

中国房地产 年报点评



绿城管理：龙头优势稳固，多元客户结构穿越周期

文/研究员 房玲、陈家凤

· **导读：合约建面首破 1 亿万平、流动性充足派息率 100%，规模快速扩张一定程度让品牌管控和运营迎来挑战。**

【新拓项目中政府及国企委托比重超 66%，抗风险能力强】绿城管理新拓业务规模稳步增长，2022 年新拓建面 2820 万平，新拓预估代建费 86.1 亿，近三年复合增长率均超 20%，行业下行周期下依旧具备较强的获客能力；平均代建收费 305.3 元/平，基本持平。绿城主动优化客户结构以顺应行业周期变化，新拓合约项目中政府及国企代建委托建面占比 66.3%，主要委托方的高信用水平保障未来业绩的稳定增长，增加抗风险能力，形成自身独有的竞争壁垒。此外，**纾困加速致新拓项目中金融机构委托比重升至 10.3%，同比增加 6.8pct**，成为业务新增长点。

【代建项目可售货值 6510 亿，至少确保未来 2 年业绩增长】绿城管理多年维持代建龙头地位，2016 年以来连续 7 年保持 20% 以上的市占率，稳居第一，年末代建项目覆盖 120 个城市，合约项目总建面首次突破 1 亿平米。其中待建面积同比大幅增长 46.5% 至 4660 万平（占比 43.4%），在手待建订单至少确保未来 2 年业绩增长。叠加在手储备项目委托方多元化，年末在建面积同比增长 7.3% 至 4720 万平，其中 71.6% 的主要委托方是政府及国企，主要委托方履约可达性高，能够保障其未来业绩的稳定性。**值得注意的是**，2020 年以来绿城顺势拓展，快速下沉非核心区域，非四大核心经济圈合约项目建面占整体建面的比重从 2020 年底的 14.7% 提高至年末的 25.2%，**管理半径的增大一定程度让绿城品牌管控面临挑战，销管费用率面临抬升的风险。**

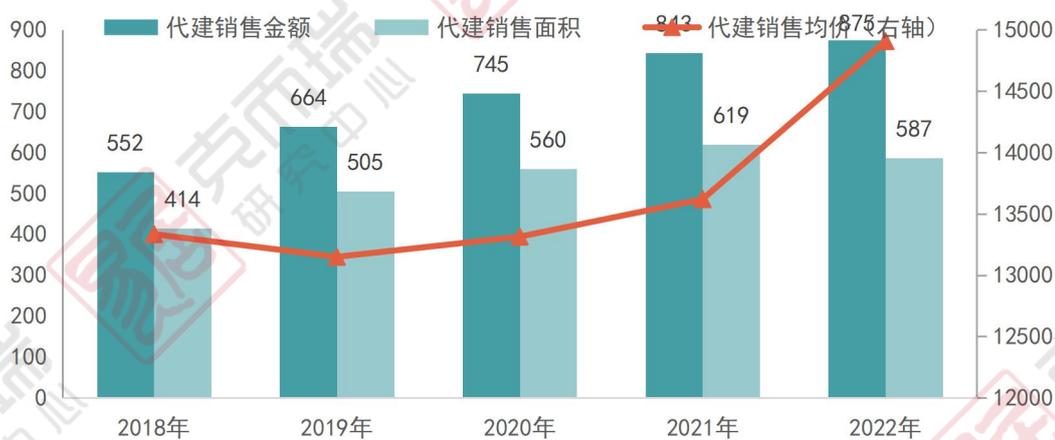
【降本增效致毛利率提升 8pct 至 52% 高位，流动性充足派息率 100%】2022 年绿城管理营业收入 26.56 亿，同比增长 18.4%，增速放缓，由于政府代建收入升至 29.4%。毛利率突破新高达 52.3%，受益绿城“加盟”代建模式趋缓，合作代建比重收窄及人力资源的降本提效。受管理半径扩大、审慎的会计核算原则影响，**净利率 27.7%**，同比增加 2.2pct，不及毛利率增长；归母净利润同比增加 31.7% 至 7.45 亿元，归母净利率 28.03%，同比增加 2.8pct，盈利能力稳健。年内绿城实现**经营性现金流净额 7.25 亿，同比增长 28.1%**，流动比率 1.85 倍，流动性充足致年度末期绿城实际派息率 100%。

正文：

01 扩张：新拓项目中政府及国企委托比重超 66%，抗风险能力强

近两年房地产销售大幅下滑的背景下，绿城管理代建销售额逆市增长，2022 全年代建销售额 875 亿元，同比增长 3.8%，代建项目平均销售单价也从去年同期的 13,619 升至 14,906 元/平，绿城央企信用背书叠加品牌优势，旗下代建项目去化易产生溢价优势。

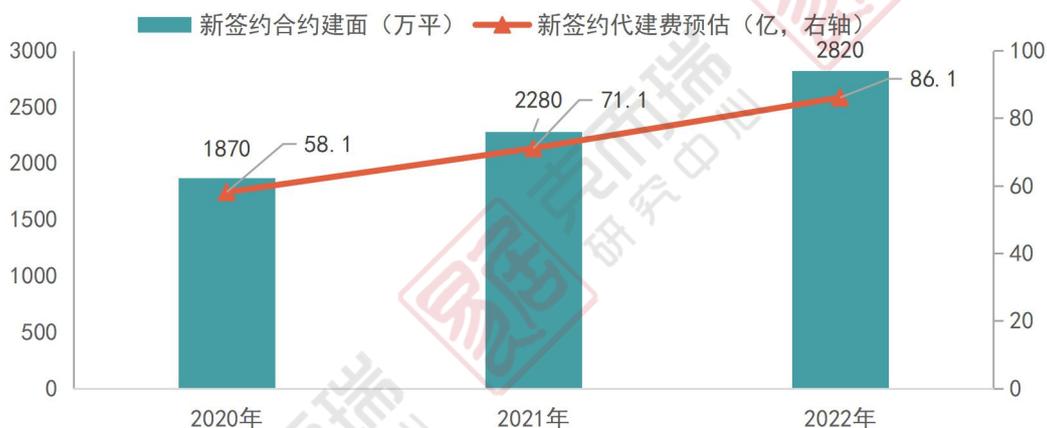
图：2018-2022 年绿城管理代建项目的合约销售情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

代建销售稳增长的同时，绿城管理持续加强新拓力度，2022 全年新拓项目建面 2820 万平，同比增长 23.7%，新拓项目预估代建费同比增长 21.1%至 86.1 亿元，近三年复合增长率均超 20%，在行业下行周期背景下绿城管理具备较强的获客能力。2022 年绿城管理平均代建收费从去年同期的 311.8 元/平略微降至 305.3 元/平，基本与前期持平；微降主要由于新拓项目中城投类与金融机构客户委托占比提升，而年内城投类与金融机构委托代建的单位面积平均收费分别 388.6 元/平、344.8 元/平，分别较去年同期回落 10.8%、54%。

图：2020-2022 年绿城管理新拓项目的合约建面和代建费预估

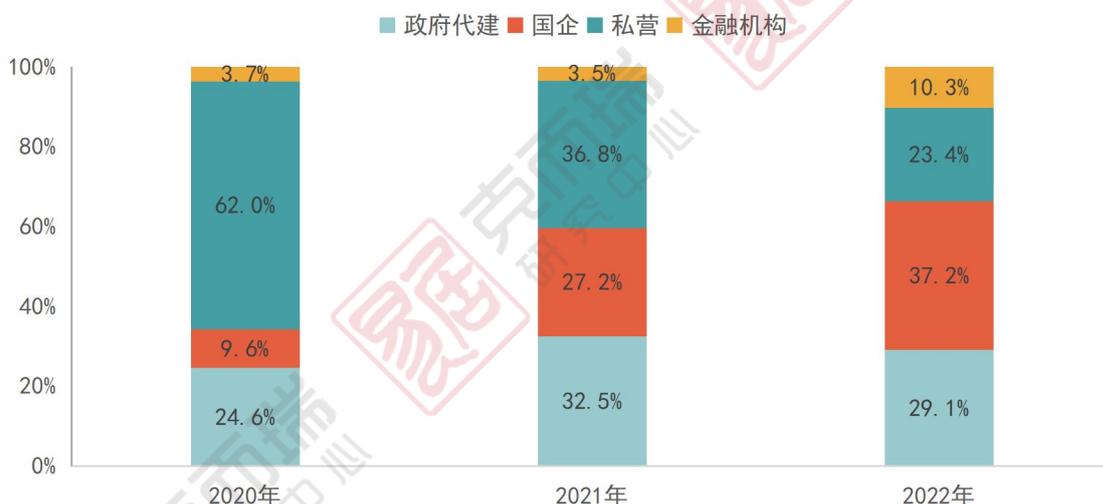


数据来源：企业业绩公告、CRIC

在房地产景气度下滑的情况下，绿城管理主动优化客户结构以顺应行业周期变化，由原先承接私营客户为主，逐渐转向承接政府代建、城投类和金融机构主导纾困类项目的代建需求。按合约建面计，**新拓项目中政府及国企代建委托占比 66.3%**，主要委托方的高信用水平保障了绿城管理未来业绩的稳定增长，增加其在行业下行周期下的抗风险能力，形成自身独有的竞争壁垒。其中，**近年来城投拿地力度大幅提升但开工意愿不高为绿城代建导流，国企委托占比较上年增加 10pct 至 37.2%**。

与此同时，私营委托占比 23.4%，同比减少 13.4pct；**纾困加速致金融机构委托占比升至 10.3%，同比增加 6.8pct**，纾困类代建市场空间可观成为绿城管理业务新增长点。绿城管理纾困类业务目前有少数项目落地，管理层业绩会上表示当前正在尝试寻找金融机构给出险项目提供流动性支持，纾困过程中绿城管理希望通过信用输出为项目增信背书以恢复各方主体信心来盘活项目。

图：2020-2022 年绿城管理新拓项目的客户结构（按合约建面分，%）



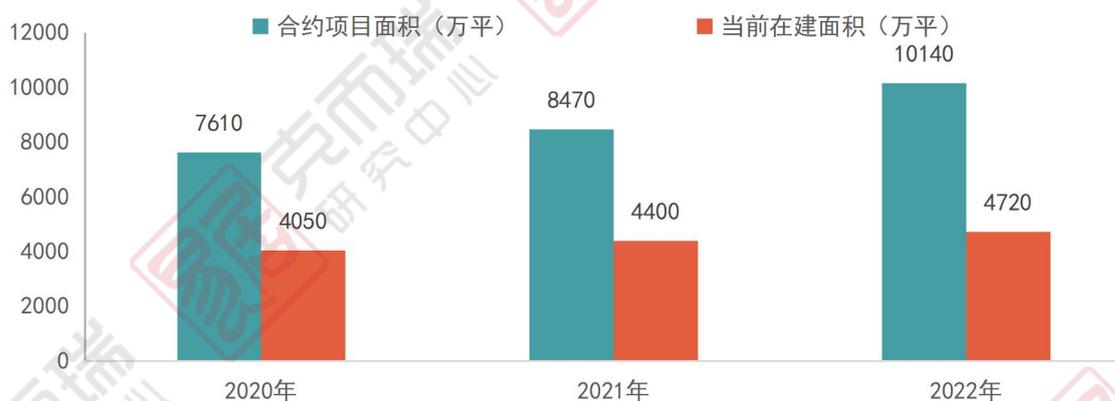
数据来源：企业业绩公告、CRIC

02 储备：代建项目可售货值 6510 亿，至少确保未来 2 年业绩增长

绿城管理代建业务多年维持龙头地位，2016 年以来连续 7 年保持 20% 以上的市占率，稳居第一，先发优势显著。截至 2022 年底，绿城管理代建项目覆盖 120 个城市，合约项目建面首次突破 1 亿平米，较年初增长 19.8% 至 1.014 亿平米；代建项目整体可售货值 6510 亿，较年初增长 26.4%。

从开发状态来看，绿城管理在建面积同比增长 7.3% 至 4720 万平（占比 46.5%），待建面积同比大幅增长 46.5% 至 4660 万平（占比 43.4%），在手待建订单至少确保未来 2 年业绩增长。

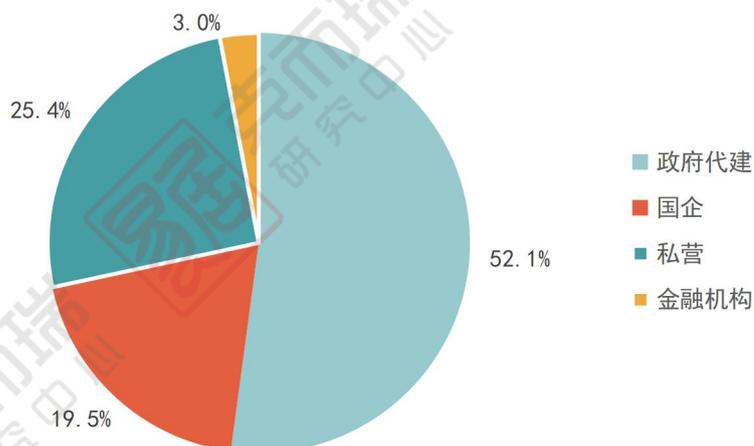
图：2020-2022 年绿城管理合约项目建面、在建面积趋势变化（万平）



数据来源：企业业绩发布、CRIC

从客户结构来看，年末绿城管理代建项目委托方多元化，转向服务政府部门、金融机构和国企的增量代建需求，按在建面积计，政府部门、金融机构、国企和私营委托方占比分别 52.1%、3%、19.5% 和 25.4%。政府及国企作为主要委托方（占比 71.6%）履约可达性高，能够保障绿城管理未来业绩的稳增长，其中政府部门代建因溢价空间有限、毛利率较低在熊市周期下可保障业绩稳定，但其业绩贡献显著增多容易影响利润空间。

图：2022 年末绿城管理在建项目客户委托方占比（按在建面积分，%）

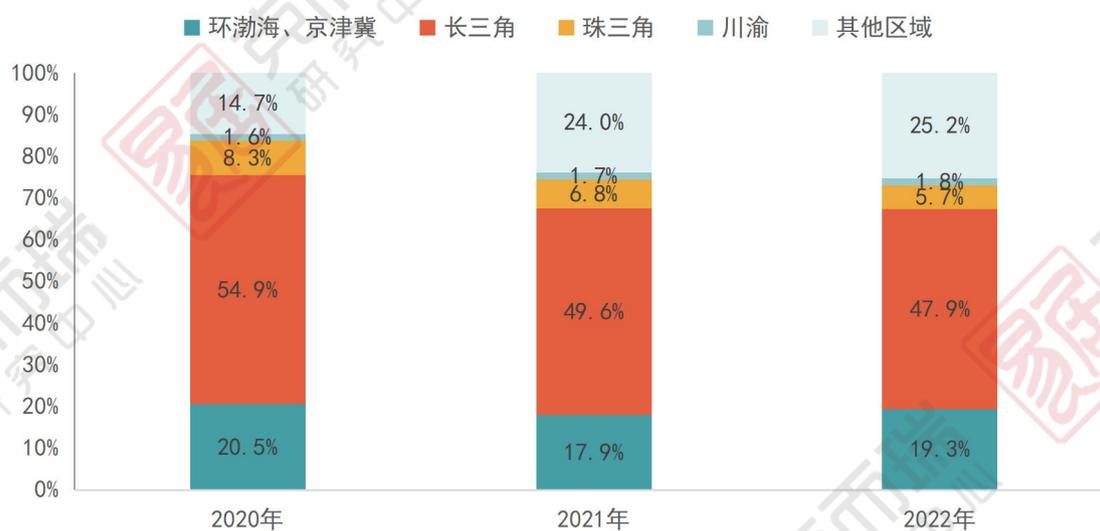


数据来源：企业业绩发布、CRIC

绿城管理以扩张为首位，坚持全国化布局和城市群深耕，2022年底已布局中国28个省、直辖市及自治区的120座主要城市，**四大核心经济圈合约项目建面7580万平、占比超74%**。代建项目区域布局重仓长三角，聚焦长三角和环渤海城市群，**成渝板块储备略显薄弱**，未来有待加强。年末**四大核心经济圈可售货值4821亿、占比74.1%**，其中长三角可售货值占比34.7%，环渤海及京津冀占比21.3%，珠三角16%，成渝2.1%。

值得注意的是，2020年以来绿城管理顺应机遇大力拓展，拓展了很多非四大核心经济圈的代建业务，其余区域合约项目建面从2020年底的1120万平快速攀升至年末的2560万平，占整体总建筑面积的比重从2020年底的14.7%提高至年末的25.2%，**快速下沉非核心区域、管理半径的增大一定程度让绿城品牌管控面临挑战，销管费用率面临抬升的风险。**

图：2020-2022年绿城管理合约项目所在区域占比（按合约建面分，%）

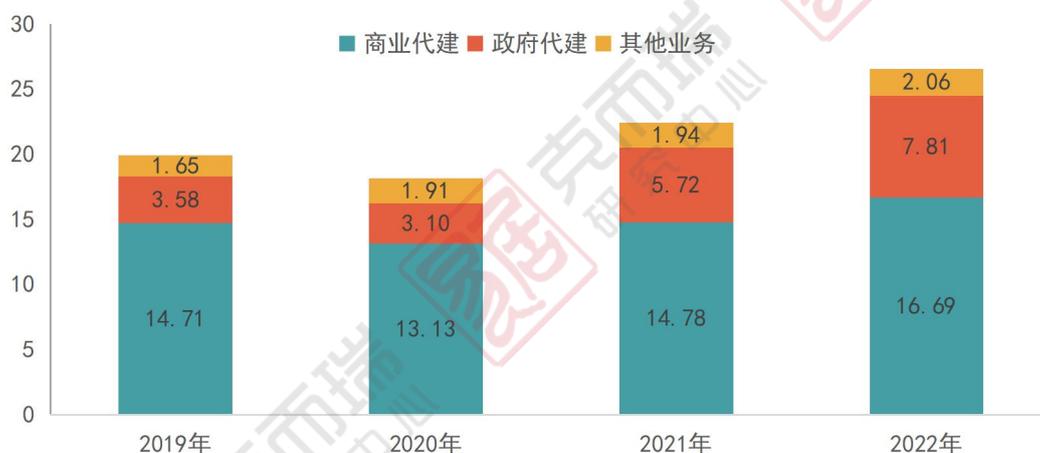


数据来源：企业业绩发布、CRIC

03 财务：降本增效致毛利率提升8pct至52%高位，流动性充足派息率100%

2022年内绿城管理实现营业收入26.56亿，**同比增长18.4%**，增速较去年同期有所放缓，主要由于对营收贡献最大的商业代建收入（占比62.9%）增速放缓所致。**从分项来看**，全年商业代建、政府代建和其他服务收入分别16.69亿、7.81亿和2.06亿，分别同比增长13%、36.6%和6%。保障房建设需求增长，导致全年**政府代建收入占比升至29.4%**，在下行周期下政府业务可保业绩稳健增长，但因其毛利率较低，未来该板块贡献比重可能微幅增长将影响到毛利率水平。

图：2019-2022 年绿城管理收入分拆情况（亿元）



数据来源：企业业绩发布、CRIC

盈利能力，绿城管理毛利润 13.89 亿，**同比增长 33.4%**；**综合毛利率**由 2019 年的 44.2% 增长至期末的 **52.3%**，毛利率水平突破近年新高，主要有以下两个原因：

1) 随着私营客户的离场，绿城“加盟”代建模式趋缓，**年内合作代建收入占总代建收入的比重 27.4%，较前期明显收窄**；2) 收入贡献最大的商业代建毛利率从去年的 44.9% 升至 53.8%，主要受益于人力资源的**降本提效**（去编制化），人力成本年内同比微降 1.1% 至 4.93 亿，同时服务及外包成本同比微增 1% 至 6.65 亿，**对毛利率水平合计提升近 8pct**。

表：2019-2022 年绿城管理代建业务的分项毛利率及合作代建收入占比

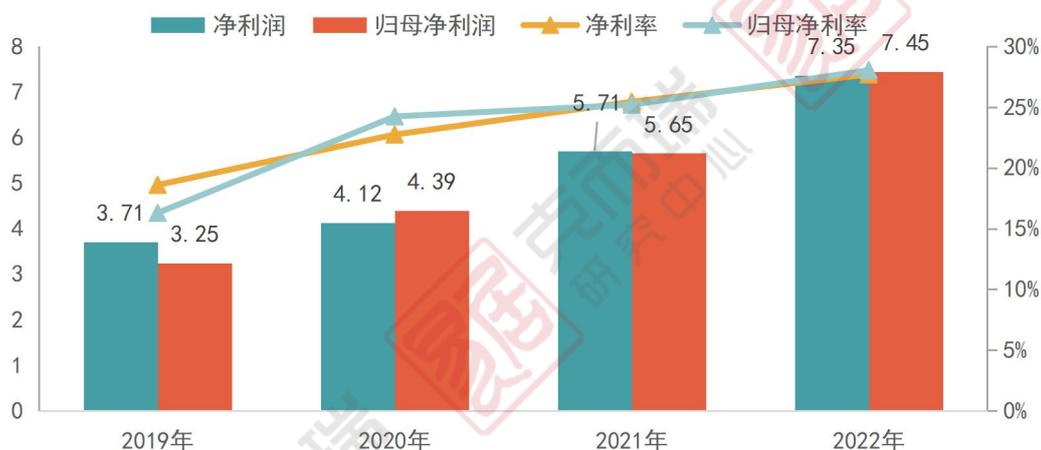
	2019	2020	2021	2022
商业代建毛利率	46.20%	44.10%	44.90%	53.80%
政府代建毛利率	43.30%	45.40%	40.90%	40.80%
其他服务毛利率	28.30%	76.80%	74.20%	84.00%
综合毛利率	44.20%	47.80%	46.40%	52.28%
合作代建收入/代建总收入	37.46%	38.66%	38.25%	27.44%

备注：合作代建收入/代建总收入=（合作商业代建收入+合作政府代建收入）/（商业代建收入+政府代建收入）；

数据来源：企业业绩发布、CRIC

此外，绿城管理实现净利润 7.35 亿，**同比增加 28.9%**，增速低于毛利润增长，**净利率 27.7%**，同比增加 2.2pct，主要受以下因素拖累：1) 作为央国企，**采取审慎的财务核算原则**，期内对金融负债、投资物业重估亏损，并计提减值准备；2) **管理半径扩大导致销管费用率攀升**，期内销管费用率（销售及管理费用/报告期内代建销售额）6.96%，同比增加 1.4pct。全年归母净利润**同比增加 31.7% 至 7.45 亿元**，**归母净利率 28.03%**，同比增加 2.8pct，盈利能力稳健。

图：2019-2022 年绿城管理盈利能力指标情况（亿元，%）

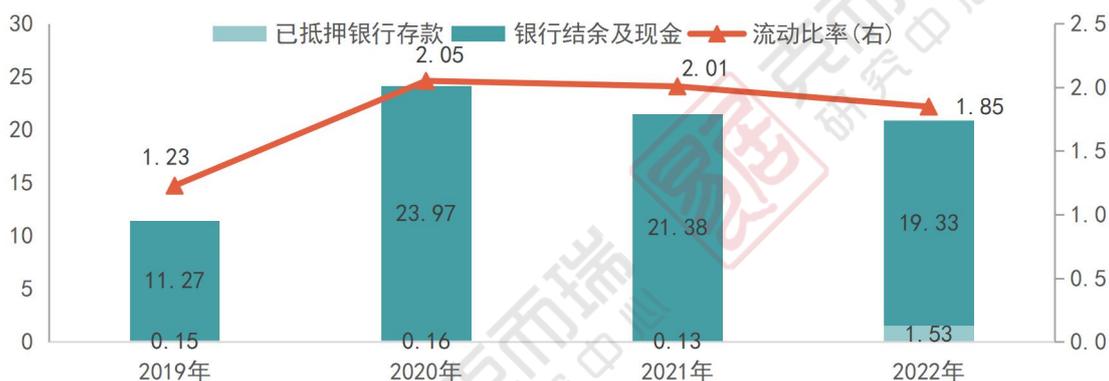


数据来源：企业业绩公告、CRIC

年度末期股息每股 0.3 元以及上市 3 周年特别股息每股 0.08 元，对应每股基本收益 0.38 元，**实际派息率 100%**。大手笔派息回报股东是建立在现金流充沛的情况下，代建轻资产业务现金流充足。

2019-2022 年绿城管理经营性现金流净额 5.5-9 亿间，**年内实现 7.25 亿元，同比增长 28.1%**，持有货币现金较年初微下滑 2.98% 至 20.86 亿，流动比率 1.85 倍，较年初值 2.01 倍略有下滑，可能受年内新拓积极影响，然而绿城管理相对充沛的现金流为其后续发展提供有力支撑。

图：2019-2022 年末绿城管理持有现金余额及流动比率（亿元）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

附表：2020-2022 年度企业财务指标（亿元、万平方米）

分类	财务指标	2020 年	2021 年	2022 年	同比/百分点变动
规模	营业收入（亿元）	18.13	22.43	26.56	18.40%
	归母净利润（亿元）	4.39	5.65	7.45	31.73%
	总资产（亿元）	47.48	52.44	61.61	17.49%
	净资产（亿元）	31.02	33.72	38.73	14.87%
	现金（亿元）	24.13	21.50	20.86	-2.98%
	经营性现金流净额（亿元）	9.03	5.66	7.25	28.11%
盈利及运营	毛利率	47.76%	46.39%	52.28%	5.9pct
	净利率	22.74%	25.44%	27.69%	2.2pct
	归母净利率	24.23%	25.20%	28.03%	2.8pct
	每股基本收益（元/股）	0.26	0.29	0.38	31.03%
	营销及管理费用率（/代建销售额）	5.09%	5.58%	6.96%	1.4pct
资本效率	股东权益回报率	18.81%	17.62%	21.03%	3.4pct
	净资产收益率（ROE）	17.24%	17.63%	20.30%	2.7pct
	资产收益率（ROA）	9.69%	11.42%	12.89%	1.5pct
	流动比率	2.05	2.01	1.85	-15.9pct

注：销管费用率=销售及管理费用/报告期内代建销售额。

数据来源：企业公告、CRIC 研究中心整理

免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。