



绿城中国 (03900.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

销售表现韧性足，投资聚焦核心城市

事件

2024年9月5日绿城中国发布2024年8月运营数据报告，2024年1-8月总销售金额1656亿元，同比-2.9%，其中自投销售1045亿元，同比-11.4%；代建销售611亿元，同比+16.4%。

点评

毛利率&计提减值压力，1H24 归母净利润下滑：1H24 公司实现营业收入695.62亿元，同比+22.1%；归母净利润20.45亿元，同比-19.6%。归母净利润同比下滑主要因为：①在房地产市场下行背景下，1H24 毛利率水平13.1%，同比下降4.3cpt，但与2023年全年毛利率水平相当；②合联营企业业绩亏损，1H24 合联营企业实现亏损2.10亿元，同比减少6.96亿元；③计提非金融资产减值和公允价值变动损失净额17.50亿元，同比多计提和损失12.88亿元。

销售规模韧性强，回款率水平行业领先：1H24 公司总合同销售金额1265亿元，同比-5.7%，其中自投销售金额854亿元，同比-13.0%（TOP100 房企平均增速-42%），自投排名升至行业第6（2023年第7）。聚焦核心，1H24 年一二线城市销售额占比80%，在13个城市销售进入当地前十。回款高效，1H24 销售回款率103%，居行业高位，有效支撑现金流及再投资。

投资谨慎、高标兑现，土储聚焦、结构合理：1H24 公司新增15个项目，权益拿地金额154亿元，预计新增货值333亿元。聚焦核心城市拿地，1H24 核心二线拿地货值占比94%，分布在杭州、西安、苏州等8个城市。截至1H24，公司总土储项目151个，总建面3193万方，可售建面2143万方，其中一二线城市货值占比79%，长三角区域占比57%，北上杭等十大战略核心城市占比55%。

融资渠道畅通，财务安全稳健：1H24 境内发债51.34亿元，同时完成境外融资置换8.17亿美元；总有息负债融资成本4.0%，同比下降40BP；短期有息负债占总息负债比为23.8%，维持低位，短期偿债压力较小。

投资建议

公司销售有韧性，投资谨慎聚焦，未来随着2022年后的优质项目入市结转，业绩预计逐步改善。考虑毛利率和减值压力，调整公司2024/2025/2026年归母净利润至33.4/39.2/44.3亿元（原为36.1/47.0/55.0亿元），同比增速分别为7.2%、17.2%和13.1%。公司股票现价对应PE估值为4.5/3.9/3.4倍，维持“买入”评级。

风险提示

政策落地不及预期；房地产市场销售持续低迷；其他房企违约。

房地产组

分析师：池天惠（执业S1130524080002）

chitianhui@gjzq.com.cn

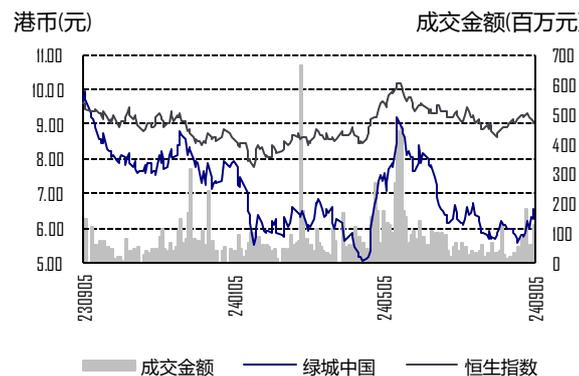
分析师：方鹏（执业S1130524030001）

fang_peng@gjzq.com.cn

市价（港币）：6.560元

相关报告：

1.《绿城中国港股公司点评：营收利润双增长，行业地位稳步提升》，2024.3.24



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,153	131,383	140,373	150,485	157,442
营业收入增长率	26.85%	3.33%	6.84%	7.20%	4.62%
归母净利润(百万元)	2,756	3,118	3,342	3,918	4,430
归母净利润增长率	-38.33%	13.12%	7.20%	17.23%	13.07%
摊薄每股收益(元)	1.09	1.23	1.32	1.55	1.75
每股经营性现金流净额	5.76	9.07	3.28	1.71	3.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.65%	8.63%	8.78%	9.68%	10.24%
P/E	9.57	5.90	4.54	3.87	3.43
P/B	0.73	0.51	0.40	0.38	0.35

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	100,240	127,153	131,383	140,373	150,485	157,442
增长率	52.4%	26.8%	3.3%	6.8%	7.2%	4.6%
主营业务成本	82,072	105,132	114,310	121,844	130,169	135,400
%销售收入	81.9%	82.7%	87.0%	86.8%	86.5%	86.0%
毛利	18,168	22,021	17,073	18,529	20,315	22,042
%销售收入	18.1%	17.3%	13.0%	13.2%	13.5%	14.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	2,874	2,902	2,728	2,953	3,101	3,256
%销售收入	2.9%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
管理费用	5,160	5,387	5,139	5,168	5,427	5,698
%销售收入	5.1%	4.2%	3.9%	3.7%	3.6%	3.6%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	11,202	14,731	9,770	11,000	12,409	13,741
%销售收入	11.2%	11.6%	7.4%	7.8%	8.2%	8.7%
财务费用	364	228	727	928	908	956
%销售收入	0.4%	0.2%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
投资收益	1,483	1,684	2,165	1,955	2,220	2,243
%税前利润	11.8%	12.7%	22.3%	19.9%	19.3%	17.2%
营业利润	10,767	14,438	8,845	9,875	11,304	12,587
营业利润率	10.7%	11.4%	6.7%	7.0%	7.5%	8.0%
营业外收支						
税前利润	12,555	13,256	9,725	9,830	11,524	13,030
利润率	12.5%	10.4%	7.4%	7.0%	7.7%	8.3%
所得税	4,868	4,361	3,047	3,146	3,688	4,170
所得税率	38.8%	32.9%	31.3%	32.0%	32.0%	32.0%
净利润	7,687	8,895	6,678	6,685	7,836	8,861
少数股东损益	3,218	6,139	3,560	3,342	3,918	4,430
归属于母公司的净利润	4,469	2,756	3,118	3,342	3,918	4,430
净利率	4.5%	2.2%	2.4%	2.4%	2.6%	2.8%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,469	2,756	3,118	3,342	3,918	4,430
少数股东损益	3,218	6,139	3,560	3,342	3,918	4,430
非现金支出	-861	7,209	1,110	5,361	5,761	6,141
非经营收益						
营运资金变动	1,635	3,865	17,967	-1,053	-6,016	-1,696
经营活动现金净流	5,861	14,593	22,974	8,305	4,335	9,563
资本开支	-504	-394	-360	-1,000	-1,000	-1,000
投资	-14,229	-10,044	-2,891	-2,594	-2,724	-2,860
其他	-15,987	-10,435	-15,856	-1,339	-557	-411
投资活动现金净流	-30,721	-20,872	-19,106	-4,933	-4,280	-4,271
股权募资	1,776	1,207	0	0	0	0
债权募资	14,489	4,205	-4,093	7,233	6,386	7,137
其他	17,557	-1,236	3,670	-3,367	-3,583	-3,800
筹资活动现金净流	33,822	4,177	-423	3,866	2,803	3,337
现金净流量	8,828	-2,063	3,446	7,238	2,857	8,630

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	68,376	66,312	69,758	76,996	79,853	88,483
应收款项	72,596	79,663	82,666	79,204	85,007	88,726
存货	285,057	284,678	286,513	307,848	327,125	333,364
其他流动资产	32,225	31,718	24,788	24,444	25,101	27,128
流动资产	458,254	462,371	463,725	488,493	517,087	537,701
%总资产	87.9%	86.4%	86.6%	86.5%	86.6%	86.5%
长期投资	37,414	43,539	40,324	42,341	44,458	46,681
固定资产	10,221	9,614	10,823	10,770	10,719	10,670
%总资产	2.0%	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%
无形资产	1,146	1,810	1,761	2,160	2,540	2,900
非流动资产	62,789	72,706	71,812	76,046	79,875	83,901
%总资产	12.1%	13.6%	13.4%	13.5%	13.4%	13.5%
资产总计	521,044	535,077	535,537	564,538	596,961	621,602
短期借款	38,217	35,882	42,205	43,758	44,180	45,055
应付款项	46,718	47,722	48,614	52,922	56,464	58,770
其他流动负债	227,455	221,151	212,429	224,597	240,776	248,758
流动负债	312,390	304,754	303,248	321,278	341,420	352,584
长期贷款	95,406	113,215	113,595	119,275	125,238	131,500
其他长期负债	5,602	5,694	4,759	4,759	4,759	4,759
负债	413,398	423,664	421,602	445,311	471,417	488,843
普通股股东权益	34,679	36,024	36,130	38,080	40,479	43,263
其中：股本	240	242	242	242	242	242
未分配利润	34,440	35,781	35,941	37,891	40,290	43,074
少数股东权益	72,966	75,389	77,805	81,147	85,065	89,495
负债股东权益合计	521,044	535,077	535,537	564,538	596,961	621,602

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.79	1.09	1.23	1.32	1.55	1.75
每股净资产	13.87	14.23	14.27	15.04	15.99	17.09
每股经营现金净流	2.34	5.76	9.07	3.28	1.71	3.78
每股股利	0.46	0.50	0.43	0.55	0.55	0.55
回报率						
净资产收益率	12.89%	7.65%	8.63%	8.78%	9.68%	10.24%
总资产收益率	0.86%	0.52%	0.58%	0.59%	0.66%	0.71%
投入资本收益率	2.84%	3.79%	2.49%	2.65%	2.86%	3.02%
增长率						
主营业务收入增长率	52.38%	26.85%	3.33%	6.84%	7.20%	4.62%
EBIT 增长率	18.98%	31.50%	-33.68%	12.59%	12.82%	10.73%
净利润增长率	17.72%	-38.33%	13.12%	7.20%	17.23%	13.07%
总资产增长率	25.77%	2.69%	0.09%	5.42%	5.74%	4.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.0	4.5	5.0	5.1	5.1	5.0
存货周转天数	1,136.5	975.5	899.4	878.0	878.0	878.0
应付账款周转天数	180.8	161.7	151.7	150.0	151.3	153.2
固定资产周转天数	34.7	28.1	28.0	27.7	25.7	24.5
偿债能力						
净负债/股东权益	65.75%	79.30%	79.66%	76.12%	75.10%	69.89%
EBIT 利息保障倍数	30.7	64.5	13.4	11.9	13.7	14.4
资产负债率	79.34%	79.18%	78.73%	78.88%	78.97%	78.64%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究