

强于大市

房地产行业事件点评

绿城中国：营收与核心净利稳步增长，债务结构显著优化

事件：绿城中国发布 2022 年年报，实现营业收入 1271.5 亿元，同比+26.8%；归母净利润 27.6 亿元，同比-38.3%；归母核心净利润 64.1 亿元，同比+11.3%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税），分红率为 48.5%。

核心观点

■ 营业收入与核心净利润规模稳步增长，受汇兑损益、计提减值的影响归母净利润同比下滑。2022 年公司营业收入同比增长 26.8%；归母净利润同比减少 38.3%。营业收入稳步增长，一方面开发业务实现营收 1175.4 亿元，同比增长 31.0%，因为房地产项目结转面积同比增长 34.0%至 587.7 万平；另一方面代建业务实现收入 24.5 亿元，同比增长 19.5%。归母净利润下滑的主要原因：1) 因人民币贬值计提汇兑净损失 13.7 亿元 (2021 年净收益 3.8 亿元)。2) 基于市场环境变化，计提非金融资产减值损失 15 亿元，同比增长 265%。3) 少数股东损益占比大幅提升 27.2 个百分点至 69.0%。扣除汇兑损益、减值计提等影响后，归母核心净利润同比增长 11.3%。公司盈利能力有所下滑。2022 年公司毛利率、净利率、归母净利率、归母核心净利率分别为 17.3%、7.0%、2.2%、5.0%，同比分别下降 0.8、0.7、2.3、0.7 个百分点，ROE 也因此下降 5.2 个百分点至 7.7%。公司预收款项合计为 1478.5 亿元，同比下降 0.7%，预收款项/营业收入的比例为 1.16，同比下降 0.32。

■ 公司财务稳健，通过主动降低短债比重、提前偿还债务等措施调整融资品种，有效降低融资成本。1) 在手资金充裕，截至 2022 年末，公司货币资金 663.1 亿元，同比下降 3.0%。2) 公司境内外融资渠道畅通，优化债务结构。截至 2022 年末，公司有息负债规模 1401.2 亿元，同比增长 4.9%；2022 年融资成本降低 0.2 个百分点至 4.4%。公司主动降低短债占比，一年内到期的短期有息负债余额 269 亿元，同比下降 29.6%，占总有息负债的比重为 19.2%，较 2021 年末下降了 9.4 个百分点。2022 年公司完成 200.2 亿元的国内债券发行，平均发行期限为 2.18 年，较 2021 年增加了 0.43 年，平均融资成本 3.43%，较 2021 年下降 12BP。截至 2022 年末，公司尚有 460.6 亿元的国内债券发行额度。2022 年公司还成功发行了首笔 3 年期、本金 4 亿美元、票息 2.3% 的绿色增信债券，同时增发了 2025 年到期、本金 1.5 亿美元、票息 4.7% 的优先票据。借助央行政策支持，与中国银行落地行业内首笔内切外贷，金额 1.2 亿美元。公司 2022 年提前偿还共 6.31 亿美元银团及双边贷款，主动降低短债。此外，公司加快了偿还永续债的进程，2019 年末永续债余额曾高达 212 亿元，2021 年末为 108 亿元，2022 年公司提前赎回所有境外永续债，而境内永续债仅剩 15 亿元，计划于 2023 年清零，此举降低了融资成本较高的债务的同时，也进一步改善了业绩情况。3) 截至 2022 年末，公司剔除预收账款的资产负债率 71.2%、净负债率 66.2%、现金短债比为 2.46X，分别较 2021 年提升了 0.2 个百分点、5.6 个百分点和 0.68X，“三道红线”处于黄档，公司计划 2023 年进入绿档房企行列。

■ 核心管理人员积极参与股权激励计划，对公司未来发展充满信心。2022 年 4 月公司开始实施新一轮的股权激励计划，截至 2022 年 11 月初，已陆续从市场购入合计 542.5 万股股份以作股份激励，占公司总股本的 0.21%。

■ 销售：受益于高能级城市表现，销售规模排名与权益比不断提升。2022 年公司实现总合同销售额 3003 亿元，同比下降 14.4%。1) 自投项目：销售规模 2128 亿元，同比下降 20.2%，自投项目的权益销售金额为 1224 亿元，销售权益比例 57.5%，同比提升了 3 个百分点，自投销售规模跻身行业第 8，较 2021 年提升 5 位。一二线城市销售额占比达 85%，去化率达 63%，市场供需较好的长三角地区占比 63%，重点城市深耕能力持续提升，杭州、宁波、西安、天津、济南等核心城市销售排名当地前五，北京、长沙、大连等城市排名前十。2022 年销售均价 26835 元/平，同比下降 5.6%。2) 代建项目：销售规模 875 亿元，同比增长 3.8%，在行业整体下行的背景下，代建项目的销售规模逆势实现正增长。2023 年 1-2 月公司实现总合同销售额 314 亿元，同比增长 14.6%，排名第九。1) 自投项目：销售规模 248 亿元，同比增长 17.5%，自投项目的销售权益比例进一步提升至 63.3%。2) 代建项目：销售规模 66 亿元，同比增长 4.8%。

■ 土地储备：公司土储合理转化提速，长三角区域布局优势突出。2022 年公司新增项目 27 个，总建面约 408 万平，同比下降 76.7%；拿地总金额 596 亿元，同比下降 62.5%，权益拿地金额 408 亿元，拿地权益占比 68.4%，较 2021 年提升了 9.4 个百分点；拿地强度（拿地金额/自投项目销售金额）为 28.0%，较 2021 年下降了 31.6 个百分点；拿地楼面均价 14620 元/平，同比增长 61.0%，2022 年新增可售货值 1037 亿元，同比下降 66.9%；其中杭州、北京和上海三城新增货值占比高达 82%，一二线城市新增货值占比 92%；新增货值实现当年转化销售 501 亿元，当年转化率 48%，同比提升 27 个百分点，有效支撑当年的销售规模增长。截至 2022 年末，公司土地储备项目 224 个，土地储备总面积 4959 万平，同比下降 15.7%，可售面积 3333 万平，同比下降 16.3%。得益于精准投资策略的有效落地，公司土储结构进一步优化，一二线城市占比 78%，长三角区域占比 53%，北京、上海、杭州等十大战略核心城市货值达 4307 亿元，占比 52%。2023 年以来，公司适度放缓拿地节奏。2023 年 1-2 月公司拿地金额 42 亿元，排名第 4，拿地建面 28 万平，同比分别下降 81.4%、68.9%，拿地强度 16.7%。

■ 开工：运营提升效能，已为 2023 年经营目标打下坚实的基础。公司持续优化运营管理模式，整体项目周转运营提速，2022 年公司资产周转率和存货周转率分别为 0.24 和 0.37，较 2021 年分别提升了 0.05 和 0.08。公司从拿地到开工、首开及经营性现金流回正平均缩短至 2.7、5.5、7.9 个月，同比实现 37%、25%、34% 的大幅缩短。2022 年杭州新获取项目表现优异，全年获取的 16 个项目当中，13 个实现当年开盘，平均首开周期仅 4.7 个月，5 个项目实现当年经营性现金流回正。2022 年公司竣工面积同比增长 35% 至 1263 万平。2023 年公司预计整体可售货值约 3601 亿元，其中自投项目可售货值 2476 亿元；计划竣工面积 1869 万平，同比提升 48%。截至 2022 年末，公司累计已售未结转金额为 3245 亿元，同比下降 1.9%（其中权益口径 1846 亿元）。以上经营成果将为公司 2023 年经营目标打下坚实的基础。

■ 代建业务优势巩固。公司 2022 年代建业务收入 24.5 亿元，同比提升 19.5%，占营收的比重为 1.9%，同比提升了 0.3 个百分点。绿城管理控股（绿城中国持有绿城管理 71.3% 的股份）轻资产运营优势凸显，持续保持代建行业第一的规模优势，连续七年保持 20% 以上的代建市场份额。截至 2022 年末，公司代建项目已布局 120 个城市，合约总建面 1.01 亿平，同比增长 19.8%，在建面积 4720 万平，同比增长 7.1%。业务拓展能力突出，2022 年新拓项目合约总建面 2820 万平，同比增长 23.9%，新拓项目代建费约 86.1 亿元，同比增长 21.1%；盈利能力不断增强，绿城管理 2022 年归母净利润 7.4 亿元，同比增长 31.7%，毛利率高达 52.3%，同比提升了 5.9 个百分点。受益于保障类物业、城投平台拿地项目、纾困业务三方面的代建需求增长，公司代建业务未来增长潜力较大。

投资建议

■ 在行业整体下行期，2022 年公司销售规模重返 TOP10 的行列，项目周转速度较快；同时基本保持投资强度，在区域、项目和选择的注重聚焦性和安全性。公司已售未结转资源较多，能够为 2023 年结算收入奠定基础，同时公司在土拍市场逐渐恢复热度的背景下，能够依靠较低的融资成本、较强的前期投研能力、以及较强的品牌影响力获得更优质的土储，率先抢占市场修复先机。此外，公司境内外融资保持通畅，股权激励展现信心。2022 年在行业整体业绩承压的背景下，公司收入和核心净利润规模实现同步增长，在行业深度调整的过程中涌现出的代建需求也将助力公司迎来新的发展机遇。我们建议持续关注。

风险提示：

■ 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《招商蛇口：短期业绩与盈利水平承压，看好后续优质土储兑现及多类型 REITs 平台构建》20230321

《未提及“房住不炒”：预期住房需求将重点来自于核心城市——2023 年政府工作报告点评》20230305

《房地产 2022 年 12 月统计局数据点评：全年销售投资降幅创历史新低，预期 2023 年呈现“前低后高”走势》20230117

《Q4 居民购房意愿再度走弱，房价看涨预期处于历史最低点；房企贷款需求略有改善——央行 2022 年四季度问卷调查点评》(2022/12/28)

《房地产行业 2023 年度策略——弩箭已离弦，能否冰解的破？》(2022/12/18)

《中国真实住房需求还有多少？(2022 版)》(2022/8/3)

《凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》(2022/6/15)

《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》(2022/3/31)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

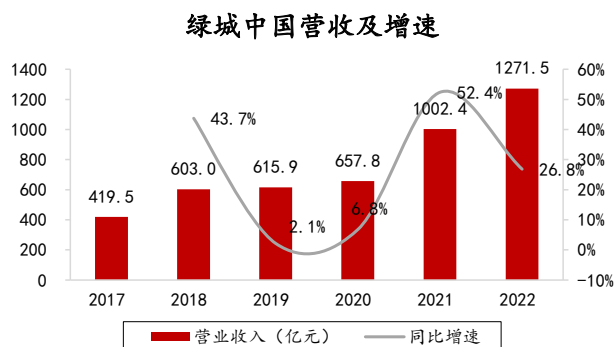
(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

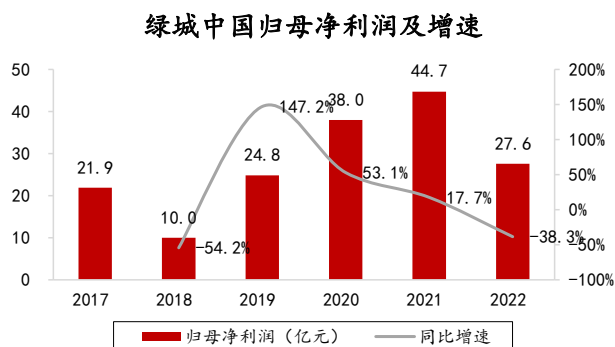
附录

图表 1. 2022 年绿城中国实现营业收入 1271.5 亿元，同比增长 26.8%



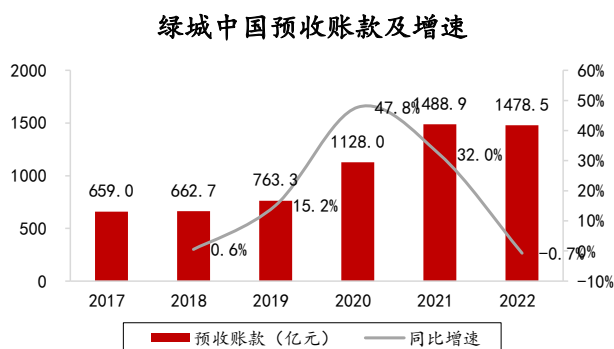
资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2022 年绿城中国实现归母净利润 27.6 亿元，同比下降 38.3%



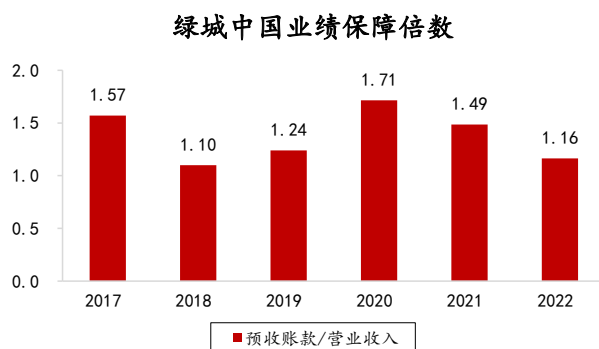
资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 截至 2022 年末，绿城中国预收账款 1478.5 亿元，同比下降 0.7%



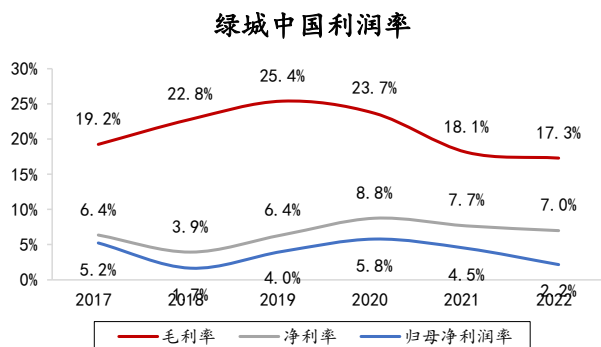
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 截至 2022 年末，绿城中国预收账款/营业收入为 1.16X



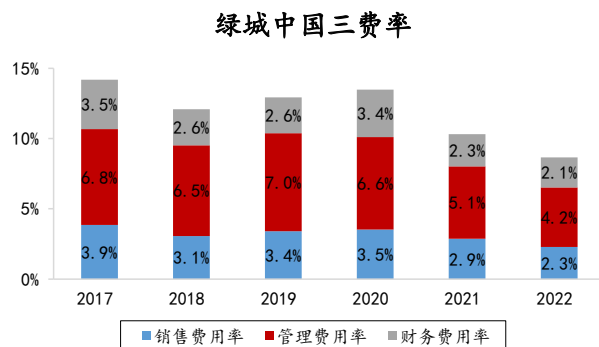
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2022 年绿城中国毛利率、净利率和归母净利率分别为 17.3%、7.0%、2.2%



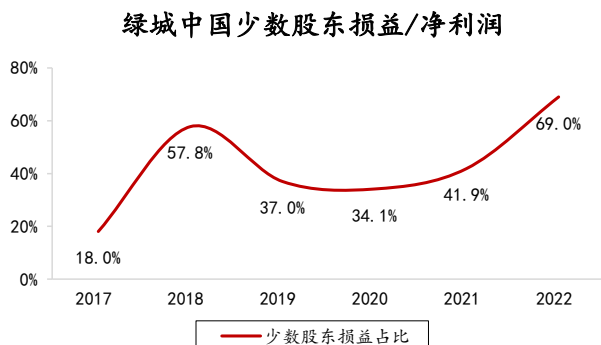
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2022 年绿城中国三费率 8.7%，同比下降 1.6 个百分点



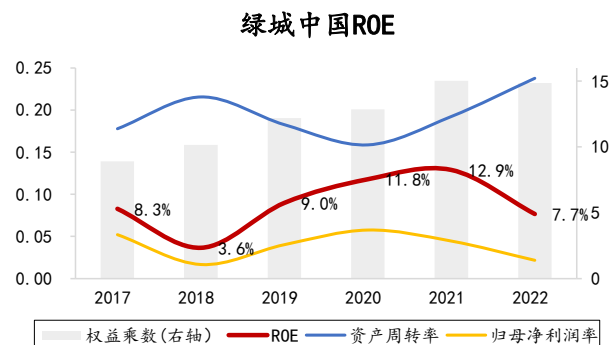
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 2022 年绿城中国少数股东损益占比大幅提升至 69.0%



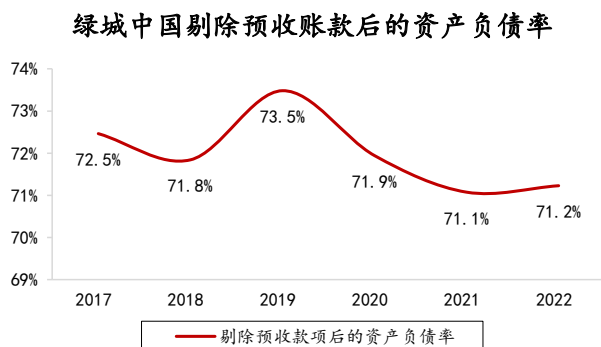
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2022 年绿城中国 ROE 下降至 7.7%



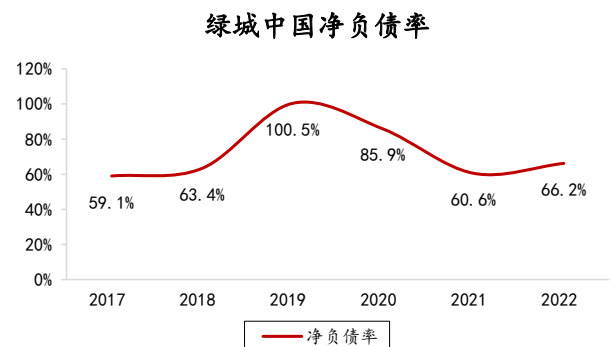
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 截至 2022 年末，绿城中国剔除预收款项后的资产负债率为 71.2%



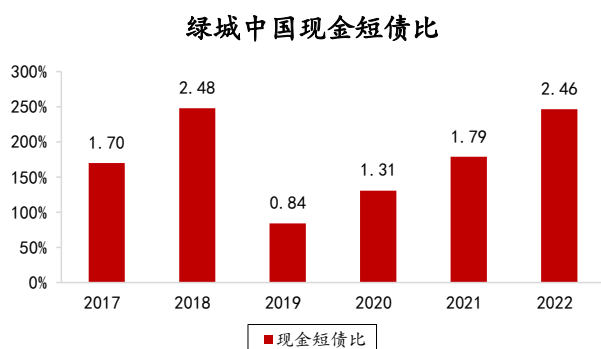
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2022 年末，绿城中国净负债率为 66.2%



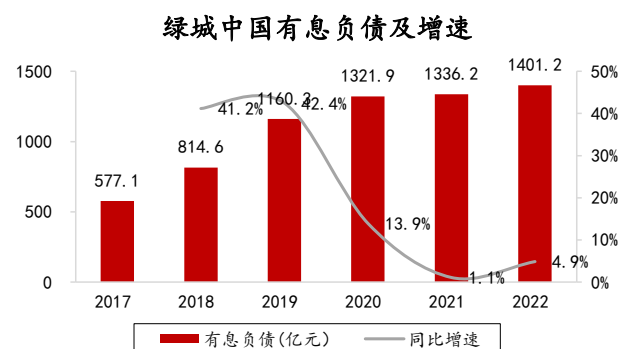
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2022 年末，绿城中国现金短债比为 2.46X



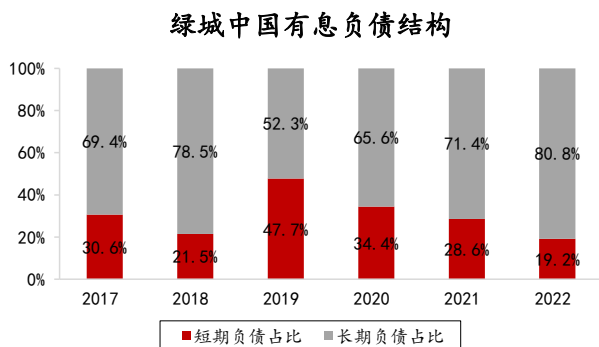
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 截至 2022 年末，绿城中国有息负债规模 1401.2 亿元，同比增长 4.9%



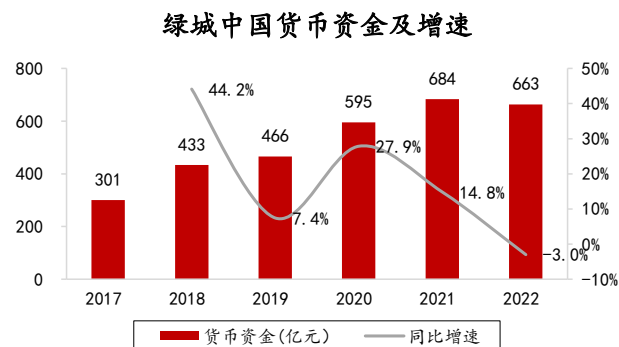
资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 截至 2022 年末，绿城中国短期有息负债占比 19.2%，长期有息负债占比 80.8%



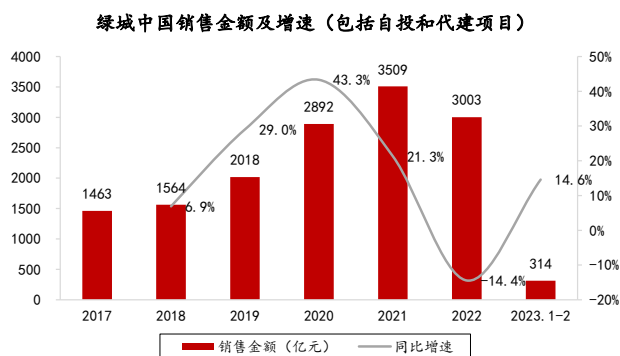
资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 截至 2022 年末，绿城中国货币资金 663 亿元，同比下降 3.0%



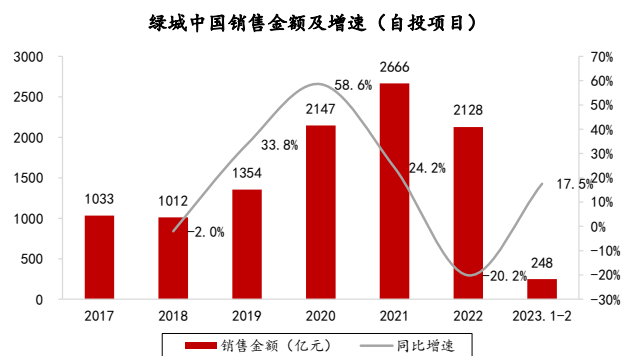
资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2022 年绿城中国销售金额（包括自投和代建项目）3003 亿元，同比下降 14.4%



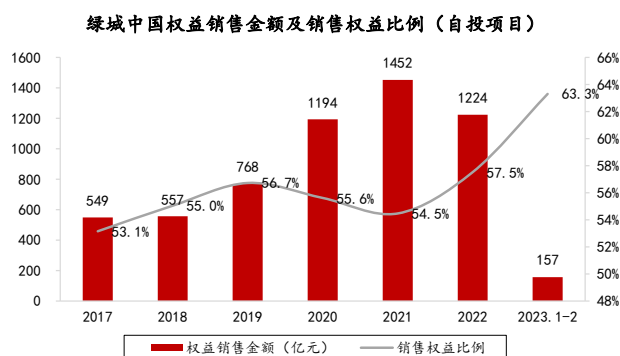
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 16. 2022 年绿城中国销售金额（自投项目）2128 亿元，同比下降 20.2%



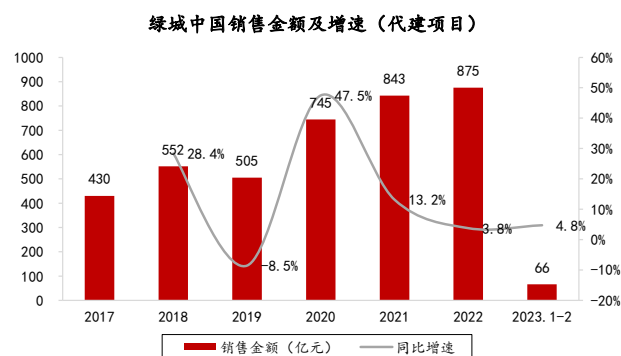
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 17. 2022 年绿城中国权益销售金额（自投项目）1224 亿元，销售权益比例为 57.5%



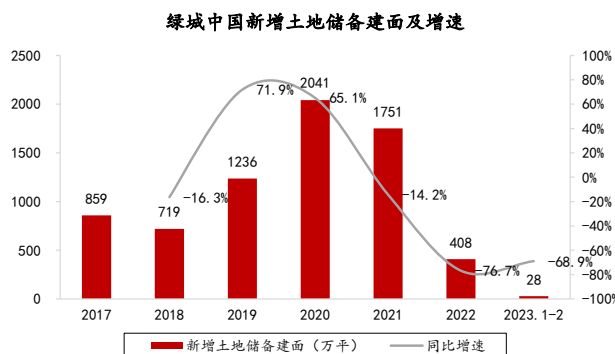
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 18. 2022 年绿城中国销售金额（代建项目）875 亿元，同比增长 3.8%



资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 19. 2022 年绿城中国新增土地建面 408 万平, 同比下降 76.7%



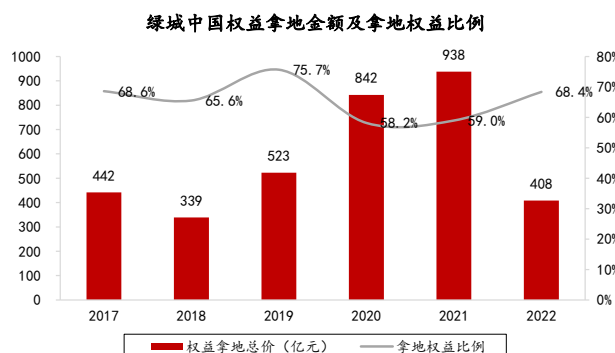
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 20. 2022 年绿城中国拿地金额 596 亿元, 同比下降 62.5%



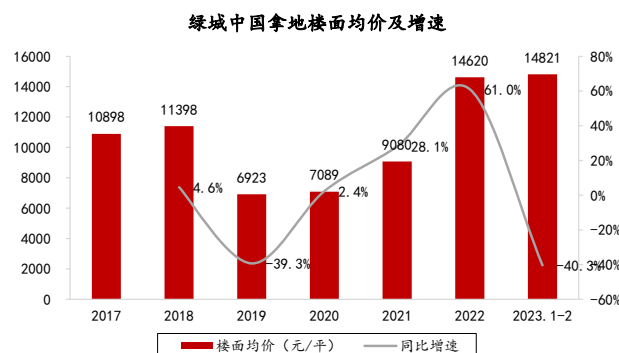
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 21. 2022 年绿城中国权益拿地金额 408 亿元, 拿地权益比例 68.4%



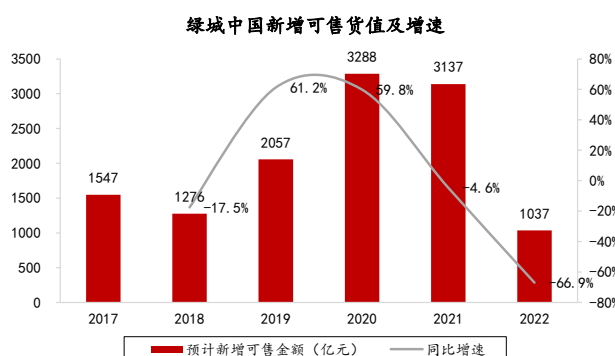
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 22. 2022 年绿城中国新增土地楼面均价 14620 元/平, 同比增长 61.0%



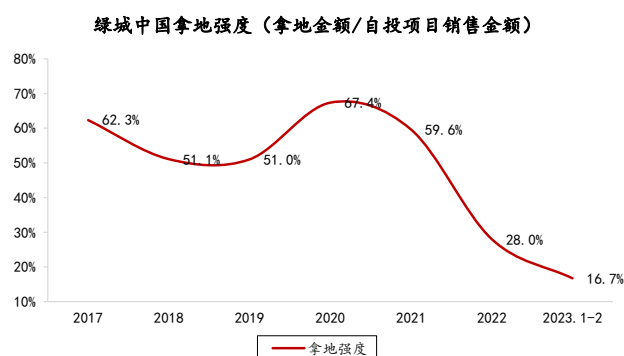
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 23. 2022 年绿城中国新增可售货值 1037 亿元, 同比下降 66.9%



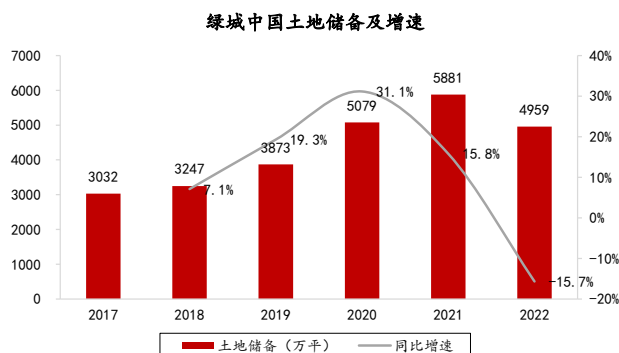
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 24. 2022 年绿城中国拿地强度 28.0%



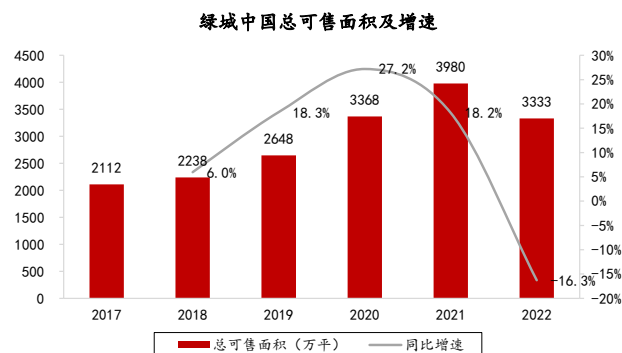
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 25. 2022 年绿城中国土地储备 4959 万平，同比下降 15.7%



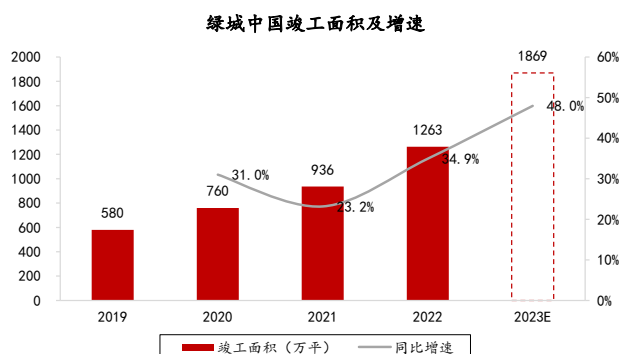
资料来源：公司年报，中银证券

图表 26. 2022 年绿城中国总可售面积 3333 万平，同比下降 16.3%



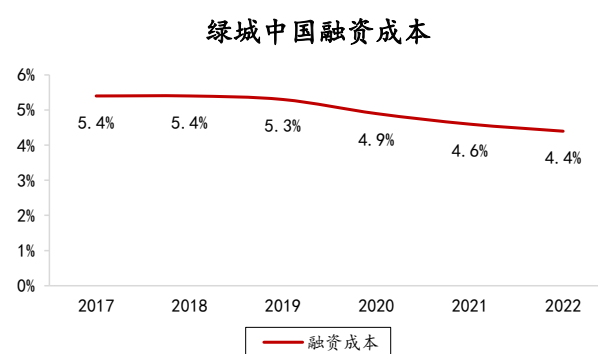
资料来源：公司年报，中银证券

图表 27. 2022 年绿城中国竣工面积 1263 万平，同比增长 34.9%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 28. 2022 年绿城中国融资成本 4.4%



资料来源：公司年报，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371