

绿城管理 (9979 HK)

1Q22 业务拓展优于同业，大幅缓解市场担忧

自我们发布首次覆盖报告当日至今公司股价上涨约 11% (报告)，主要由于公司 1Q22 业务拓展优于同业，大幅缓解了市场由于同业经营数据不理想而对行业整体的担忧。1Q22 公司新拓项目代建费同比下降 10% (百城售地面积同比下降 36%，首轮土拍成交金额同比下降 54%)，而政策持续加码推动销售回暖以及保障房建设目标继续提升等因素对全年签约量提供支撑。我们维持买入评级，保持 8.09 港元目标价不变 (18 倍 2022E P/E)。

- 1Q22 新拓业务有所下降但优于同业。** 公司表示 1Q22 新拓项目的预估代建费约为 21 亿，较 1Q21 的 23.4 亿同比下降 10%，占预测 2022E 全年新拓项目代建费的 25% (1Q21 占全年 33%)。公司表示 1Q22 委托方来访量实际同比增加 17%，由于 3 月全国多个城市有不同程度防疫政策收紧，导致部分项目无法进行前期尽调而延后签约。在 1Q22 百城售地面积下降 36% 及首次土拍重点城市成交金额下降 54% 的背景下，公司数据显著优于同业并缓解了市场近期由于同业经营数据不理想而对行业整体新拓业务大幅下挫的担忧。
- 政策加码+保障房建设目标提高支撑全年业务拓展。** 随着房地产政策持续加码且逐渐蔓延至高能级城市，年内销售的逐步回暖可能提振土地市场情绪，为公司新签项目提供支持。同时保障房全年 240 万套的建设目标有望继续提升，公司政府项目的签约量将得到更多保障。**资方代建项目比例有所提高。** 1Q22 新拓项目代建费中，政府+国企委托方和中小开发商的占比分别为 49% 和 35%，其余 16% 来自金融机构。FY21 公司总合约面积中金融机构委托方占比 2.8%。
- 疫情影响关注点：1) 业务拓展。** 防疫政策收紧可能影响新拓展项目数量，尤其资方代建项目，代建项目从接洽到签约一般需要 1-2 个月，资方代建项目则需为财务尽调、明确权责关系等环节增加约 1 个月。**2) 项目销售。** 销售下滑可能导致以销售节点收费的项目回款滞后。公司表示目前还未达到影响收入的临界点。公司 21 年有 66% 的收入来自需要销售环节的商业代建，其中完全采用工程节点收费的为 1/3，其余采用“销售节点+工程节点”组合收费方式，假设此类项目收入的 50% 根据销售节点收费，整体潜在受影响收入约为 22%。**3) 工程进度。** 部分城市进入封闭状态导致在建项目完全停工，目前全国 110 个城市中，完全停工的项目少于 5 个，占 334 个项目的 1.5%，由于停工时长 < 一个月属于年内可追回范围所以目前整体工程进度受疫情影响有限。
- 估值/风险。** 维持买入评级，目标价 8.09 港元，对应 18 倍的 2022E P/E。风险：1) 疫情持续蔓延或进一步恶化；2) 房地产市场继续表现疲弱。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入 (百万元人民币)	1,813	2,243	2,767	3,242	3,722
同比增长 (%)	-9.1	23.7	23.3	17.2	14.8
净收入 (百万元人民币)	439	565	719	857	982
每股盈利 (元人民币)	0.26	0.29	0.37	0.45	0.51
每股盈利变动 (%)	15.4	12.4	27.2	19.2	14.6
市场预测每股盈利 (元人民币)	N.A.	N.A.	0.45	0.58	0.71
市盈率 (倍)	19.1	17.0	13.4	11.2	9.8
市帐率 (倍)	2.7	2.9	2.7	2.4	2.2
股息率 (%)	3.4	4.0	4.5	5.4	6.1
权益收益率 (%)	14.3	16.9	19.9	21.8	22.9
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$8.09
潜在升幅	+35.0%
当前股价	HK\$5.99

中国代建行业

张苗

(852) 3761 8910

zhangmiao@cmbi.com.hk

曾展

(852) 3916 3727

jeffreyzeng@cmbi.com.hk

肖潇

(852) 3761 8952

xiaoxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	11,728
3 月平均流通量 (百万港元)	34.99
52 周内股价高/低 (港元)	7.20/3.06
总股本 (百万)	1,958

资料来源：彭博

股东结构

绿城中国控股	73.17%
SUPUR Industrial capital	2.99%
楼公望	1.27%

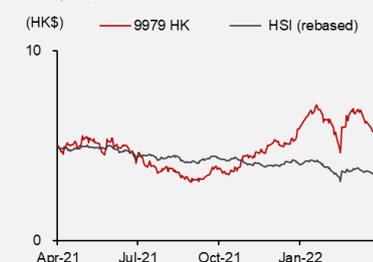
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-12.8%	-6.8%
3-月	0.7%	16.9%
6-月	24.5%	78.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

图 1: 1Q22 新签合同面积预估代建费下降 10%

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
新签合同面积(百万方)	9.0	3.0	4.6	6.1	n.a.
新签项目预估代建费(人民币 十亿)	2.3	0.9	1.6	2.3	2.1
同比增长					-10%
占全年百分比	33%	12%	23%	32%	25%

资料来源: 公司, 招银国际环球市场研究预测

图 2: 1Q22 新签合同面积预估代建费下降 10%

城市	2022年首轮土拍情况					2021年首轮
	成交金额 (亿元)	同比变化	成交幅数	溢价率	流拍率	成交金额 (亿元)
杭州	827	-30%	59	6.4%	2%	1,178
北京	480	-57%	17	4.0%	6%	1,110
成都	393	11%	44	3.1%	12%	354
宁波	265	-26%	33	5.9%	0%	358
南京	192	-81%	14	4.5%	30%	993
长沙	174	-54%	22	0.2%	9%	381
厦门	154	-19%	9	6.2%	10%	190
合肥	150	-45%	17	13.4%	41%	273
重庆	100	-84%	13	4.5%	0%	635
武汉	89	-89%	10	6.5%	9%	788
福州	82	-48%	12	4.0%	29%	157
南通	58	-86%	8	1.4%	11%	410
天津	44	-91%	6	3.0%	80%	499
总值	3,007		264			7,325
均值		-53.7%		4.9%	18%	

资料来源: 公司, 招银国际环球市场研究预测

图 3: 绿城管理预估滚动市盈率通道 (截止 20220428)



资料来源: 公司, 招银国际环球市场研究预测

图4: 同业估值对比 (截止 20220428)

公司	代码	评级	目标价 (HK\$)	当前股价 (HK\$)	市值 (HK\$ mn)	市盈率			净利润增长率 (%)	
						21A	22E	23E	22E	23E
代建服务										
绿城管理	9979 HK	买入	8.1	6.0	11,728	17.0	13.4	11.2	27.2	19.2
中原建业	9982 HK	持有	1.4	1.2	4,079	4.2	4.1	4.5	3.3	-7.7
					加权平均	13.7	11.0	9.5	21.0	12.3
物业管理										
碧桂园服务	6098 HK	买入	47.6	31.8	107,071	18.9	14.5	10.5	42.5	36.8
华润万象生活	1209 HK	买入	56.0	37.8	86,164	45.4	31.1	23.5	48.6	31.4
雅生活	3319 HK	持有	34.2	11.9	16,926	5.6	4.6	3.7	23.0	24.7
绿城服务	2869 HK	持有	7.9	7.7	24,994	21.9	19.5	15.3	15.3	28.0
旭辉永升服务	1995 HK	持有	12.7	10.1	17,631	21.9	16.4	12.3	41.4	35.5
暴力服务	6049 HK	持有	53.4	51.0	28,220	26.3	21.8	17.1	22.6	26.7
新城悦	1755 HK	卖出	8.5	8.7	7,529	8.9	7.2	5.3	26.7	33.7
宝龙商业	9909 HK	买入	33.2	7.8	4,982	9.0	6.6	5.0	35.5	32.3
卓越商企	6989 HK	买入	14.9	4.0	4,820	7.2	5.3	4.1	36.9	32.2
建业新生活	9983 HK	买入	12.9	4.0	5,077	6.6	5.2	4.2	29.2	24.6
远洋服务	6677 HK	买入	7.1	3.7	4,416	8.7	6.0	4.4	43.7	36.3
新希望服务	3658 HK	买入	4.4	2.1	1,702	7.3	4.2	n.a.	55.5	NA
宏洋服务	1971 HK	买入	9.4	3.2	1,320	6.9	n.a.	n.a.	NA	NA
恒大服务	6666 HK	买入	10.4	2.3	24,865	5.6	4.2	3.2	32.1	31.2
融创服务	1516 HK	买入	7.0	4.0	12,345	7.7	5.9	4.5	38.6	30.1
					加权平均	23.5	17.4	13.1	37.8	32.0

资料来源: 公司, 招银国际环球市场研究预测

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百萬人民幣)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	1,813	2,243	2,767	3,242	3,722
商业代建	1,312	1,478	1,723	2,002	2,286
政府代建	310	572	831	1,003	1,171
其他服务	191	194	213	237	265
成本	(947)	(1,203)	(1,511)	(1,734)	(1,982)
毛利	866	1,041	1,255	1,507	1,740
营销费用	(48)	(93)	(55)	(65)	(74)
管理费用	(331)	(378)	(439)	(510)	(582)
上市费用	(34)	-	-	-	-
其他损益	(31)	(10)	-	-	-
经营利润	422	560	762	933	1,084
财务费用(净)	47	110	96	101	107
税前利润	525	722	910	1,085	1,243
所得税	(117)	(152)	(191)	(228)	(261)
减: 非控制股东	5	-	-	-	-
净利润	412	571	719	857	982

现金流量表

年结: 12月31日 (百萬人民幣)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
息税前收益	412	571	719	857	982
折旧和摊销	24	24	24	24	24
运营资金变动	503	(404)	52	(9)	12
其它	(81)	(82)	(191)	(228)	(261)
经营活动所得现金流	903	108	698	771	910
资本开支	(6)	(32)	(39)	(46)	(56)
长期应收款项的垫款/还款	(110)	(29)	-	-	-
其它	24	(47)	81	84	81
投资活动所得现金净额	(92)	(109)	43	37	26
股息支付	(15)	(392)	(431)	(514)	(589)
关联方借款/还款	(524)	-	-	-	-
股份发行	1,184	-	-	-	-
其它	(159)	133	(6)	(6)	(6)
融资活动所得现金净额	486	(258)	(437)	(520)	(595)
现金增加净额	1,258	(259)	303	288	341
年初现金及现金等价物	(39)	-	-	-	-
汇兑	1,139	2,397	2,138	2,441	2,729
年末现金及现金等价物	2,397	2,138	2,441	2,729	3,070

资产负债表

年结: 12月31日 (百萬人民幣)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
流动资产	3,321	3,701	4,348	4,947	5,603
现金及现金等价物	2,397	2,138	2,441	2,729	3,070
应收账款	388	749	924	1,082	1,242
合同资产	317	482	595	697	800
应收关联方款项	203	240	296	347	398
其他流动资产	16	92	92	92	92
非流动资产	1,427	1,543	1,564	1,587	1,619
固定资产	98	102	120	140	167
使用权资产	18	17	19	23	27
投资物业	53	47	47	47	47
商誉	769	769	769	769	769
合资及联营公司投资	161	244	244	244	244
长期应收款	210	238	238	238	238
其它流动资产	117	126	126	126	126
总资产	4,748	5,244	5,912	6,534	7,222
流动负债	1,619	1,844	2,239	2,541	2,868
应付账款	819	943	1,185	1,360	1,554
应付关联方款项	199	246	309	355	405
合同负债	396	385	475	556	639
其他	205	270	270	270	270
非流动负债	26	29	29	29	29
递延所得税负债	17	19	19	19	19
租赁负债	9	10	10	10	10
总负债	1,645	1,872	2,267	2,570	2,897
股东权益	3,075	3,341	3,614	3,934	4,295
股本	16	16	16	16	16
储备	3,059	3,325	3,597	3,918	4,278
少数股东权益	27	30	30	30	30
总权益	3,102	3,372	3,644	3,964	4,325

主要比率

年结: 12月31日 (百萬人民幣)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合 (%)					
商业代建	72.4	65.9	62.3	61.8	61.4
政府代建	17.1	25.5	30.0	30.9	31.5
其他服务	10.5	8.6	7.7	7.3	7.1
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长率 (%)					
收入	-9.1%	23.7%	23.3%	17.2%	14.8%
毛利	-1.8%	20.2%	20.6%	20.1%	15.4%
经营利润	-22.5%	32.8%	36.0%	22.5%	16.2%
淨利	35.3%	28.7%	27.2%	19.2%	14.6%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	47.8	46.4	45.4	46.5	46.8
淨利润率	24.2	25.2	26.0	26.5	26.4
有效税率	22.4	21.0	21.0	21.0	21.0
资产负债比率					
现金/总资产 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
流动比率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
应收款周转天数	78	122	122	122	122
应付款周转天数	315	286	286	286	286
有息负债/总资产	0.02	0.00	0.00	0.00	-
回报率 (%)					
资本回报率	14.3	16.9	19.9	21.8	22.9
资产回报率	9.3	10.8	12.2	13.1	13.6
每股数据 (人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.26	0.29	0.37	0.45	0.51
每股股息 (人民币)	0.17	0.20	0.22	0.27	0.31
每股账面价值 (人民币)	1.83	1.74	1.88	2.05	2.23

资料来源: 公司及招银国际环球市场研究预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀国际环球市场并未给予投资评级

招銀国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀国际环球市场有限公司(“招銀国际环球市场”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀国际金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招銀国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。