

绿城管理控股 (09979.HK)

代建行业领先，穿越地产周期

买入

核心观点

公司简介：国内领先的代建企业。公司是代建行业龙头，先发优势显著，20年上市后成为中国代建第一股，目前公司业务市占率达20%。公司股权集中，实际控制人为国资委，优质的信用背书显著助力公司的业务拓展。公司主营政府代建、商业代建、资方代建，利润稳健增长，六年复合增速超25%。公司连续三年维持较高比例的派息，并承诺未来三年派息比率不低于80%。

行业概况：发展空间足，抗周期能力强。代建行业正处成长期，行业10年新签建筑面积复合增长率达23%。2023年TOP5企业市场占有率约为50%，市场集中度保持高位但有所下降，是由于当前进入代建赛道的企业逐渐增多，导致了行业竞争加剧。代建行业是轻资产赛道，抗周期属性较强，不同于传统开发业务，在房地产下行的周期中代建行业的业务机会反而增多。在行业当前销售承压，房企信用事件频出的大背景下，在“三大工程”的推进和“14号文”的纲领下，催生了较多代建业务机会：**城投开工率不足带来的代建机会、保障房筹建计划带来的代建机会、城中村改造带来的代建机会、遇困房企“保交楼”项目和金融机构涉房不良资产带来的代建机会。**短期内，亦有新开工增长也将带来的业务机会。

公司亮点：全国布局，业务扎实。公司全国化布局，合约总建筑面积达1.2亿平方米，新拓有序进行，新拓总面积两年复合增速24.4%，在大规模体量的情况下仍能保持较高增速。政府代建是公司的底仓业务，每年稳定贡献25%左右的收入占比。公司通过信用赋能这种排他性优势抓住了“保交楼”等发展机会，让商业代建成为公司的发展加速点。

财务分析：1) 负债率低，有息负债为0，现有负债全为经营性负债；2) 成本管控好，毛利率高；3) 回款周期可控，在手现金足。

估值与投资建议：结合绝对估值与相对估值，我们认为公司的合理股价区间为6.6-8.0元，较当前股价有7%-29%的空间。预计公司2024-2026归母净利润分别为12.3/15.1/18.3亿元，对应每股收益分别为0.61/0.75/0.91元，对应当前股价PE分别为10.2/8.3/6.8倍，维持“买入”评级。

风险提示：估值和盈利预测过于乐观的风险；房地产行业下行对公司业务带来的风险；代建行业竞争格局加剧的风险；合作方的履约风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,656	3,302	4,148	5,114	6,214
(+/-%)	18.4%	24.3%	25.6%	23.3%	21.5%
净利润(百万元)	745	974	1,226	1,506	1,829
(+/-%)	31.7%	30.8%	25.9%	22.9%	21.4%
每股收益(元)	0.37	0.48	0.61	0.75	0.91
EBIT Margin	29.4%	33.4%	38.5%	38.5%	38.5%
净资产收益率 (ROE)	21.0%	25.2%	29.8%	34.3%	38.7%
市盈率 (PE)	16.8	12.8	10.2	8.3	6.8
EV/EBITDA	18.9	13.7	8.6	7.5	6.7
市净率 (PB)	3.34	3.12	2.94	2.75	2.54

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·海外公司深度报告

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：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

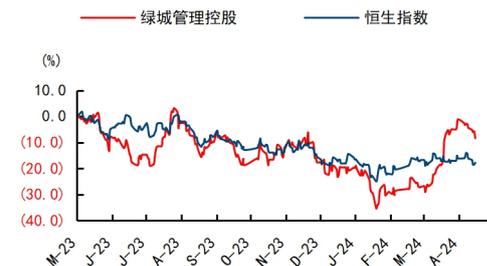
wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.60 - 8.00 港元
收盘价	6.21 港元
总市值/流通市值	12482/12482 百万港元
52周最高价/最低价	7.25/4.30 港元
近3个月日均成交额	14.53 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) -业绩增长 31%，派息率 100%》——2024-03-25
- 《绿城管理控股 (09979.HK) -业绩稳增，结构优化》——2023-08-04
- 《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

内容目录

公司简介：国内领先的代建企业	5
代建龙头，先发优势显著.....	5
股权集中，拥有央企信用背书.....	5
“3+3”业务模式：以政府代建、商业代建、资方代建为主.....	6
收入利润稳健增长，派息率高.....	8
行业概况：发展空间足，抗周期能力强	9
行业处在成长期.....	9
市场集中度略有下降，但仍保持高位.....	10
中短期业务增长点较多.....	10
轻资产赛道，抗周期属性较强.....	12
公司亮点：全国布局，业务扎实	13
全国化布局，新拓有序.....	13
政府代建底仓稳固.....	15
商业代建加快发展.....	16
财务分析：低负债、高毛利率、回款周期可控	16
轻资产，负债低.....	16
成本管控好，毛利率高.....	17
回款周期可控，在手现金足.....	19
盈利预测	19
假设前提.....	19
未来3年盈利预测及敏感性分析.....	20
估值与投资建议	21
绝对估值：每股价值为8.0元，较当前股价有29%的空间.....	21
相对估值：每股价值为6.6元，较当前股价有7%的空间.....	22
投资建议.....	23
风险提示	23
附表：财务预测与估值	25

图表目录

图 1: 公司年度占行业市场份额比例.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司政府代建服务范畴及模式.....	6
图 4: 房地产开发全产业链服务.....	7
图 5: 公司商业代建服务范畴及模式.....	7
图 6: 公司资方代建服务范畴及模式.....	8
图 7: 公司营业收入及增速.....	8
图 8: 公司归母净利润及增速.....	8
图 9: 公司不同业务板块收入占比.....	9
图 10: 2013 至 2023 房企代建业务新增面积走势.....	9
图 11: 2017 至 2023 房企代建业务新增面积 TOP5 市场集中度变化.....	10
图 12: 2023 不同房企代建业务新增面积.....	10
图 13: 不同类别企业拿地占比.....	11
图 14: 2021-2023 城投开工率.....	11
图 15: 保障房筹建计划.....	11
图 16: 城中村规模估算.....	11
图 17: 历年年末总库存及增速（单位：万平方米）.....	12
图 18: 代建行业 and 传统开发资产负债率比较.....	13
图 19: 销售增速和代建新签约增速比较.....	13
图 20: 公司总建筑面积业务类型结构.....	13
图 21: 公司总建筑面积开发状态结构.....	13
图 22: 公司总建筑面积区域结构.....	14
图 23: 公司总可售货值区域结构.....	14
图 24: 公司业务布局.....	14
图 25: 公司总建筑面积客户结构.....	15
图 26: 公司当期在建筑面积客户结构.....	15
图 27: 公司新拓代建项目面积.....	15
图 28: 公司新拓代建项目代建费.....	15
图 29: 政府代建收入及增速.....	16
图 30: 政府代建毛利率.....	16
图 31: 商业代建收入及增速.....	16
图 32: 商业代建毛利率.....	16
图 33: 公司和传统开发业务资产负债率比较.....	17
图 34: 公司负债变化情况.....	17
图 35: 公司 2023 年主营业务成本占比.....	17
图 36: 公司 2022 年主营业务成本占比.....	17
图 37: 公司人均贡献收入年度对比.....	18

图 38: 公司人均贡献收入半年度对比.....	18
图 39: 公司管理费用变化.....	18
图 40: 公司销售费用变化.....	18
图 41: 公司毛利率和净利率变化.....	19
图 42: 公司不同业务毛利率变化.....	19
图 43: 公司回款周期.....	19
图 44: 公司现金.....	19
表 1: 公司发展历程.....	5
表 2: 公司营收假设.....	20
表 3: 公司未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)	20
表 4: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)	21
表 5: FCFF 现金流折算法计算简表 (单位: 百万元)	21
表 6: 资本成本假设.....	22
表 7: FCFF 估值模型相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	22
表 8: 可比公司估值比较.....	22

公司简介：国内领先的代建企业

代建龙头，先发优势显著

绿城管理控股有限公司及其附属公司（合称“绿城管理”），是中国房地产轻资产开发模式的先行者、引领者。绿城管理成立于 2010 年，是绿城中国（3900.HK）附属公司，也是绿城品牌和代建管理模式输出的主体。2020 年 7 月，绿城管理在香港联交所主板上市（股票代码 9979.HK），成为中国代建第一股。

公司在代建赛道出于绝对龙头地位，先发优势显著，2005 年绿城集团首次介入杭州江干区城中村改造和安置房代建，2010 年成立绿城建设正式拉开了代建业务的序幕，并在未来若干年通过一系列收购整合不断扩大代建业务的规模，截至 2023 年末，公司市占率达 20.4%。

表1：公司发展历程

时间	事件
2005	绿城集团首次介入杭州江干区城中村改造和安置房代建
2010	绿城房产建设管理有限公司（绿城建设）成立，成为中国首家专注代建业务的轻资产公司
2015	绿城房地产建设管理集团有限公司（绿城管理）成立，确立“管理创造价值”的服务理念
2016	绿城集团收购绿城建设管理全部股权并整合业务
2020	在香港联交所主板上市，成为中国代建第一股，并发布“绿城 M”品牌体系
2023	打造“登山模型”

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1：公司年度占行业市场份额比例

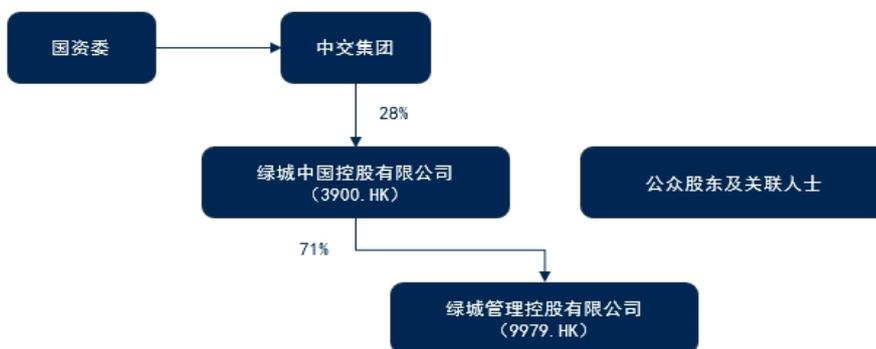


资料来源：亿瀚智库、国信证券经济研究所整理

股权集中，拥有央企信用背书

公司大股东为绿城中国（3900.HK），截至 2023 年末共持有公司股份约 71%，股权较为集中。绿城中国实际控制人为国资委，其下属央企中国交通建设集团有限公司持股约 28%。公司拥有央企背书带来的信用优势，叠加多年深耕带来的市场化机制，将显著助力公司的业务持续拓展，面对政府部门、国企央企和金融客户时更具合作优势。

图2：公司股权结构



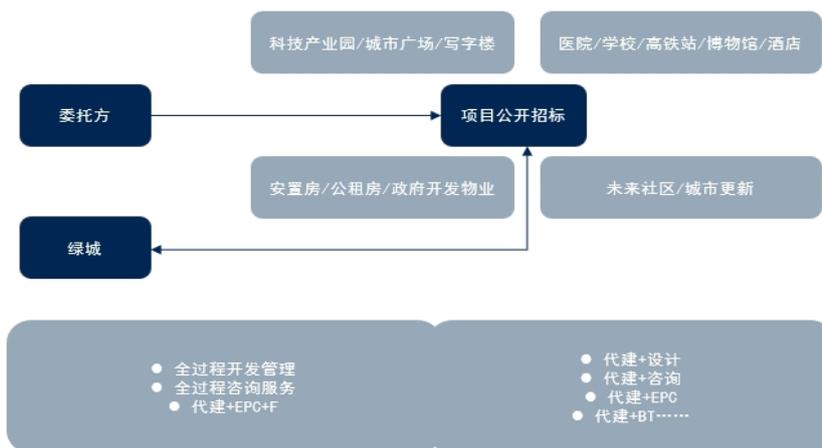
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

“3+3”业务模式：以政府代建、商业代建、资方代建为主

公司在保持行业第一身位的基础上，加快模式创新和能力升级，形成政府代建、商业代建、资方代建三大代建主业和金融服务、产城服务、产业链服务三大配套服务的业务模式。

政府代建：公司通过招投标形式，为政府或行使政府职能的机构提供保障房、租赁性住房、未来社区、产业园区、公建配套、市政场馆等多元化业态的开发管理及咨询服务。

图3：公司政府代建服务范畴及模式



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

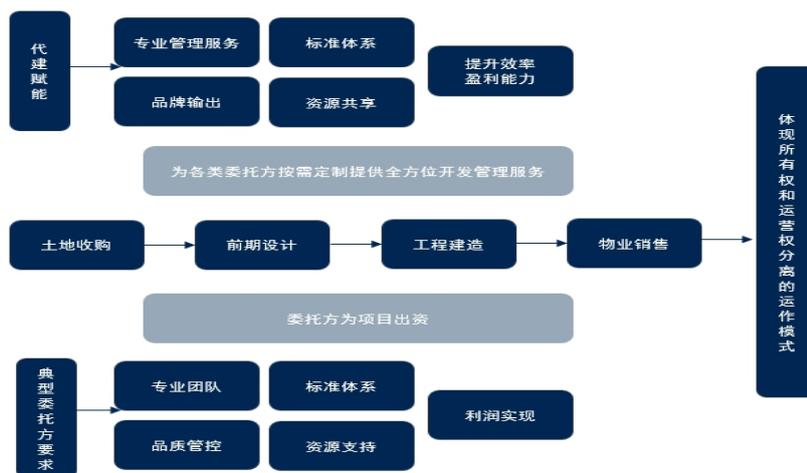
商业代建：公司向国有企业和私营企业提供房地产项目全过程开发管理服务，通过品牌赋能、标准导入、管理增值以及供应链能力整合等方式，提供高品质的居住产品与生活服务，提升项目的开发效率，提高项目的经营效益。

图4：房地产开发全产业链服务



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：公司商业代建服务范畴及模式



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资方代建：公司凭借强大的主体信用与品牌背书、专业的开发团队及供应链资源，服务各类金融机构与资本方，帮助其研判前端投资机会、实现终端价值变现、以及整合后端运营能力。

图6: 公司资方代建服务范畴及模式

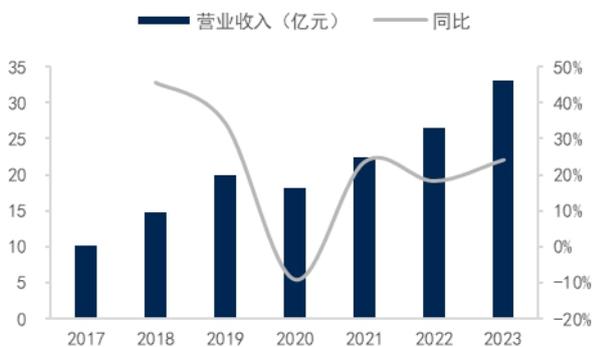


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

收入利润稳健增长, 派息率高

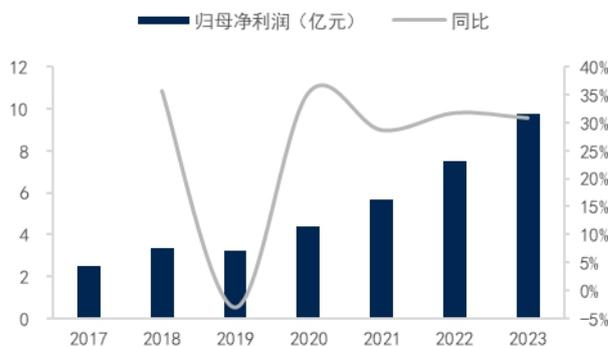
2023 年公司实现营业收入 33.0 亿元, 同比增长 24.3%; 实现归母净利润 9.7 亿元, 同比增长 30.8%, 2017-2023 年复合增长率达到 25.7%, 复合增速超过行业销售增长水平和代建企业新签约面积增长水平。

图7: 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

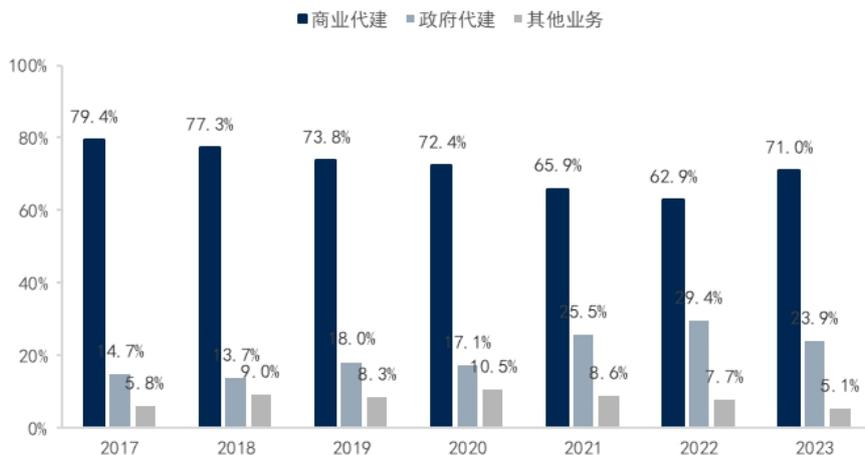
图8: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

分不同业务看, 公司的底仓业务是政府代建业务, 2023 年收入占比为 23.9%; 受益于保交楼等业务的发展, 公司的增长点业务是商业代建业务, 2023 年收入占比为 71.0%。

图9：公司不同业务板块收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

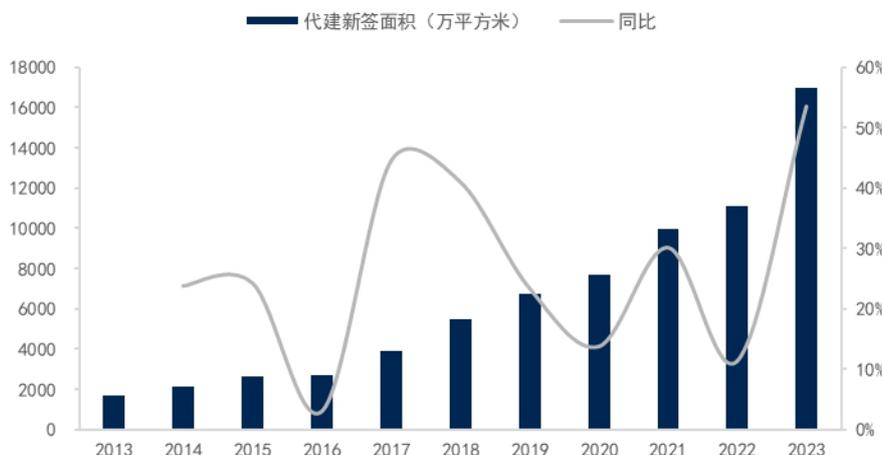
董事会建议派付截至2023年度末期股息每股人民币0.4元及特别股息每股人民币0.1元，合计为人民币10.05亿元，派息率达100%。公司连续三年维持较高比例的派息，并承诺未来三年派息比率不低于80%，利润的稳定增长、较好的盈利能力和优秀的财务状况将有助于保证公司派息的稳定。

行业概况：发展空间足，抗周期能力强

行业处在成长期

根据亿瀚智库数据，截至目前共有近100家品牌房企布局代建赛道，2023年房地产代建企业新签约面积约1.7亿平方米，同比增长53%，2014至2023年房地产代建企业新签约面积十年复合增长率达23.2%，行业处在成长期。

图10：2013至2023房企代建业务新增面积走势



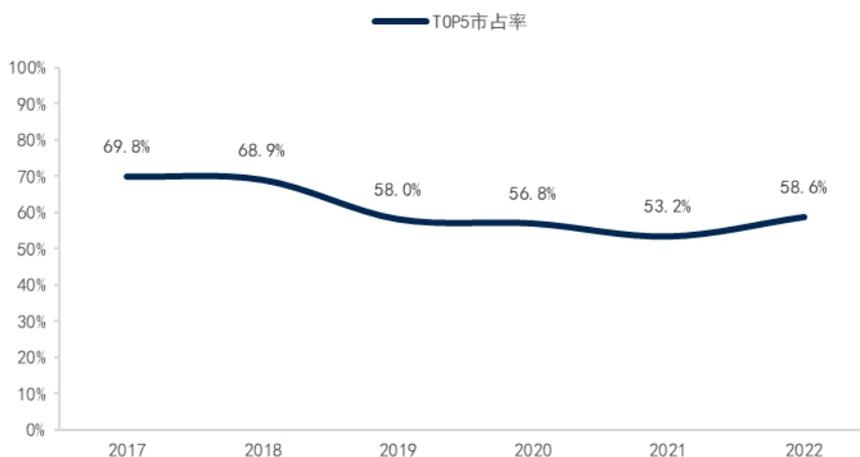
资料来源：亿瀚智库、国信证券经济研究所整理

市场集中度略有下降，但仍保持高位

从代建新签约项目建筑面积来看，2023年TOP5企业市场占有率约为50%，较2022年下降约9pct，市场集中度保持高位。行业市场集中度略有下降的主因是当前进入代建赛道的企业逐渐增多，导致了行业竞争加剧。虽然代建行业市场集中度略有下降，但头部企业由于入局较早，品牌效应较强，市场拓展的表现仍然突出。

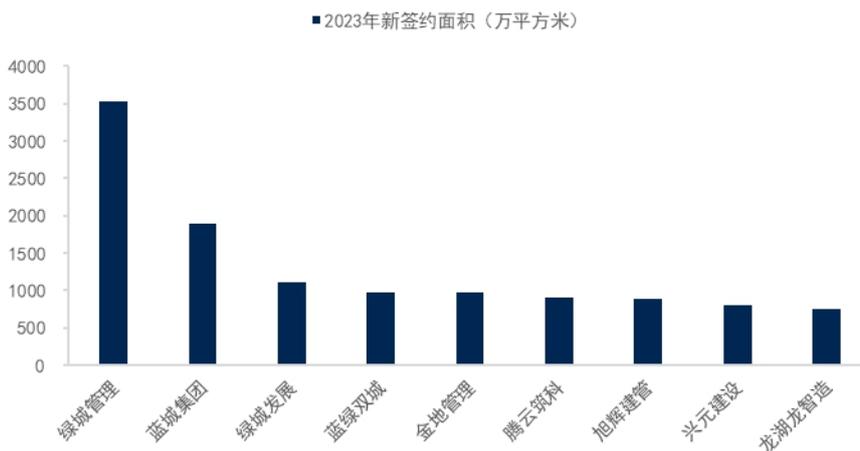
根据中指院数据，2023年代建企业新签约规模前五分别为绿城管理、蓝城集团、绿城发展、蓝绿双城、金地管理。

图11: 2017至2023房企代建业务新增面积TOP5市场集中度变化



资料来源：中指院、国信证券经济研究所整理

图12: 2023不同房企代建业务新增面积



资料来源：中指院、国信证券经济研究所整理

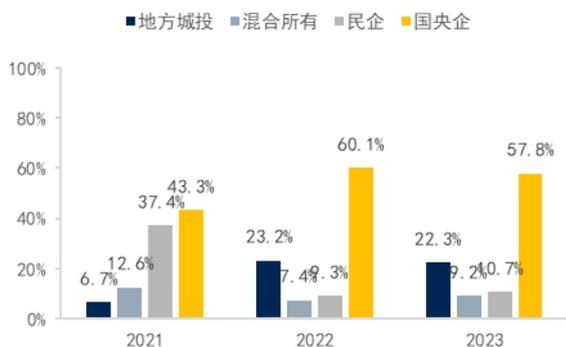
中短期业务增长点较多

近两年房地产行业出现明显下行，在行业当前销售承压，房企信用事件频出的大

背景下，在“三大工程”的推进和“14号文”的纲领下，催生了较多代建业务机会：**城投开工率不足带来的代建机会、保障房筹建计划带来的代建机会、城中村改造带来的代建机会、遇困房企“保交楼”项目和金融机构涉房不良资产带来的代建机会。**

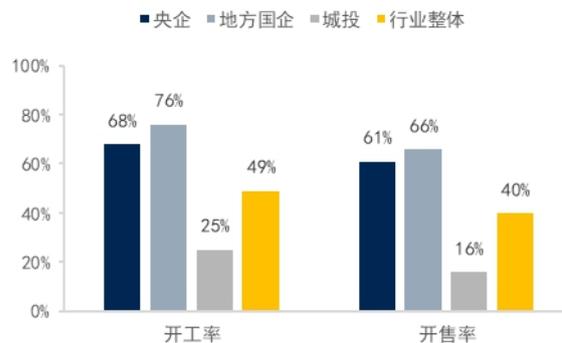
- 根据中指院数据，2021-2023年地方城投拿地金额分别为1700亿、3030亿、2942亿元，分别占总拿地金额的6.7%、23.2%、22.3%，近两年呈显著增长态势。同时，根据克而瑞数据，2021-2023年城投拿地开工率仅为25%，开售率仅为16%，分别较行业整体少24pct、24pct。**城投拿地金额的增加和城投开工率不足将带来代建行业中短期业务机会。**

图13: 不同类别企业拿地占比



资料来源：中指研究院、国信证券经济研究所整理

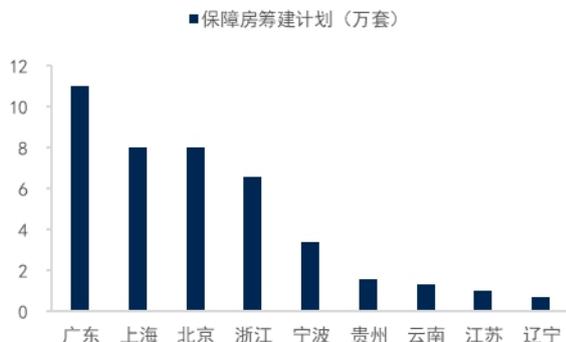
图14: 2021-2023 城投开工率



资料来源：克而瑞研究院、国信证券经济研究所整理

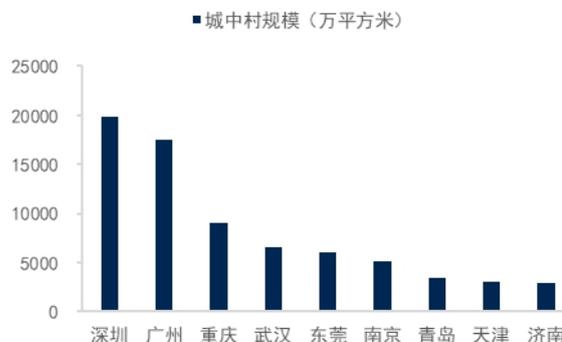
- 2023年8月25日，国务院常务会议审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，至此，我国住房体系长期新发展模式已明确确定为“商品房+保障房”的双轨制体系，根据中指院数据，2024年北上广计划筹建保障性住房共超27万套。2023年以来，城中村改造被多次提及，结合“14号文”的设计纲领，城中村改造已成为下一阶段房地产行业的重点内容，根据中指院数据，21城城中村总规模约9.3亿平方米。**保障房筹建和城中村改造将带来代建行业中短期业务机会。**

图15: 保障房筹建计划



资料来源：中指研究院、国信证券经济研究所整理

图16: 城中村规模估算



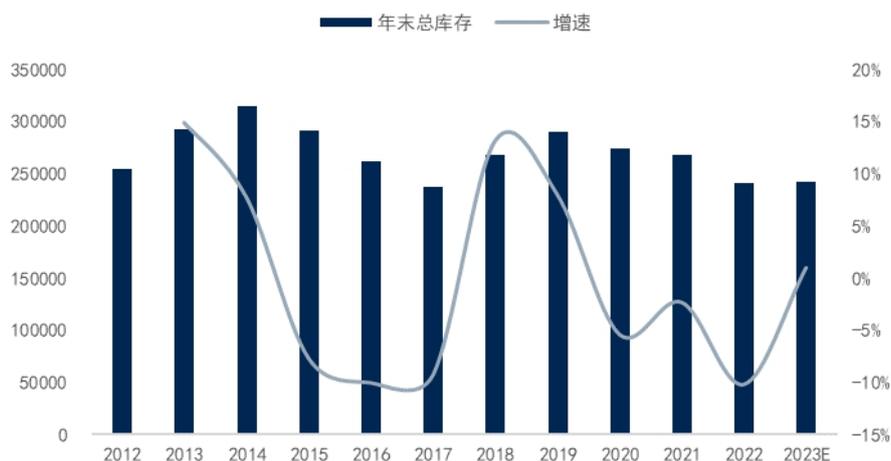
资料来源：中指研究院、国信证券经济研究所整理

- 同时，近年来遇困房企较多，“保交楼”项目体量较为庞大，将带来代建行

业中短期业务机会。

- 根据我们的测算，2023 年末待开发土储预计为 5.4 亿平方米（上年末存量土储+新增土地购置面积-新开工面积对应占地面积），同比+8%，已开未售面积约为 1.5 亿平方米，大幅下降约 77%，在去化率稳定的情况下，已开未售面积不足必将倒逼开工意愿增强。**新开工增长也将带来代建行业短期业务机会。**

图17: 历年年末总库存及增速（单位：万平方米）



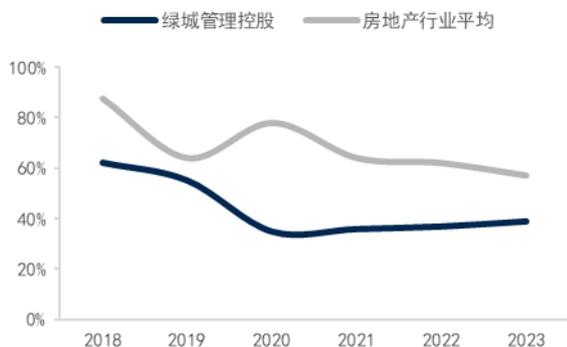
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

轻资产赛道，抗周期属性较强

代建赛道不同于房地产开发业务的重资产模式，代建公司无需投入大量资金或加杠杆对具体项目进行投资，只负责代建运营或进行品牌输出，其主要成本是外包和人工，所以代建公司的资产负债率显著低于地产开发公司，其特点是资产轻、负债低。

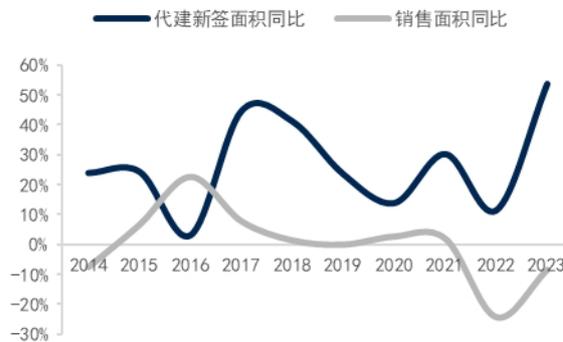
同时，代建行业抗周期属性较强，在地产上行阶段，代建行业随着地产繁荣而获得大量的业务；在地产下行阶段，如同上文所述，由于销售去化困难、房企出险、政策变化等因素，代建行业的业务机会反而增多。

图18: 代建行业和传统开发资产负债率比较



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 销售增速和代建新签约增速比较



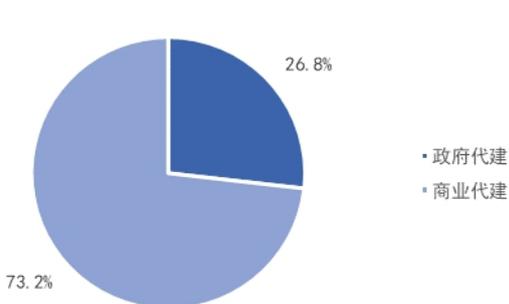
资料来源: 国家统计局、亿瀚智库、国信证券经济研究所整理

公司亮点: 全国布局, 业务扎实

全国化布局, 新拓有序

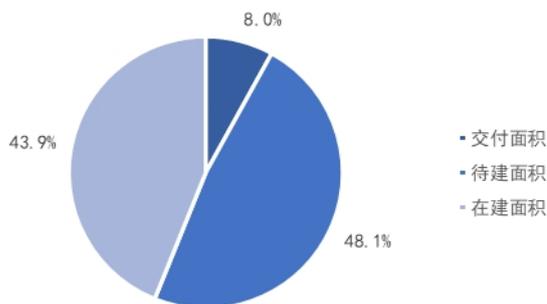
截至 2023 年末, 公司业务分布已覆盖 122 个城市, 合约总建筑面积达 1.2 亿平方米, 市占率达 20.4%, 保持行业龙头地位。从业务类型结构来看, 公司目前商业代建约 8760 万平方米, 占比 73.2%, 政府代建约 3200 万平方米, 占比 26.8%; 从开发状态结构来看, 公司目前已交付面积约 960 万平方米, 占比 8.0%, 在建面积约 5250 万平方米, 占比 43.9%, 待建面积约 5750 万平方米, 占比 57.5%。

图20: 公司总建筑面积业务类型结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图21: 公司总建筑面积开发状态结构



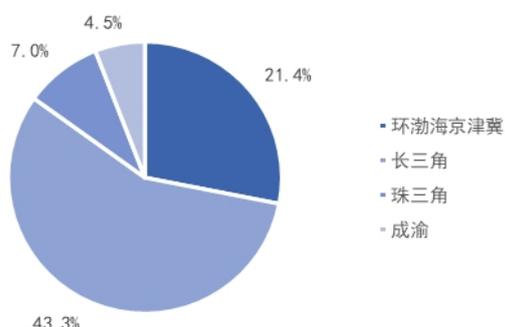
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从区域结构来看, 公司主要经济区域项目建筑面积合计约 9110 万平方米, 占整体总建筑面积的 76.2%。其中环渤海经济圈、京津冀城市群约 2560 万平方米, 占比 21.4%; 长三角经济圈约 5190 万平方米, 占比 43.3%; 珠三角经济圈约 830 万平方米, 占比 7.0%; 成渝城市群约 530 万平方米, 占比 4.5%。

从货值结构来看, 公司主要经济区域项目可售货值合计约 6933 亿元, 占整体可售货值 8925 亿元的 77.7%。其中环渤海经济圈、京津冀城市群约 2343 亿元, 占比 26.2%; 长三角经济圈约 2897 亿元, 占比 32.5%; 珠三角经济圈约 1228 亿元, 占比 13.8%;

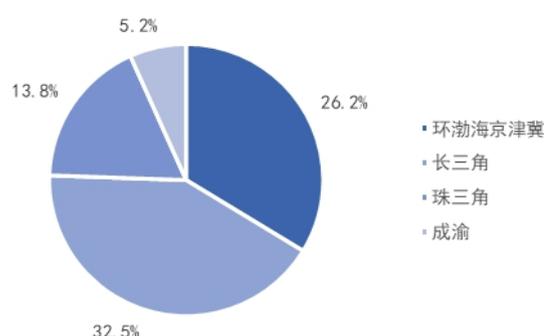
成渝城市群约 465 亿元，占比 5.2%。

图22: 公司总建筑面积区域结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图23: 公司总可售货值区域结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

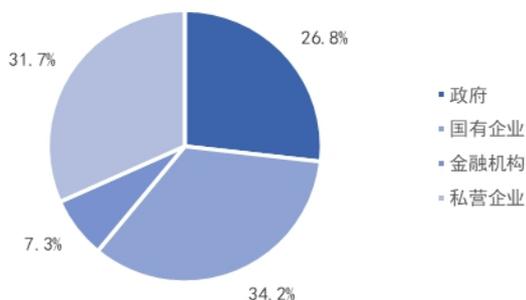
图24: 公司业务布局



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

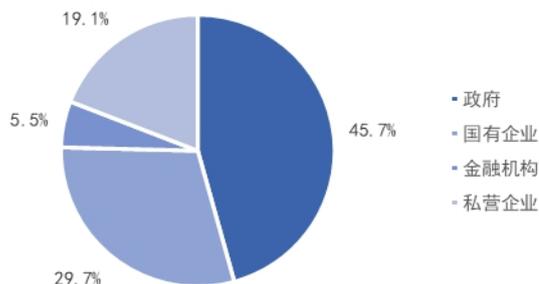
从客户结构看，国企及政府、金融机构为公司主要客群。在合约总建筑面积中，政府约 3200 万平方米，占比 26.8%；国企约 4090 万平方米，占比约 34.2%；私营企业约 3790 万平方米，占比 31.7%；金融机构约 880 万平方米，占比 7.3%。在当期在建面积中，政府约 2400 万平方米，占比 45.7%；国企约 1560 万平方米，占比约 29.7%；私营企业约 1000 万平方米，占比 19.1%；金融机构约 290 万平方米，占比 5.5%。

图25: 公司总建筑面积客户结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

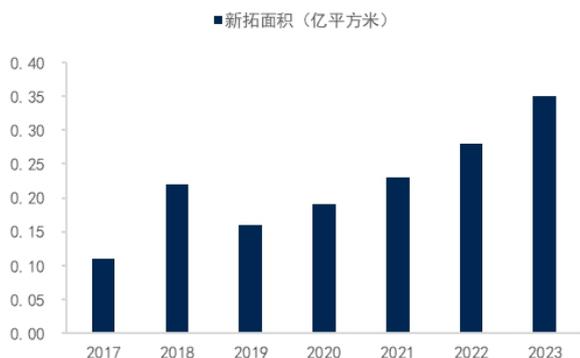
图26: 公司当期在建筑面积客户结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

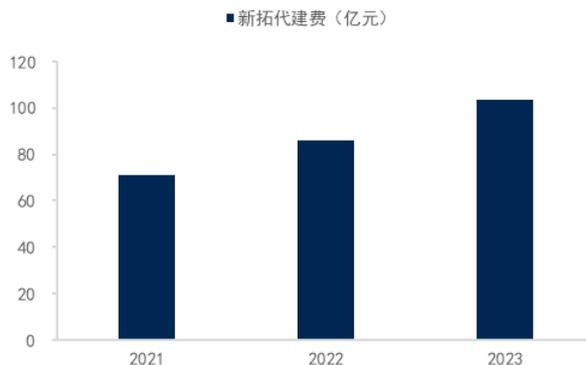
公司新拓强劲, 2023 年公司新拓代建项目总面积 0.35 亿平方米, 两年复合增速 24.4%, 在大规模体量的情况下仍能保持较高增速; 新拓代建项目代建费预估 103.7 亿元, 两年符合增速 20.8%。分类别看, 国企及城投类客户、金融机构类业务、创新代建业务分别占公司 2023 年新拓面积的 64.5%、10.2%、17.8%。

图27: 公司新拓代建项目面积



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图28: 公司新拓代建项目代建费

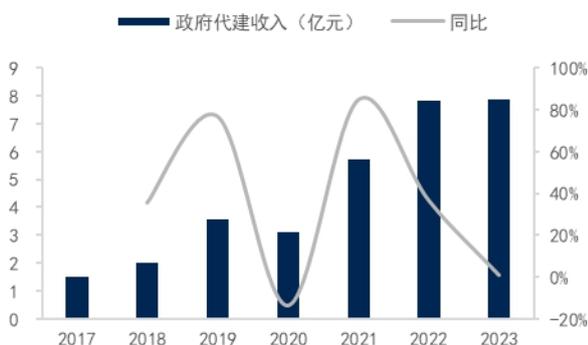


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

政府代建底仓稳固

政府代建是公司的底仓业务, 每年稳定贡献 25%左右的收入占比。2023 年公司政府代建业务收入 7.9 亿元, 同比增长 1.0%, 占总收入的 23.9%。公司拥有强大的品牌效应和品质管理, 使得公司在市政设施代建和保障性住房的发展下, 政府代建业务的收入持续增长。公司政府代建项目按照项目投资额的一定比例收取代建费或管理费, 盈利能力较强, 2023 年的毛利率为 45.2%, 较 2022 年提升 4.4pct。

图29: 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30: 政府代建毛利率

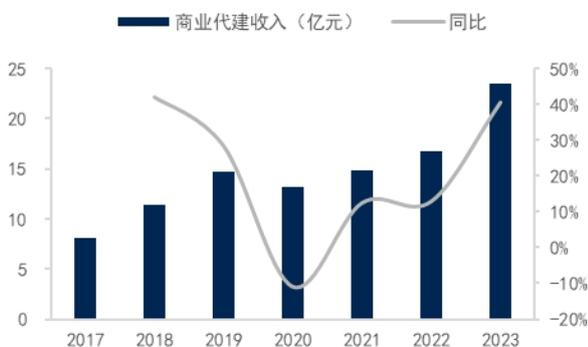


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

商业代建加快发展

商业代建是公司的的发展加速点, 公司通过信用赋能这种排他性优势抓住了“保交楼”等发展机会, 2023年公司商业代建业务收入23.5亿元, 同比增长40.5%, 占总收入的71.0%。公司商业代建项目按照项目货值的一定比例收取代建费或管理费, 盈利能力较强, 2023年的毛利率为52.3%, 较2022年下降1.5pct。

图31: 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

图32: 商业代建毛利率



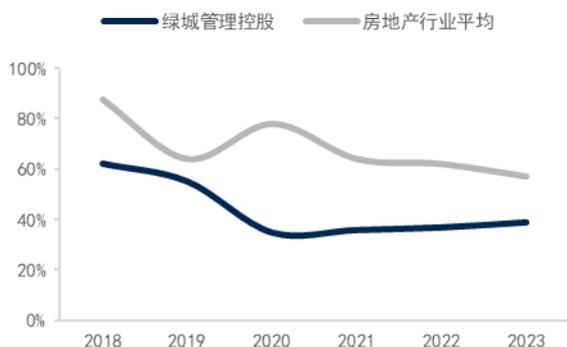
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务分析: 低负债、高毛利率、回款周期可控

轻资产, 负债低

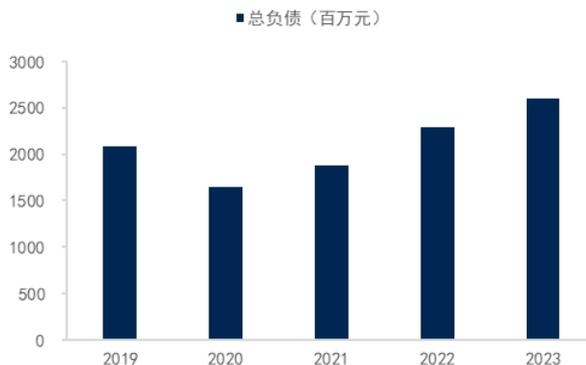
如前所述, 代建行业和传统的房地产开发行业不同, 无需进行大量融资或投入大量前期成本, 属于轻资产行业。公司2023年资产负债率为39%, 较房地产开发行业整体加权平均剔除预收账款后的资产负债率低18pct。公司有息负债为0, 现有负债全为经营性负债。

图33: 公司和传统开发业务资产负债率比较



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图34: 公司负债变化情况

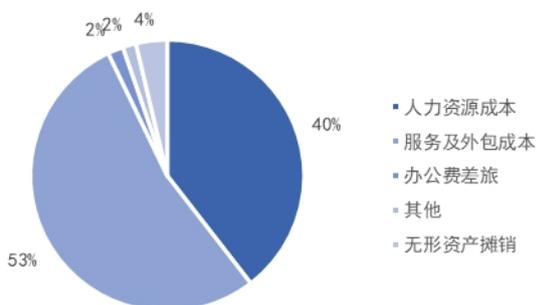


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

成本管控好，毛利率高

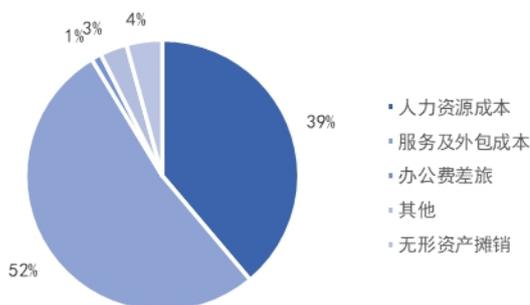
公司的主营业务成本占比较高的是人力资源成本和第三方服务费，2023 年公司人力资源成本 6.2 亿元，占比 40%；第三方服务费 8.4 亿元，占比 53%。

图35: 公司 2023 年主营业务成本占比



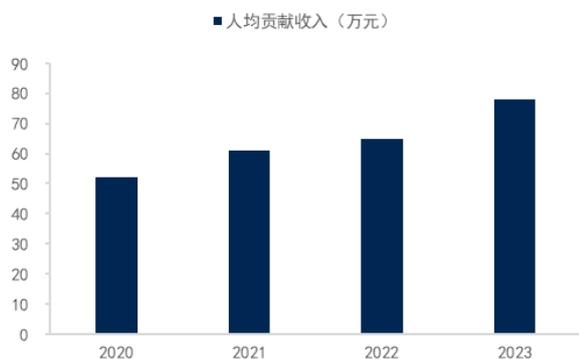
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图36: 公司 2022 年主营业务成本占比

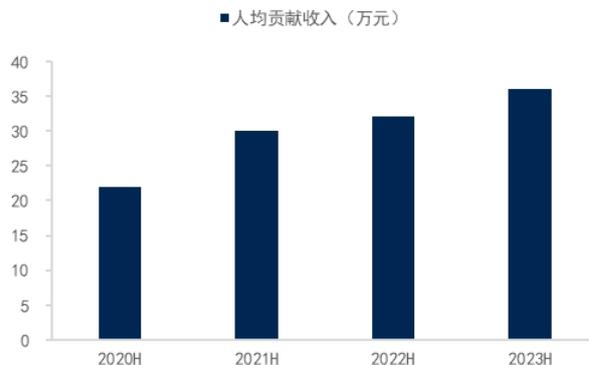


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司充分发挥了组织效能，人均创收持续提升。2023 年公司全口径人数 4240 人，人均贡献收入 78 万元，三年复合增长率 14.6%。

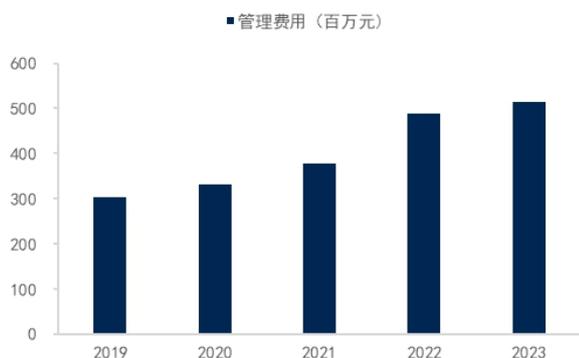
图37: 公司人均贡献收入年度对比


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

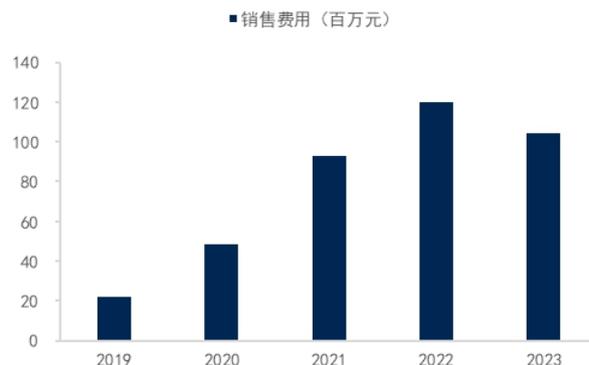
图38: 公司人均贡献收入半年度对比


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司销售费用率先升后降, 2023 年销售费用率为 3.2%, 整体上升是由于规模的增长带来的品牌费用和拓展费用的增加。公司管理费用率稳中有降, 2023 年管理费用率为 15.6%, 主要由于公司组织架构优化。

图39: 公司管理费用变化


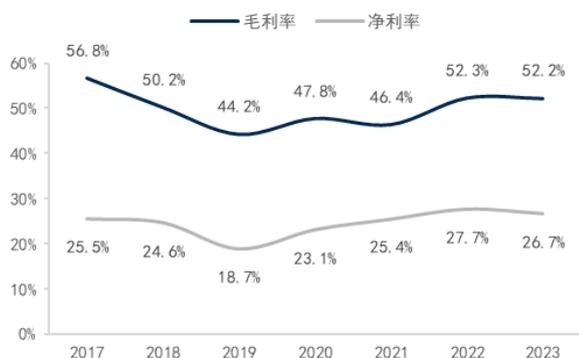
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图40: 公司销售费用变化


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

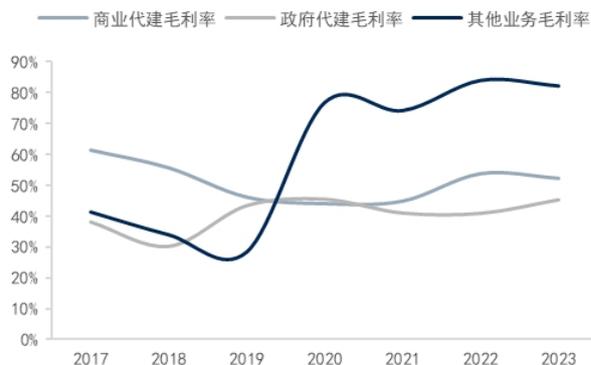
公司盈利水平保持高位稳定, 2023 年公司整体毛利率 52.2%, 整体净利率为 26.7%。分不同业务看, 公司商业代建毛利率 52.3%, 政府代建毛利率 45.2%, 其他业务毛利率 82.2%。

图41: 公司毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图42: 公司不同业务毛利率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

回款周期可控, 在手现金足

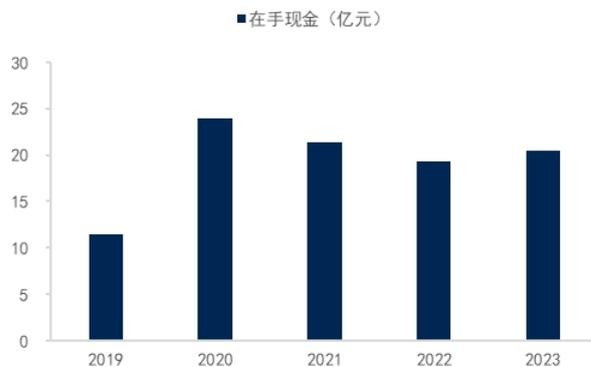
公司回款周期保持稳定, 2023 年应收账款周转天数为 21 天, 回款周期受政府或开发商影响较小。公司在手现金亦保持充足, 2023 年在手现金约 25 亿元。较短的回款周期和充足的在手现金能保证公司合理的发展需要, 以及满足公司高比例的分红。

图43: 公司回款周期



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图44: 公司在手现金



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- 1、公司总营业收入=政府代建收入+商业代建收入+其他业务收入。我们分别估算各项业务未来三年的收入, 得到公司 2024-2026 年总营业收入分别为 41/51/62 亿元;

2、由于优化了组织结构，且在行业下行周期品牌费用和拓展费用支出比例相对减少，预计公司未来三年的管理费用率有所下降，约为 11%；销售费用率保持平稳，约为 2.5%；

3、预计公司未来三年的毛利率和 2023 年持平，约为 52%。

表2：公司营收假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入：百万元	2,656	3,302	4,148	5,114	6,214
增速	18.40%	24.30%	25.60%	23.30%	21.50%
营业成本/营业收入	18.40%	24.30%	25.60%	23.30%	21.50%
管理费用/营业收入	47.70%	47.80%	48.00%	48.00%	48.00%
销售费用/营业收入	18.40%	15.60%	11.00%	11.00%	11.00%
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测及敏感性分析

按上述假设条件，我们得到公司 2024–2026 年营业收入分别为 41/51/62 亿元，归母净利润分别为 12.3/15.1/18.3 亿元，对应每股收益分别为 0.61/0.75/0.91 元。

表3：公司未来三年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3302	4148	5114	6214
营业成本（百万元）	1580	1991	2455	2983
销售费用（百万元）	105	104	128	155
管理费用（百万元）	515	456	563	684
营业利润（百万元）	1217	1655	2049	2505
归母净利润（百万元）	974	1226	1506	1829
每股收益（元）	0.48	0.61	0.75	0.91
ROE	25.2%	27.8%	28.3%	28.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

公司以代建为主业，营收增速和利润水平决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测：1) 在乐观情况下，公司营收及利润水平均不同程度好于预期；2) 在悲观情况下，公司营收及利润水平均不同程度不及预期；3) 在中性预测条件下，公司 2024–2026 年归母净利润分别为 12.3/15.1/18.3 亿元，对应每股收益分别为 0.61/0.75/0.91 元。

表4: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,656	3,302	4,353	5,597	7,081
(+/-%)	18.4%	24.3%	31.8%	28.6%	26.5%
归母净利润(百万元)	745	974	1,322	1,747	2,430
(+/-%)	31.7%	30.8%	35.8%	32.1%	39.1%
每股收益(元)	0.37	0.48	0.66	0.87	1.21
中性预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,656	3,302	4,148	5,114	6,214
(+/-%)	18.4%	24.3%	25.6%	23.3%	21.5%
归母净利润(百万元)	745	974	1,226	1,506	1,829
(+/-%)	31.7%	30.8%	25.9%	22.9%	21.4%
每股收益(元)	0.37	0.48	0.61	0.75	0.91
悲观预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,656	3,302	3,996	4,555	4,920
(+/-%)	18.4%	24.3%	21.0%	14.0%	8.0%
归母净利润(百万元)	745	974	1,055	1,211	1,322
(+/-%)	31.7%	30.8%	8.3%	14.8%	9.2%
每股收益(元)	0.37	0.48	0.52	0.60	0.66

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理股价区间。

绝对估值：每股价值为 8.0 元，较当前股价有 29%的空间

公司具有轻资产、稳定增长的特点，由于房地产行业销售体量是目前代建行业体量约 5 倍，且中短时间之内两者大概率不会快速接近，我们可以用 FCFF 现金流折算法对公司进行估值。假设 WACC 为 12.1%，永续增长率为 2%，其他相关数据见上文分析。据此估算出公司绝对估值为 162 亿元，折合每股价值为 8.0 元，较当前股价有 29%的空间。

表5: FCFF 现金流折算法计算简表（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E	TV
总收入	3302	4148	5114	6214	
增速	24%	26%	23%	22%	
毛利率	52%	52%	52%	52%	
毛利润	1717	2157	2659	3231	
EBIT	1103	1597	1969	2392	
所得税税率	18%	25%	25%	25%	
折旧与摊销	208	215	213	216	
营运资本净变动	-348	-198	30	34	
资本性投资	0	0	0	0	
FCFF	764	1214	1721	2043	20709
PV(FCFF)	705	1084	1371	1452	10106
FCFF 法计算结果					16139

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.30	T	25.00%
无风险利率	2.80%	Ka	11.90%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.32
公司股价	6.21	Ke	12.05%
发行在外股数	2010	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E)	12482	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D)	0	WACC	12.05%
Kd	3.50%	永续增长率	2.0%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析: 假设 WACC 取 12.1%, 永续增长率取 2%, 在保守假设下, 估算出公司绝对估值为 162 亿元, 折合每股价值为 8.0 元。当永续增长率和折现率同时变化的情况下, 假设 WACC 上升至 14.5% 且永续增长率下跌至 0%, 则公司绝对估值折合每股价值为 6.2 元, 基本与当前股价相当。

表7: FCFE 估值模型相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

		WACC 变化			
		12.1%	12.5%	13.5%	14.5%
永续增长率变化	2.0%	8.0	7.7	7.1	6.5
	1.0%	7.7	7.4	6.8	6.3
	0%	7.4	7.2	6.6	6.2

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理测算

相对估值: 每股价值为 6.6 元, 较当前股价有 7% 的空间

公司是代建行业稀缺标的, 同属代建行业的上市标的仅有中原建业 (9982.HK), 但两者体量、布局、品牌力和信用赋能均不相同。由于代建行业和物业管理行业有许多相似之处: 与地产相关但属于轻资产行业、与母公司关联度相似、回款模式相似、拓展与营业模式相似等, 故代建企业和物管企业的估值具有相似性。结合上述理由, 我们也将选取股东背景相近、规模和品牌力相近的若干家物业管理公司同时作为比较。

表8: 可比公司估值比较

代码	公司	2023 EPS	2024E EPS	2025E EPS	2026E EPS	股价	2023 PE	2024E PE	2025E PE	2026E PE
9979.HK	绿城管理控股	0.48	0.61	0.75	0.91	6.21	12.9	10.2	8.3	6.8
	可比公司平均						12.7	10.8	9.3	8.1
2602.HK	万物云	1.66	1.95	2.28	2.55	18.12	10.9	9.3	7.9	7.1
2869.HK	绿城服务	0.19	0.23	0.27	0.31	3.19	16.8	13.9	11.8	10.3
6049.HK	保利物业	2.51	2.89	3.31	3.78	26.45	10.5	9.2	8.0	7.0

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

根据上表可看出, 绿城管理控股和股东背景相近、规模和品牌力相近的物管企业短期内估值水平差异不大, 代建企业和物管企业的估值具有相似性, 但也有差异:

1、物管企业的新增在管面积 (收入) 受母公司及行业下行影响较大, 在地产下行的背景下实现在管面积的高增长几乎不可能, 而如前文所述, 代建行业能穿越地产下行周期, 其新增在建面积 (收入) 反而受益于房地产行业的下行;

2、代建行业和物管行业回款模式相近，但如前文比较，代建行业的回款周期显著少于物管行业，更有利于公司的外拓和派息；

3、物管行业当前整体毛利率呈下行趋势，本质是因为物管行业的单盘模型无法跑通，但代建行业收取代建费或管理费相对独立，盈利能力较为稳定，且整体毛利率水平较物管行业更高。

所以我们认为，出于保守审慎的原则，若按照可比公司给绿城管理控股估值，则公司 2024 年 PE 为 10.8 倍，对应股价为 6.6 元，较当前股价有 7% 的空间。

投资建议

结合绝对估值与相对估值，我们认为公司的合理股价区间为 6.6-8.0 元，较当前股价有 7%-29% 的空间。预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 12.3/15.1/18.3 亿元，对应每股收益分别为 0.61/0.75/0.91 元，对应当前股价 PE 分别为 10.2/8.3/6.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值的方法计算出公司的合理估值，其中加权资本成本（WACC）、永续增长率、相对值的比较等都存在一定的主观判断：

1、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.8%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；

2、永续增长率对公司估值有影响，我们在计算时假设永续增长率为 2.0%，可能存在所在行业整体增长空间缩小、竞争格局恶化等情况从而导致公司估值高估的风险；

3、我们在进行相对估值时选取了比当前港股物管股东背景相近、规模和品牌力相近的公司作为参考，存在公司较同行实际优势不及预期从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

1、我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上，包括对营业收入增长率、营业成本、管理费用、销售费用、研发费用等因素的假设。我们根据综合分析，给出了相对合理的假设，但无法排除部分数据估算不准的可能。

2、我们对公司营业收入增长率的假设，可能存在对代建市场整体空间偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

3、我们对公司各项营业成本及费率的假设，可能存在对运营效率的提升偏乐观、进而低估成本支出导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

政策风险

不排除代建行业发展过快，导致出现部分行业乱象，从而带来政策调控的风险。

经营风险

- 1、不排除公司合作方的履约风险导致公司营收不及预期的风险。
- 2、不排除公司品牌效应减弱和商誉减值对公司经营产生影响的风险。

市场风险

- 1、不排除房地产市场下行超预期导致公司商业代建业务增长不及预期的风险。
- 2、不排除行业竞争格局加剧导致公司业务增长不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1933	2044	2568	3166	3847	营业收入	2656	3302	4148	5114	6214
应收款项	1122	1298	1630	2010	2442	营业成本	1267	1580	1991	2455	2983
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	727	1056	1203	1483	1802	销售费用	120	104	104	128	155
流动资产合计	3858	4440	5442	6725	8197	管理费用	489	514	456	563	684
固定资产	109	111	89	66	44	财务费用	7	6	(51)	(56)	(66)
无形资产及其他	1413	1347	1154	962	769	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	87	241	241	241	241	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	317	364	411	458	506	其他收入	182	119	0	0	0
资产总计	5783	6502	7337	8453	9757	营业利润	955	1217	1648	2025	2458
短期借款及交易性金融负债	0	0	299	411	549	营业外净收支	(30)	(40)	0	0	0
应付款项	411	290	438	552	682	利润总额	925	1177	1648	2025	2458
其他流动负债	1676	2130	2263	2839	3494	所得税费用	189	197	412	506	615
流动负债合计	2087	2420	3000	3802	4725	少数股东损益	(9)	7	10	12	15
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	745	974	1226	1506	1829
其他长期负债	201	179	179	179	179						
长期负债合计	201	179	179	179	179	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2288	2599	3179	3981	4904	净利润	745	974	1226	1506	1829
少数股东权益	134	138	148	160	175	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3739	3996	4241	4542	4908	折旧摊销	0	0	215	215	215
负债和股东权益总计	6161	6733	7567	8683	9987	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	7	6	(51)	(56)	(66)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(6)	(348)	(198)	30	34
每股收益	0.37	0.48	0.61	0.75	0.91	其它	(9)	7	10	12	15
每股红利	0.38	0.50	0.49	0.60	0.73	经营活动现金流	729	632	1253	1763	2093
每股净资产	1.86	1.99	2.11	2.26	2.44	资本开支	(7)	(2)	0	0	0
ROIC	21%	28%	32%	35%	39%	其它投资现金流	(0)	34	0	(25)	(40)
ROE	21%	25%	30%	34%	39%	投资活动现金流	(80)	(15)	(47)	(72)	(87)
毛利率	52%	52%	52%	52%	52%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	33%	39%	39%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	33%	44%	43%	42%	支付股利、利息	(759)	(1003)	(981)	(1205)	(1463)
收入增长	18%	24%	26%	23%	22%	其它融资现金流	665	1500	299	112	138
净利润增长率	32%	31%	26%	23%	21%	融资活动现金流	(854)	(506)	(682)	(1093)	(1325)
资产负债率	39%	41%	44%	48%	51%	现金净变动	(205)	111	523	598	681
息率	6.1%	8.0%	7.9%	9.7%	11.7%	货币资金的期初余额	2138	1933	2044	2568	3166
P/E	16.8	12.8	10.2	8.3	6.8	货币资金的期末余额	1933	2044	2568	3166	3847
P/B	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5	企业自由现金流	607	569	1214	1721	2043
EV/EBITDA	18.9	13.7	8.6	7.5	6.7	权益自由现金流	1267	2064	1551	1875	2231

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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