

**买入**

2025年5月13日

**跻身第一梯队的品质标杆房企**

- 中国领先的优质房地产开发商：**绿城中国（下称“公司”）于1995年在杭州成立，是中国领先的优质房产产品开发及生活综合服务供应商，并于2006年7月在香港联交所主板上市。公司销售金额逐年增长，2016年以来年复合增长率为18.35%，其中自投销售额复合增长率为11.50%。2024年，公司的销售金额跃居克而瑞房地产企业销售排行榜第六位，重回前十。公司第一大股东为中交集团，持股比例28.94%，为公司的战略支撑、业务拓展、融资渠道及成本优化、成本控制等方面带来加持。
- 高确定性土储叠加高品质定位，构筑公司高质量发展护城河：**公司2020年以来逆市拿地，拿地强度及新增货值连续位居行业前列。截止2024年底，公司土地储备项目146个，总建筑面积约2747万平方米，权益总建筑面积约为1785万平方米。总货值约5348亿元，其中一二线城市货值占比79%，北京、上海、杭州等十大战略核心城市占比53%。公司产品连续十余年在“中国城市居民居住满意度”调查中排名前列。公司的销售单价逐年上升，并连年处于行业领先地位。2024年，公司的销售均价为2.9万元/方，远超同行平均。
- 轻资产代建业务引领行业，打造公司第二增长极：**公司代建业务依托绿城管理（9979.HK）轻资产平台，持续保持行业第一，市占率连续9年保持20%以上。截止2024年底，绿城管理覆盖全国130个城市，合约建筑面积约1.3亿平方米，可售货值7201亿元，订单底仓充足。公司的合约建筑面积中待建面积占比降低至43.4%，毛利率更高的商业代建占比76.2%，公司持续加快在手订单转化，提升项目经营兑现度。绿城管理与公司形成了战略互补，同时也为公司的财务稳健、品牌强化及资源整合方面创造了一定价值。
- 公司的融资渠道持续畅通，融资成本创新低：**境内债方面，截止2024年底，公司银行借款占比76.3%，其他融资工具包括传统公司债、中期票据、供应链ABS、绿色债券等，公司永续债已于2023年全部清零。公司境外债比重保持在16.4%左右，并积极提前置换及回购，持续优化债务结构。2025年2月，公司成功发行5亿美元三年期优先票据，为2023年2月以来首笔中资地产板块美元债。公司的平均融资成本从2015年的7.3%逐年下降至2024年的3.9%，净资产负债率从2015年的73.0%下降至2024年的56.6%。
- 目标价11.8港元，首予买入评级：**公司以品质溢价、核心城市布局、轻资产代建平台、央企背书的差异化竞争优势，在行业深度调整阶段仍保持精进、并积极降本增效，呈现出显著的抗风险能力。公司将受益于本轮结构性复苏，也将在未来以改善型需求为主的存量房地产市场中获得市场份额的不断提升。我们预计公司2025-2027年的收入分别为1589亿/1473亿/1492亿，归母净利润为19.7亿/29.9亿/32.1亿，给予公司2025年0.8倍市净率，得出目标价为11.8港元，较现价有23.1%的上涨空间，首次评级买入。

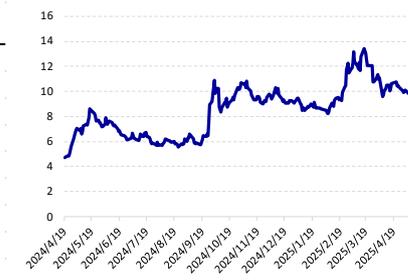
**胡钰**
**852-25321539**
**Katherine.hu@firstshanghai.com.hk**
**主要资料**

行业	房地产
股价	9.59 港元
目标价	11.80 港元 (+23.1%)
股票代码	2423
已发行股本	25.3 亿股
总市值	243.6 亿港元
52 周高/低	13.78 港元/5.44 港元
每股净资产	14.35 元人民币
主要股东	中交集团 28.942% 九龙仓集团 22.952% 宋卫平 7.93%

**盈利摘要**

年结日: 31/12	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	131,383	158,546	158,953	147,334	149,203
变动(%)	3.3%	20.7%	0.3%	-7.3%	1.3%
归母净利润(百万人民币)	3,118	1,596	1,972	2,987	3,210
变动(%)	13.1%	-48.8%	23.5%	51.5%	7.4%
每股盈利(人民币元)	1.22	0.63	0.78	1.18	1.27
市盈率@9.59港元	7.1	13.7	11.1	7.3	6.8
市净率@9.59港元	0.61	0.60	0.59	0.56	0.54
DPS(元)	0.43	0.30	0.37	0.56	0.60
息率(%)	5%	3%	4%	7%	7%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

**股价表现**


资料来源: 彭博

## 公司简介

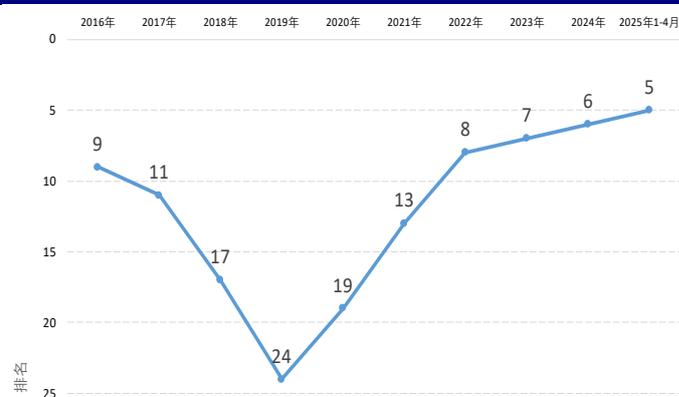
### 中国领先的优质房地产开发企业

绿城中国（3900.HK）于1995年在杭州成立，是中国领先的优质房产品开发及生活综合服务供应商，2006年7月于香港联交所主板上市。历经30年的发展，公司总资产规模超5300亿元，净资产规模超1000亿元，“绿城”品牌价值1188亿元。

公司在2009年的销售额曾位居行业第二，2014年公司引入中交集团，公司经过一系列改革后，公司销售金额逐年增长，2016年以来年复合增长率为18.35%。公司的行业排名近年来亦逐步攀升，2024年，公司的销售金额跃居克而瑞房地产企业销售排行榜第六位，重回前十。

图表 1：2016 年以来公司销售金额(含代建) (亿元)

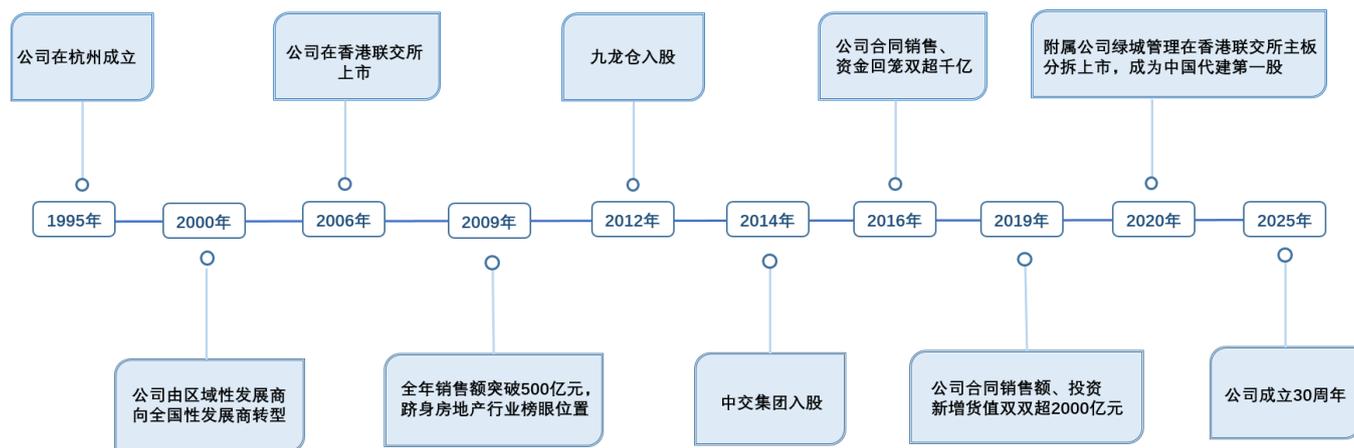
图表 2：2016 年以来公司销售金额的同业排名



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：克而瑞，第一上海

图表 3：公司发展历程



资料来源：公司资料，第一上海

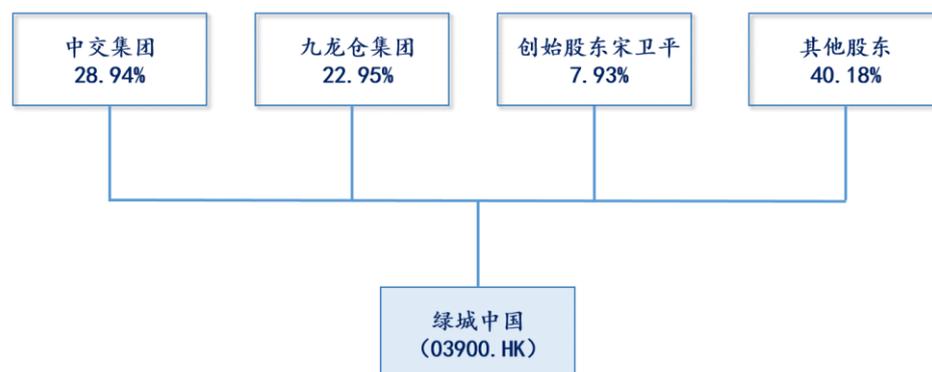
## 多元化股权架构带来公司治理不断优化

公司由宋卫平先生（“宋先生”）于 1995 年创立。2006 年上市后，宋先生持股比例约为 37.23%，经营管理团队持股 70% 以上。2012 年，公司引入九龙仓集团作为战略股东。2014 年，融创中国与九龙仓集团并列公司第一个大股东，持股比例均为 24.3%。2014 年 12 月，绿城中国引入中交集团接替了融创中国成为第一大股东，持股比例 25.06%。2015 年，中交集团持股比例增加至 28.915%，并于 2015 年中期开始对公司进行财务并表。2019 年，公司引入新潮中宝成为第三大股东，持股 12.95%。

截止 2024 年 12 月 31 日，公司第一大股东为中交集团，持股比例为 28.94%，九龙仓集团持股比例为 22.95%，创始人宋先生持股比例为 7.93%。中交集团是全球领先的特大型基础设施综合服务商，主要从事交通基础设施的投资建设运营、装备制造、城市综合开发等业务。作为一家央企，中交集团为公司的战略支撑、业务拓展、融资渠道、融资成本优化、成本控制等方面带来加持，进一步提升公司抗风险能力，为公司的长远发展奠定坚实基础。第二大股东九龙仓集团在财务稳健、优化治理等方面为公司提供专业意见和关注支持。第三大股东创始人宋卫平先生奠定了公司的企业根基和企业文化。

公司多元化的股权架构，使得公司既有中交集团深厚实力依托，又兼具民企的活力，两者优势互补，相互促进。同时，亦为公司治理带来科学的决策和制衡机制，有利于促进公司业务的协同与拓展，赋能公司治理结构不断优化。

图表 4：股权架构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 5：董事及管理层介绍

姓名	职位	简介
刘成云	董事会主席及非执行董事	2025年3月26日获委任为本集团非执行董事和董事会主席，2023年6月至今任中文集团党委常委、副总经理。
郭佳峰	执行董事及行政总裁	1999年5月加入本集团，2019年7月11日再获委任为执行董事，2020年12月17日获委任为行政总裁。拥有超过36年的行业经历，在项目开发、工程营造方面具有丰富的经验。
李森	执行总裁、党委书记	2020年3月加入本集团，主要负责党群、商业管理、华中区域公司等工作，协助分管录城大学、劳动人事等。
周长江	执行总裁	2024年3月22日获委任为本集团执行总裁，拥有丰富的上市公司管理经验。
耿忠强	执行总裁	2019年7月11日获委任为本集团执行董事和执行总裁，曾任中国房地产开发集团总会计师，北京信发置业投资董事长，拥有丰富的经营和管理经验。
李骏	副总裁、首席运营官	2008年11月加入本集团，2018年4月6日获委任为执行董事。在运营管理方面拥有丰富的经验，主要负责公司运营管理工作。
张继良	副总裁、总规划师及研发中心总经理	2019年4月加入本集团，主要负责本集团研发设计管理等工作。
肖力	副总裁兼总工程师	2004年3月加入本集团，拥有超过20年的房地产从业经验，主要负责本集团工程营造及管理、成本招采工作，及生活科技集团业务。
杜平	副总裁	2015年3月9日加入本集团，主要负责本集团品牌文化、营销服务等工作以及小镇集团业务。
迟峰	副总裁	2022年7月加入本集团，2024年7月任为副总裁，曾担任华润置地高级副总裁、华东大区总经理、华润物业董事长、四川蓝光发展CEO，在房产经营管理方面拥有丰富经验。
聂焕新	助理总裁、首席数字官、运营管理中心经理	2016年加入本集团，2024年5月委任为助理总裁，曾担任中农信房地产、中住房地产开发、中交地产、中房地产等财务负责人。拥有30年的房地产从业经验，在公司运营管理、财务管理有着丰富经验。
尚书臣	董事会秘书（经营班子成员），兼任董事会办公室主任、总裁办公室主任、党群办公室主任	2019年4月加入本集团，于2020年3月20日获委任为董事会秘书。主要负责董事会事务及股东大会事务统筹，总裁办公室、党群办公室业务统筹及内部审计、风控、法务、考核、督办、投资者关系等工作，并分管华南区域业务。
洪蕾	执行董事	2021年3月22日获委任为本集团执行董事，法律事务和管理方面经验丰富。
吴天海	非执行董事	2019年7月11日再获委任为本集团非执行董事，担任多家香港上市公司的董事职务。
周安桥	非执行董事	2024年12月再获委任为非执行董事，在香港和中国内地的金融及地产行业有丰富经验。
贾生华	独立非执行董事	2006年6月22日获委任为本集团独立非执行董事，现为浙江大学教授。
许云辉	独立非执行董事	2012年4月1日获委任为本集团独立非执行董事，2012年至今为PAG（前称Pacific Alliance Group）的管理合伙人。
邱东	独立非执行董事	2020年4月17日获委任为本集团独立非执行董事，现任江西财经大学讲席教授、全国哲学社会科学规划项目学科评审组召集人及全国统计教材编审委员会副主任等。
朱玉辰	独立非执行董事	2020年4月17日获委任为本集团独立非执行董事，现为新加坡亚太交易所的创始人及首席执行官。

资料来源：公司资料，第一上海

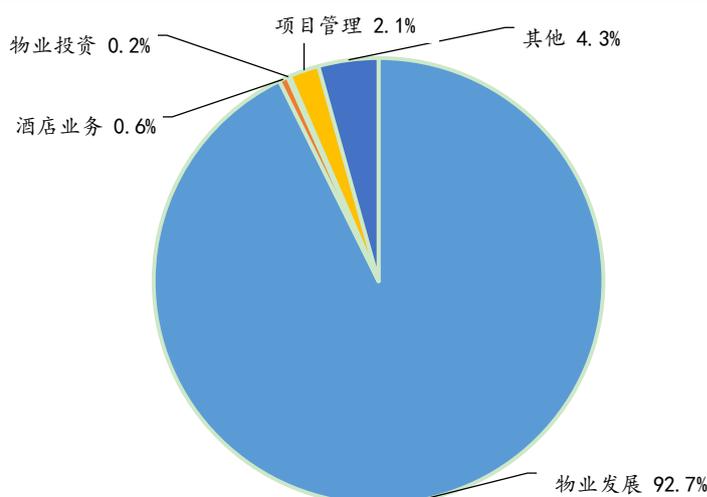
## 业务概览

### 重资产、轻资产和“绿城+”三大板块协同发展

公司秉持“品质为先”的理念，布局房地产上下游业务，形成重资产、轻资产和“绿城+”三大板块。重资产板块聚焦房地产开发业务，并积极发展小镇、城市更新等相关业务。轻资产板块为代建业务，公司于2020年7月正式分拆绿城管理控股于香港联交所主板上市（股票代码：9979）。“绿城+”板块主要是发展和培育不动产产业链业务，协同赋能主业。

公司的营业收入包括物业发展（自投业务）、酒店运营、物业投资、项目管理（代建业务）及其他五大板块。其中物业发展为公司的主要收入来源，截止2024年12月31日，收入占比为92.7%。

图表 6：最新业务构成



资料来源：公司资料，第一上海

图表 7：项目地理分布

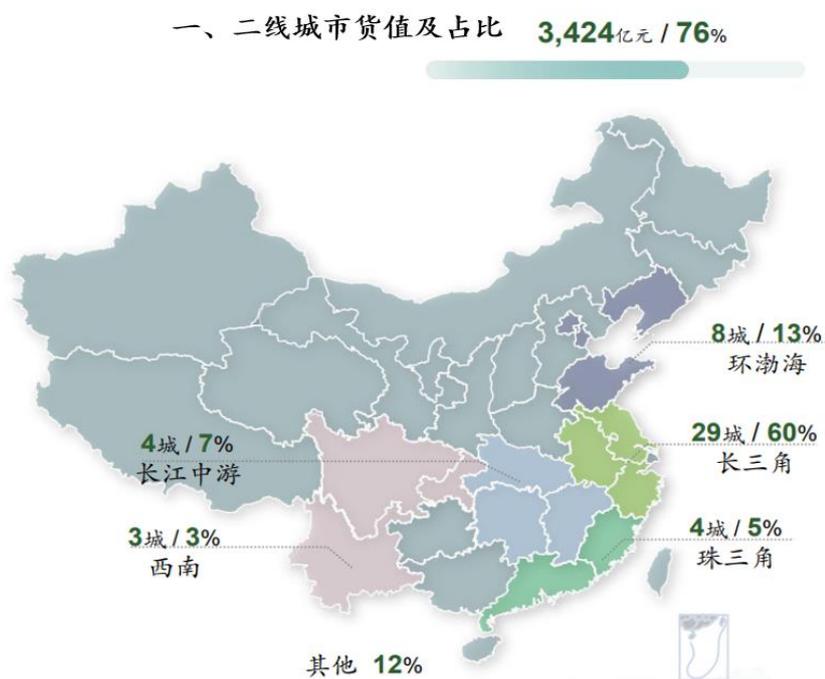


资料来源：公司资料，第一上海

## 自投业务

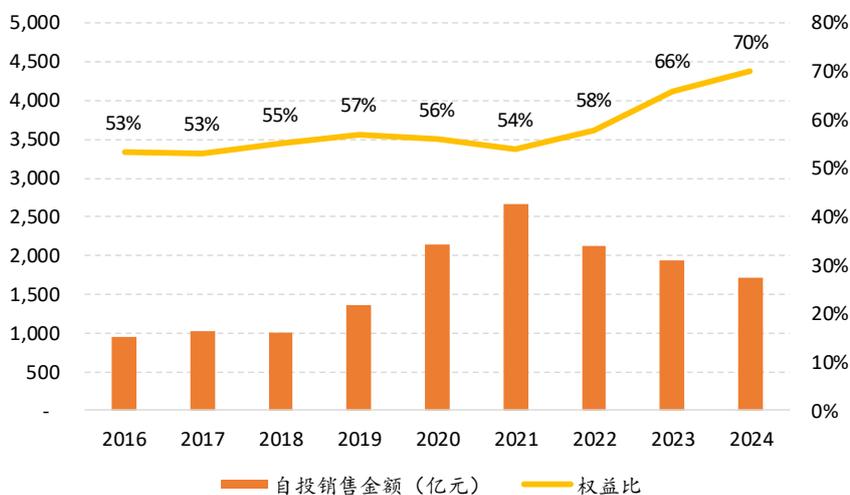
物业开发方面，2016年以来，公司的自投销售额总体呈上升趋势，至2023年的复合增长率达11.5%。公司的自投业务布局以长三角区域为主（货值占比为60%），辐射全国，并在海外布局了两个项目，一二线城市货值占比为76%。截止2024年12月31日，公司土地储备项目146个（包括在建及待建），总建筑面积约2747万平方米，权益总建筑面积约为1785万平方米，平均楼面地价为每平方米7901元。近年来公司的自投销售额权益占比提升，从2015年的54%提升至2024年的70%，公司2024年新增土地的权益比进一步提升至79%，有效提升开发效能，同时减少潜在风险。

图表8：土储货值分布情况（按货值，截至2024年12月31日）



资料来源：公司资料，第一上海

图表9：2016年以来自投销售额（亿元）及权益比



资料来源：公司资料，第一上海

## 代建业务

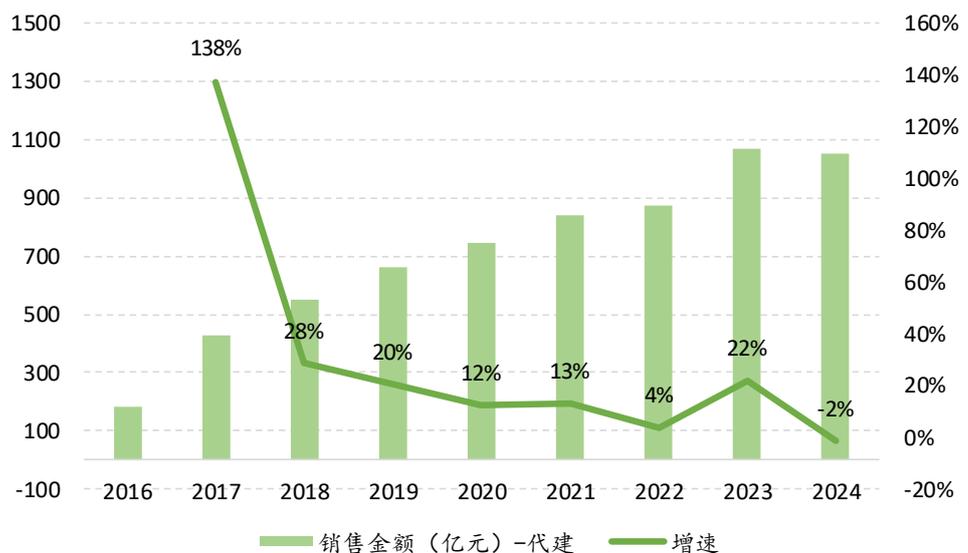
近年来，房地产行业进入调整期，拿地主体更加多元化，国企、城投及 AMC 占比提升，触发了更多的代建需求。代建行业头部效应显著，排名前十的企业占据市场 58% 份额。头部企业凭借品牌、经验和资源整合优势，市场地位不断巩固。

随着房地产行业进入存量时代，“保交楼”、“三大工程”（保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设）的推进，未来代建业务的市场需求有望进一步扩大，成为房地产行业中的一个重要的细分领域。此外，代建业务逐渐成为开发企业布局的重要板块。代建业务属于轻资产运营模式，无需大量资金投入，主要依赖管理经验和专业团队来获取收益。在房地产市场不确定性增加、融资渠道有限的情况下，轻资产运营模式能够降低企业的资金风险和经营风险，提高企业的抗风险能力。

公司附属公司绿城管理在代建领域持续保持行业第一，市占率连续 9 年保持 20% 以上。绿城管理核心业务模式包括：三大代建主业（政府代建、商业代建、资方代建）及三大配套服务（金融服务、产城服务、产业链服务）。截止 2024 年 12 月 31 日，绿城管理覆盖全国 130 个城市，分布在环渤海经济圈、京津冀城市群、长三角经济圈、珠三角经济圈、成渝城市群四大核心城市圈，合约建筑面积 1.256 亿平方米，可售货值 7201 亿元，订单底仓充足。公司的合约建筑面积中待建面积占比降低至 43.4%，毛利率更高的商业代建占比 76.2%，公司持续加快在手订单转化，提升项目经营兑现度。

代建业务作为轻资产的开发服务，与公司重资产的自投业务相结合，为公司带来利润增长极的同时，也提升公司的抗风险能力。

图表 10:2016 年以来代建销售金额及增速（亿元）



资料来源：公司资料，第一上海

## 绿城+

公司绿城+板块致力于建立产业生态圈，协同赋能主业，主要业务包括：

**绿城生活科技：**以“好房子”为目标，整合房屋建筑全链条，拓展家装一体化业务，推动建筑产业化转型。2024 年后加装业务合同额达人民币 9.7 亿元，实现规模突破，致力成为领先的综合商用资产经营管理公司。

**绿城商用：**致力于酒店、商业、长租公寓、产业园等经营物业的全生命周期管理，实现杭州中心四季酒店、青岛绿城集体广场等多个项目的完美开业兑现。

**绿城美好产业：**深耕商业、文旅、颐养、教育、农业五大领域，赋能产商运营增值，致力成为领先的产业综合运营商。

**绿城康养：**轻重协同，打造中国高端康养业务品牌，在运营机构 25 个，累计服务长者 7.5 万余名。

**绿城未来数智：**以“智慧化城市服务运营商”为定位，服务项目 500 余个，累计申请知识产权 150 余项，市占率超 40%，致力于构筑绿色低碳、智能安全的家庭、园区与社区。

## 业绩表现

公司营业收入稳步增长，2016 年-2024 年公司营业收入复合增长率达 25.3%。其中，物业发展板块是公司主要收入来源，占公司营业收入比重保持在 90%左右，板块收入年复合增长率达 25.8%，略超整体收入复合增长率。

受行业下行影响，公司近年的毛利率及净利率有所下降，但是仍然位于行业平均水平之上。2016 年以来，公司净利润水平整体呈现稳步增长趋势，2016 年-2024 年公司净利润复合增长率达 16.1%。

图表 11:公司近年来营业收入（千元）及毛利率



资料来源：公司资料，第一上海

图表 12:公司近年来净利润（千元）及净利润率情况



资料来源：公司资料，第一上海

## 竞争优势

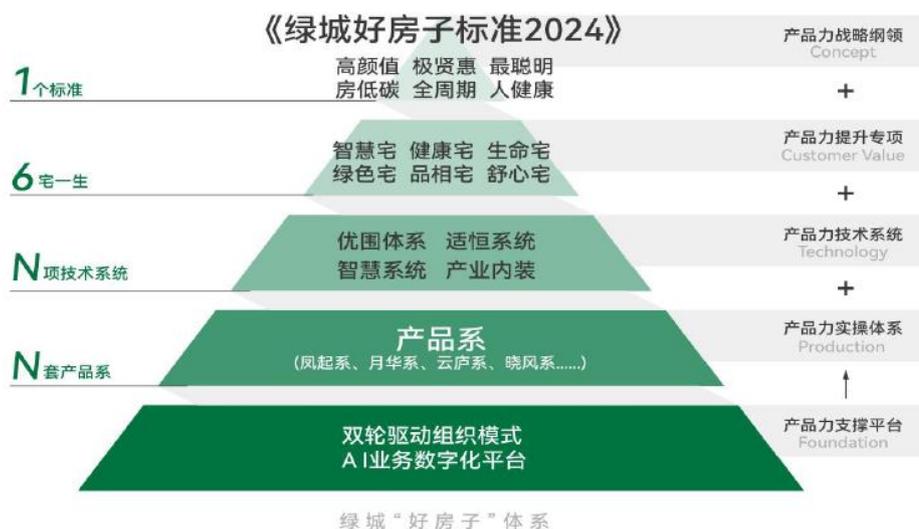
### “好房子”赋能有竞争力的销售价格

自 1995 年成立起，绿城已将“真诚、善意、精致、完美”植入企业 DNA，创始人宋先生提出“要造让自己家人住得安心的房子”。公司将产品质量作为“一号工程”，将客户满意度作为“一号标准”，将产品力作为核心 KPI 考核标准之一，并发布了《绿城中国好房子产品标准 2024》，为业内首个企业级“好房子”标准。

多年以来，公司持续升级产品力，连续十余年在“中国城市居民居住满意度”调查中排名领先。根据中指研究院发布《2024 年中国城市居民居住满意度调查报告》，公司在所进驻的 16 座城市总体满意度排名第一，总体满意度得分 92.9 分；总体忠诚度得分 89.6%，在所进驻的 12 座城市拿下总体忠诚度排名第一。

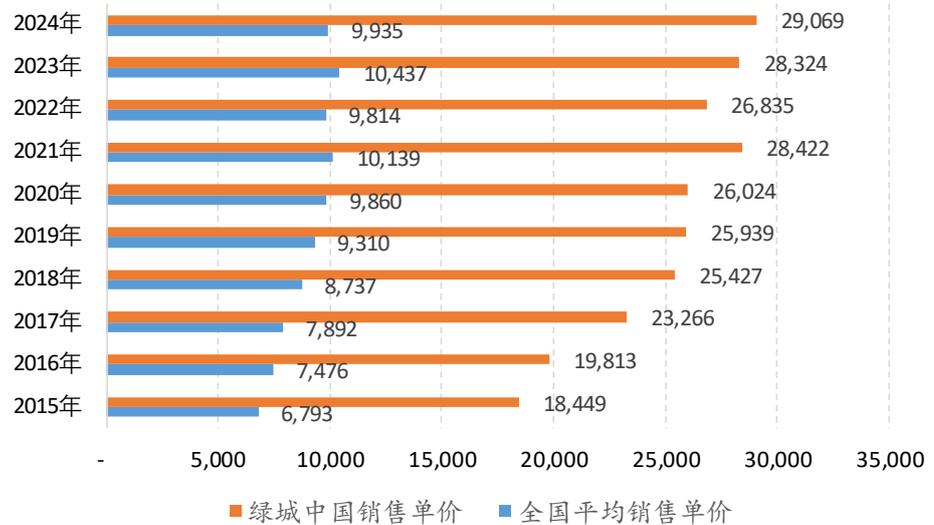
优质的产品力带来了公司有韧性的销售，也带来了有竞争力的销售价格。公司的自投销售额在 2016 年至 2024 年年复合增长率为 11.5%，近年来销售排名逐步提升。公司 2022 年、2023 年及 2024 年的首开去化率分别达到 75%、82% 及 82%，处于行业领先地位。公司的销售单价连年处于行业领先地位，并且逐年上升。2024 年，公司的销售均价为 2.9 万元/方，远超同期全国商品房销售均价 9935 元/方。

图表 13：绿城中国好房子标准 2024



资料来源：公司资料，第一上海

图表 14：公司销售单价 VS 全国平均销售单价



资料来源：公司资料，第一上海

随着房地产行业从规模增长进入高质量发展的阶段，未来住房的需求将从原来的“有没有”转向“好不好”，改善型需求将替代刚性需求主导住房市场。消费者对住房质量细节要求更高、对社区的配套设施和环境要求也会提高，同时关注绿色环保节能、智能化体验。公司的好房子标准与市场需求相契合，为消费者提供高质高价的住宅产品，满足消费者对安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”需求。

2024年10月17日，在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上，有关领导介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况时提到，各部门打出的“组合拳”包括“四个取消”，即充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类购房的限制性措施。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。在中央政策的引导下，包括深圳、沈阳、珠海、郑州、芜湖等多个城市纷纷出台相关政策取消或优化商品房销售限价。我们认为，未来将有更多地方和城市优化限价政策，房地产企业可以根据市场需求、地段价值、产品定位以及成本等因素灵活定价。公司在聚焦高品质“好房子”项目方面的有天然优势，能够制定更高的价格以实现利润最大化。

因此我们认为，公司的销售单价有望继续保持行业高位，为公司利润提升带来基础保障。

图表 15:标杆项目-杭州宸岸印月里



资料来源：公司资料，第一上海

图表 16:标杆项目-义乌凤起潮鸣



资料来源：公司资料，第一上海

### 行业调整期保持较高拿地强度，高质量土储助力持续发展

截止 2024 年 12 月 31 日，公司土地储备项目 146 个（包括在建及待建），总建筑面积约 2747 万平方米，权益总建筑面积约为 1785 万平方米。总货值约 5348 亿元，其中一二线城市货值占比 79%，长三角区域占比 57%，北京、上海、杭州、西安等十大战略核心城市占比 55%。

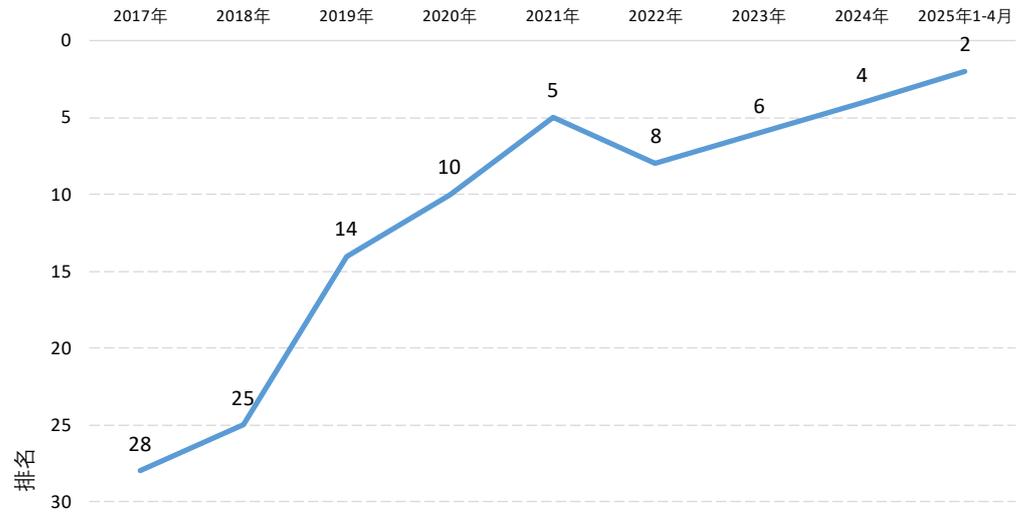
自 2020 年行业进入调整期以来，市场信心受到较大影响，房地产企业的销售及融资遇到较大的困难，企业资金链紧张，因此多数企业的拿地能力受限，土地投资锐减；加上房企对未来市场预期悲观，拿地积极性亦明显下降。凭借多年在房地产行业的深耕，公司对土地价值有独特的判断和评估，并运用多年积累的优秀产品能力兑现土地价值。公司 2020 年以来逆市拿地，拿地强度及新增货值连续位居行业前列。公司 2022 年-2025 年的拿地强度分别达到 33%、47%、40%，大幅超出克而瑞百强的 18%、21%及 17%，也高于 12 家主流房企的 31%、32%及 26%。我们认为，虽然宏观经济复苏仍然存在一定的不确定性，但整体上将保持稳定态势。随着需求端及供给端支持政策的落地、出险房企重组方案密集落地，行业信用风险逐步出清，市场信心逐步修复，房地产行业有望止跌回稳。公司高品质的土储有望为公司在行业回稳过程中实现价值及市场份额的提升。

图表 17：十大核心战略城市货值（截至 2024 年 12 月 31 日）



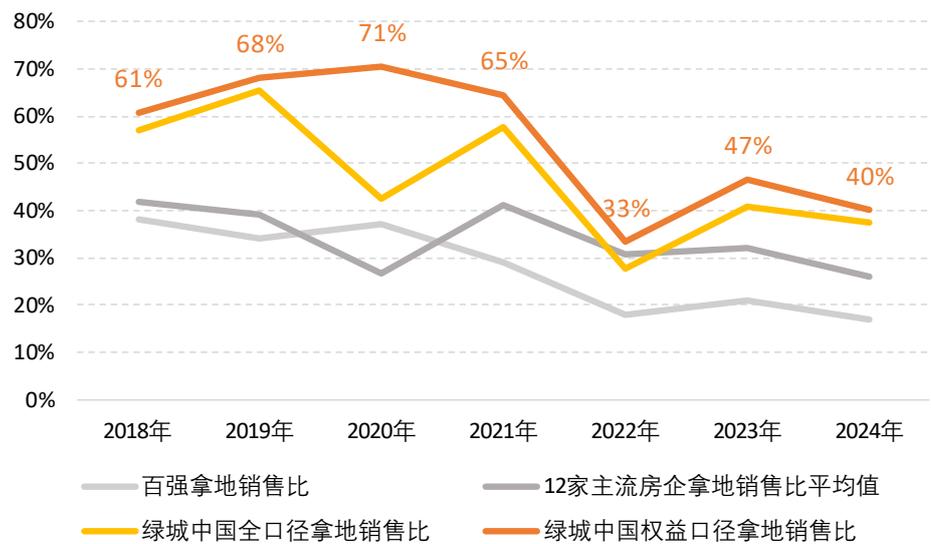
资料来源：公司资料，第一上海

图表 18：公司近年的新增货值行业排名



资料来源：克而瑞，第一上海

图表 19：公司近年来的拿地强度及同行比较



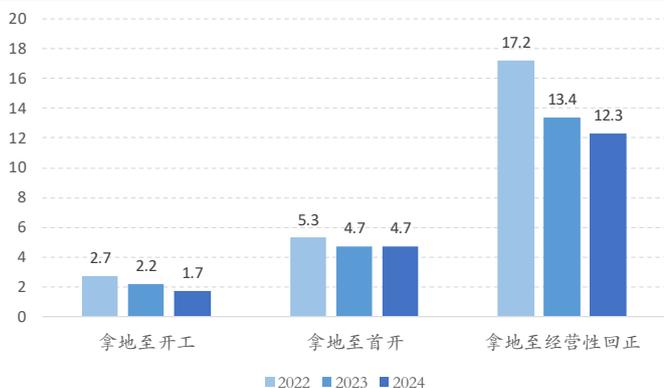
资料来源：克而瑞，第一上海

### 降本增效提升利润空间

公司在注重产品力建设的同时，亦注重运营效率和成本费用不断优化。近年来，根据融资环境、土地成本及市场需求的变化，公司不断加速供货节奏和货值转化，运营持续优化，进而加快锁定公司的盈利，同时支撑公司当年及未来的销售规模增长。公司的开发效率稳居行业前列，拿地至开工周期从 2022 年的 2.7 个月缩短至 2024 年的 1.7 个月，拿地至首开周期从 2022 年的 5.5 个月缩短至 2024 年的 4.7 个月，拿地至经营现金流回正周期从 2022 年的 17.2 个月缩短至 2024 年的 12.3 个月。

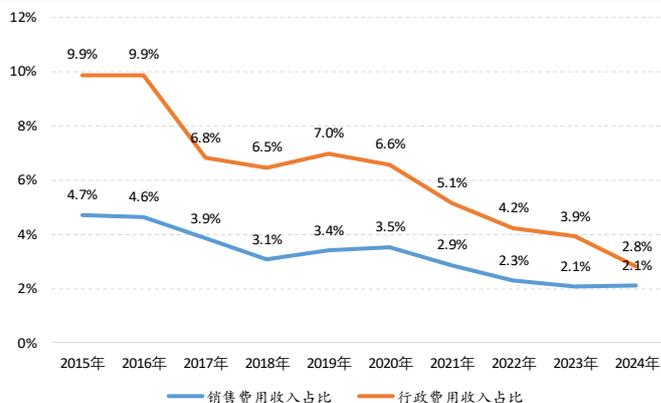
公司积极降本增效，平均建造成本单方费用逐年降低，集采成果应用率保持 100%，集采关键品类价格持续下降。公司的营销费用及行政费用连年下降，至 2024 年分别下降至 2.1%及 2.8%，处于行业较低水平，为公司利润提升带来保障。

图表 20:公司开发效率居行业前列



资料来源：公司资料，第一上海

图表 21:公司两费收入占比持续降低



资料来源：公司资料，第一上海

### 央企加持，财务稳健

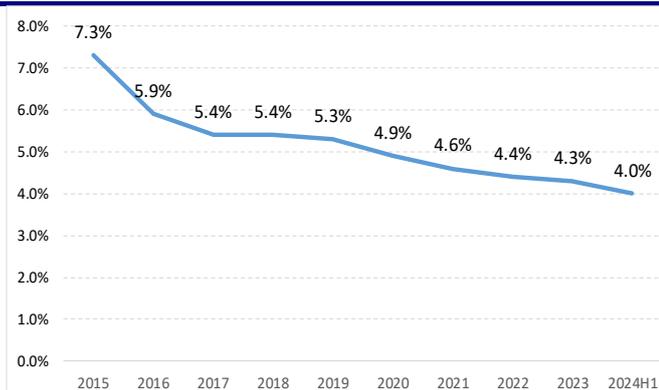
2014 年 12 月，绿城中国引入中交集团成为公司第一大股东，持股 25.06%。2015 年，中交集团持股比例增加至 28.915%，并于 2015 年中期开始对公司财务并表。

截止 2024 年 12 月 31 日，公司第一大股东为中交集团，持股比例为 28.94%，中交集团是全球领先的特大型基础设施综合服务商，主要从事交通基础设施的投资建设运营、装备制造、城市综合开发等业务。作为一家央企，中交集团为公司的战略支撑、业务拓展，特别是融资渠道、融资成本优化、成本控制等方面带来加持。

2020 年以来，房地产公司的融资渠道收紧，但公司的融资渠道依然畅通，银行借款的占比持续提升，截止 2024 年底，公司的银行借款占比为 76.3%；境内债方面，公司不仅发行传统公司债和中期票据，还探索供应链 ABS、绿色债券等创新工具。公司的永续债在 2021 年高峰期达 108 亿人民币，已于 2023 年全部清零。境外债方面，公司境外债近几年的比重保持在 16.4%左右，并处于合理水平，并积极提前置换及回购，持续优化债务结构。2025 年 2 月，公司成功发行 5 亿美元三年期优先票据，为 2023 年 2 月以来首笔中资地产板块美元债。

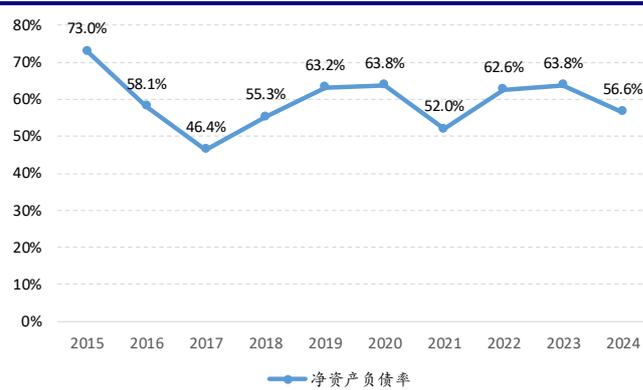
公司的平均融资成本从 2015 年的 7.3%逐年下降至 2024 年的 3.9%，净资产负债率从 2015 年的 73.0%下降至 2024 年的 56.6%。公司的债务结构持续优化，财务成本持续降低。

图表 22:公司近年平均融资成本情况



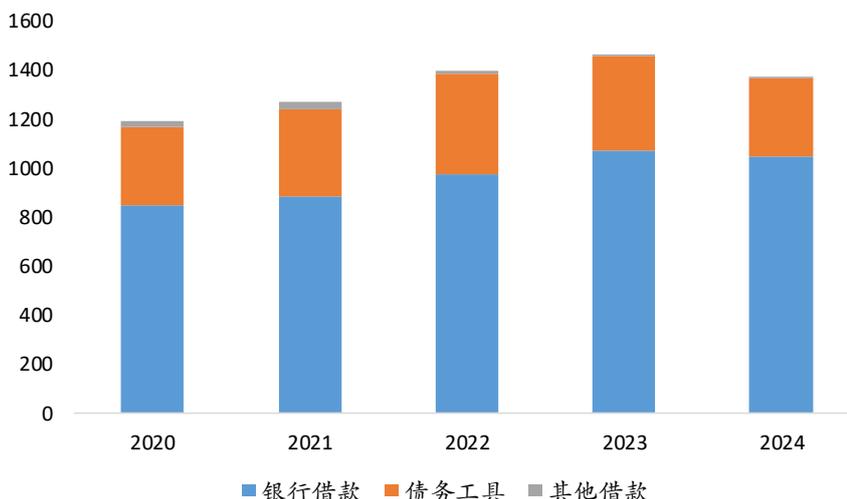
资料来源：公司资料，第一上海

图表 23:公司近年以来净资产负债率情况



资料来源：公司资料，第一上海

图表 24:2020 年以来公司的债务结构



资料来源：公司资料，第一上海

## 盈利预测和估值

### 关键假设

2020 年下半年以来，房地产市场进入新一轮下行周期，量价齐跌，但公司的销售面积和销售均价均大幅跑赢整体市场，其中自投业务的销售均价 5 年复合增长率更是逆市增长 2.3%。展望未来整体房地产市场，政策环境仍然保持宽松，支持力度相比以往周期更大，虽然宏观经济复苏仍然存在一定的不确定性，但整体上将保持稳定态势，因此，随着需求端及供给端支持政策的落地、出险房企重组方案逐步落实，行业信用风险逐步出清，市场信心逐步修复，房地产行业有望止跌回稳。未来房地产行业将更加分化，一二线城市有望触底反弹，高品质住宅需求将显著提升。公司凭借强大的央企背景、稳健的财务结构、优质的土储布局、高品质的产品定位，有望

在未来结构性市场中保持领先的优势。因此，虽然整体行业仍将缩量，我们预计未来五年公司的销售额仍能保持低单位数至中单位数的复合增速。

### 营业收入

物业开发业务方面，截止 2024 年底，公司的已售未结金额为 1905 亿元，总土储为 4496 亿元。公司优质的土储结构加上过往两年优于同行的销售业绩及更高的拿地强度，为公司未来的结转提供坚实的基础。同时，公司近年来销售金额权益比的不断提升也为公司的收入增加带来更多保障。基于于 2025 年及 2026 年整体行业仍将处于筑底企稳阶段，因此我们预计公司未来五年收入复合增速约为 5%，并呈现前低后高趋势。

项目管理业务方面，在国家推动房地产市场止跌企稳的背景下，代建需求仍将持续增长，具体来看，1) 保障性住房及城中村改造成为未来房地产市场发展新模式的重要组成部分，代建逐步成为政府采购的成熟模式；2) 具备土地储备但开发能力欠缺的城投平台、金融机构以及陷入困境的中小房企，需要引入代建企业盘活资源来提升资产效率及保值增值。未来房地产行业投资和运营环节分离趋势将日益加快，绿城管理作为代建行业的龙头，以更专业的能力和更强的品牌口碑，龙头地位有望持续巩固，因此我们预计未来五年公司代建业务能保持 10%左右的复合增速。

### 毛利率

公司近两年聚焦重点库存处理，开发业务毛利率受到一定影响，但是从 2024 年以来，土地市场由于政策持续发力且地产竞争激烈程度减弱，公司的拿地利润率提升明显，因此我们认为开发业务毛利率会在 2025 年见底，并从 2026 年开始逐步回升。其他业务毛利率预计保持稳定，因此公司整体毛利率亦将在 2026 年开始逐步回升。

### 费用率

公司的营销费用及行政费用处于行业较低水平，且连年下降。公司融资成本保持持续下降趋势。公司也将费用管控作为效益提升的重要抓手，推进精益化成本管理，将助力公司费用率持续下降，虽然公司目前三费的费用率保持行业低位，我们预计公司未来的费用率仍然具备下降空间。

综上，我们预计公司 2025 年、2026 年、2027 年的收入分别为 1589 亿、1473 亿及 1492 亿人民币，归母净利润为 19.8 亿、29.9 亿及 32.1 亿人民币。公司以品质溢价、核心城市布局、轻资产代建平台、央企背书的差异化竞争优势，在行业深度调整阶段呈现出显著的抗风险能力，公司将受益于政策宽松周期性的结构性机会，也将在未来以改善型需求为主的房地产市场中获得市场份额的不断提升。考虑到公司近两年还存在一定减值压力，我们采用 PB 估值法，给予公司 2025 年 0.8 倍市净率，得出目标价为 11.80 港元，较现价有 23.1% 的上涨空间，首次评级买入。

图表 25: 同行估值

公司名称	代码	市值	2024年签约销售额	净利润					PE					PB	股息率
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E		
保利发展	600048 CH Equity	988	3,230	12,067	5,001	6,992	7,474	7,663	7.5	18.2	13.0	12.2	11.9	0.5	5.0
中海地产	688 HK Equity	1,443	3,107	25,610	15,636	15,915	17,099	18,639	5.2	8.5	8.3	7.8	7.1	0.4	4.5
华润置地	1109 HK Equity	1,818	2,788	31,365	25,577	24,706	25,646	27,847	5.3	6.5	6.8	6.5	6.0	0.6	5.6
万科地产	2202 HK Equity	824	2,460	12,163	-49,478	-15,008	-5,737	62	6.2	N/A	N/A	N/A	1223.0	0.3	N/A
招商蛇口	001979 CH Equity	816	2,193	6,319	4,039	4,514	4,767	5,360	11.9	18.6	16.6	15.8	14.0	0.8	2.1
越秀地产	123 HK Equity	188	1,145	3,185	1,040	1,502	1,668	2,108	5.4	16.6	11.5	10.4	8.2	0.3	4.0
滨江集团	002244 CH Equity	302	1,116	2,529	2,546	2,860	3,103	3,304	11.0	10.9	9.7	8.9	8.4	1.1	0.8
华发股份	600325 CH Equity	140	1,054	1,838	951	993	1,165	1,333	7.0	13.5	13.0	11.1	9.7	0.7	2.0
建发国际	1908 hk Equity	310	1,034	5,035	4,804	4,780	4,984	5,418	5.7	5.9	6.0	5.7	5.3	1.1	7.8
龙湖集团	960 HK Equity	700	1,011	12,850	10,401	4,951	6,525	7,960	5.0	6.2	13.0	9.9	8.1	0.4	3.3
中国金茂	817 HK Equity	147	983	-6,897	1,065	1,214	2,358	2,830	-2.0	12.7	11.2	5.7	4.8	0.4	2.7
主流房企平均值											<b>10.8</b>	<b>9.2</b>	<b>8.1</b>	<b>0.6</b>	<b>3.8</b>
绿城中国	3900 HK Equity	237	2768	3,118	1,596	2,144	2,796	3,507	7.0	13.7	10.2	7.8	6.2	0.6	3.4

资料来源: 公司资料, 第一上海

# 主要财务报表

## 损益表

<百万人民币, 每股除外>, 财务年度截至<十二月>

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	131,383	158,546	158,953	147,334	149,203
- 物业发展	120,580	147,017	146,847	134,622	135,856
- 酒店业务	1,046	1,030	1,081	1,136	1,192
- 物业投资	226	285	299	314	329
- 项目管理	3,135	3,378	3,547	3,725	3,911
- 其他	6,396	6,837	7,179	7,537	7,914
<b>毛利</b>	17,073	20,225	19,074	19,153	20,142
其他收入与损益	2,858	3,051	3,051	3,051	3,051
销售与管理费用	7,867	7,764	7,948	7,661	7,908
财务费用	2,916	2,579	1,850	1,826	1,801
非金融资产减值	1,391	4,039	2,827	1,414	1,414
投资物业公允价值变动	352	186	186	186	186
应占联营合营收益	2,165	-633	208	208	208
<b>税前利润</b>	9,725	7,074	8,498	10,301	11,068
税项	3,047	2,928	3,569	4,326	4,649
少数股东权益	3,560	2,550	2,957	2,987	3,210
<b>归属利润</b>	3,118	1,596	1,972	2,987	3,210
<b>核心利润</b>	6,417	-	4,660	4,262	4,484
派息	1,089	760	938	1,422	1,527
<b>每股盈利 (港元)</b>	1.22	0.63	0.78	1.18	1.27
<b>每股派息 (元)</b>	0.43	0.30	0.37	0.56	0.60

## 财务分析

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
收入	3.3%	20.7%	0.3%	-7.3%	1.3%
开发业务收入	2.6%	21.9%	-0.1%	-8.3%	0.9%
毛利	-25.0%	-1.8%	-5.9%	8.3%	3.8%
税前利润	-26.6%	-27.3%	20.1%	21.2%	7.4%
净利润	-24.9%	-37.9%	18.9%	21.2%	7.4%
归属核心利润	0.0%	-100.0%	#DIV/0!	-8.5%	5.2%
每股盈利	19.8%	-48.4%	23.5%	51.5%	7.4%
<b>盈利分析 (%)</b>					
毛利率	13.0%	12.8%	12.0%	13.0%	13.5%
净利润率	5.1%	2.6%	3.1%	4.1%	4.3%
归母净利润率	2.4%	1.0%	1.2%	2.0%	2.2%
<b>回报率 (%)</b>					
ROE	2.8%	1.4%	1.7%	2.5%	2.6%
ROA	0.6%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%
派息率	34.9%	47.6%	47.6%	47.6%	47.6%
<b>偿还能力 (%)</b>					
流动比率(倍)	1.53	1.53	1.58	1.61	1.63
净负债比率	67.0%	60.2%	56.1%	51.1%	43.0%
资产负债率	79%	78%	77%	76%	75%

## 资产负债表

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	69,758	68,862	73,121	78,668	88,312
可供发展及发展中	246,795	205,797	206,044	206,295	206,551
已竣工待售物业	38,439	44,969	45,418	45,873	46,331
应收账款	79,893	89,621	85,744	81,190	77,801
<b>流动资产</b>	463,725	437,691	438,976	441,025	448,351
固定资产	10,823	10,933	11,152	11,375	11,602
投资物业	10,463	10,285	10,388	10,492	10,597
联营合营企业投资	40,324	36,428	35,181	34,975	35,270
递延税项	6,120	8,448	6,758	6,758	6,758
<b>总资产</b>	535,537	507,785	506,024	508,205	516,171
合同负债	159,813	146,959	146,959	146,959	146,959
应付账款	85,686	83,615	91,114	86,742	87,768
短期借贷	19,201	13,623	13,351	13,084	12,822
其他短期有息负债	13,346	18,040	18,220	18,402	18,586
<b>流动负债</b>	303,248	285,505	277,786	273,410	274,441
长期借贷	88,013	91,142	92,965	94,824	96,721
其他长期有息负债	25,582	14,381	14,525	14,671	14,817
递延税务	4,149	2,817	2,817	2,817	2,817
<b>总负债</b>	421,602	394,301	388,549	386,177	389,251
<b>股东权益</b>	113,935	113,484	117,475	122,028	126,920
少数股东权益	77,805	77,157	80,114	83,101	86,311
<b>负债与权益合计</b>	535,537	507,785	506,024	508,205	516,171

## 现金流量表

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	13,256	9,725	7,074	8,498	10,301
折旧摊销	780	787	795	803	811
利息收入	-991	-1,294	-1,294	-1,294	-1,294
营运资本变动前现金	11,966	13,886	12,536	12,910	13,660
营运资本变动	17,967	15,455	18,061	3,642	2,468
税项	-6,959	-2,928	-3,569	-4,326	-4,649
<b>经营现金流</b>	14,593	22,974	26,413	27,028	12,225
固定资产投资	-360	-110	-219	-223	-227
合营联营公司投资	-3,654	-3,897	-1,247	-206	296
投资物业投资	-942	-178	103	104	105
已收利息	737	1,294	1,294	1,294	1,294
其他	-14,888	-5,422	-16,554	-1,615	2,614
<b>投资现金流</b>	-19,106	-8,312	-16,623	-646	4,081
借贷变化	-56,194	-6,509	326	329	332
已付利息	-8,128	-7,306	-5,284	-5,216	-5,146
已付股息	-2,736	-2,736	-2,736	-2,736	-2,736
其他	66,635	-2,446	1,549	1,591	1,633
<b>融资现金流</b>	-423	-18,997	-6,146	-6,032	-5,916
<b>现金变动</b>	3,444	-897	4,260	5,547	9,644
期初现金及等价物	66,312	69,758	68,862	73,121	78,668
期末现金及等价物	69,758	68,862	73,121	78,668	88,312

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。