

绿城中国 (03900.HK)

进击的品质龙头，聚焦核心城市群发展

投资要点:

➤ **央企基因品质标杆，经营稳健韧性十足。**公司于 1995 年成立于杭州，已成为中国领先的地产开发品质标杆。公司先后引入九龙仓集团、中交集团等作为战略性股东，目前第一大股东为中交集团。2023 年公司实现营收 1314 亿元，同比增长 3.3%；扣除优先股股利的归母净利润 30.9 亿元，同比增长 19.6%。

➤ **深耕核心高线城市，销售排名逆势攀升。**深耕核心高线城市，2020 年来一二线可售货值占比均位于 70%以上，2024H1 提升至 79%。产品具备溢价空间，2023 年自投项目销售均价达 28334 元/m²，高于核心城市平均水平。销售转化率与首开去化率维持高水平，2023 年公司新增货值销售转化率为 39%，相较于 2020 年提升 24pct，2023 年公司首开去化率高达 82%，为近五年新高。销售排名攀升，在地产行业下行周期中，公司全口径、自投、权益销售排名逆势攀升，2024H1 全口径、自投、权益排名分别提升至 3/6/6。

➤ **代建业务行业龙头，可售货值储备充足。**公司控股子公司绿城管理控股为中国代建行业第一股，凭借先发优势与良好口碑，连续八年市占率超过 20%，行业中稳居龙头。2023 年绿城管理的营业收入和归母净利润分别为 33 亿元、9.7 亿元，增速分别为 24.3%、30.8%，销售净利率 29.7%。绿城管理代建业务中商业代建占比提升，可售货值储备充足，为公司利润增长提供动力。

➤ **财务稳健结构健康，融资成本持续下降。**公司财务水平健康，2024 年中报扣除预收款的资产负债率、净资产负债率、现金短债比分别为 69.2%、67.2%、2.1。债务结构优化，2024H1 一年内到期债务占比 23.8%，连续三年小于 25%。累计回购公司债券 22.6 亿元，债券收益率稳中有降；2024H1 完成境外债务置换 8.17 亿美元，保持境外融资渠道通畅。自引入中交集团后，综合融资成本持续下降，2024H1 降至 4.0%。

➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司 2024-2026 年主营业务收入为 1352/1395/1420 亿元，归母净利润为 27.72/31.22/36.62 亿元，对应 PE 为 7.9/7.0/6.0。由于绿城中国背靠央企股东，老牌房企口碑优质；聚焦核心城市，优质土储充足；自投业务高周转高去化，销售排名逆势提升；代建业务稳居龙头，可售货值储备充足；债务结构合理健康，融资成本持续降低，预计在一二线核心城市宽松政策效应逐步传导的背景下，绿城中国可以占领行业修复先机，首次覆盖给予“买入”评级。

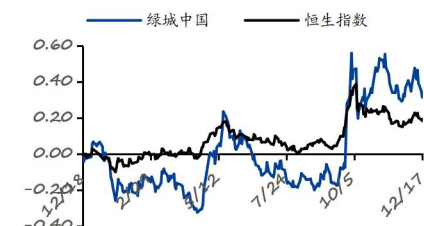
➤ **风险提示：**融资环境收紧超预期、房地产调控政策收紧超预期、销售与结算不及预期

买入（首次评级）

基本数据

日期	2024-12-18
收盘价:	9.34 港元
总股本/流通股本(百万股)	2,534.27/2,534.27
流通市值(百万港元)	23,670.08
每股净资产(港元)	15.92
资产负债率(%)	79.70
一年内最高/最低价(港元)	11.72/4.94

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈立(S0210523080003)
cl30270@hfzq.com.cn
联系人: 于怡然(S0210124060064)
yyr30611@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	127,153	131,383	135,207	139,549	142,004
增长率	27%	3%	3%	3%	2%
归母净利润(百万元)	2,584	3,092	2,772	3,122	3,662
增长率	-21%	20%	-10%	13%	17%
EPS(元/股)	1.02	1.22	1.09	1.23	1.44
市盈率(P/E)	8.5	7.1	7.9	7.0	6.0
市净率(P/B)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5

数据来源:公司公告、华福证券研究所

币种:人民币

正文目录

1 央企基因品质房企，经营稳健财务健康.....	4
1.1 浙系老牌房企，以品质为先.....	4
1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	4
1.3 “3+9”业务布局，营收同比改善.....	5
1.4 净利润水平承压，净利率具备韧性.....	6
1.5 财务水平健康，融资成本下降.....	7
2 聚焦核心高标兑现，销售排名持续爬升.....	9
2.1 土储重仓核心，可售货值结构优化.....	9
2.2 权益拿地减弱，拿地楼面价上涨.....	9
2.3 高品质高去化，销售排名逆势提升.....	10
3 快周转、轻资产的代建业务行业领先.....	13
4 盈利预测.....	16
5 风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司股东结构图（截至 2024 年半年报）.....	5
图表 3: 股东中交集团股权架构图.....	5
图表 4: 公司董事会成员.....	5
图表 5: 公司“3+9”业务布局.....	6
图表 6: 公司历年营收规模及同比增速（亿元，%）.....	6
图表 7: 绿城中国历年营收构成（%）.....	6
图表 8: 2019-2024H1 公司扣除优先股股利的归母净利润（亿元，%）.....	7
图表 9: 2019-2024H1 公司销售毛利率和净利率（%）.....	7
图表 10: 公司资产负债率情况（%）.....	7
图表 11: 公司现金短债比（x）.....	7
图表 12: 公司债务结构（亿元）.....	8
图表 13: 公司各债务期限分布占比（%）.....	8
图表 14: 23 绿城房产 GN002 收益率（%）.....	8
图表 15: 公司境外借款占比（%）.....	8
图表 16: 公司平均融资成本持续下降（%）.....	8
图表 17: 公司 2019-2024H1 总土储货值（亿元，%）.....	9
图表 18: 公司 2024H1 分区域土储货值占比（%）.....	9
图表 19: 公司总土储货值分城市能级占比（%）.....	9
图表 20: 一二线城市自投可售货值占比（亿元，%）.....	9
图表 21: 公司新增拿地面积（万平方米，%）.....	10
图表 22: 公司权益拿地强度（亿元，%）.....	10
图表 23: 公司新增拿地平均楼面价（元/m ² ）.....	10
图表 24: 2023 公司项目品质交付.....	11
图表 25: 公司自投销售均价高于市场平均（元/m ² ）.....	11
图表 26: 2020-2023 年新增货值转化率（亿元，%）.....	11
图表 27: 2019-2023 年分口径去化率.....	11
图表 28: 一二线城市合同销售额占比（亿元，%）.....	12
图表 29: 公司自投项目销售均价（元/m ² ）.....	12
图表 30: 2019-2024H1 绿城中国销售排名.....	12
图表 31: 2013-2023 年代建新签面积（万平方米，%）.....	13
图表 32: 绿城管理控股（9979.HK）发展历程.....	13
图表 33: 绿城管理控股（9979.HK）营业收入及增速（亿元，%）.....	14
图表 34: 绿城管理控股（9979.HK）营业收入构成（%）.....	14

图表 35:	绿城中国 (3900.HK) 代建业务新拓面积 (百万平方米)	14
图表 36:	2024 上半年代建新拓面积排行 (万平方米)	14
图表 37:	绿城管理控股 (9979.HK) 代建业务可售货值 (亿元)	15
图表 38:	2023 年可售货值地区占比 (%)	15
图表 39:	绿城管理控股 (9979.HK) 归母净利润及增速 (亿元)	15
图表 40:	绿城管理控股 (9979.HK) 管理费用率与净利率 (%)	15
图表 41:	公司业绩拆分预测表 (亿元, 万平方米, 元/平方米, %)	17
图表 42:	可比公司估值	17
图表 43:	财务预测摘要	19

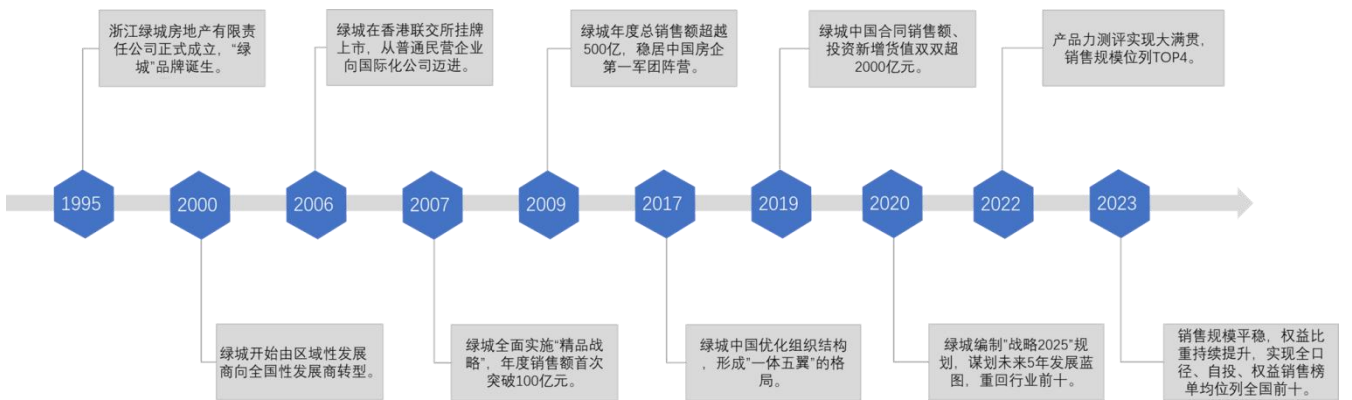
1 央企基因品质房企，经营稳健财务健康

1.1 浙系老牌房企，以品质为先

老牌浙系房企，产品力卓越。绿城中国控股有限公司成立于1995年，总部位于杭州，是中国领先的优质房产品开发及生活综合服务供应商。公司以其卓越的产品品质和服务质量在行业中处于引领地位。自成立以来，绿城中国始终坚持“品质为先”的经营理念，并引入九龙仓集团、中交集团等作为战略性股东，成为行业内的品质标杆。二十余年的发展历程中，公司的总资产规模超过5300亿元，净资产超过1000亿元。

2006年于港股上市，行业排名持续提升。绿城中国于2006年在香港联交所上市，标志着从地方性企业向国际化公司的转型。公司在2009年销售额首次超过500亿元，成为房地产行业的重要竞争者。2016年，公司总销售额首次突破千亿，随后提出“一体四翼”创新性优化组织结构，2017年进一步优化为“一体五翼”格局。2020年，公司实现合同销售额2892亿元，编制“战略2025”规划，重回行业前十，并且拆分绿城管理控股有限公司在香港联交所上市。2023年，公司实现全口径、自投、权益销售榜单均位列全国前十。

图表 1：公司发展历程

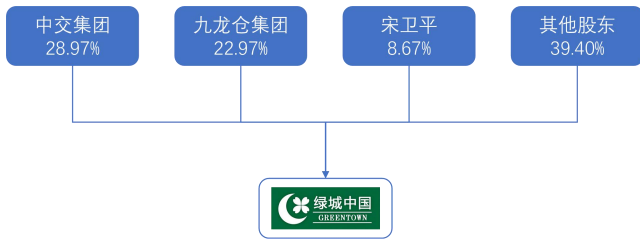


数据来源：公司官网、公司公告、克而瑞、央广网、华福证券研究所

1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富

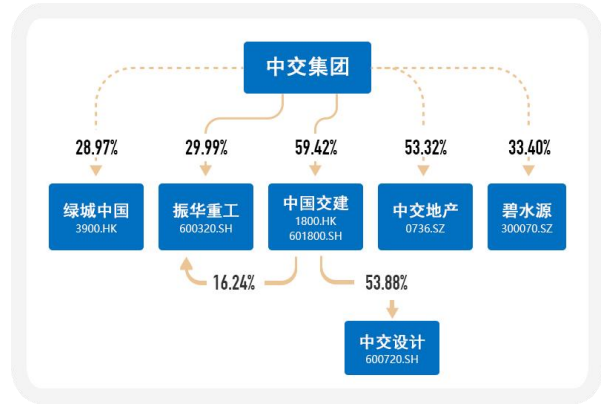
央企背景大股东加持，为绿城带来土地与融资优势。绿城中国的主要股东包括中交集团、九龙仓集团及创始股东宋卫平先生。2012年，九龙仓集团入股绿城成为公司的战略股东。2014年12月，中国交建集团与公司签订战略合作协议，与香港九龙仓集团并列成为第一大股东。2015年5月，中交集团通过旗下中交地产增持绿城4.63%股份，中交一跃成为绿城第一大股东。中交集团作为全球领先的特大型基础设施综合服务商，能为绿城在获得土地、拓展境内外融资渠道、降低财务成本等方面提供强大支持。截至2024年中报，中交集团仍为公司第一大股东，将绿城中国并表，持有绿城约28.97%股份。

图表 2: 公司股东结构图 (截至 2024 年半年报)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 3: 股东中交集团股权架构图



数据来源: 中国交建官网, 华福证券研究所

事会及高管主要来自于绿城中国及中交集团, 管理经验丰富。董事会主席及执行董事张亚东先生, 曾任中交集团全资子公司总经理, 中共辽宁省大连市委常委、大连市委统战部部长等, 为资深管理人员。

图表 4: 公司董事会成员

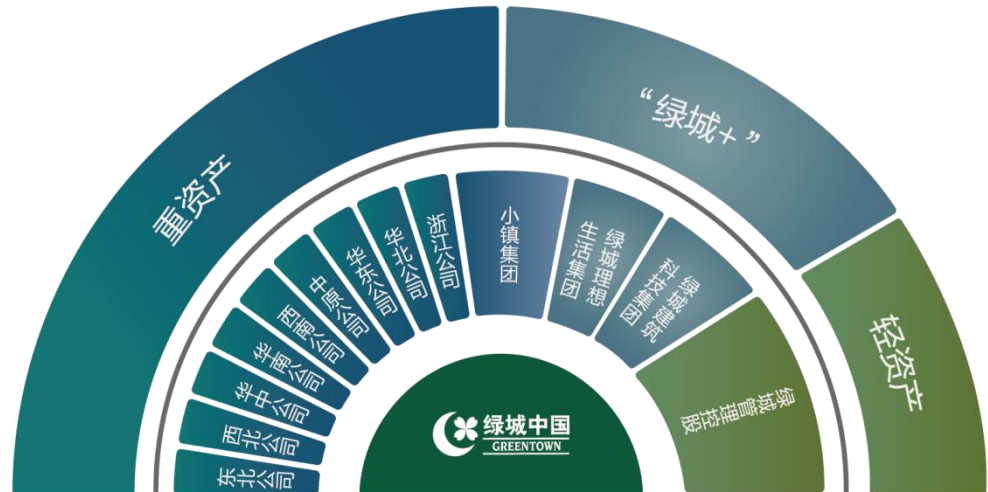
姓名	职务	任职时间	简介
张亚东	董事会主席	2018 年 8 月 1 日	曾任中交集团全资子公司总经理, 中共辽宁省大连市委常委、大连市委统战部部长等。于 2018 年 5 月加入绿城, 2019 年 7 月获委任为公司董事会主席。
郭佳峰	执行董事、行政总裁	2019 年 7 月 11 日	于 1999 年 5 月加入绿城, 从 2006 年 7 月至 2015 年 3 月曾担任公司执行董事, 并担任绿城房地产集团有限公司执行总经理。于 2019 年 7 月再获委任绿城中国执行董事, 于 2020 年 12 月 17 日获委任为行政总裁。
周长江	执行董事	2024 年 3 月 22 日	于 2024 年 3 月加入绿城, 担任执行董事和执行总裁。曾担任中国港湾总公司企划部副总经理、中国交通建设集团有限公司企业发展部副总经理、中国交通建设股份有限公司董事会办公室主任及董事会秘书。
耿忠强	执行董事、执行总裁	2019 年 7 月 11 日	于 2019 年 7 月加入绿城, 2015 年至 2018 年任中国房地产开发集团有限公司总经理、副董事长、党委副书记。目前担任绿城执行董事和执行总裁。
李骏	执行董事、副总裁	2018 年 4 月 6 日	于 2008 年 11 月加入绿城, 历任大连绿城房地产开发有限公司总经理, 绿城房产东北区域、北京区域总经理、绿城房产副总经理。目前担任绿城中国副总裁、首席运营官。
洪蕾	执行董事	2021 年 3 月 22 日	于 2021 年 3 月加入绿城, 担任执行董事。曾任中住地产开发有限公司副总经理, 中交集团董办副主任。

数据来源: 公司官网、Wind、华福证券研究所

1.3 “3+9”业务布局, 营收同比改善

“3+9”业务布局, 多元经营初具规模。绿城中国致力于成为行业内的品质标杆, 采用了“3+9”业务结构, 聚焦在三大核心板块: 重资产、轻资产及绿城+, 并围绕这些核心拓展了九大业务领域, 包括房产开发、房产代建、理想小镇、城市更新、房屋 4S、科技装修、绿城商业、绿城康养和地产金融。

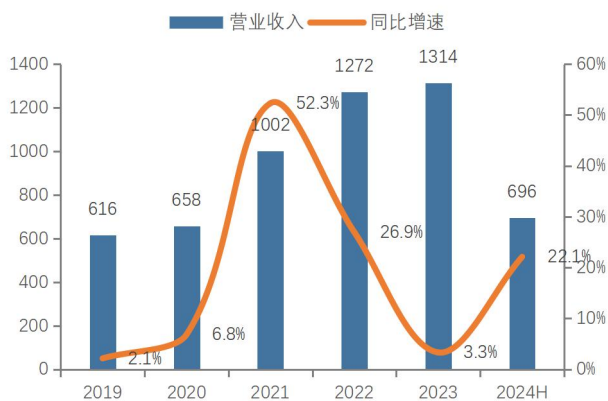
图表 5: 公司 “3+9” 业务布局



数据来源：公司官网，华福证券研究所

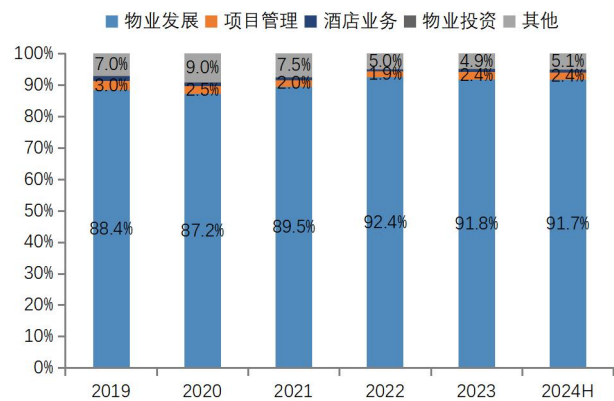
行业下行期业绩稳健，各业务收入比例稳定。公司具备穿越周期的稳健增长能力，在地产下行周期也保持稳健的营收增长。2023 年总营收 1314 亿元，同比增长 3.3%，2019-2023 年 CAGR 为 20.9%。收入构成方面，绿城中国的主要业务包括物业发展、项目管理、酒店业务、物业投资等。物业发展（即地产开发业务）为公司主业，营收占比为 90%左右，2024 中报营收占比为 91.7%。项目管理（即代建业务）、酒店业务、物业投资在 2024 年中报营收占比分别为 2.4%、0.7%、0.2%。

图表 6: 公司历年营收规模及同比增速 (亿元, %)



数据来源：iFinD、公司公告，华福证券研究所

图表 7: 绿城中国历年营收构成 (%)



数据来源：iFinD、公司公告，华福证券研究所

1.4 净利润水平承压，净利率具备韧性

扣除优先股股利的归母净利润同比波动，毛利率净利率下行放缓。受到行业整体下行冲击，近年来公司扣除优先股股利的归母净利润、毛利率与净利率水平缓慢下行。2024H1 公司扣除优先股股利的归母净利润 20.45 亿元，同比下降 18.8%。2019-2024H1 公司毛利率与净利率水平下降，2024H1 公司毛利率/净利率分别为 13.1%/4.8%，降幅放缓，净利率下降幅度小于毛利率。由于房地产行业特殊的预售制

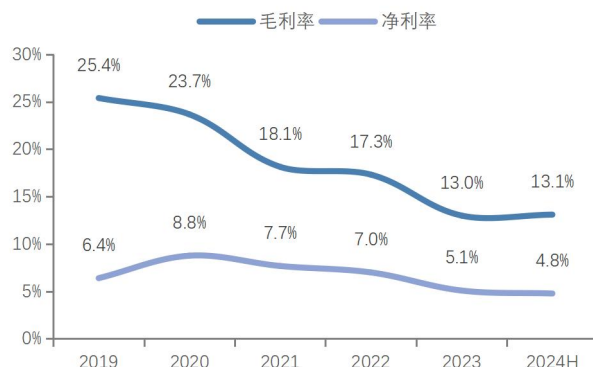
度和滞后的收入确认模式，公司的盈利水平为行业下行期的滞后体现。

图表 8: 2019-2024H1 公司扣除优先股股利的归母净利润 (亿元, %)



数据来源: iFinD、公司公告, 华福证券研究所
*财务数据口径来自标准化报表

图表 9: 2019-2024H1 公司销售毛利率和净利率 (%)

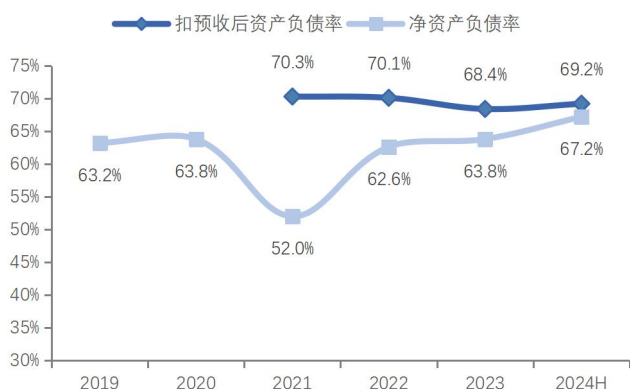


数据来源: iFinD、公司公告, 华福证券研究所
*财务比率计算口径基于原始报表

1.5 财务水平健康, 融资成本下降

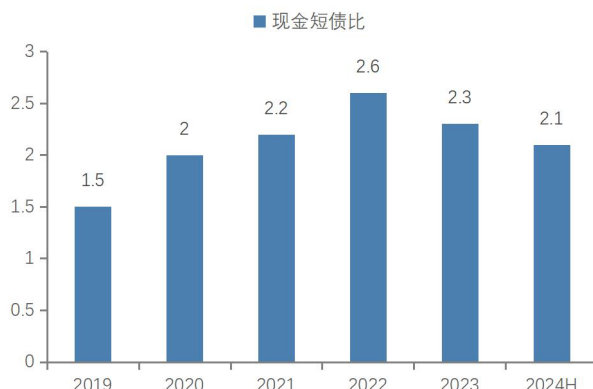
公司财务水平健康, 资产负债率与现金短债比平稳。2024 年中报, 公司扣除预收款的资产负债率、净资产负债率、现金短债比分别为 69.2%、67.2%、2.1, 相较 2023 年末保持平稳, 财务水平健康稳健。

图表 10: 公司资产负债率情况 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 公司现金短债比 (x)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

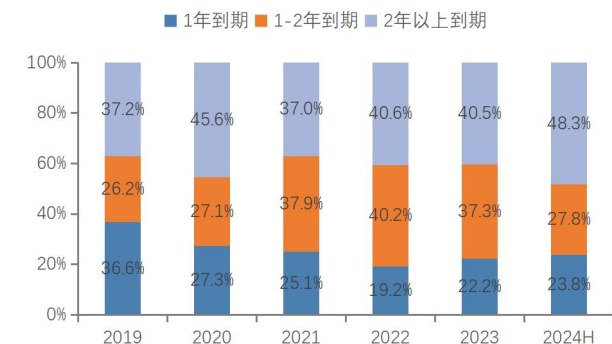
银行借款占比提升, 一年内到期债务占比维持低位。公司债务结构持续优化, 2024H1 公司有息负债 1483 亿元, 其中银行借款占比 77.9%, 较 2023 年提升 4.6pct。债务期限分布健康, 2024H1 一年内到期债务占比 23.8%, 自 2022 年来占比持续小于 25%。

图表 12: 公司债务结构 (亿元)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 公司各债务期限分布占比 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

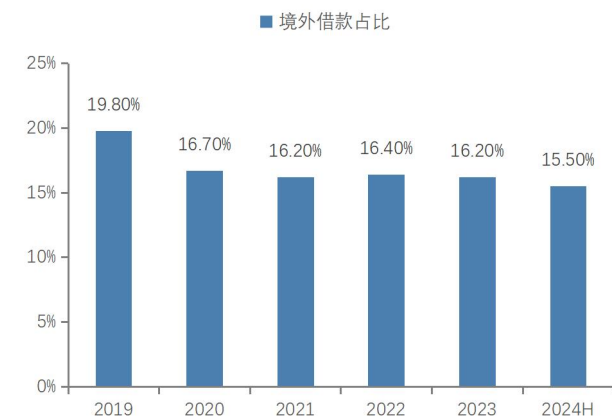
境内债券回购且收益率稳中有降, 境外债务提前置换融资顺畅。截至 2024 年 6 月 30 日, 累计回购公司债券 22.6 亿元, 其中 2024 年上半年回购 6.79 亿元, 债券收益率稳中有降。2024 年上半年完成境外债务置换 8.17 亿美元, 其中 3 亿美元为 2025 年到期提前置换, 境外借款占比稳步下降, 保持境外融资渠道通畅。

图表 14: 23 绿城房产 GN002 收益率 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 公司境外借款占比 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

背靠央企股东, 融资成本持续下降。自引入中交集团后, 绿城中国综合融资成本持续下降, 由 2019 年的 5.3% 下降至 2024 中报的 4.0%。

图表 16: 公司平均融资成本持续下降 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

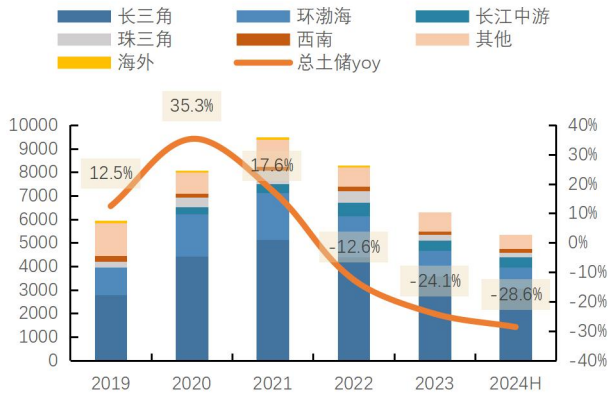


2 聚焦核心高标兑现，销售排名持续爬升

2.1 土储重仓核心，可售货值结构优化

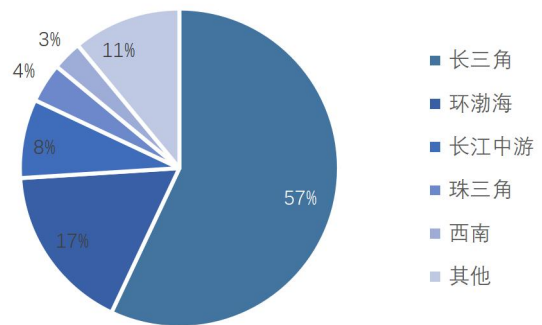
总土储货值自 2022 年起逐年减少，地理位置聚焦于长三角、环渤海。公司总土储货值自 2022 年起开始减少，2024H1 总土储货值为 5348 亿元，同比 2023H 减少 28.6%。公司土储主要位于长三角、环渤海等地，2024H1 长三角/环渤海/长江中游/珠三角/西南土地储备货值占比分别为 57%/17%/8%/4%/3%。

图表 17: 公司 2019-2024H1 总土储货值 (亿元, %)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

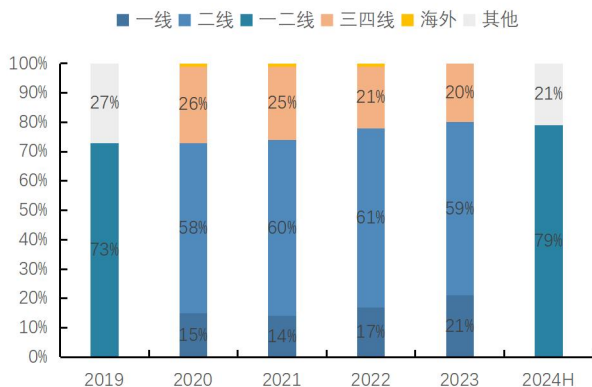
图表 18: 公司 2024H1 分区域土储货值占比 (%)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

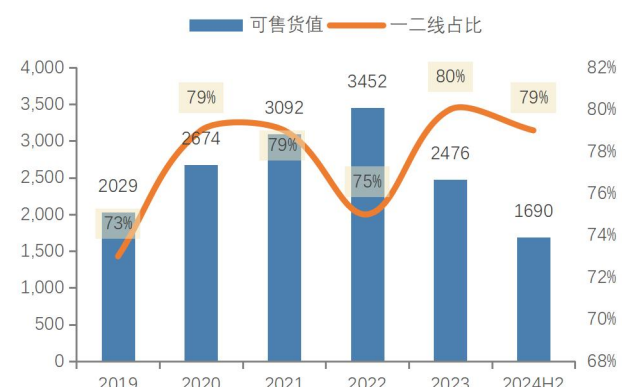
土储聚焦核心城市，可售货值结构优化。近年公司坚持“收敛聚焦、精准高效”的投资策略，聚焦深耕一二线城市的核心板块。公司自投项目一二线可售货值占比，2020 年来保持在 70% 以上，2024 年下半年预计一二线城市可售货值占比为 79%。

图表 19: 公司总土储货值分城市能级占比 (%)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 20: 一二线城市自投可售货值占比 (亿元, %)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

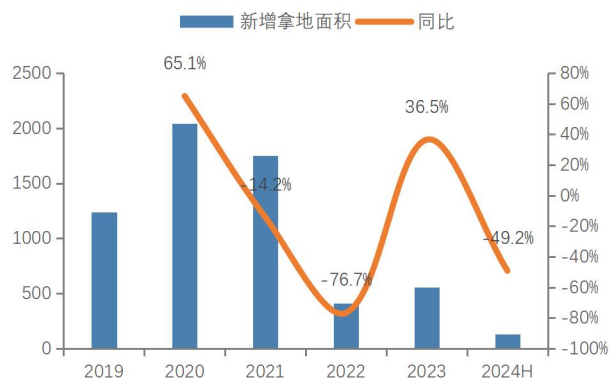
*为当年对下一年可售货值的预测值

2.2 权益拿地减弱，拿地楼面价上涨

新增拿地面积同比减少，权益拿地强度边际减弱。新增拿地面积绝对值方面，公司 2024 上半年新增拿地同比下降 49.2%，一方面市场土地供应总量下行，另一方面公司更加重视拿地风险控制，秉持“宁可错过，也不错投”的观念，投资时将流动性与性价比的优先级提高，强调结构性机会。2024H1 权益拿地强度 25.3%，与 2023

年相比减少 21pct。

图表 21: 公司新增拿地面积 (万平方米、%)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

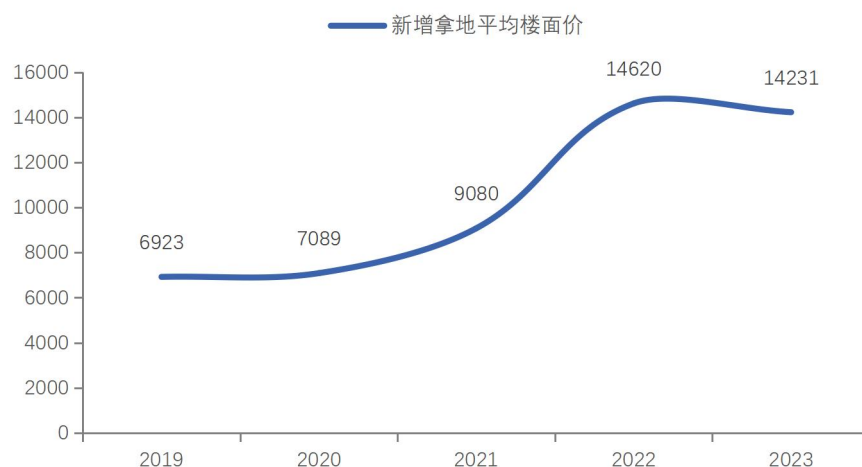
图表 22: 公司权益拿地强度 (亿元, %)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

新增拿地平均楼面价上涨。2023 年,公司拿地平均楼面价 14231 元/m²,相较 2022 年略有下降,相较于 2019-2021 年有较大增长。近年全国土地出让均价提升,叠加公司一二线城市拿地占比提升,公司新增拿地楼面价上升。

图表 23: 公司新增拿地平均楼面价 (元/m²)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.3 高品质高去化, 销售排名逆势提升

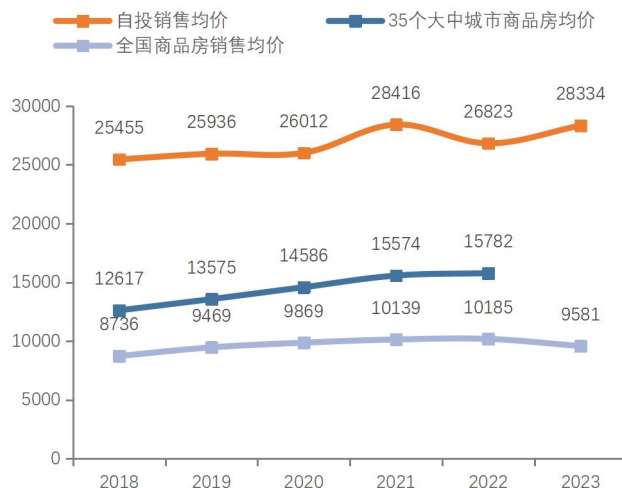
高品质具备溢价空间。公司坚持高标兑现, 在市场上有高认可度, 产品具备溢价空间。公司近年的销售均价稳步增长, 2023 年自投项目销售均价达到 28334 元/平方米, 高于全国及部分核心城市商品房销售平均水平。

图表 24: 2023 公司项目品质交付



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

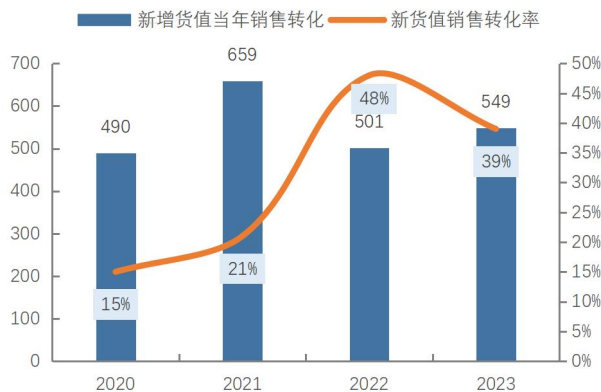
图表 25: 公司自投销售均价高于市场平均 (元/m²)



数据来源: 公司公告、Wind、华福证券研究所

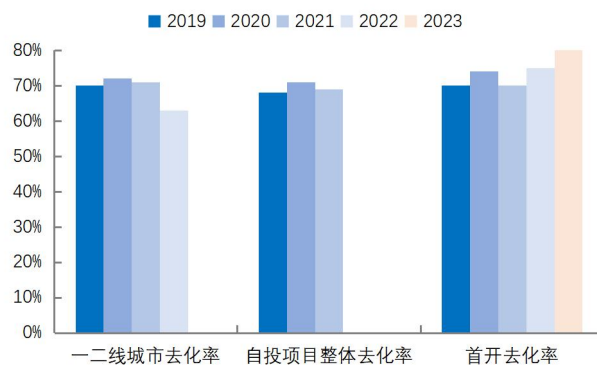
新增货值销售转化率稳中有增, 首开去化率持续提升。公司在 2021 年来房地产市场形式较为严峻的时期, 仍能实现新增货值销售转化率稳中有增, 首开去化率持续增长。2023 年公司新增货值当年销售 549 亿元, 销售转化率为 39%, 相较于 2020 年提升 24pct。首开去化率持续提升, 2023 年公司首开去化率高达 82%, 为近五年新高。

图表 26: 2020-2023 年新增货值转化率 (亿元、%)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

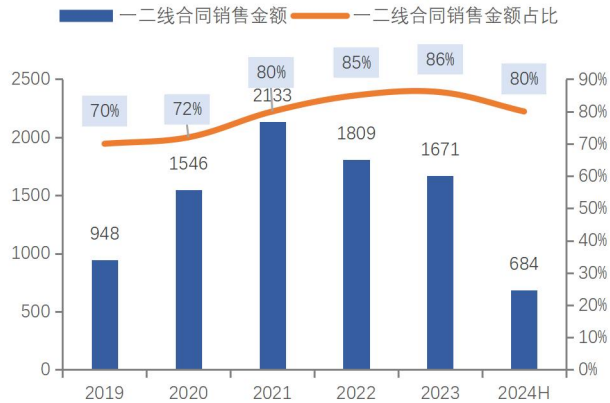
图表 27: 2019-2023 年分口径去化率



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

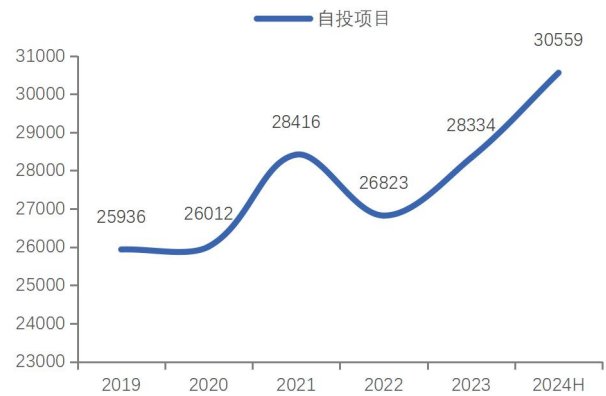
聚焦高能级城市, 自投销售均价提升。2021 年来, 公司一二线合同销售额占比均保持 80% 以上, 2024 年上半年, 公司一二线城市合同销售金额 684 亿元, 占总合同销售额 80%。公司于全国 13 个城市销售位列 TOP10, 其中杭州 TOP1、上海 TOP2、北京 TOP5。2019-2024H 公司销售均价总体呈上升趋势, 2024 年上半年自投销售均价为 30599 元/m², 为 2019 年来新高。

图表 28: 一二线城市合同销售额占比 (亿元、%)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

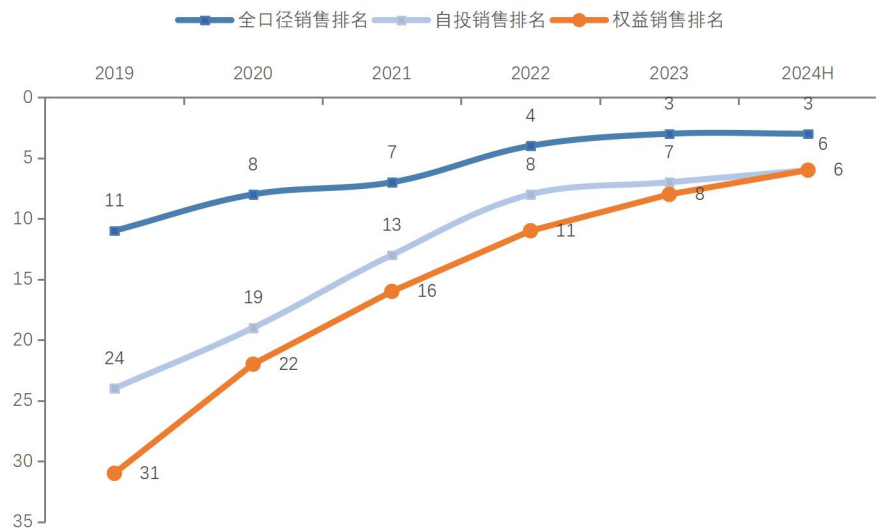
图表 29: 公司自投项目销售均价 (元/m²)



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

销售排名持续爬升, 行业地位稳步前进。2019 至 2024 年中报, 公司在行业内的销售排名不断上升。其全口径销售、自投销售、权益销售排名分别于 2019 年、2022 年、2023 年进入商业前十。2024 年, 公司销售排名进一步提升, 全口径、自投、权益排名分别为 3/6/6。

图表 30: 2019-2024H1 绿城中国销售排名

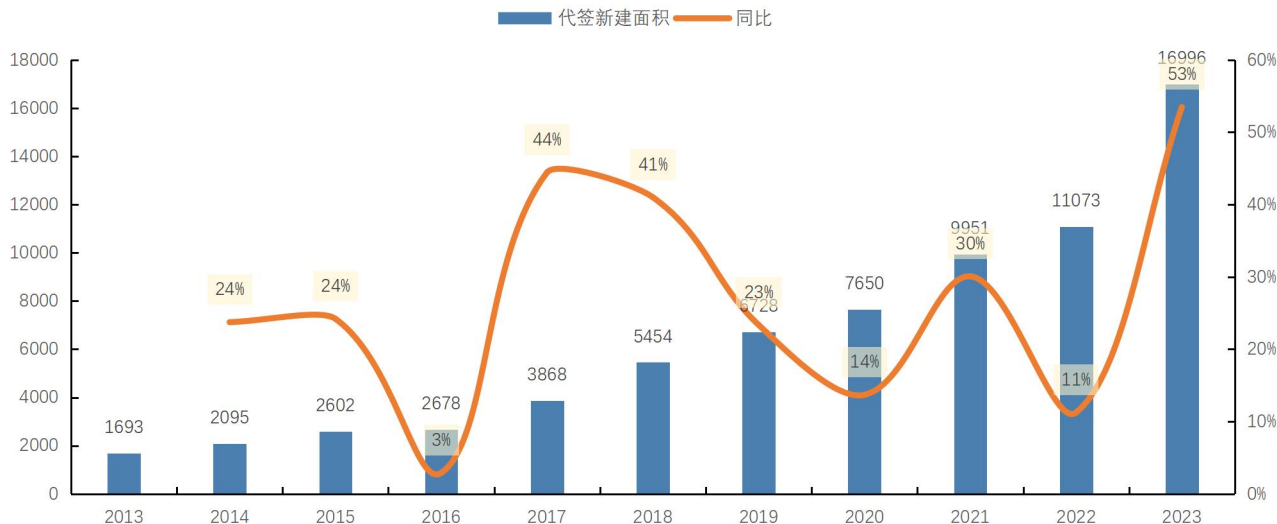


数据来源: 公司公告、克而瑞, 华福证券研究所

3 快周转、轻资产的代建业务行业领先

代建行业发展提速，近百家房企入局。近年轻资产、快周转的代建行业规模扩张迅速，众多房企入局代建赛道。2023 年房地产代建企业新签建筑面积约 17000 万 m²，同比 2022 年增长 53%，已有近 100 家品牌房企布局代建赛道。

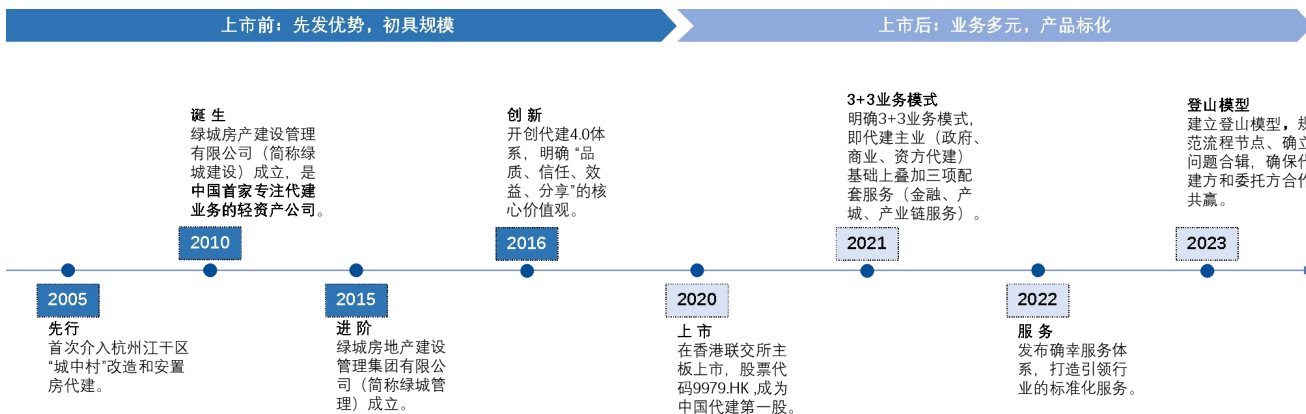
图表 31：2013-2023 年代建新签面积（万平方米，%）



数据来源：亿翰智库、公司公告，华福证券研究所

中国代建第一股，行业稳居第一。绿城管理控股前身绿城建设，为中国首家专注代建业务的轻资产公司。2010 年，绿城管理控股成立，实控人为绿城中国。其核心业务包括商业代建、政府代建等。2020 年 7 月，绿城管理控股（9979.HK）在香港联交所主板上市，成为中国代建第一股。2019 年-2023 年，绿城中国的代建业务增长强劲，凭借先发优势与良好口碑，连续八年市占率超过 20%，在行业中稳居第一。

图表 32：绿城管理控股（9979.HK）发展历程

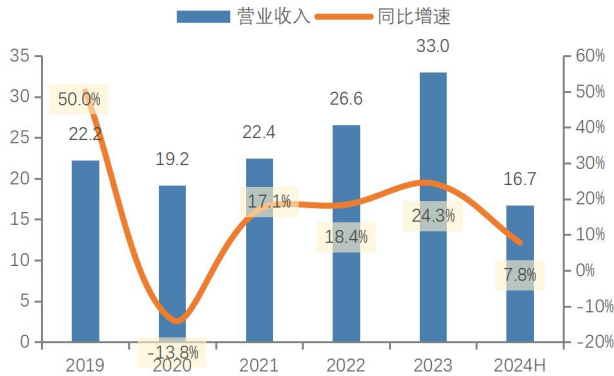


数据来源：绿城管理控股公司公告、绿城管理控股公司官网，华福证券研究所

营业收入稳健增长，商业代建收入占比有所提升。绿城管理控股 2019-2023 年营业收入处于上升区间，CAGR 为 10.4%，2023 年营业收入为 33 亿元，2024H1 营

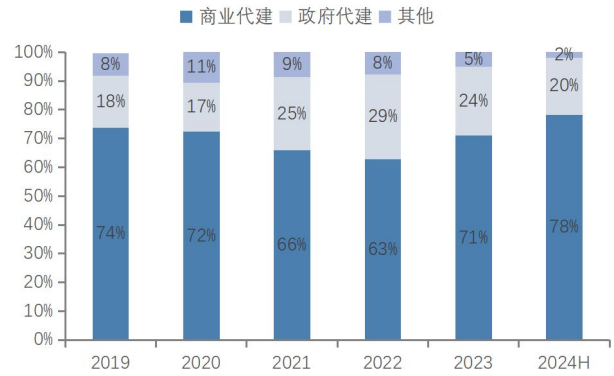
收入为 16.7 亿元。营业收入主要由商业代建和政府代建组成，2022 年来商业代建占比提升，2024H1 商业代建、政府代建收入占比分别为 78%、20%。

图表 33: 绿城管理控股 (9979.HK) 营业收入及增速 (亿元, %)



数据来源: iFinD、公司公告, 华福证券研究所
*财务数据口径来自标准化报表

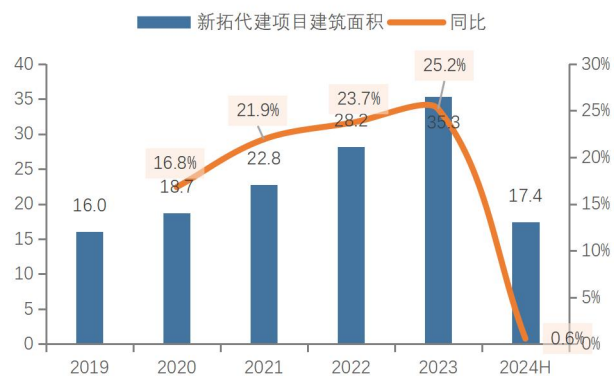
图表 34: 绿城管理控股 (9979.HK) 营业收入构成 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

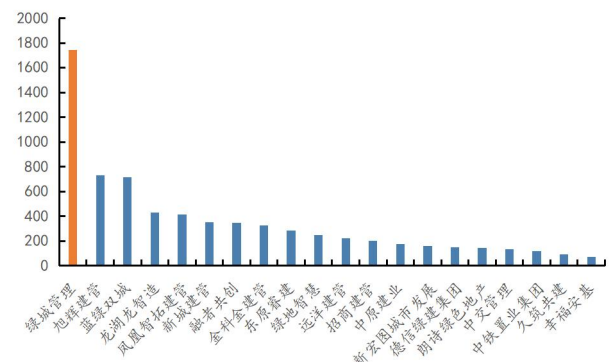
新拓建面增速放缓, 绝对值保持行业第一。2024 年上半年房地产市场持续调整, 部分委托方对市场缺乏信心, 拿地观望; 部分未开工项目“盈利难”, 暂缓开发。2024H1 公司新拓代建建面 1740 万平方米左右, 同比微增 0.6%。从上半年行业代建新拓面积绝对值排行看, 绿城管理仍稳居第一。

图表 35: 绿城中国 (3900.HK) 代建业务新拓面积 (百万平方米)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

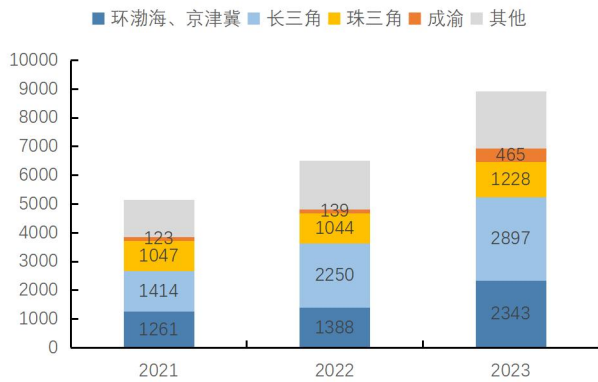
图表 36: 2024 上半年代建新拓面积排行 (万平方米)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

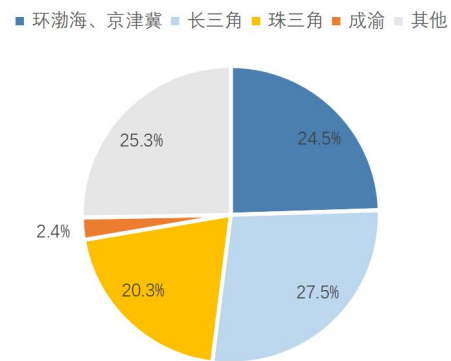
可售货值储备充足, 分布于全国主要经济区域。绿城管理控股代建业务可售货值连续三年增长, 2023 年收入 8925 亿元, 2019-2023 年 CAGR 为 31.7%。分地区看, 2023 年 78%的可售货值集中于环渤海、长三角、珠三角、成渝地区。

图表 37: 绿城管理控股 (9979.HK) 代建业务可售货值 (亿元)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

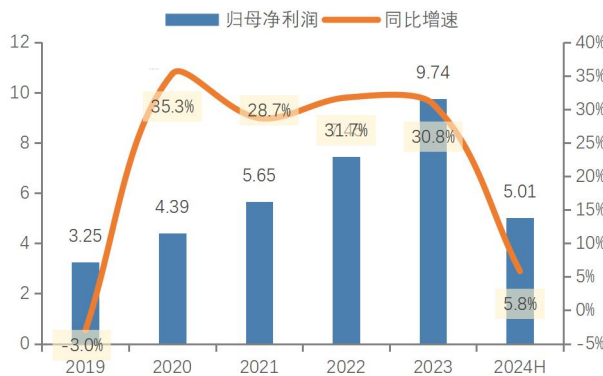
图表 38: 2023 年可售货值地区占比 (%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

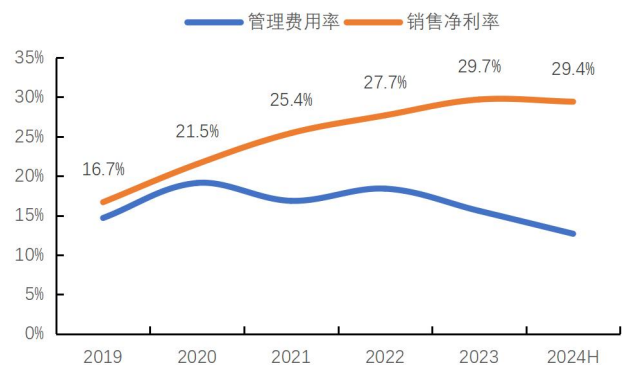
归母净利润增长放缓, 销售净利率水平提升。2020-2023 年, 绿城管理控股归母净利润保持高增速, 2023 年归母净利润 9.74 亿元, 同比增长 30.8%; 2024H1 归母净利润增速放缓至 5.8%。费用率方面, 公司管理费用率持续下降, 净利率维持较高水平, 2024H1 公司销售净利率 29.4%, 相较于 2023 年小幅下降 0.3pct。

图表 39: 绿城管理控股 (9979.HK) 归母净利润及增速 (亿元)



数据来源: iFinD、公司公告, 华福证券研究所

图表 40: 绿城管理控股 (9979.HK) 管理费用率与净利率 (%)



数据来源: iFinD、公司公告, 华福证券研究所
*财务数据口径计算自标准化报表



4 盈利预测

在行业整体业绩承压的背景下，绿城中国 2023 年销售额保持行业 TOP10，销售规模持续增长，已售未结金额将带动 2024 至 2025 年公司营收和核心净利润规模实现稳步增长。截至 2024 年 6 月 30 日，累计已售未结转金额约 2302 亿元，其中权益金额约 1695 亿元，公司已售未结资源较多。在保持销售排名和规模扩张的同时，公司加大高能级城市投资拿地强度，选择上更注重聚焦性和安全性。叠加中交集团入股后，融资成本持续下行，驱动利润率水平企稳。核心假设如下：

1、分业务营业收入

1) 物业销售：公司有较高的已售未结权益收入待结转，且公司凭借其产品品质和核心城市土地储备，在众多利好政策加持下有望率先复苏，预计公司 2024-2026 年物业结算面积、物业结算均价增速分别为 2.4%/-2.7%/-4.4%、0%/5.6%/5.7%，预计该板块营业收入增速为 2.4%/2.7%/1.1%。

2) 项目管理：代建行业市场规模持续扩张，绿城管理控股为代建行业龙头，在城投和中小房企代建需求高增、政府收储作保障房持续推进、下半年房地产止跌回稳一揽子政策推出的背景下，市场情绪持续复苏，预计 2024-2026 年营收增速保持为 13%/14%/14%。

2、分业务毛利率

1) 物业销售：假设随着前期高地价项目结转与 24 年一揽子地产政策刺激落地传导，毛利率将筑底回升，而公司聚焦一二线拿地，对项目安全性、抗风险性要求高，毛利率上行空间不大。因此预计 2024-2026 年物业销售毛利率 11.7%/12.0%/12.0%。

2) 其他：其他包括项目管理、酒店业务、物业投资，由于 2021-2023 年其他业务毛利率稳中有升，2024 中报其他业务毛利率也保持稳定，且暂未发现未来三年其他业务的扰动因素，假设未来三年其他业务毛利率为 2021-2023 年毛利率均值 28.4%。

最后 2024-2026 年公司综合毛利率预测分别为 13.1%/13.5%/13.6%。

图表 41：公司业绩拆分预测表（亿元，万平方米，元/平方米，%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入合计	1002	1272	1314	1352	1395	1420
YoY	52.4%	26.8%	3.3%	2.9%	3.2%	1.8%
物业销售	898	1175	1206	1235	1269	1283
YoY	56.5%	31.0%	2.6%	2.4%	2.7%	1.1%
结算面积	439	588	620	635	617	590
YoY	50.5%	34.0%	5.5%	2.4%	-2.7%	-4.4%
结算均价	20467	19999	19456	19456	20552	21723
YoY	4.0%	-2.3%	-2.7%	0.0%	5.6%	5.7%
项目管理	20	25	31	35	40	46
YoY	26.3%	19.6%	27.9%	13.0%	14.0%	14.0%
其他业务	84	72	77	82	86	91
YoY	23.6%	-15.1%	7.0%	6.6%	5.8%	5.8%
毛利率	18.1%	17.3%	13.0%	13.1%	13.5%	13.6%
物业销售	17.5%	16.3%	11.3%	11.7%	12.0%	12.0%
其他	23.5%	29.8%	31.9%	28.4%	28.4%	28.4%

数据来源：iFinD、公司公告，华福证券研究所

可比公司选取同为港股上市公司的全国性地产开发商的华润置地、中国海外发展、建发国际集团、越秀地产，及深耕杭州的滨江集团作为可比公司。根据 iFinD 一致预期，2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 6.5/6.0/5.6 倍。预计绿城中国 2024-2026 年对应 EPS 分别为 1.09/1.23/1.44，对应 PE 为 7.9/7.0/6.0。

由于绿城中国背靠央企股东，老牌房企口碑优质；聚焦核心城市，优质土储充足；自投业务高周转高去化，销售排名逆势提升；代建业务稳居龙头，可售货值储备充足；债务结构合理健康，融资成本持续降低，预计在 2024 年“一揽子”促进房地产市场“止跌回稳”政策逐步传导的背景下，绿城中国可以占领行业修复先机，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 42：可比公司估值

证券代码	证券简称	市值（亿元）	收盘价	EPS（元）				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
1109.HK	华润置地	1491	22.60	4.40	3.98	4.10	4.34	5.1	5.7	5.5	5.2
0688.HK	中国海外发展	1284	12.68	2.34	2.25	2.36	2.48	5.4	5.6	5.4	5.1
1908.HK	建发国际集团	226	12.10	2.61	2.45	2.67	2.90	4.6	4.9	4.5	4.2
0123.HK	越秀地产	196	5.25	0.85	0.79	0.86	0.95	6.1	6.6	6.1	5.5
002244.SZ	滨江集团	259	8.31	0.81	0.87	0.99	1.07	10.3	9.5	8.4	7.7
平均值								6.3	6.5	6.0	5.6
3900.HK	绿城中国	219	8.64	1.22	1.09	1.23	1.44	7.1	7.9	7.0	6.0

数据来源：iFinD、华福证券研究所
（注：可比公司盈利预测采用 iFinD 一致预期，采用 12 月 18 日收盘价）



5 风险提示

融资环境收紧超预期：房地产行业属于资本密集型行业，融资环境超预期收紧将对房地产的增速及盈利能力产生负面冲击。一方面，融资量的下降将导致开发商放慢拿地、推盘、销售、施工及竣工的经营速度，导致总体的增速下行；另外一方面，融资产生的利息支出是除了土地价格以外，影响房企利润率的最重要因素，融资环境收紧导致融资成本上行将显著侵蚀公司盈利能力，对业绩增速产生负面冲击。

房地产调控收紧超预期：地产调控政策收紧可能使得房地产市场量、价形成负反馈下行。一方面可能使得房企流动性紧缩，进而降价抛售去库存，使得房价进一步下行；另一方面影响居民对房价恢复的预期，进而影响商品房销售量。

销售与结算不及预期：公司销售不及预期，进而影响后续的结算收入。

图表 43: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	69,758	71,768	74,072	75,376
应收款项合计	82,666	89,235	89,112	91,250
存货	286,513	270,855	302,590	307,567
其他流动资产	24,788	31,508	29,955	29,283
流动资产合计	463,725	463,366	495,729	503,476
固定资产净额	10,823	14,023	13,061	12,186
权益性投资	40,324	40,426	41,430	40,727
其他长期投资	11,556	10,290	10,872	10,906
商誉及无形资产	1,761	1,470	1,228	1,025
土地使用权	875	941	1,045	1,129
其他非流动资产	6,473	5,822	6,176	6,156
非流动资产合计	71,812	72,972	73,812	72,129
资产总计	535,537	536,338	569,541	575,605
应付账款及票据	48,614	49,943	52,495	52,577
循环贷款	42,205	38,346	59,001	53,143
其他流动负债	212,429	209,589	213,930	219,824
流动负债合计	303,248	297,878	325,426	325,544
长期借贷	113,595	113,975	114,355	114,734
其他非流动负债	4,759	5,351	5,268	5,127
非流动负债合计	118,354	119,326	119,623	119,861
负债总计	421,602	417,204	445,049	445,405
归属母公司所有者权益	36,130	37,813	39,543	41,559
少数股东权益	77,805	81,320	84,948	88,640
股东权益总计	113,935	119,133	124,491	130,199
负债及股东权益总计	535,537	536,338	569,541	575,605

现金流量表

单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	22,974	10,313	-12,265	9,210
净利润	3,092	2,772	3,122	3,662
折旧和摊销	780	1,671	1,530	1,406
营运资本变动	14,621	4,329	-22,909	-1,797
其他非现金调整	4,481	1,541	5,991	5,939
投资活动现金流	-19,106	-3,693	-4,273	154
资本支出	-360	-500	-500	-500
长期投资	2,429	1,164	-1,586	669
其他长期资产	-21,176	-4,357	-2,187	-15
融资活动现金流	-423	-4,610	18,842	-8,060
借款增加	6,703	-3,480	21,035	-5,478
股利分配	-1,271	-1,089	-1,393	-1,646
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动现金流	-5,855	-41	-800	-936

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

利润表

单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	131,947	135,748	140,107	142,572
主营业务收入	131,383	135,207	139,549	142,004
营业总支出	122,375	124,600	128,121	129,953
营业成本	114,310	117,434	120,725	122,710
营业开支	8,064	7,166	7,396	7,242
营业利润	9,572	11,149	11,986	12,619
净利息支出	727	634	717	794
权益性投资损益	2,165	0	225	450
其他非经营性损益	-1,767	-1,671	-1,866	-1,897
非经常项目前利润	9,243	8,844	9,628	10,378
非经常项目损益	482	312	278	357
除税前利润	9,725	9,156	9,906	10,736
所得税	3,047	2,868	3,155	3,382
少数股东损益	3,560	3,515	3,628	3,692
持续经营净利润	3,118	2,772	3,123	3,662
非持续经营净利润	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	26	0	0	0
归属普通股股东净利润	3,092	2,772	3,122	3,662
EPS (最新股本摊薄)	1.22	1.09	1.23	1.44

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	3.0%	2.9%	3.2%	1.8%
归母公司净利润增长率	19.6%	-10.3%	12.6%	17.3%
获利能力				
毛利率	13.0%	13.1%	13.5%	13.6%
净利率	2.4%	2.1%	2.2%	2.6%
ROE	8.6%	7.5%	8.1%	9.0%
ROA	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
偿债能力				
资产负债率	78.7%	77.8%	78.1%	77.4%
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.1	1.2	1.4
每股经营现金流	9.1	4.1	-4.8	3.6
每股净资产	14.3	14.9	15.6	16.4
估值比率				
P/E	7	8	7	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	54	53	50	47

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn