管理却在较为疲弱的房地产市场中实现了逆势增长。我们认为，支撑公司逆势增长的因素有三点：1）代建行业加速整合；2）资方代建更为明确；3）绿城管理受益于“三大工程”，尤其是保障性住房建设。管理层预计，到 2023 年底，公司未确认的代建费总额（包括未开发项目和在建项目）超过人民币 250 亿元。因此，我们预计公司未来几年的盈利增长具备高确定性。

代建行业仍处于快速发展轨道。我们认为，代建业务是蓝海市场，这一点正在逐步得到验证。据亿瀚智库统计，2023 年代建房企新增建筑面积近 1.70 亿平方米，同比增长 53.0%。随着越来越多的房企加入，以及日益增多的城投和 AMC 成为土地所有者，我们认为市场仍处于快速扩张的轨道上。我们认为，凭借“品牌+国企背景”的核心竞争力，绿城管理有望继续保持市场份额的领先地位（2023 年为 20.4%）。

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 年业绩概况

损益表 (人民币 百万元)	2023	2022	变动
收入	3,302	2,656	24.3%
- 商业代建	2,346	1,669	40.5%
- 政府代建	788	781	1.0%
- 其他	168	206	(18.4%)
毛利	1,722	1,389	24.0%
其他收入、收益及亏损	156	166	(6.3%)
销售及营销开支	(105)	(120)	(13.0%)
行政开支	(515)	(489)	5.3%
净减值亏损	(42)	(23)	86.9%
投资物业公允价值变动净额	(1)	(1)	1.4%
收购附属公司收益	0	0	(100.0%)
其他亏损净额	(76)	(49)	54.5%
净财务收入	(5)	(7)	(20.6%)
分占联营、合营公司业绩	43	58	(25.8%)
税前利润	1,177	925	27.3%
所得税	(197)	(189)	4.0%
少数股东权益	(7)	9	(177.2%)
股东利润	974	745	30.8%
毛利率 (%)	52.2	52.3	(0.1) ppt
股东利润率 (%)	29.5	28.0	1.4 ppt
资产负债表 (人民币 百万元)	2023	2022	变动
净负债 (现金)	(2,210)	(2,086)	5.9%
总权益	4,134	3,873	6.7%
净资产负债率 (%)	Net cash	Net cash	n.a.
贸易及其他应收账款	824	824	(0.0%)
贸易及其他应付账款	1,257	1,173	7.2%
运营数据	2023	2022	变动
合约总建筑面积 (百万平方米)	119.60	101.4	17.9%
当期在建面积 (百万平方米)	52.50	47.2	11.2%

资料来源：公司、国泰君安国际。

表 2: 同业估值比较

公司名称	股票代码	货币市值(百万港元)	市盈率				市净率				ROE(%)	D/Y(%)	
			2023A	2024F	2025F	2026F	2023A	2024F	2025F	2026F	2024F	2024F	
主要业务位于中国内地的香港上市物业管理公司													
华润万象生活	01209 HK	HKD	53,639	17.4	13.9	11.4	10.7	3.1	2.6	2.3	n.a.	20.4	3.2
万物云-H 股	02602 HK	HKD	23,483	10.8	8.4	7.0	6.4	1.2	1.1	1.0	n.a.	12.8	3.9
中海物业	02669 HK	HKD	18,965	11.4	9.0	7.6	6.0	3.9	2.9	2.2	1.6	35.9	3.4
碧桂园服务	06098 HK	HKD	17,985	5.2	4.1	3.8	3.7	0.4	0.4	0.4	0.3	9.8	6.3
保利物业-H 股	06049 HK	HKD	14,221	9.6	8.0	6.7	6.2	1.5	1.3	1.1	n.a.	17.2	3.4
绿城服务	02869 HK	HKD	8,369	11.0	8.9	7.5	7.1	1.0	1.0	0.9	n.a.	11.3	5.5
恒大物业	06666 HK	HKD	6,270	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
融创服务	01516 HK	HKD	5,991	7.8	7.2	6.7	7.2	0.7	0.7	0.6	n.a.	9.4	5.5
金科服务-H 股	09666 HK	HKD	5,577	12.4	11.0	9.6	8.3	0.9	0.9	0.8	n.a.	8.2	0.4
滨江服务	03316 HK	HKD	4,627	8.1	6.3	5.0	3.7	2.8	2.3	1.8	n.a.	37.3	9.8
雅生活服务	03319 HK	HKD	4,501	2.7	2.5	2.3	2.6	0.3	0.3	0.2	n.a.	11.3	3.0
建发物业	02156 HK	HKD	4,450	8.2	8.4	7.0	n.a.	2.3	2.5	2.1	n.a.	28.0	n.a.
越秀服务	06626 HK	HKD	4,262	7.9	6.7	5.7	4.9	1.1	1.0	0.9	0.8	14.6	6.6
旭辉永升服务	01995 HK	HKD	2,134	4.9	4.5	4.1	3.3	0.4	0.4	0.4	0.3	8.5	6.6
新城悦服务	01755 HK	HKD	2,039	3.5	3.1	2.8	n.a.	0.6	0.5	0.5	n.a.	18.0	8.0
世贸服务	00873 HK	HKD	2,024	4.6	4.0	3.8	3.6	0.2	0.2	0.3	n.a.	6.1	0.0
金茂服务	00816 HK	HKD	1,826	4.9	4.1	3.4	n.a.	1.0	0.9	0.7	n.a.	23.2	8.8
卓越商企服务	06989 HK	HKD	1,794	n.a.	n.a.	n.a.							
建业新生活	09983 HK	HKD	1,769	30.9	4.9	4.3	4.7	0.7	0.7	0.6	n.a.	13.8	16.5
宝龙商业	09909 HK	HKD	1,704	3.0	2.8	2.5	n.a.	0.5	0.5	0.4	n.a.	18.0	12.9
德信服务集团	02215 HK	HKD	1,678	n.a.	n.a.	n.a.							
华发物业服务	00982 HK	HKD	1,489	5.4	n.a.	n.a.	n.a.	5.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
星盛商业	06668 HK	HKD	1,329	7.0	6.4	5.7	5.0	1.0	0.9	0.8	n.a.	14.2	9.1
和泓服务	06093 HK	HKD	1,142	n.a.	n.a.	n.a.							
新希望服务	03658 HK	HKD	1,091	n.a.	n.a.	n.a.							
宋都服务	09608 HK	HKD	960	n.a.	n.a.	n.a.							
金融街物业-H 股	01502 HK	HKD	867	n.a.	n.a.	n.a.							
合景悠活	03913 HK	HKD	841	3.5	3.1	2.9	2.5	0.2	0.2	0.2	n.a.	4.3	0.0
中骏商管	00606 HK	HKD	822	2.8	2.4	2.4	n.a.	0.3	0.3	0.3	n.a.	11.6	8.1
苏新服务	02152 HK	HKD	644	n.a.	n.a.	n.a.							
远洋服务	06677 HK	HKD	604	2.8	2.1	1.8	n.a.	0.2	0.2	0.2	n.a.	10.6	0.0
荣万家-H 股	02146 HK	HKD	583	n.a.	n.a.	n.a.							
京城佳业	02210 HK	HKD	557	n.a.	n.a.	n.a.							
祈福生活服务	03686 HK	HKD	549	n.a.	n.a.	n.a.							
银城生活服务	01922 HK	HKD	502	n.a.	n.a.	n.a.							
鑫苑服务	01895 HK	HKD	494	n.a.	n.a.	n.a.							
时代邻里	09928 HK	HKD	453	3.8	2.5	2.3	n.a.	0.3	0.2	0.2	n.a.	10.5	6.6
东原仁知服务	02352 HK	HKD	442	21.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
康桥悦生活	02205 HK	HKD	406	10.5	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
力高健康生活	02370 HK	HKD	336	n.a.	n.a.	n.a.							
彩生活	01778 HK	HKD	323	n.a.	n.a.	n.a.							
星悦康旅	03662 HK	HKD	320	n.a.	n.a.	n.a.							
中奥到家	01538 HK	HKD	291	n.a.	n.a.	n.a.							
鲁商服务-H 股	02376 HK	HKD	287	n.a.	n.a.	n.a.							
第一服务控股	02107 HK	HKD	250	n.a.	n.a.	n.a.							
兴业物联	09916 HK	HKD	244	n.a.	n.a.	n.a.							
融信服务	02207 HK	HKD	234	n.a.	n.a.	n.a.							
领悦服务集团	02165 HK	HKD	214	n.a.	n.a.	n.a.							
正荣服务	06958 HK	HKD	185	n.a.	n.a.	n.a.							
弘阳服务	01971 HK	HKD	172	12.5	n.a.	n.a.	n.a.						
佳兆业美好	02168 HK	HKD	171	n.a.	n.a.	n.a.							
佳源服务	01153 HK	HKD	168	n.a.	n.a.	n.a.							
浦江中国	01417 HK	HKD	154	n.a.	n.a.	n.a.							
朗诗绿色生活	01965 HK	HKD	84	n.a.	n.a.	n.a.							
烨星集团	01941 HK	HKD	71	n.a.	n.a.	n.a.							
简单平均				8.4	5.8	5.1	5.4	1.2	0.9	0.8	0.8	15.4	5.8
加权平均				11.1	9.1	7.6	7.2	1.9	1.6	1.4	0.9	18.2	4.4

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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、或者会令国泰君安与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。

©2024 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