

绿城管理控股 (09979.HK)

归母净利润增长 7.8%，行业竞争格局加剧

优于大市

核心观点

归母净利润增长 7.8%，政府代建承压。2024 上半年公司实现营业收入 16.7 亿元，同比增长 7.8%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比增长 5.8%。分类别看，公司商业代建收入为 13.1 亿元，同比增长 22.9%，收入占比增长 9.5pct 至 78.3%；政府代建业务收入 3.3 亿元，同比下降 16.1%；其他业务收入 0.3 亿元。2024 上半年公司整体毛利率为 51.5%，较上年末下降 0.7pct，其中商业代建毛利率为 54.2%，政府代建毛利率为 40.4%，分别较上年末增长 1.9pct、下降 4.8pct。

龙头地位稳固，订单底仓充实。截至 2024 上半年末，公司业务分布已覆盖 128 个城市，合约总建筑面积达 1.2 亿平方米，同比增长 8.1%，当期在建面积 0.5 亿平方米，同比增长 8.2%，保持行业龙头地位。在全国化布局下，公司在主要经济圈持续保持较大的业务比重，合约项目总可售货值达 8920 亿元，订单底仓充实，其中环渤海与京津冀、长三角、珠三角、成渝地区分别占比 24.9%、32.9%、13.0%、4.8%。2024 上半年公司新拓代建项目总面积 0.17 亿平方米，拓展规模与上年相当，分类别看，政府代建、国企客户、民企客户、金融机构分别占公司新拓面积的 30.7%、26.5%、29.5%、13.3%。

风险提示：公司品牌力表现不及预期的风险、行业竞争超预期加剧的风险、房地产行业景气度不及预期的风险、供应商或承包商的不确定性风险。

投资建议：在地产开发周期下行及代建行业竞争加剧的大背景下，由于公司的“底仓业务”政府代建营收和毛利率均受到不同程度的承压，我们根据其下降比例适当下调公司 24-25 年的营收预测至 37.2/41.3 亿元（原值 41.5/51.1 亿元），在其他假设条件不变的情况下得出公司 24-25 年的归母净利润为 10.6/11.7 亿元（原值 12.3/15.1 亿元），对应最新股本的 EPS 为 0.53/0.58 元，对应最新股价的 PE 为 5.2/4.7X，公司仍保持代建行业龙头的稳固地位，中长期看仍然受益于城投开工、保障房等业务机会，维持“优于大市”评级。

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	3,719	4,128	4,499
(+/-%)	18.4%	24.3%	12.6%	11.0%	9.0%
净利润(百万元)	745	974	1,058	1,172	1,282
(+/-%)	31.7%	30.8%	8.7%	10.7%	9.4%
每股收益(元)	0.37	0.48	0.53	0.58	0.64
EBIT Margin	29.4%	33.4%	37.0%	37.0%	37.0%
净资产收益率 (ROE)	21.0%	25.2%	25.8%	27.1%	28.0%
市盈率 (PE)	7.4	5.6	5.2	4.7	4.3
EV/EBITDA	10.0	7.3	5.1	4.8	4.5
市净率 (PB)	1.47	1.37	1.30	1.24	1.17

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 · 海外公司财报点评

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

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	2.73 港元
总市值/流通市值	5487/5487 百万港元
52 周最高价/最低价	7.17/2.59 港元
近 3 个月日均成交额	30.54 百万港元

市场走势



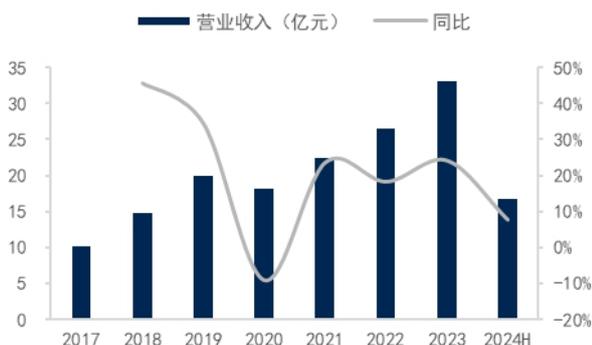
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《绿城管理控股 (09979.HK) -代建行业领先，穿越地产周期》——2024-04-19
- 《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) -业绩稳增长，结构优化》——2023-08-04
- 《绿城管理控股 (09979.HK) -代建龙头业绩高增，行业需求不断扩张》——2023-03-21

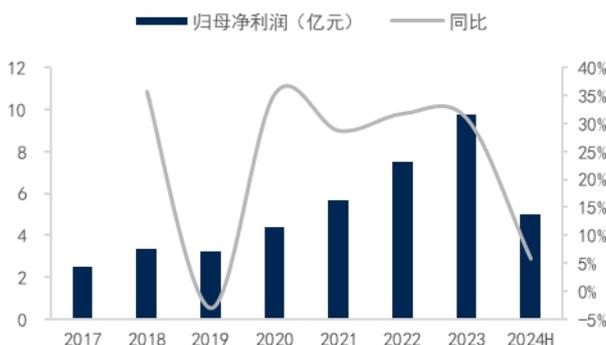
归母净利润增长 7.8%，政府代建承压。2024 上半年公司实现营业收入 16.7 亿元，同比增长 7.8%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比增长 5.8%。分类别看，公司商业代建收入为 13.1 亿元，同比增长 22.9%，收入占比增长 9.5pct 至 78.3%；政府代建业务收入 3.3 亿元，同比下降 16.1%；其他业务收入 0.3 亿元。2024 上半年公司整体毛利率为 51.5%，较上年末下降 0.7pct，其中商业代建毛利率为 54.2%，政府代建毛利率为 40.4%，分别较上年末增长 1.9pct、下降 4.8pct。

图1：公司营业收入及增速



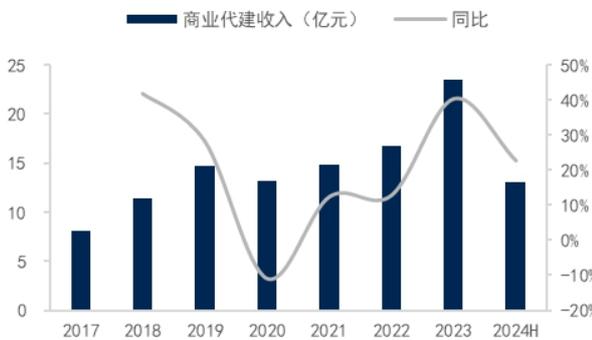
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：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

图3：公司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4：公司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

龙头地位稳固，订单底仓充实。截至 2024 上半年末，公司业务分布已覆盖 128 个城市，合约总建筑面积达 1.2 亿平方米，同比增长 8.1%，当期在建面积 0.5 亿平方米，同比增长 8.2%，保持行业龙头地位。在全国化布局下，公司在主要经济圈持续保持较大的业务比重，合约项目总可售货值达 8920 亿元，订单底仓充实，其中环渤海与京津冀、长三角、珠三角、成渝地区分别占比 24.9%、32.9%、13.0%、4.8%。2024 上半年公司新拓代建项目总面积 0.17 亿平方米，拓展规模与上年相当，分类别看，政府代建、国企客户、私企客户、金融机构分别占公司新拓面积的 30.7%、26.5%、29.5%、13.3%。

风险提示：公司品牌力表现不及预期的风险、行业竞争超预期加剧的风险、房地产行业景气度不及预期的风险、供应商或承包商的不确定性风险。

投资建议：在地产开发周期下行及代建行业竞争加剧的大背景下，由于公司的“底

仓业务”政府代建营收和毛利率均受到不同程度的承压，我们根据其下降比例适当下调公司 24-25 年的营收预测至 37.2/41.3 亿元（原值 41.5/51.1 亿元），在其他假设条件不变的情况下得出公司 24-25 年的归母净利润为 10.6/11.7 亿元（原值 12.3/15.1 亿元），对应最新股本的 EPS 为 0.53/0.58 元，对应最新股价的 PE 为 5.2/4.7X，公司仍保持代建行业龙头的稳固地位，中长期看仍然受益于城投开工、保障房等业务机会，维持“优于大市”评级。

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	2302	2555	2785	营业收入	2656	3302	3719	4128	4499
应收款项	1122	1298	1462	1622	1768	营业成本	1267	1580	1785	1981	2160
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	1078	1197	1305	销售费用	120	104	74	83	90
流动资产合计	3858	4440	4883	5441	5964	管理费用	489	514	483	537	585
固定资产	109	111	115	118	120	财务费用	7	6	(47)	(47)	(58)
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	116	0	0	0
资产总计	6161	6733	7034	7450	7830	营业利润	955	1214	1423	1575	1723
短期借款及交易性金融负债	0	0	339	250	129	营业外净收支	(30)	(37)	0	0	0
应付款项	411	583	387	434	477	利润总额	925	1177	1423	1575	1723
其他流动负债	1676	1837	1776	1989	2181	所得税费用	189	197	356	394	431
流动负债合计	2087	2420	2502	2673	2787	少数股东损益	(9)	7	9	9	10
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	1058	1172	1282
其他长期负债	201	179	179	179	179	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	201	179	179	179	179	净利润	745	974	1058	1172	1282
负债合计	2288	2599	2680	2852	2965	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	134	138	146	156	166	折旧摊销	0	0	216	220	224
股东权益	3739	3996	4207	4442	4698	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	6161	6733	7034	7450	7830	财务费用	7	6	(47)	(47)	(58)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(6)	(348)	(443)	(20)	(19)
每股收益	0.37	0.48	0.53	0.58	0.64	其它	(9)	7	9	9	10
每股红利	0.38	0.50	0.42	0.47	0.51	经营活动现金流	729	632	840	1381	1497
每股净资产	1.86	1.99	2.09	2.21	2.34	资本开支	(7)	(2)	(28)	(31)	(33)
ROIC	21%	28%	27%	28%	30%	其它投资现金流	(0)	34	0	(25)	(40)
ROE	21%	25%	26%	27%	28%	投资活动现金流	(80)	(15)	(75)	(103)	(120)
毛利率	52%	52%	52%	52%	52%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	33%	37%	37%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	33%	43%	42%	42%	支付股利、利息	(759)	(1003)	(847)	(937)	(1025)
收入增长	18%	24%	13%	11%	9%	其它融资现金流	665	1500	339	(88)	(122)
净利润增长率	32%	31%	9%	11%	9%	融资活动现金流	(854)	(506)	(508)	(1025)	(1147)
资产负债率	39%	41%	40%	40%	40%	现金净变动	(205)	111	258	253	230
息率	13.8%	18.3%	15.4%	17.1%	18.7%	货币资金的期初余额	2138	1933	2044	2302	2555
P/E	7.4	5.6	5.2	4.7	4.3	货币资金的期末余额	1933	2044	2302	2555	2785
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	企业自由现金流	607	569	778	1315	1420
EV/EBITDA	10.0	7.3	5.1	4.8	4.5	权益自由现金流	1267	2064	1152	1262	1342

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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