

绿城管理控股(9979.HK)/房地
地产开发

证券研究报告/公司深度报告

2024年5月8日

评级: 买入(首次)

市场价格: 6.84 港元

分析师: 由子沛

执业证书编号: S0740523020005

Email: youzp@zts.com.cn

分析师: 侯希得

执业证书编号: S0740523080001

Email: houxd@zts.com.cn

分析师: 李焱

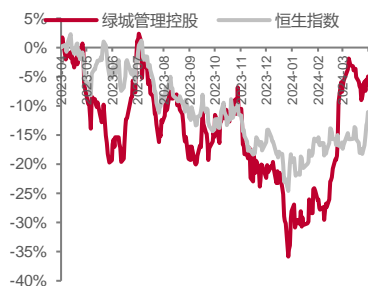
执业证书编号: S0740520110003

Email: liyao01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,010
流通股本(百万股)	2,010
市价(港元)	6.84
市值(百万港元)	13,748
流通市值(百万港元)	13,748

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,657	3,303	4,104	5,092	6,300
增长率 yoy%	18%	24%	24%	24%	24%
净利润(百万元)	745	974	1,246	1,557	1,908
增长率 yoy%	32%	31%	28%	25%	23%
每股收益(元)	0.37	0.48	0.62	0.77	0.95
每股现金流量	0.36	0.00	0.89	-0.22	1.08
净资产收益率	21%	25%	27%	26%	25%
P/E	16.8	12.8	10.0	8.0	6.5
P/B	3.3	3.1	2.4	1.8	1.4

备注: 每股指标按照最新股本数全面摊薄, 股价以 2024 年 5 月 8 日收盘价为基准

报告摘要

- 代建龙头杭州起步, 3+3 特色商业模式:** 绿城管理控股是中国房地产轻资产开发模式的先行者、引领者。绿城管理控股于 2020 年 7 月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。核心业务模式包括: 三大代建主业, 政府代建和商业代建、资方代建; 以及配套服务, 金融服务、产城服务和产业链服务。
- 持股集中, 激励充分:** 截至 2023 年底, 绿城中国控股有限公司持有公司 71.28% 的股权, 为公司唯一持股比例大于 5% 的大股东, 同时也是绿城管理控股实控人。公司于 2020 年及 2022 年实行两次股权激励计划, 两次累计可供授出的股份奖励数目 87.76 百万股, 将公司高管及股东利益与公司发展绑定, 充分调动了团队积极性。
- 核心业务增长势头强劲, 客户结构持续优化:** 2023 年公司实现营业收入 33 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%。核心业务方面, 1) 商业代建作为公司核心业务, 为公司最主要的营收和利润来源, 2023 年实现收入 23.5 亿元, 同比增长 40.6%; 政府代建及其他业务收入及利润保持稳健; 2) 绿城管理控股凭借品牌优势, 进行差异化全国业务布局, 聚焦发达地区业务拓展。截至 2023 年 12 月 31 日, 公司代建项目已布局中国 29 个省、直辖市及自治区的 122 座主要城市, 合约项目总建筑面积 119.6 百万平方米, 较去年同期增长 17.9%; 3) 公司不断调整业务结构, 深化与国有企业、金融机构等业务的合作机会, 保持多元的客户结构, 不断巩固自身实力及行业影响力。2023 年, 公司新拓代建项目的合约总建筑面积达 35.3 百万平方米, 同比增长约 25%。从客户结构来看, 政府、国企委托方及金融机构占比达 69.4%。
- 投资建议:** 绿城管理控股作为代建行业龙头, 背靠绿城集团, 在地产行业下行背景, 城投和中小房企代建需求激增, 以及政府促进保障房发展政策持续推进, 保交楼政策支持, 各类代建需求增加的背景下, 作为市占率稳居第一的企业, 在积累的客户基础和强大供应链的条件下, 近年来取得了稳健的业绩增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.46 亿、15.57 亿、19.08 亿, 当前股价对应 PE 分别为 10.0 倍、8.0 倍、6.5 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 代建行业竞争激烈程度超预期、引用数据滞后或不及时。

一、公司发展历程及业务概览.....	- 4 -
二、 持股集中，股权激励制度完善.....	- 6 -
2.1 绿城中国控股有限公司为唯一大股东	- 6 -
2.2 管理层经验丰富	- 6 -
2.3 丰富灵活的股权激励机制.....	- 7 -
三、核心业务增长势头强劲，客户结构持续优化.....	- 8 -
3.1 商业代建营收利润稳健，多元业务促进收入增长	- 8 -
3.2 全国业务布局，聚焦发达地区	- 11 -
3.3 多元客户结构，新拓逆势增长	- 11 -
四、营收高速增长，盈利水平良好.....	- 12 -
五、盈利预测：	- 16 -
六、投资建议	- 18 -
七、风险提示	- 18 -

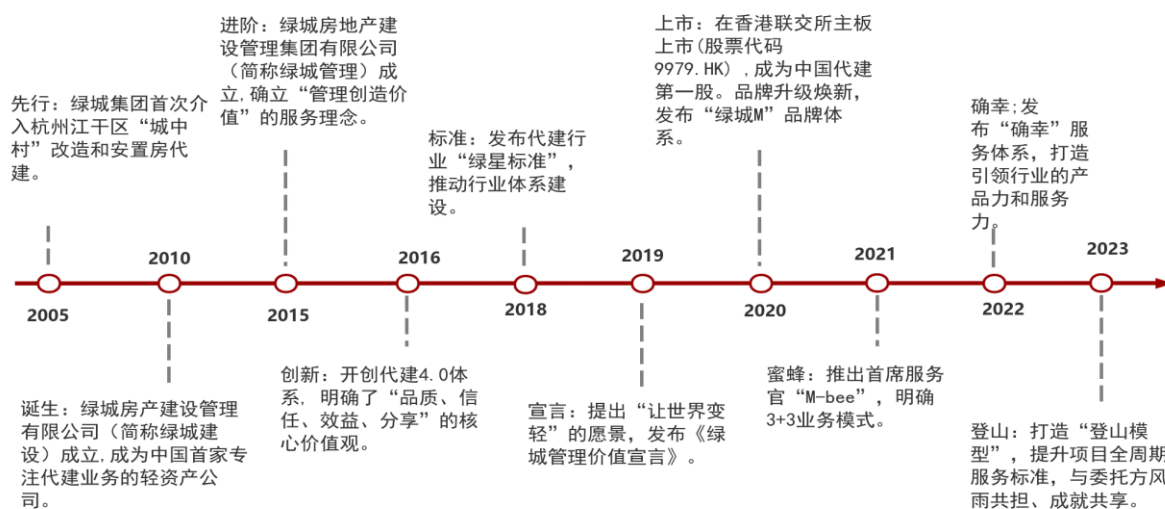
图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 4 -
图表 2: 公司主营业务情况.....	- 5 -
图表 3: 代建行业市场份额占有率情况.....	- 5 -
图表 4: 公司股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)	- 6 -
图表 5: 公司管理层背景.....	- 6 -
图表 6: 2020 年 12 月 24 日公司股权激励计划.....	- 7 -
图表 7: 2022 年 4 月 24 日公司股权激励计划.....	- 8 -
图表 8: 分业务收入情况 (亿元)	- 9 -
图表 9: 主营业务营收增长率.....	- 9 -
图表 10: 月度合同销售金额(亿元人民币)	- 10 -
图表 11: 月度合同销售面积 (万平方米)	- 10 -
图表 12: 合约项目总建筑面积 (百万平方米)	- 11 -
图表 13: 新拓代建项目的合约项目总建筑面积 (百万平方米)	- 12 -
图表 14: 2023 年合约项目总建筑面积各类业务占比.....	- 12 -
图表 15: 公司总营业收入变动情况 (亿元)	- 13 -
图表 16: 公司归母净利润变动情况 (亿元)	- 13 -
图表 17: 总资产 (亿元)	- 13 -
图表 18: 净资产收益率.....	- 14 -
图表 19: 销售毛利率.....	- 14 -
图表 20: 销售净利率.....	- 15 -
图表 21: 公司资产负债率情况.....	- 15 -
图表 22: 公司经营活动现金流情况 (亿元)	- 16 -
图表 23: 公司主营业务收入 (百万元) 预测拆分.....	- 17 -
图表 24: 可比公司估值表.....	- 18 -
图表 25: 盈利预测表.....	- 20 -

一、公司发展历程及业务概览

杭州发展起步的代建龙头企业。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。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，绿城管理正式成立，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。

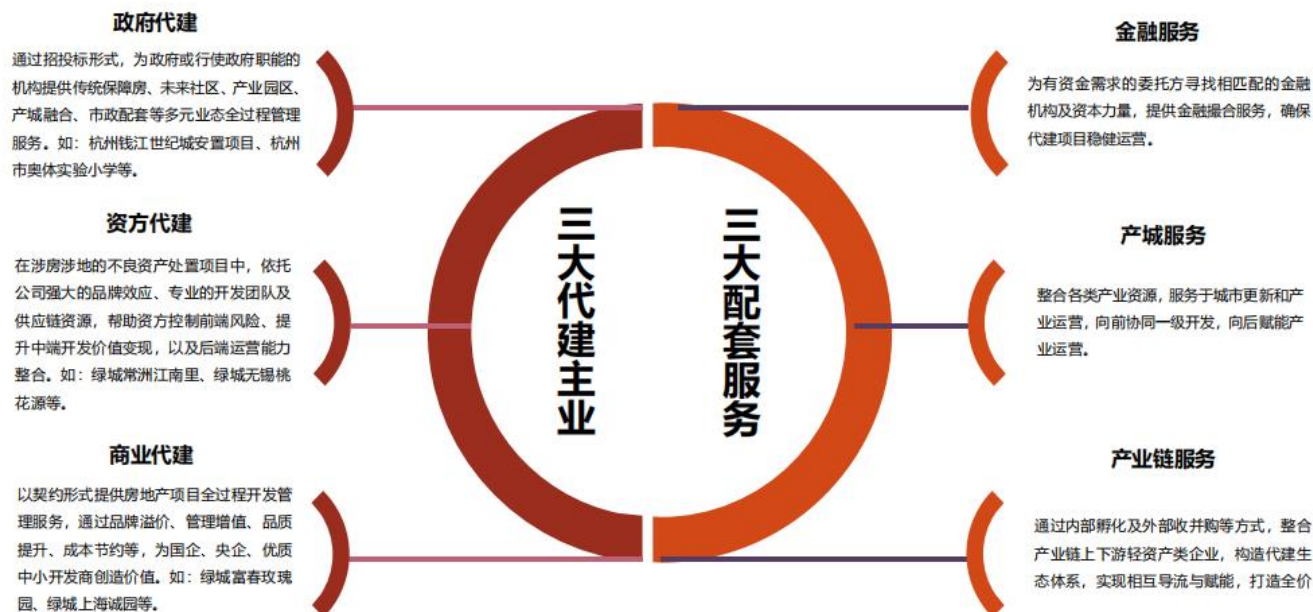
图表 1：公司发展历程



来源：公司官网、中泰证券研究所

3+3 模式按需定制的全方位服务。绿城管理秉持“品质、信任、效益、分享”的核心价值观，以“管理创造价值”为服务理念。通过项目管理整合资源、输出品牌及标准，以定制化的解决方案和高品质的服务，为客户创造价值。核心业务模式包括：三大代建主业，政府代建、商业代建、资方代建；三大配套服务，金融服务、产城服务、产业链服务。

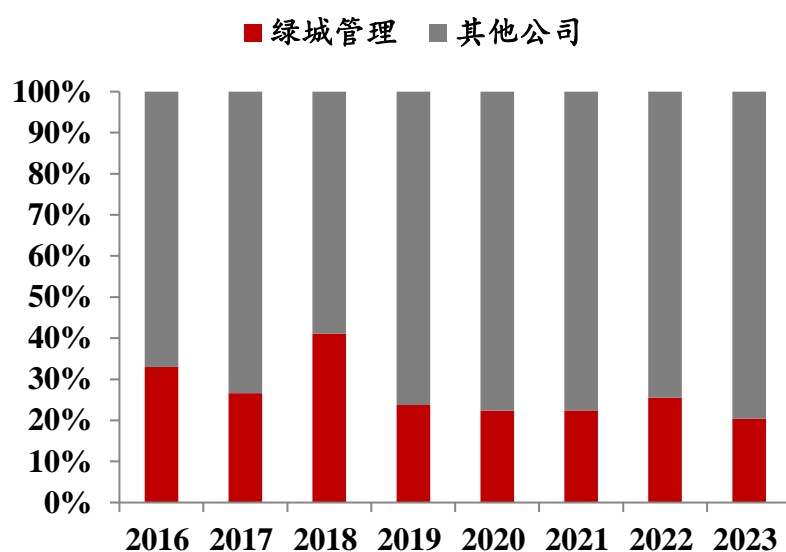
图表 2：公司主营业务情况



来源：公司官网、中泰证券研究所

代建行业龙头企业。绿城管理控股已连续八年保持行业市场份额 20% 以上，稳居行业第一身位。截止到 2023 年 12 月 31 日，公司的项目覆盖 122 座城市，商业代建总建筑面积 87.6 百万平方米，政府代建总建筑面积 32 百万平方米，合约总建筑面积 119.6 百万平方米，其中在建面积 52.5 百万平方米。

图表 3：代建行业市场份额占有率情况



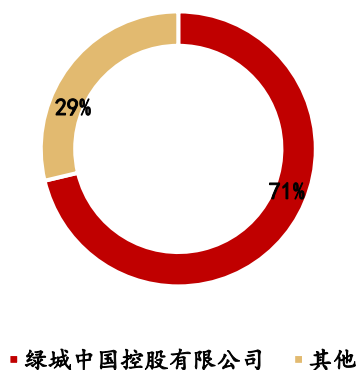
来源：公司官网、中泰证券研究所

二、持股集中，股权激励制度完善

2.1 绿城中国控股有限公司为唯一大股东

截至 2023 年 12 月 31 日，绿城中国控股有限公司持有公司 71.28% 的股权，为公司唯一持股比例大于 5% 的大股东，同时也是绿城管理控股实控人，公司高管持有少量股份，持股比例集中。

图表 4：公司股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）



来源：Wind、中泰证券研究所

2.2 管理层经验丰富

绿城管理控股核心成员多在绿城集团先后担任多职务，具有多年从业经验。联席主席郭佳峰自 2000 年 4 月加入绿城，从 2006 年 7 月至 2015 年 3 月曾担任发行人执行董事，并担任绿城房地产集团有限公司执行总经理，其后于 2015 年 4 月至 2019 年 7 月主要经营其个人业务。于 2019 年 7 月 11 日再获委任为绿城中国控股有限公司执行董事及执行总裁，于 2020 年 12 月 17 日获委任为绿城中国控股有限公司行政总裁，现担任公司董事。副主席兼执行董事李军自 2002 年加入绿城集团，先后历任多个职位，于 2019 年、2020 年蝉联中国房地产年度影响力行业领军人物，有 22 年行业经验。

图表 5：公司管理层背景

董事会							
姓名	职务	任职日期	性别	出生年份	年龄	最新薪酬(万元)	最新持股数(万股)
郭佳峰	联席主席	2023-07-31	男	1965	59	89.30	200.00
张亚东	联席主席	2023-07-31	男	1969	55	89.30	200.00
李军	副主席	2023-07-31	男	1977	47	1,287.70	2,118.80
李军	执行董事	2016-12-12	男	1977	47	1,287.70	2,118.80

林三九	执行董事	2020-01-08	男	1964	60	868.80	497.00
王俊峰	执行董事	2023-01-12	男	1976	48	--	--
郭佳峰	非执行董事	2020-01-08	男	1965	59	32.00	200.00
张亚东	非执行董事	2020-01-08	男	1969	55	32.00	200.00
陈仁君	独立非执行董事	2020-06-23	男	1969	55	32.00	--
丁祖昱	独立非执行董事	2020-06-23	男	1974	50	32.00	--
林治洪	独立非执行董事	2020-06-23	男	1971	53	32.00	--

公司高管

姓名	职务	任职日期	性别	出生年份	年龄	最新薪酬(万元)	最新持股数(万股)
王荟	助理总裁	2020-12-31	女	1979	45	--	--
周叶	助理总裁	2023-01-12	男	1983	41	--	--
林三九	执行总裁	2020-01-08	男	1964	60	868.80	497.00
王俊峰	执行总裁	2023-01-12	男	1976	48	--	--
王俊峰	行政总裁	2023-07-31	男	1976	48	--	--
程敏	副总裁	2020-12-31	男	1982	42	--	--
付鹏	副总裁	2021-07-31	男	1975	49	--	--
骆祎	副总裁	2022-02-15	男	1978	46	--	--
张盼盼	公司秘书	2020-12-18	女	1983	41	--	--

委员会

姓名	职务	任职日期	性别	出生年份	年龄	最新薪酬(万元)	最新持股数(万股)
丁祖昱	薪酬委员会主席	--		1974	50	32.00	--
林治洪	提名委员会主席	--	男	1971	53	32.00	--
陈仁君	审核委员会主席	--	男	1969	55	32.00	--

来源: Wind、中泰证券研究所

2.3 丰富灵活的股权激励机制

公司于2020年及2022年实行两次股权激励计划。于2020年12月24日,董事向45名选定参与者授出合共35,740,000股股份,相当于公司于公告日期已发行股本的约1.825%。于2022年4月24日,向承授人授出合共52,024,000股奖励股份,42,524,000股奖励股份授予69名雇员承授人(并非公司关连人士);及9,500,000股奖励股份建议授予4名关连承授人(为公司关连人士),相当于公司于公告日期已发行股本的约2.657%。

图表 6: 2020年12月24日公司股权激励计划

关联承授人	已授出奖励股份数目(万股)
郭佳峰	200
张亚东	200
刘文生	200
李军	390
林三九	288
余致力	50

7 名本公司若干附属公司的董事	676
32 名与本公司或本公司关联人士并无关联的 选定参与者	1570
总计	3574

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：2022 年 4 月 24 日公司股权激励计划

关联承授人	已授出奖励股份数目（万股）
李军（董事）	350
林三九（董事）	200
詹丽英（附属公司董事）	200
骆祎（附属公司董事）	200
69 名非关联承受人	4252
总计	5202

来源：公司公告、中泰证券研究所

三、核心业务增长势头强劲，客户结构持续优化

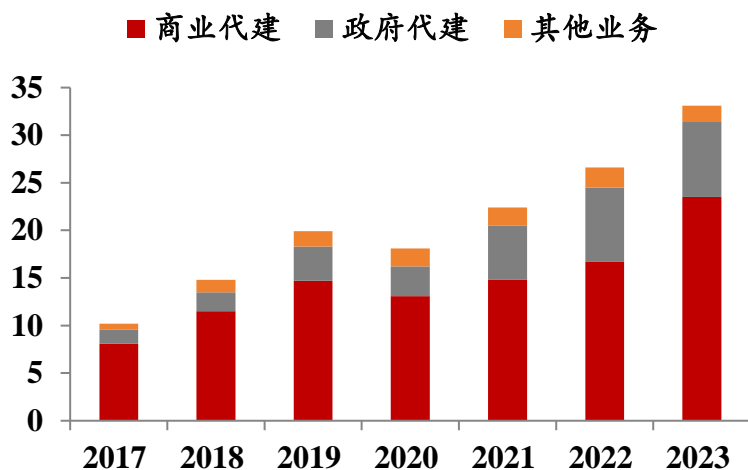
代建仍为蓝海行业，行业规模持续增长。在房地产行业大周期下行的阶段，代建行业因政策支持及行业发展模式的转变，维持了较高的增速。2022 年，代建行业整体新拓面积首次突破了 1 亿平方米。从政策方面看，2023 年中央提“三大工程”建设，大力推动保障房建设、城中村改造，全国多个城市已出台措施提升保障性住房筹建规模，除传统安置房外，公租房、人才公寓、共有产权房等多种新业务保障性住房建设需求增多，产业园区、产城融合、市政配套设施等多元城市服务业务机会快速提升。各省级单位陆续出台政府投资项目代建制度，政府代建机会广阔且受政策扶持，极大地打开了代建行业市场需求。从行业模式变化来看，房地产波动期，金融机构在“保交楼”政策下持续下场介入涉房涉地类纾困项目的规模快速增长，模式更加多元。而代建模式通过品牌焕新、销售激活、复工复产、保质交付等多种方式，助力项目实现信用跃升，实现多方共赢，顺应了目前的行业发展趋势。公司通过发挥自身品牌、管理及资源整合优势，积极参与政府及国央企项目、纾困类项目，有望持续受益行业增长、引领行业发展。

3.1 商业代建营收利润稳健，多元业务促进收入增长

从业务结构上来看，商业代建为绿城管理控股最主要的营收和利润来源，2023 年公司商业代建业务收入为 23.5 亿元，占整体收入的 71.05%，与 2022 年同期 16.7 亿相比增长了人民币 6.8 亿元，增长率 40.55%。主要系随着房地产市场发展转型的需求，来自政府、国企、城投公司及金融机构等委托方的代建机会增多，公司把握机会积极参与“保交楼”等纾困项目建设。在政府代建制及保障性住房建设加速推动下，公司政府代

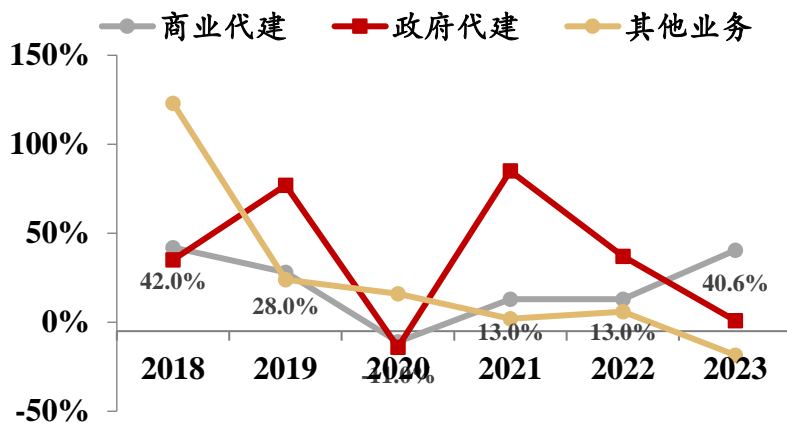
建收入也持续提升，达 7.9 亿元，占整体收入的 23.88%。其他服务收入为人民币 1.7 亿元，占整体收入的 5.08%。

图表 8：分业务收入情况（亿元）



来源：Wind、中泰证券研究所

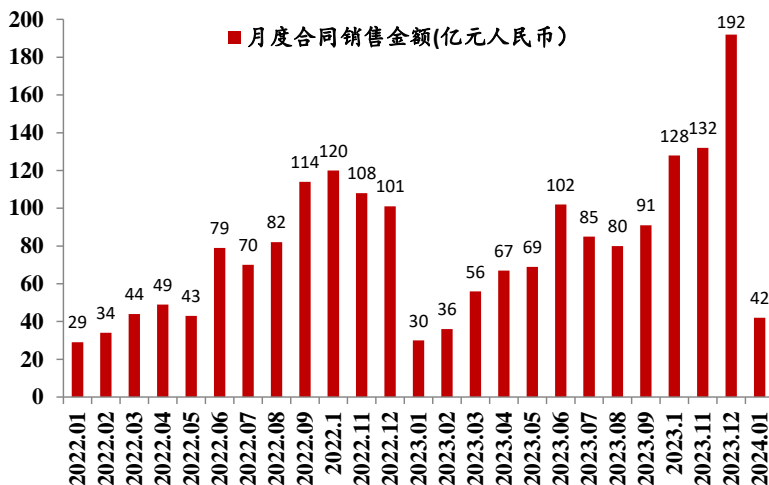
图表 9：主营业务营收增长率



来源：Wind、中泰证券研究所

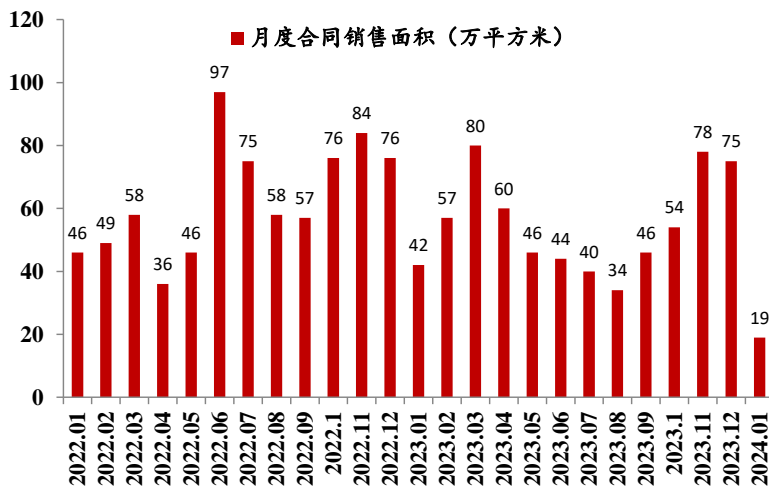
在房地产行业下行压力下，绿城管理控股凭借着核心优势，在代建业务上保持着强劲的业绩增长速度。2023年1-12月合同销售金额达1068亿元，合同销售面积达656万平方米，规模稳步增长。

图表 10：月度合同销售金额(亿元人民币)



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 11：月度合同销售面积(万平方米)

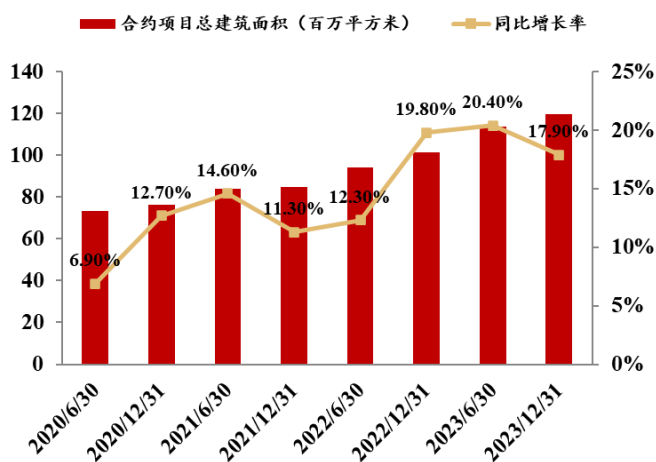


来源：Wind、中泰证券研究所

3.2 全国业务布局，聚焦发达地区

绿城管理控股凭借品牌优势，根据各个区域业务类型、业务特点和内部资源的匹配程度，进行了差异化全国业务布局，聚焦发达地区的业务拓展。截至 2023 年 12 月 31 日，公司代建项目已布局中国 29 个省、直辖市及自治区的 122 座主要城市，合约项目总建筑面积 119.6 百万平方米，较去年同期增长 17.9%。在全国化的布局下，主要经济区域（含：环渤海经济圈、京津冀城市群、长三角经济圈、珠三角经济圈、成渝城市群）持续保持较大比重：合约项目预估总可售货值达 6,933 亿元，规模占整体可售货值的 77.7%；其中长三角经济圈项目 2,897 亿元占 32.5%，环渤海经济圈、京津冀城市群项目 2,343 亿元占 26.2%，珠三角经济圈项目人民币 1,228 亿元占 13.8%，成渝城市群项目 465 亿元占 5.2%。

图表 12：合约项目总建筑面积（百万平方米）

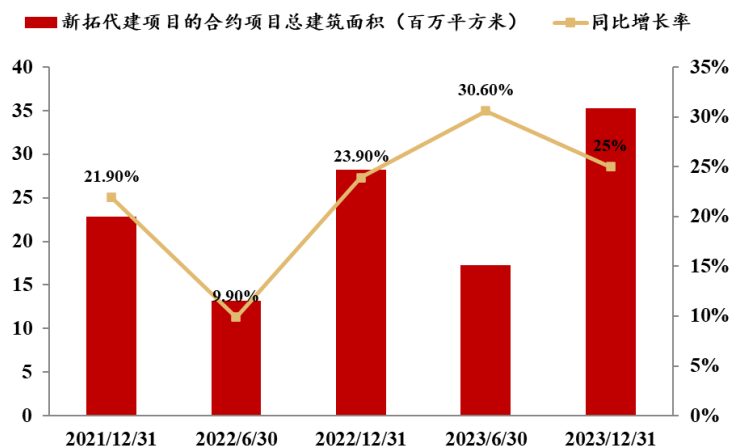


来源：Wind、中泰证券研究所

3.3 多元客户结构，新拓逆势增长

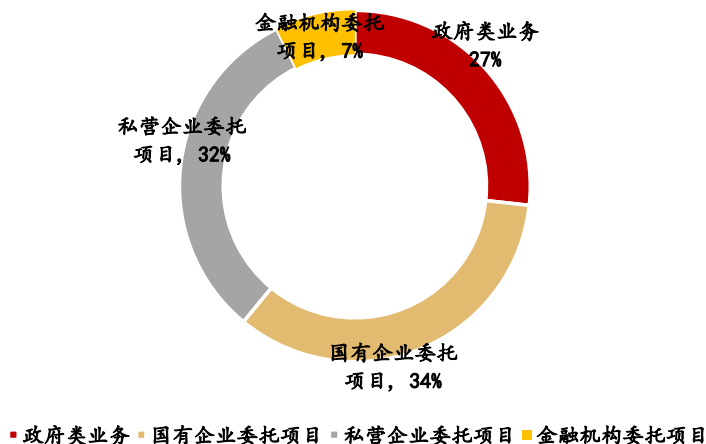
绿城管理控股不断调整业务结构，深化与国有企业、金融机构等业务机会，保持多元的客户结构，不断巩固自身实力及行业影响力，2023 年，公司新拓业务保持逆势增长，新拓代建项目的合约总建筑面积达 35.3 百万平方米，较去年同期增长约 25.0%，其中政府、国有企业委托方及金融机构占比达 74.7%；新拓代建项目代建费预估 103.7 亿元，较去年同期增长约 20.5%，其中政府、国有企业委托方及金融机构占比达 69.4%。新拓业务除销售类住宅外，还增加了产业园区、公租房、人才公寓、共有产权房、未来社区、市政配套、商业、酒店、办公室等。截至 2023 年 12 月 31 日，按合约项目总建筑面积测算，政府类业务为 32.0 百万平方米，占比 26.8%；国有企业委托项目为 40.9 百万平方米，占比 34.2%；私营企业委托项目为 37.9 百万平方米，占比 31.7%；金融机构委托项目为 8.8 百万平方米，占比 7.3%。

图表 13：新拓代建项目的合约项目总建筑面积（百万平方米）



来源：Wind、中泰证券研究所

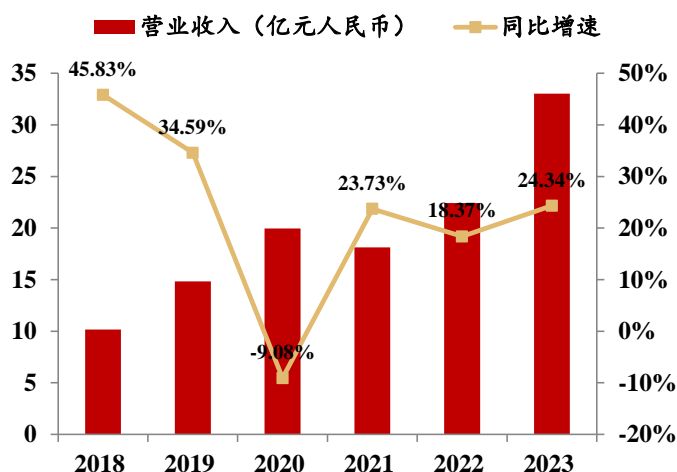
图表 14：2023 年合约项目总建筑面积各类业务占比



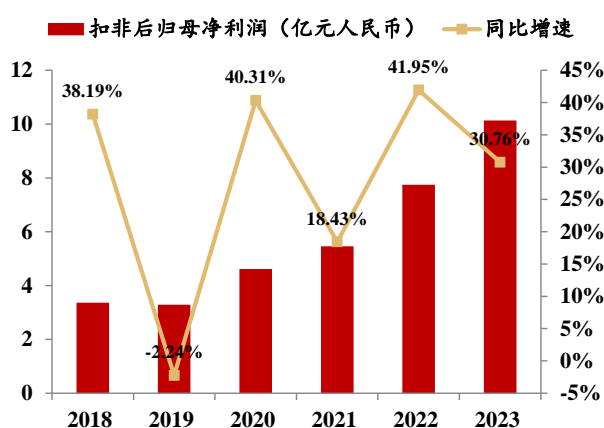
来源：Wind、中泰证券研究所

四、营收高速增长，盈利水平良好

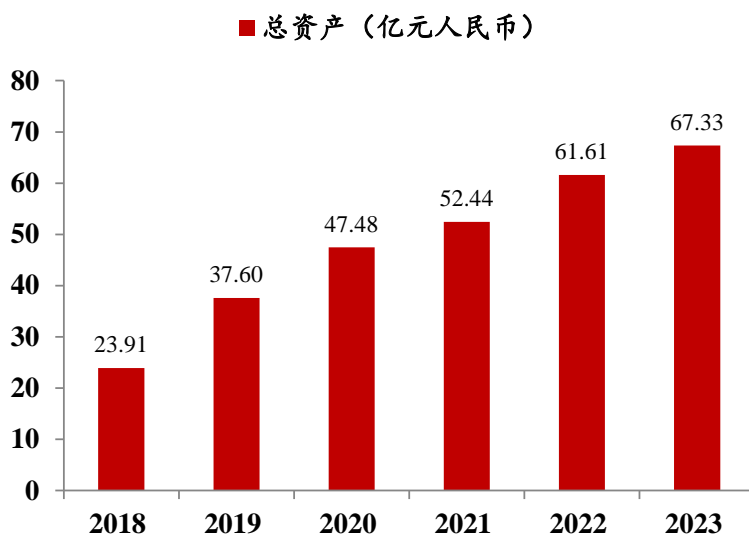
在房地产去金融化、投资端去中心化趋势下，来自政府、国企、城投公司及金融机构等委托方的代建机会增多，绿城管理控股利用自身品牌、管理及资源整合优势，积极参与纾困类、城投托底类项目的代建服务，实现收入快速增长，2023 年公司营业收入达到 33.03 亿元，同比增长 24.34%；扣非后归母净利润在 2023 年达到峰值 10.13 亿元。近年来公司加快扩张速度，资产日渐增厚，规模再创新高。2023 年 12 月 31 日，公司总资产规模达 67.33 亿元。

图表 15: 公司总营业收入变动情况 (亿元)


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 16: 扣非后归母净利润变动情况 (亿元)


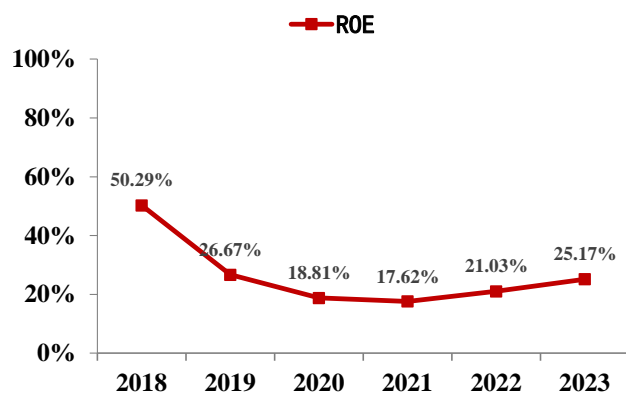
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 17: 总资产 (亿元)


来源: Wind、中泰证券研究所

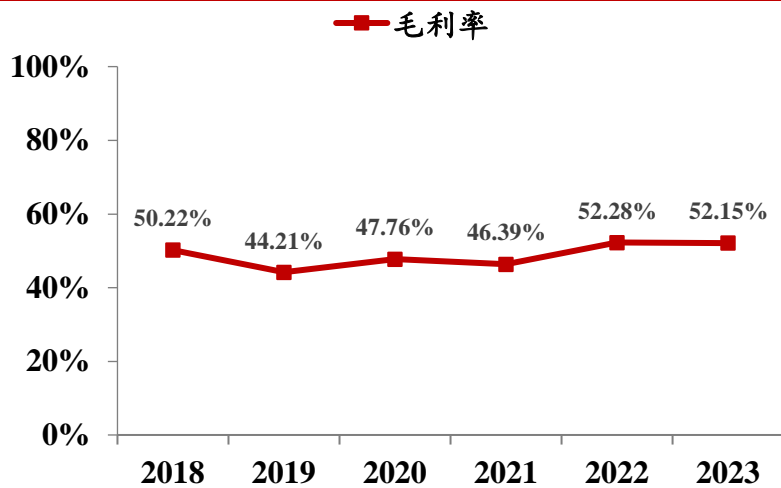
绿城管理控股作为全国代建龙头企业，盈利能力方面，公司毛利率近五年来稳定维持在 50% 左右的水平，显著高于内地龙头房产企业。2023 年，公司净资产收益率为 25.17%，销售毛利率和销售净利率分别为 52.15% 和 29.69%。其中三个业务板块的毛利率分别为：商业代建为 52.3%、政府代建为 45.2% 及其他服务为 82.2%。2022 年分别为 53.8%、40.8% 和 84.0%。公司销售毛利率和净利率逐步上升，盈利持续向好。主要原因是 1) 公司优化薪酬体系，加强绩效考核和成本控制；2) 是政府代建规模效应提升了该业务板块的管理效率；3) 公司上市前因未取得房地产开发一级资质而由绿城房地产集团有限公司投标且由绿城管理集团管理的项目本期实现收入人民币 112.2 百万元，此类项目的服务成本在绿城房地产集团有限公司列支，公司按项目净收益与绿城房地产集团有限公司结算确认收入。

图表 18: 净资产收益率

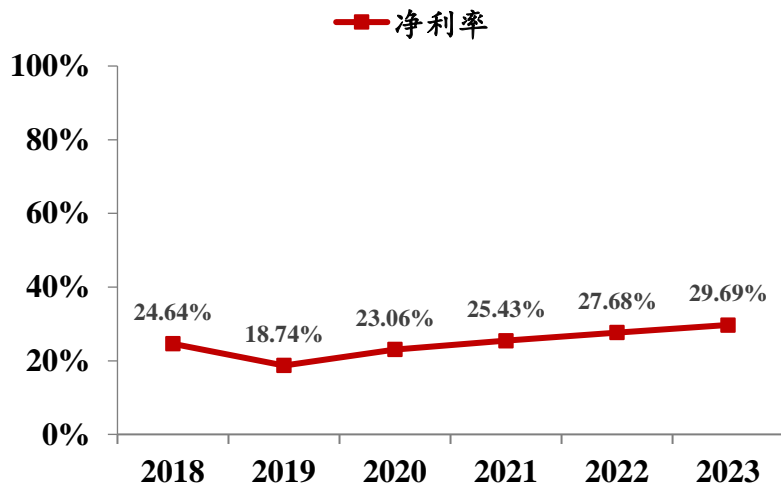


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 19: 销售毛利率

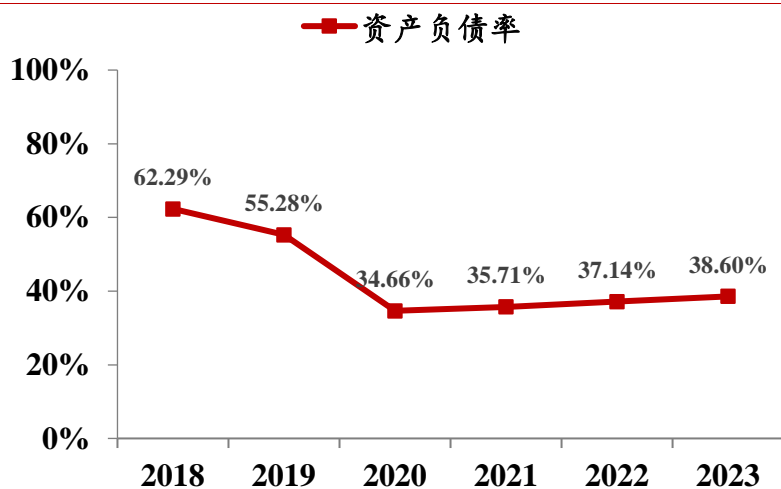


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20：销售净利率


来源：Wind、中泰证券研究所

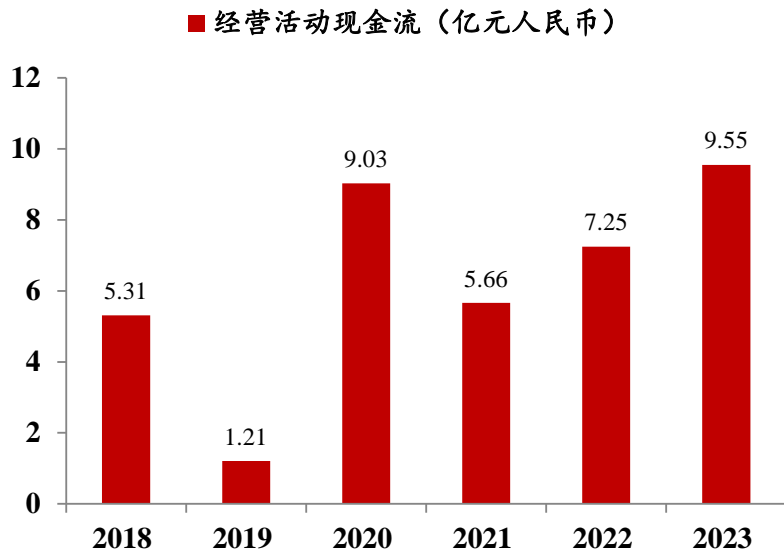
公司资产负债率常年在 50% 以下，截至 2023 年为 38.6%，企业负债规模与行业平均水平相比相对较小、偿付能力相对较强。

图表 21：公司资产负债率情况


来源：Wind、中泰证券研究所

2023 年，公司经营活动现金流为 9.55 亿元，流动比率为 1.83 倍（2022 年 12 月 31 日：1.85 倍）。杠杆比率（计息债务除以同期末权益总额）为 0.9%（2022 年 12 月 31 日：0.9%）。现金流保持充裕，为本公司后续发展提供强有力的支撑。

图表 22：公司经营活动现金流情况（亿元）



来源：Wind、中泰证券研究所

五、盈利预测：

假设：房地产代建行业不发生重大系统性政策调整，行业格局维持当前格局，我们对公司各项业务做出以下预测。根据公司不同的业务发展情况分别做出预测。

收入预测

1) 商业代建在 2021-2023 年分别为 14.78 亿、16.69 亿、23.46 亿呈上升趋势，且 21-22、22-23 增速分别为 12.92%、40.56%；商业代建的规模逐渐扩大，相关收入不断增加，且增速在主营业务中保持了较为稳定的正增长，主要原因为 2023 年度集团持续推进属地深耕战略，持续优化内部管理，提升项目开工转化率，积极参与“保交楼”等纾困项目建设。在当前行业背景下，预计后续来自政府、国企、城投公司和金融机构的代建需求仍会增加，但随着代建业务迅速崛起成为行业热点，吸引了众多房地产企业的积极参与，市场竞争压力显著增加。预计商业代建收入在 2024-2026 年收入增速维持在 28% 左右的水平。

2) 政府代建收入与政府政策方向紧密相关，城市更新、保障性住房建设等近年政策大力鼓励的发展方向刺激的政府代建项目需求，使 2021-2022 年企业政府代建业务保持高速增长。但 2023 年度由于公司优化政府代建业务布局及业务模式，以提升经营效率为主线，主动摒弃低利润率项目，收入增长相对滞缓。根据克尔瑞统计，2024 年一季度代建新增规模 TOP20 企业新增签约面积 3464 万平方米，是 2023 年全年新增签约面积的 29%，其中政府机关和国企城投类委托占比高达 61%，证明目前政府代建需求仍然十分强劲。同时，考虑到尚未履约部分的政府代建合约额，以及新拓政府代建费，因此预测绿城管理此项收入增长率在 2024-2026 年会有所增长，增速放缓，维持在 15% 左右的水平。

3) 其他业务在总业务收入中占比较小, 2023 年因公司上市前因未取得房地产开发一级资质而由绿城房地产集团投标且由绿城管理集团绿城管理集团管理的项目本期实现收入人民币 112.2 百万元。预计 2024-2026 年收入与 2023 年基本持平。

毛利率预测

- 1) 商业代建毛利率近年来稳定维持在 50% 左右的高水平, 在 2022 年与 2023 年的毛利率分别为 53.8%, 52.3%, 基本持平, 小幅下降主要是由于拓展服务范围至设计、营销等需第三方单位协助的领域, 使成本增长的速度快于收入增长。预期商业代建毛利率在 2024-2026 年将继续维持在 50% 左右的水平。
- 2) 政府代建毛利率在 2019-2023 年维持在 40%, 近年来, 集团强化信息化建设, 以信息化工具赋能各级管控部门, 同时优化考核评价机制, 公司的运营效率和人均效能得以提升, 因此预测 2024-2026 年毛利率将继续维持在 40% 以上。
- 3) 其他业务毛利率自 2020 年后一直稳定维持在 80% 左右。高毛利主要是因为此类项目的服务成本在绿城房地产集团列支, 公司按项目净收益与绿城房地产集团结算确认收入。因此预测毛利基本保持不变。

图表 23: 公司主营业务收入 (百万元) 预测拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
商业代建收入	1478.00	1669.00	2346.00	3026.34	3873.72	4919.62
YoY	12.65%	12.92%	40.56%	29.00%	28.00%	27.00%
毛利率	44.90%	53.80%	52.30%	49.00%	50.00%	50.00%
政府代建收入	572.00	781.00	788.00	906.20	1042.13	1198.45
YoY	84.52%	36.54%	0.90%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	40.90%	40.80%	45.20%	43.00%	44.00%	45.00%
其他业务收入	194.00	206.00	168.00	171.36	175.64	180.91
YoY	1.57%	6.19%	-18.45%	2.00%	2.50%	3.00%
毛利率	74.20%	84.00%	82.20%	80.00%	80.00%	80.00%
营业总收入	2244.34	2656.68	3303.32	4104.42	5092.14	6299.79
YoY	23.72%	18.41%	24.32%	24.29%	24.06%	23.72%
综合毛利率	46.39%	52.32%	52.13%	48.97%	49.81%	49.91%

来源: Wind、中泰证券研究所

六、投资建议

绿城管理控股作为代建行业龙头,背靠绿城集团,在地产行业下行背景,城投和中小房企代建需求激增,以及政府促进保障房发展政策持续推进,保交楼政策支持,各类代建需求增加的背景下,作为市占率稳居第一的企业,在积累的客户基础和强大供应链的条件下,近年来取得了稳健的业绩增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.46 亿、15.57 亿、19.08 亿,当前股价对应 PE 分别为 10.0 倍、8.0 倍、6.5 倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 24: 可比公司估值表

证券名称	总市值(亿元 /亿港元)	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)	PE (2026E)
太古地产	808.4	33.8	15.4	15.6	15.1
华润万象生活	586.4	20.0	16.4	13.8	11.7
万物云	254.6	13.0	11.2	9.6	8.4
新城控股	227.1	74.3	27.6	25.0	22.4
招商蛇口	783.8	12.3	9.7	8.2	7.4
保利发展	1075.0	9.3	8.2	7.4	7.1
万科 A	859.0	8.3	8.1	8.0	8.2
平均	656.3	24.4	13.8	12.5	11.5
绿城管理控股	124.8	12.8	10.0	8.0	6.5

数据来源: Wind、中泰证券研究所

注: 股价以 2024 年 5 月 8 日收盘价为准, 绿城管理控股外, 其他公司预测 PE 均来自 wind 一致预期。

使用 5 月 8 日港元兑人民币中间价 (0.91) 计算港股上市企业市值。

七、风险提示

- 代建行业竞争激烈程度超预期:** 在各种政策利好代建行业发展的背景下,越来越多的房企利用自身的优势进入行业,以对抗房地产下行压力。随着越来越多房企开展代建业务,激烈的竞争格局和价格战争可能会导致公司市场份额及业绩增速下降,行业龙头地位受到挑战。
- 引用数据滞后或不及时:** 报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时,存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。
- 代建行业规模超预期下滑:** 房地产市场销售持续下滑,造成代建行业规模超预期下滑。

4. 代建行业受政策不确定性影响：政府代建占比高，易受政策波动影响。

图表 25：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,044	3,539	2,335	3,553	营业总收入	3,303	4,104	5,092	6,300
应收款项合计	1,298	1,633	2,026	2,507	主营业务收入	3,302	4,104	5,092	6,300
存货	0	0	0	0	其他营业收入	1	0	0	0
其他流动资产	1,098	863	1,060	671	营业总支出	2,199	2,714	3,376	4,170
流动资产合计	4,440	6,035	5,421	6,731	营业成本	1,580	2,095	2,556	3,156
固定资产净额	111	1,597	2,953	4,158	营业开支	619	620	820	1,014
权益性投资	364	200	220	242	营业利润	1,104	1,390	1,716	2,130
其他长期投资	230	280	330	380	净利息支出	-108	-115	-115	-115
商誉及无形资产	1,347	1,500	1,500	2,250	权益性投资损益	43	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	其他非经营性损益	-38	0	0	0
其他非流动资产	241	50	52	55	非经常项目前利润	1,217	1,505	1,831	2,245
非流动资产合计	2,293	3,627	5,055	7,085	非经常项目损益	-40	-40	0	0
资产总计	6,733	9,662	10,476	13,816	除税前利润	1,177	1,466	1,831	2,245
应付账款及票据	34	52	64	79	所得税	197	220	275	337
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	7	0	0	0
其他流动负债	2,386	2,969	1,583	1,956	持续经营净利润	973	1,246	1,556	1,908
流动负债合计	2,420	3,021	1,647	2,035	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0	净利润	974	1,246	1,557	1,908
其他非流动负债	179	100	105	110	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	179	100	105	110	归属普通股股东净利润	974	1,246	1,557	1,908
负债总计	2,599	3,121	1,752	2,145	EPS (按最新股本摊薄)	0.48	0.62	0.77	0.95
归属母公司所有者权益	3,996	5,241	6,798	8,706					
少数股东权益	138	138	138	138	主要财务比率				
股东权益总计	4,134	5,379	6,936	8,844	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
负债及股东权益总计	6,733	9,662	10,476	13,816	成长能力				
					营业收入增长率	24.3%	24.3%	24.1%	23.7%
					归属普通股股东净利润增长	30.8%	28.0%	25.0%	22.6%
					获利能力				
					毛利率	52.2%	49.0%	49.8%	49.9%
					净利率	29.5%	30.4%	30.6%	30.3%
					ROE	25.2%	27.0%	25.9%	24.6%
					ROA	15.1%	15.2%	15.5%	15.7%
					偿债能力				
					资产负债率	38.6%	32.3%	16.7%	15.5%
					流动比率	1.8	2.0	3.3	3.3
					速动比率	1.8	2.0	3.3	3.3
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.48	0.62	0.77	0.95
					每股经营现金流	0.00	0.89	-0.22	1.08
					每股净资产	1.99	2.61	3.38	4.33
					估值比率				
					P/E	12.8	10.0	8.0	6.5
					P/B	3.1	2.4	1.8	1.4

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

分析师承诺：

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。