

买入 (维持)

03900.HK 绿城中国

港股通 (沪、深)

业绩符合预期，权益提升有望增厚利润

2024年03月28日

市场数据

日期	2024.03.27
收盘价(港元)	6.00
总股本(亿股)	25.32
总市值(亿港元)	152
净资产(亿元)	361.30
总资产(亿元)	5355.37
每股净资产(元)	14.27

数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《销售权益比例提高,拿地强度提升》20240111

海外研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

孙钟连

sunzhonglian@xyzq.com.cn

SAC: S0190521080001

请注意:孙钟连并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管的活动

投资要点

- 公司 2023 年业绩符合预期:** 2023 年,公司实现营收 1313.83 亿元,同比增长 3.3%;因房地产行业下行及限价影响令售价低于预期,公司年内继续计提非金融资产减值亏损约 13.91 亿元以及预期信用亏损模式下的减值亏损 2.3 亿元;综合毛利率也同比下降 4.3 个百分点至 13.0%,其中物业销售毛利率同比下降 5 个百分点至 11.3%;归母净利润为 31.18 亿元,同比增长 13.1%,主要因汇兑亏损净额较 2022 年大幅减少以及持续压降营销费用;核心归母净利润 64.17 亿元,同比持平,业绩表现符合预期。2023 年公司每股派息 0.43 元,3 月 27 日收盘价对应股息率约 7.9%。
- 权益销售稳定提升,回款健康经营性现金流为正:** 2023 年,公司实现总合约销售金额 3011 亿元,同比增长 0.3%;其中自投合约销售金额 1943 亿元,同比下降 8.7%;自投销售回款率超 100%,令公司经营性现金流同比增长 58%至 230 亿元;对应权益销售额 1276 亿元,同比增长 4.2%,权益销售比例也同比提升 8 个百分点至 66%,有望增厚归母净利润。
- 拿地强度提升,平衡利润率和 IRR:** 2023 年公司新增 38 个项目,对应新增土储为 557 万平米,预计新增货值约 1425 亿元,位列全国第六;公司注重利润和 IRR 的平衡,2023 年新增土储项目层面的平均利润率超 8%,且其中去化有保障的核心城市北京、上海、杭州的新增货值占比达 58%。此外,2023 年公司权益土地款为 595 亿元,对应权益销售金额的拿地强度约 47%,较 2022 年拿地强度提升 13 个百分点。
- 融资结构优化:** 截至 2023 年末,公司平均融资成本为 4.3%,同比下降 10 个基点;公司净负债率为 63.8%,同比略增 1.2 个百分点;一年内到期债务在总债务中占比 22.3%,现金短债比达 2.3 倍,债务结构安全。
- 我们的观点:** 公司短期内仍面临毛利率下行和减值压力,但随着 2022 年及 2023 年获取的高质量、高权益比例项目结转,公司业绩、派息均有望稳健增长。我们预计公司 2024/2025 年归母净利润为 31.3/39.9 亿元,分别同比 +0.4%/+27.5%。维持“买入”评级,截至 2024 年 3 月 27 日收盘价对应 2024/2025 年 PE 为 4.4/3.4 倍。
- 风险提示:** 宏观经济增长放缓、行业调控政策放松不及预期、流动性宽松不及预期、商品房销售不及预期、人民币贬值。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	1,314	1,383	1,392	1,402
同比增长(%)	3.3	5.3	0.7	0.8
归母净利润(亿元)	31.2	31.3	39.9	47.8
同比增长(%)	13.1	0.4	27.5	19.6
毛利率(%)	13.0	12.1	12.9	13.5
归母净利率(%)	2.4	3.1	3.5	3.9
ROE(%)	8.6	8.4	10.0	11.2
每股收益(元)	1.22	1.24	1.58	1.89
每股股息(元)	0.43	0.37	0.47	0.57

来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	463,725	482,011	492,928	505,686
银行结余及现金	69,758	70,429	81,965	94,429
发展中物业	235,912	243,012	242,462	242,632
可供发展物业	10,883	12,151	12,123	12,132
已竣工可出售物业	38,439	47,144	47,038	47,071
其他流动资产	108,733	109,275	109,341	109,424
非流动资产	71,812	75,476	79,141	82,806
物业、厂房及设备	10,823	11,323	11,823	12,323
投资物业	10,463	11,463	12,463	13,463
联合营公司权益	40,324	42,489	44,654	46,819
递延税项资产	6,120	6,120	6,120	6,120
按公允价值计入损益的资产	1,093	1,093	1,093	1,093
其他非流动资产	2,988	2,988	2,988	2,988
资产总计	535,537	557,487	572,069	588,492
流动负债	303,248			
短期银行及其他借款	88,013	96,132	100,932	105,732
合同负债	159,813	166,136	167,521	169,806
贸易及其他应付款	57,449	60,753	60,615	60,658
其他流动负债	-2,027	-11,264	-13,864	-16,464
非流动负债	118,354	126,472	131,272	136,072
长期银行及其他借款	88,013	96,132	100,932	105,732
公司债券	17,547	17,547	17,547	17,547
其他非流动负债	12,794	12,794	12,794	12,794
负债合计	421,602	438,229	446,476	455,804
本公司拥有人应占权益	36,130	38,323	41,117	44,460
永久证券	0	0	0	0
少数股东权益	77,805	80,936	84,476	88,228
股东权益合计	113,935	119,259	125,593	132,688
负债及权益合计	535,537	557,487	572,069	588,492

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6,678	6,263	7,531	8,528
折旧及摊销	0	500	500	500
所得税开支	3,047	2,814	3,384	4,013
营运资金的变动	5,227	-6,988	2,866	3,034
经营活动产生现金流量	12,657	1,011	12,153	13,326
投资活动产生现金流量	0	-2,000	-2,000	-2,000
融资活动产生现金流量	-12,630	1,660	1,383	1,138
现金净变动	3,446	671	11,535	12,464
现金的期初余额	66,312	69,758	70,429	81,965
现金的期末余额	69,758	70,429	81,965	94,429

数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	131,383	138,282	139,181	140,237
营业成本	114,310	121,506	121,231	121,316
其它收益	2,858	2,894	3,089	3,473
销售费用	2,728	2,766	2,784	2,805
管理费用	5,139	4,978	4,871	4,768
营业利润	12,063	11,926	13,384	14,821
财务费用	2,916	3,401	3,420	3,430
资产减值损失	1,621	1,613	1,214	1,016
投资收益	2,165	2,165	2,165	2,165
税前盈利	9,725	9,077	10,915	12,541
所得税	3,047	2,814	3,384	4,013
净利润	6,678	6,263	7,531	8,528
少数股东损益	3,560	3,132	3,540	3,752
归母净利润	3,118	3,132	3,992	4,775

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.3	5.3	0.7	0.8
营业利润增长率	-24.4	-1.1	12.2	10.7
归母净利润增长率	13.1	0.4	27.5	19.6
盈利能力(%)				
毛利率	13.0	12.1	12.9	13.5
归母净利率	2.4	3.1	3.5	3.9
ROE	8.6	8.4	10.0	11.2
偿债能力				
净资产负债率(%)	63.8	65.4	57.7	49.8
流动比率(倍)	2.3	2.4	2.7	3.0
营运能力(次)				
资产周转率	0.2	0.3	0.2	0.2
应收账款周转率	12.8	13.0	13.0	13.0
每股资料(元)				
每股收益	1.22	1.24	1.58	1.89
每股净资产	14.27	15.14	16.24	17.56
每股股息	0.43	0.37	0.47	0.57
估值比率(倍)				
PE	4.4	4.4	3.4	2.9
PB	0.4	0.4	0.3	0.3

开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、中金公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shanghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业(香港)有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市国营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO., LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司

公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或

居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编: 200135
邮箱: research@xyzq.com.cn

北京

地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编: 100020
邮箱: research@xyzq.com.cn

深圳

地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn

香港(兴证国际)

地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
传真: (852) 35095929
邮箱: ir@xyzq.com.hk
