

## 房地产

2017年01月25日

## 绿地控股 (600606)

——适千里者，三月聚粮：地产战略收缩，聚力地铁基建

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2017年01月25日

收盘价(元)	8.6
一年内最高/最低(元)	15.63/8.35
市净率	1.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	27721
上证指数/深证成指	3149.56/9977.96

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	4.64
资产负债率%	88.80
总股本/流通A股(百万)	12168/3223
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《逆回购效果不明显 央行再宽松可期——2015年8月19日申万宏源债市日报》  
2015/08/19

《金丰投资(600606)——重组方案获批概率大，绿地14年销售有望成行业第一》  
2014/03/18

证券分析师

王胜 A0230511060001  
wangsheng@swsresearch.com

联系人

曹一凡  
(8621)23297818×7222  
caoyf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **地产营收稳定，土地储备充足，新开工面积连降，战略收缩蓄力。**公司地产营收有望连续三年超2000亿元，截至2016年三季度累计实现合同销售金额1733亿元，同比增长23%。合同销售面积1328万平方米，同比增长4.3%；回款1311亿元，同比增长48%，销售质量进一步改善。公司16年上半年累计新增土地储备项目26个，权益建筑面积486万平方米，截至16年6月，公司拟开发土地权益建筑面积3727.44万平方米，土地储备充沛。新开工面积1365万平方米，同比下降22%，连续两年降幅较大，战略收缩意图明显，未来营运效率有望改善。
- **把握PPP风口，发力地铁基建。**“PPP”项目的大力推进，地铁建设迎风口，助力公司发展地铁“基建+物业”新模式，预计未来基建回报率提升。公司目前“PPP”地铁建设项目总投资额已过千亿，保持较快增长。公司2016年半年度建筑以及相关业务实现309.83亿元，同比增长60%。未来业务年收入达千亿元可期。
- **金融业务助力地产，试水地产AMC业务。**绿地大金融是公司近年来重点发展的产业板块之一，先后成立绿地金控、绿地金服，2015年，公司完成了对杭州工商信托股权的受让及增资工作，已合计持有杭州工商信托19.9%股份，成为其第二大股东。2016年绿地金控宣布成立绿地(亚洲)证券公司，用以开展境外房地产基金和全球股权投资基金的投资及管理，打造绿地在境外的国际化资管平台。公司目前与多家不良资产管理公司合作，未来地产不良资产处置业务具优势。
- **不断推进“大消费”战略，汽车业务稳步增长。**公司顺应中国消费升级的中长期趋势，不断推进“大消费”战略，特别是重点发展与中产阶级生活方式息息相关的中高端消费业态，包括汽车服务、酒店旅游、进口商品直销等业务。公司2016年6月出售持有的30%润东汽车股权，公司此次出售润东汽车有利于合理调整业务发展，预计未来公司将通过金融、互联网等手段拓展汽车服务价值链各项业务，打造千亿以上规模的汽车消费生活综合服务平台。
- **首次覆盖，给与增持评级，目标价9.20元。**我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.64/0.80/0.97元，给与公司整体2017年11.50XPE的估值。我们采用分部估值法，将公司业务拆解为房地产、基建建设、汽车销售、金融业务四大部分。房地产业务方面，我们预计公司房地产业务2017年EPS为0.63元，给与公司2017年房地产业务8.69X估值(与可比公司一致)，该部分估价5.47元/股。我们主要选取了市值近千亿、销售能力较强的龙头房企作为可比公司，在估值溢价上存在可比性。此外，公司的RNAV估值为6.89元/股，为PE估值提供了安全边际。建筑、汽车、金融业务的估值分别为1.62元、0.40元、1.62元。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	207,257	150,426	256,707	287,297	323,185
同比增长率(%)	187837.17	10.55	23.86	11.92	12.49
净利润(百万元)	6,886	5,920	7,821	9,693	11,753
同比增长率(%)	-	19.76	13.57	23.94	21.25
每股收益(元/股)	0.57	0.49	0.64	0.80	0.97
毛利率(%)	14.8	15.5	15.4	15.9	16.4
ROE(%)	13.0	10.5	13.4	14.8	15.9
市盈率	15		13	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

**首次覆盖，给与增持评级，目标价 9.20 元。**我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.64/0.80/0.97 元，给与公司整体 2017 年 11.50XPE 的估值。

我们采用分部估值法，将公司业务拆解为房地产、基建建设、汽车销售、金融业务四大部分，四块业务的估值合计为 9.20 元/股。1) 房地产业务方面，我们预计公司地产业务 2016-2018EPS 分别为 0.52/0.63/0.76 元。我们给与公司 2017 年房地产业务 8.69X 估值（与可比公司一致），该部分估价 5.47 元/股。我们主要选取了市值近千亿、销售能力较强的龙头房企作为可比公司，在估值溢价上存在可比性。此外，公司的 RNAV 估值为 6.89 元/股，为 PE 估值提供了基础安全边际。2) 建筑类业务，我们预计 2016-2018 年该部分 EPS 分别为 0.08/0.13/0.15 元，给与 13.15X 估值，可比公司为建筑收入规模相当，营业分布行业相似的企业，该部分估价 1.71 元/股。3) 汽车业务部分，我们预计 2016-2018 年该部分 EPS 分别为 0.02/0.03/0.03 元，与同类型以 4s 店营销为主营业务的广汇汽车可比，给与 13.42X 估值进行估值，该部分估价 0.40 元/股。4) 金融业务部分，我们预计 2016-2018 年该部分业务收入分别为 5.5/6.6/7.9 亿元，以蚂蚁金服，陆金所等公司比较，使用 PS 法估值，PS60 倍估值，考虑到金融平台规模效应明显，绿地金融给予 30 倍 PS 谨慎估值，每股估价 1.62 元。

### 关键假设点

我们假设公司 2016-2018 年三年房地产业务的营业收入为 1338.6 亿、1385.4 亿、1557.0 亿，增速分别为 34%、4%、12%，毛利率分别为 23.8%、25.7%、26.6%，我们预测公司 17 年和 18 年销售面积为 1916 万平米和 1950 万平米，销售金额为 2266 亿和 2420 亿；基建业务收入为 774.6 亿，1007.0 亿，1158.0 亿，增速 82%，30%，15%。毛利分别为 6.5%，7%，7%。汽车业务营业收入三年分别为 132.6 亿、145.9 亿、167.7 亿，增速分别为-12%，10%，15%，毛利率保持 10%。

### 有别于大众的认识

市场认为公司受收缩能源产业规模等影响，营收将会有所下降；公司房地产主业经营压力加大，公司目前在建/在售项目规模大，未来去库存压力大；公司债务负担持续加重、利润总额对投资收益和公允价值变动收益依赖大。我们认为公司大幅缩减毛利率低的能源业务，轻装上阵，未来收益质量有望提升，毛利率有上升趋势。

此外公司加大基建建设投入，目前毛利率较低，但随着地铁+物业运营模式的开展，集团毛利率得以弥补，而地铁+物业的模式也会有助于公司丰富地产项目的社区资源，品牌溢价提高的同时又会对公司互联网和金融业务有所助益，提升集团整体的收益质量。

### 股价表现的催化剂

地产业务回暖超预期超预期；基建业务回报超预期；金融业务牌照获取。

### 核心假设风险

地产行业受调控影响超预期，复苏不及预期；金融业务平台搭建不及预期。

## 目录

1. 国企混改先锋，释放活力 .....	6
2. 地产业务的“破与立”：聚焦核心+发力产业+布局海外.....	8
2.1 “全面开花”向“重点聚焦”转变 .....	8
2.2 牵手协信远创，“超高层”模式转向“产业运营” .....	10
2.3 海外绿地继续稳健领跑 .....	12
3. 大基建“不畏浮云”：把握 ppp 风口 .....	15
3.1 “大基建”版图不断扩大 .....	15
3.2 把握“PPP”风口，开往春天的地铁 .....	16
4. 金融业务“粮草先行”：产融结合，服务地产 .....	19
4.1 绿地金控，旨在打造金融全牌照 .....	19
4.2 绿地金服，打造“互联网+地产”金融平台 .....	20
4.3 试水 AMC 业务，地产不良资产处置业务可期 .....	21
5. 大消费“醉温之意”：锁定中产，串联产业链 .....	23
5.1 汽车业务慢增长，出售润东汽车稳步发展 .....	23
5.2 酒店业务继续深耕，高档商务、休闲民宿全覆盖 .....	24
5.3 商品直销，超市实体店 G-Super .....	25
6. 能源业务“迈过从头越”：大幅缩减规模 .....	26
7. 盈利预测与投资建议 .....	27
8. 风险提示 .....	28
9. 附表 .....	29

## 图表目录

图 1: 绿地集团业务板块分布 .....	6
图 2: 地产销售近年平稳, 连续三年超 2000 亿 .....	8
图 3: 地产业务营收贡献度 .....	8
图 4: 2016 年绿地控股土地储备地区分布 (万平方米, %) .....	9
图 5: 公司新开工面积下降 (万平方) .....	9
图 6: 拿地楼面均价上升 (元) .....	9
图 7: 公司 2016 年新增项目地区结构分布 .....	10
图 8: 住宅项目销售占比上比, 新增项目住宅占比 53% .....	10
图 9: 公司历年营收与预收账款情况 (百万元) .....	10
图 10: 公司在龙头房企中存货周转率有优势 .....	10
图 11: 绿地海外项目分布 .....	13
图 12: 2016 年绿地海外销售整体平稳 (亿元) .....	13
图 13: 2016 年基建营收大幅增长, 确立支柱型业务 (百万元) .....	15
图 14: 全国地铁运营长度 (公里) .....	16
图 15: “十三五”期间轨交投资将大幅增长 .....	16
图 16: “物业+运营模式”港铁的利润构成 .....	17
图 17: 2015-2016PPP 项目投向交通占比 64% .....	17
图 18: 内地地铁公司申通地铁收入 98%源于票务 .....	18
图 19: 申通地铁税后政府补助占净利润比 47.75% (百万元) .....	18
图 20: 绿地金控的主要业务 .....	19
图 21: 绿地金服主要业务 .....	21
图 22: 绿地汽车业务营收增长放缓 (百万) .....	23
图 23: 酒店业务营收 (亿元) 稳定, 毛利率维持高水平 .....	24
图 24: 绿地在经营酒店地区分布 (家) .....	24
图 25: 绿地全球直销中心 .....	25
图 26: 公司能源业务营收占比下降至 3% .....	26
图 27: 剔除能源业务后, 公司整体主营业务毛利率上升 .....	26

表 1: 2016 年三季报绿地十大股东概况 .....	6
表 2: 绿地部分在建超高层项目概况.....	11
表 3: 绿地部分产业地产项目规划 .....	12
表 4: 绿地海外项目概况 .....	12
表 5: 绿地海外融资情况 .....	14
表 6: 近年绿地基建版图扩容事件.....	15
表 7: 绿地目前参与的“地铁+PPP”项目.....	17
表 8: 绿地部分地铁周边拿地情况.....	18
表 9: 绿地金融业务主要事件一览.....	19
表 10: 四大不良资产管理公司进入地产行业部分事件.....	22
表 11: 房企参与不良资产管理模式.....	22
表 12: 公司的 RNAV 估值为 6.89 元/股.....	27
表 13: 房地产业务部分可比公司 2017 年平均 PE8.69X .....	28
表 14: 建筑业务部分可比公司 2017 年平均 PE13.15X.....	28

## 1. 国企混改先锋，释放活力

公司成立于 1992 年，公司前身——上海市绿地总公司，是 100%控股的国有企，1997 年，绿地职工持股会成立，获得 18.88%的股份，绿地成为股份制公司，也从此开始建立了国有控股的现代企业制度。职工持股会对于集团股份最高持股比例曾一度达到 58.77%。公司在 2014 年借壳金丰投资完成上市，引入平安和鼎晖等战略投资人之后，公司完成混合所有制改革。目前，上海格林兰对于上市公司的持股比例 28.99%，上海市国资委透过旗下两大国有股东合计持有的 46.37%。其中上海市国资委表示不参与企业的日常经营管理，其作为财务投资人将来并不会实质性介入上市公司的日常经营管理。

经过多次股权细微变迁，绿地控股目前已经形成混合所有制的典范：上海国资委为实际第一大股东，但未形成控股，且不参与实际经营，公司员工持股计划为第一大股东，并有多方战略投资人战略持股。

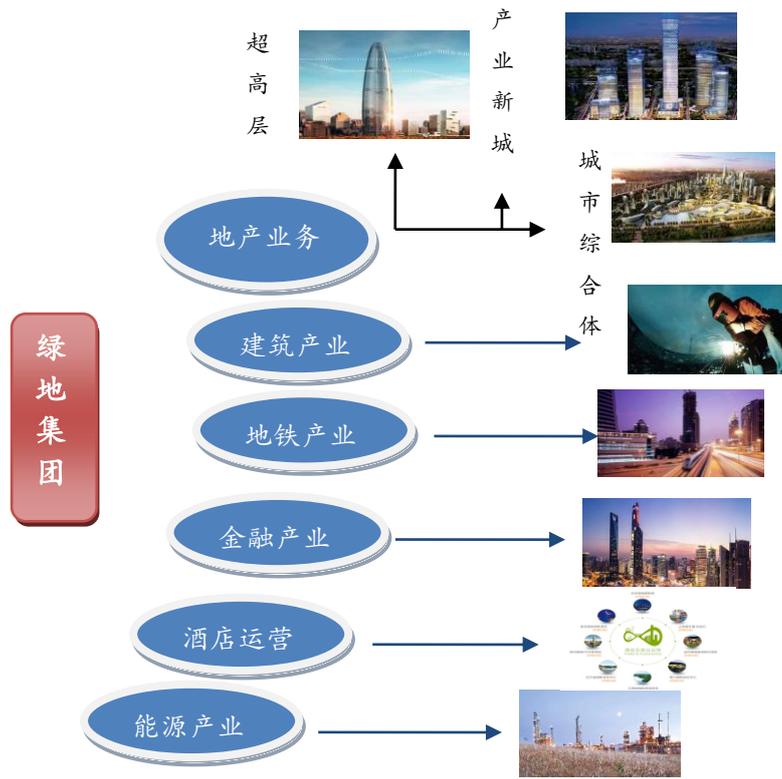
表 1：2016 年三季度报绿地十大股东概况

股东名称	备注	三季度占总股本比例(%)
上海格林兰投资企业(有限合伙)	由 43 个合伙人组成的员工持股计划	28.99
上海城投(集团)有限公司	由上海国资委 100%持股	20.55
上海地产(集团)有限公司	由上海国资委 100%持股	18.20
上海中星(集团)有限公司	上海地产集团全资子公司，2016 年 11 月 26 日将持有的 7.62%股权转让给上海地产集团	7.62
深圳市平安创新资本投资有限公司	平安信托的全资子公司，上市时战略投资者，上市时持股 10.01%	6.61
上海鼎晖嘉熙股权投资合伙企业(有限合伙)	绿地上市时战略投资持股 4.3%	3.10
上海市天宸股份有限公司	前身是联农股份，持股比例未变动	2.29
上海国投协力发展股权投资基金合伙企业(有限合伙)	上市时战略投资者，持股比例 0.97%	0.91
宁波汇盛聚智投资合伙企业(有限合伙)	宁波汇盛聚智的合伙人是公募基金汇添富基金，绿地上市时战略投资持股 3.86%	0.76
珠海普罗股权投资基金(有限合伙)	绿地上市时战略投资，持股 1.01%	0.50

资料来源：公司公告，申万宏源研究

绿地也通过实践证明，在国有控股的体制下，坚持和创新灵活高效的市场化运营机制，实现管理模式、决策机制、用人机制、收入水平等方面的更加科学有效，为企业不断做大做强提供更加广阔的空间和平台。股权改制为公司释放了企业的活力，经过二十多年的不断发展，绿地目前在全球范围内形成“以房地产开发为主业，大基建、大金融、大消费等新兴产业并举发展”的多元经营格局。

图 1：绿地集团业务板块分布



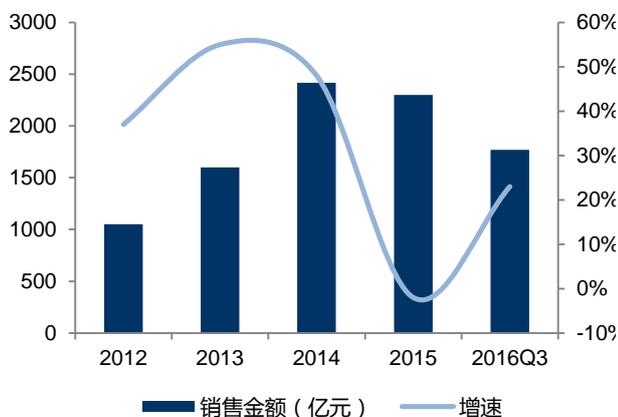
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 地产业务的“破与立”：聚焦核心+发力产业+布局海外

### 2.1 “全面开花”向“重点聚焦”转变

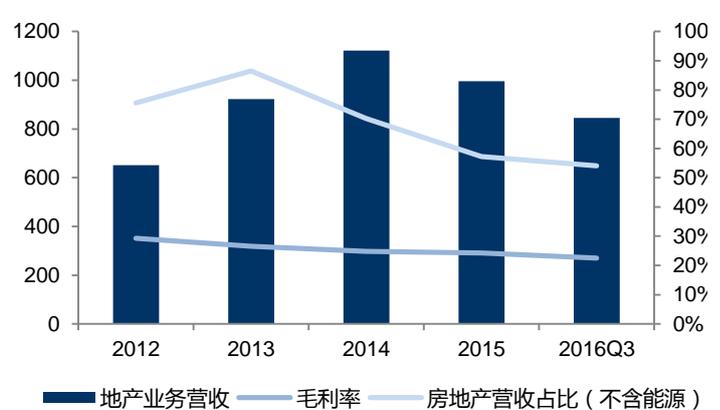
地产销售平稳，有望连续三年销售额超 2000 亿元。2016 年三季度，累计实现合同销售金额 1733 亿元，同比增长 23%。公司地产销售有望连续三年突破 2000 亿元。同时，由于今年公司大幅度剥离能源业务，剔除能源业务后，地产业务的主营占比略微下降，公司地产业务不追求快速扩张，稳步发展。

图 2：地产销售近年平稳，连续三年超 2000 亿



资料来源：Wind 资讯，申万宏源研究

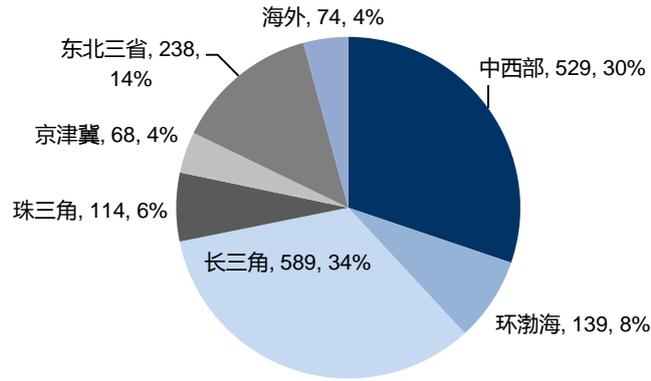
图 3：地产业务营收贡献度



资料来源：Wind 资讯，申万宏源研究

**公司土地储备充足，布局合理。**公司自 2002 年开启全国化战略、走出上海以来，凭借国企独特资源优势，积累了丰富的资源储备。截至 16 年 6 月底，公司拟开发土地建筑面积达 4122.69 万平方米，较上年同期拟开发土地建面 6302 万平方米下降 34.6%，土地储备战略收缩，但仍较为充足。公司项目分布在全球十个国家 100 余个城市，共计 779 个项目。从布局结构来看，集团国内项目主要集中在以上海为大本营的长三角，占比 34%；中西部占比 30%，主要集中在郑州、武汉、成都、西安、兰州等省会城市；珠三角占比 6%，集中在广州、佛山、海口等地；京津冀占比 4%，环渤海占比 8%，分布在济南、青岛等一二线核心城市；东北地区占比为 14%，绝大部分位于沈阳、哈尔滨、长春等三个省会城市。海外地区占比 4%，国际化版图进一步扩大。

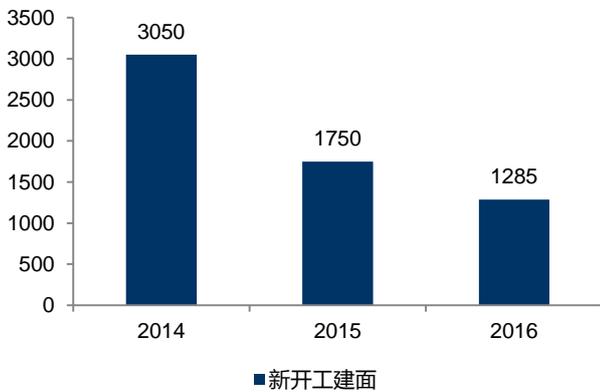
图 4：2016 年绿地控股土地储备地区分布（万平方米，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

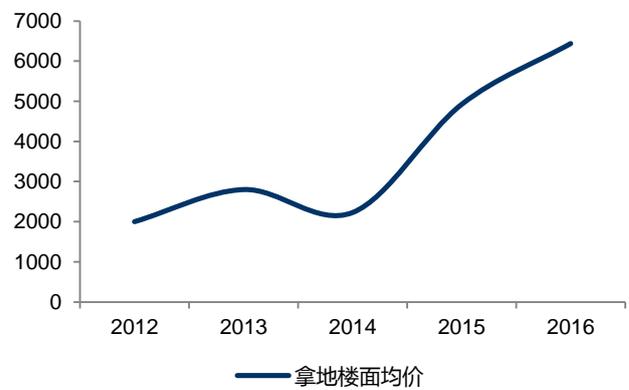
公司新开工建筑面积连续两年大幅下降，战略收缩意图明显。截至 2016 年 11 月，2016 年新开工建筑面积 1284.52 万平方米，同比下降 26.6%，未来公司库存去化率将提高。由于过去几年地产行业整体向好，公司 2016 年全年新拍土地拿地楼面价为 6438 元每平米，较前几年有较大上行。2016 年公司拿地结构主要聚焦大都市圈以及周边，截至 16 年 11 月新增项目建筑面积 1284.5 万平，总地价 877.8 亿元，同比分别增长 105%、174%，新开工项目楼面均价 6579.7 元/平。

图 5：公司新开工面积下降（万平方米）



资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

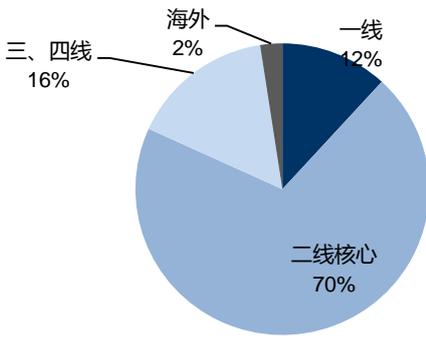
图 6：拿地楼面均价上升（元）



资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

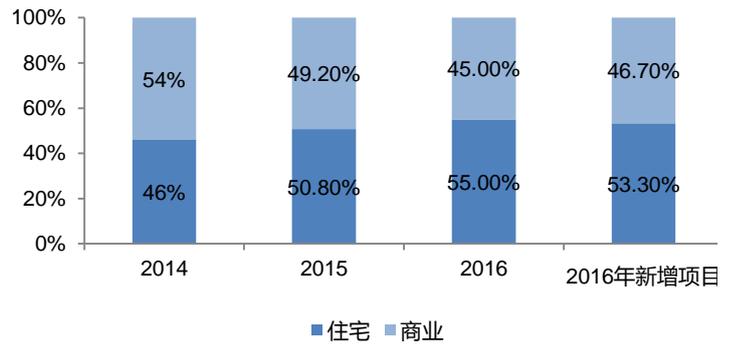
聚焦产业基础好、人口集聚能力强的一线城市和区域中心城市。从拿地区域结构来看，公司重新聚焦一二线核心城市，收缩三四线投资规模，截至 16 年 11 月一二线项目占比达到 86%（按建筑面积），区域布局持续优化；从销售的住宅商业比例情况看，公司销售住宅项目占比上升，2016 年新增项目住宅项目占比 53%。在面对行业长期拐点和市场加速分化的新趋势下，公司正在调整业务布局，重回聚焦重点城市战略，减少压力较大的三四线城市的布局，面向有较大的发展空间的产业基础好、人口集聚能力强的一线城市和区域中心城市。

图 7：公司 2016 年新增项目地区结构分布



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：住宅项目销售占比上比，新增项目住宅占比 53%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

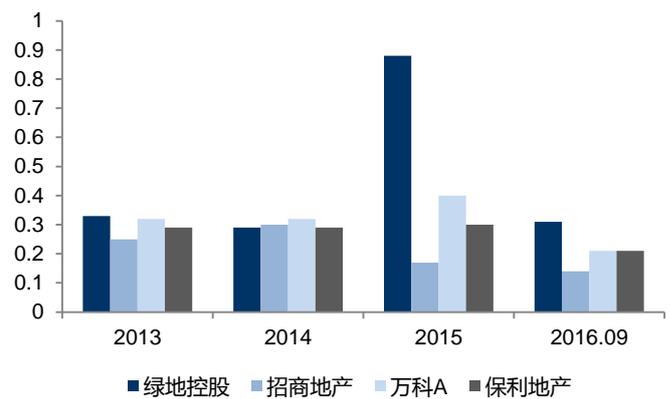
产品的结构改善带来公司效率持续改善，截至 16 年三季度公司实现结算收入 1506 亿元，同比增 10.5%，维持平稳增长态势。从预收账款看，2016 年 09 月预收账款 1721.2 亿，较年初增 44%，销售回款大量增加，全年业绩保障增加；从存货周转率看，集团目前存货周转率 33.3%，同比上升 3.4 个百分点，处于行业较高水平，彰显集团出色的存货周转能力。

图 9：公司历年营收与预收账款情况（百万元）



资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

图 10：公司在龙头房企中存货周转率有优势



资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

## 2.2 牵手协信远创，“超高层”模式转向“产业运营”

公司过去以超高地标建筑打造城市中心的模式获得了极高的综合效益，一直以来，绿地在中国各个重点城市尤其是核心省会城市打造超高层建筑。经过多年发展，绿地如今成长为中国超高层开发专家。打造地标性建筑很好的提升集团品牌知名度，也更好的发挥了公司整合资源的能力。公司在超高层开发领域占据中国超高层市场半壁江山。目前国内建成和在建的超高层建筑已达 26 座，所建超高层均为所在城市首屈一指新地标。目前公司超高层建筑绿地中心建到了海外，在洛杉矶、悉尼、伦敦等城市都有项目。2016 年 11 月绿地·伦敦之巅，项目规划高度 241 米，由高端精装公寓、百米空中会所和少量商业组成，建成后将成为欧洲最高地标住宅。

表 2：绿地部分在建超高层项目概况

超高层	高度（米）	建筑面积（万平方米）	类型	高度排名
绿地·伦敦之巅	241	10	由高端精装公寓、百米空中会所和少量商业组成	欧洲最高住宅
武汉绿地中心	606	30	五星级酒店、甲级办公、高端商业、顶级公寓	世界第三、中国第二
绿地中心·杭州之门	310	35	企业总部、综合商务、超五星级酒店、精品商场	杭州第一
大连绿地中心	518	60	五星级酒店、甲级办公、高端商业、商务公寓	中国第四
成都绿地中心	468	30	甲级写字楼、国际会议中心、品牌商业、星级酒店、文化娱乐街区、创意产业园区等	
苏州绿地中心	358	22	五星级酒店、甲级办公、酒店式公寓、品牌商业	苏州第一
南昌绿地中心	300	43	国际甲级写字楼、酒店、商业综合体等	
济南绿地中心	300	20	甲级办公、高级公寓、商业	济南第一
西安绿地中心	260	32	国际甲级写字楼、高档购物中心、五星级酒店	西北第一
杭州绿地中心	310	35	国际甲级写字楼、高档购物中心、五星级酒店	
广州绿地中心	200	27	国际甲级写字楼、大型时尚购物中心	广州第一

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**转变模式，收购协信远创，发力产业地产。**收随着城市化的推进与城市中心地价的上涨，超高层建筑模式的空间也正在缩小。2015年11月10日，绿地控股宣布与重庆协信远创房地产开发有限公司的母公司，汉威重庆房地产开发(香港)有限公司签署协议，绿地通过股权转让及增资的方式，51.63亿元持有协信远创40%股权，绿地控股和汉威公司并列为协信远创第一大股东。

重庆协信远创在房地产行业较早启动商业地产、产业地产的开发经营，已成为从事品质住宅开发、城市商业综合体运营、产业地产开发与物业管理的综合性城市运营专家。未来绿地拟将部分商业和产业地产运营业务委托协信远创进行管理，有力提升房地产主业核心竞争力。截至2016年6月30日，协信远创的总资产为610.64亿元，净资产为151.26亿元。2016年上半年协信远创实现营业收入60.98亿元，实现净利润4.80亿元。协信远创的代表作是星光系，目前，协信在重庆和上海持有星光68广场、星光时代广场和星光天地等5个商业物业。

收购协信远创，绿地将更好的进军产业地产，目前绿地产业地产的模式主要有产城一体化的各地空港新城，江西金融产业园区，哈尔滨国家级广告产业园、大庆绿地大学科技园等。

表 3：绿地部分产业地产项目规划

项目	规划用地面积 (万平方米)	总建筑面积 (万平方米)	产业规划
海口绿地空港产业城	9600		空港物流与创意产业配套，特色休闲旅游与临港旅游服务业为主导
哈尔滨广告园	70	110	传媒、广告、信息、动漫、媒体中心为一体的信息广告产业园
南昌绿地国际空港产业城	520	565	文化旅游区、产业配套服务区、临空型现代服务业区、综合服务型城市居住区、综合保税产业集聚区、新型工业园区
南宁绿地空港产业城	666.7		面向东盟的电子商务、临空高科技、泛港金融、航空健康等产业
广州国际空港中心项目	33	66	建设包括航空港总部地区、航空港金融区、航空港政务服务区、临空电子商务区、临空产业集聚区、航空港配套服务区等于一体的产业综合体。
江西金融产业园	50	-	集总部商务区、配套生活区、产业创智区、会展休闲区、旅游观光区于一体的产业综合体

资料来源：公司公告，申万宏源研究

以机场为载体的空港经济对地方发展具有良好的经济效益：航空运输对城市 GDP 贡献率约 5%；空港每增加 10 万吨货物将创造数百个工作岗位。对于地区来说，发展具备多产业集群功能的空港新城将提升区域经济竞争力、促进跨越式发展。当前国内已有超 50 个城市先后提出 50 多个航空经济区规划和设想。绿地将以空港新城作为“产城一体化”主要模式之一，进一步拓展在长三角地区、京津地区和中部地区等区域，完成全国化战略布局。

## 2.3 海外绿地继续稳健领跑

公司海外布局战略较为稳健，聚焦欧美、东南亚等国主流城市的优质地段，项目位于城市的核心区域，住宅项目交通便利，商办项目位于商业核心圈。未来公司将加快“走出去”步伐，深耕现有优势地区的同时，积极扩宽新的海外市场，提升集团全球资源配置能力。

表 4：绿地海外项目概况

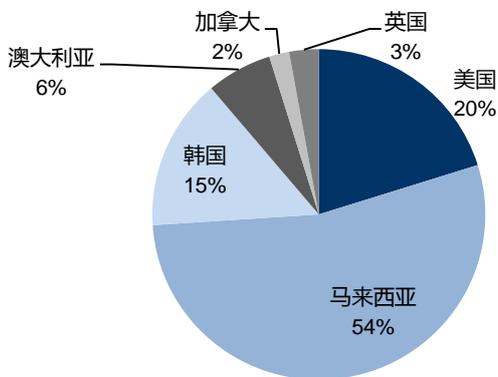
进度状况	项目	土地面积 (万平 方)	建筑面积 (万平方 方)	预计总投资 (亿元)
拟开发	澳大利亚新南威尔士州悉尼市 悉尼 (Erskineville 地区)	6.947	12.1809	46.06
拟开发	韩国济州道西归浦市东烘洞	17.6	12.395773	23.12
拟开发	英国伦敦绿地中心 (Towerhamlets 区)	0.37	10.0461	6.09
在建项目	悉尼绿地中心项目	0.17	8.60	32.52
竣工项目	悉尼绿地中心项目	0.22	1.80	6.14
在建项目	悉尼莱卡特区乔治大街项目	1.01	3.81	9.81
竣工项目	北悉尼太平洋公路项目	0.15	3.03	7.71
在建项目	悉尼 PottsPoint 项目	0.16	2.24	12.03

进度状况	项目	土地面积 (万平)	建筑面积 (万平方)	预计总投资 (亿元)
竣工项目	韩国济州汉拿山小镇项目	6.57	7.82	6.28
拟开发	韩国济州健康医疗城项目	27.45	23.34	56.52
拟开发	韩国济州绿地中心项目	2.33	30.28	56.47
拟开发	加拿大多伦多国王西街 355 项目	0.38	9.67	21.71
拟开发	马来西亚新山市金海湾区翡翠湾项目	7.06	50.27	46.08
拟开发	马来西亚新山市地地不佬项目	51.80	217.00	261.66
在建项目	美国纽约市布鲁克林区太平洋公园项目	6.38	67.16	373.12
竣工项目	美国洛杉矶大都会酒店	0.43	3.82	17.09
在建项目	美国洛杉矶大都会一期	0.52	6.16	20.29
竣工项目	美国洛杉矶大都会二期	1.62	23.09	88.44
在建项目	英国伦敦 Wandsworth 区兰姆公馆	3.14	9.74	5.90

资料来源：公司公告，申万宏源研究

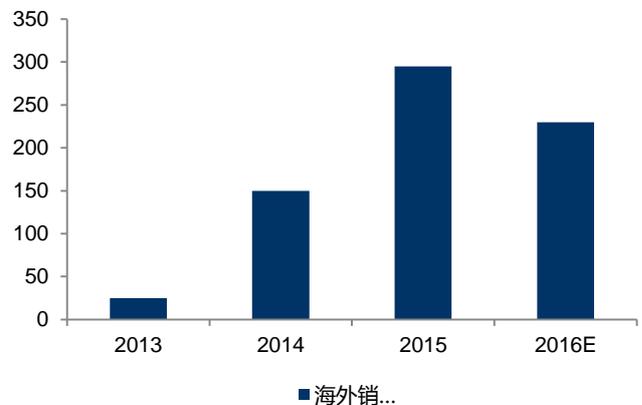
**海外房地产投资开发稳健领跑，2016 年海外销售总体平稳。**公司 2015 年海外销售收入约为 300 亿元，预计 2016 年公司海外销售收入比上年略低，经营总体平稳，部分项目的开发运营和营销去化进行了调整优化。拓展了一批新的海外项目。公司以较低价格收购了日本东京千叶酒店办公综合体项目，并拓展了澳洲悉尼厄斯凯韦尔商住项目和美国南旧金山市牡蛎湾商住项目。同时，绿地香港拟通过与科威特战略投资人合作，获得纽约中央公园柏宁项目约 41% 股权，双方还拟共同筹建目标规模为 80 亿美元的基金用于投资全球房地产项目。对部分海外项目开发运营进行了优化。公司重新梳理了部分海外项目的特点，并对英国伦敦金丝雀码头项目、美国纽约太平洋公园项目、马来西亚翡翠湾项目等提出了具体的优化调整方案。海外项目已遍及四洲九国十余座城市，为公司整合全球资源、助力企业发展提供了有力的支撑。

图 11：绿地海外项目分布



资料来源：申万宏源研究

图 12：2016 年绿地海外销售整体平稳（亿元）



资料来源：申万宏源研究

**公司海外融资成本优势明显。**公司海外版图持续扩张，充分利用海外融资平台必不可少，通过全资子公司香港绿地的搭建，更好的获得了国际资本的高度青睐，海外融资

畅通，成本优势明显。绿地 2014 累计在香港发行 27 亿美元、15 亿人民币债券，综合融资成本约 4.7%，2015 年启动 30 亿美元中期票据的第二次发行，私募发行 3 亿美元 2 年期定息债券，债券票面利率 4.3%。此外，绿地还与德意志银行启动金融及资本领域全面战略合作，与瑞穗联手，将进一步完善和夯实绿地全球银企合作平台，为绿地实现中长期国际化战略目标提供有力保障。

表 5：绿地海外融资情况

债券名称	发行时间	发债(亿元)	期限	发行利率(%)
格隆希玛国际有限公司票据 (Notes Issuance) 港币	2014/3/10	20.0	6	3.00
绿地香港公司美元债券 (Bonds)	2013/10/18	7.0	3	4.13
绿地香港 15 亿人民币债券	2014/1/23	15.0	4	5.50
绿地香港 5 亿美元债券	2014/8/7	31.9	3	3.88
GRNLGLBN1709	2015/9/17	19.5	2	4.0
30 亿美元的中期票据计划第三期	2016/12/9	20.7	3	3.5

资料来源：公司公告，申万宏源研究

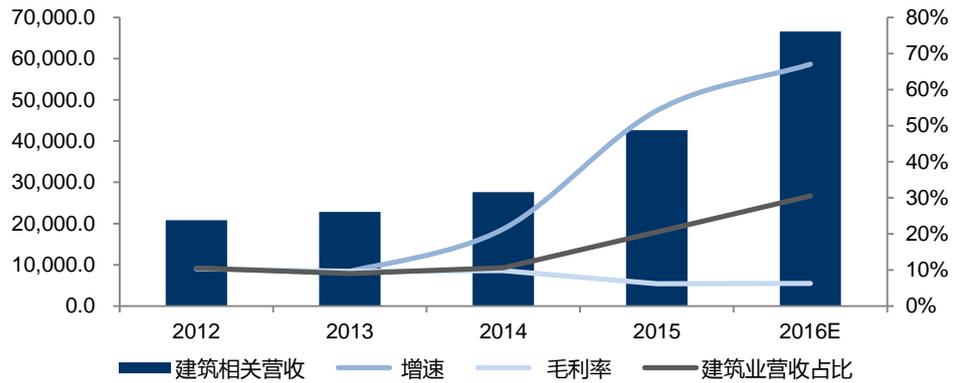
### 3. 大基建“不畏浮云”：把握 ppp 风口

#### 3.1 “大基建”版图不断扩大

公司大基建板块以从事房屋建设业务为主，承包方式以施工总承包为主，分承包、独立承包、联合承包、直接承包为辅。与此同时，公司紧抓内基础设施投资建设领域存在战略性的机遇，公司大基建板块正依托公司的整体品牌、资金、资源等优势，通过 PPP、BT、BOT 等模式，大力拓展包括城市轨道交通、高速公路、桥梁、水务、市政设施等在内的各类大型基础设施项目，并逐渐由单一施工的商业模式向“投资+施工”的商业模式转变。

**基建业务营收快速增长，定位为支柱业务。**公司 2016 年建筑以及相关业务营业收入预计约 700 亿元，同比增长约 67%，建筑业务营收占比快速上升，预计 2016 年占比 31%，比上年提高十个百分点。公司将基建业务定义为基建业务意图明显。预计 2016 年建筑业务毛利率 6.25%。公司紧抓国家战略的调整，加大基建业务的投入，形成以基建“房建+基建”的综合业务拓展。

图 13：2016 年基建营收大幅增长，确立支柱型业务（百万元）



资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

**基建板块不断扩大，覆盖基础设施、轨道交通、园林设计等多个领域。**成立以来，公司“大基建”板块不断扩大，先后成立地绿地铁投资集团，成立轨交 PPP 产业基金，收购江苏省建，贵州建工，入股博大绿泽。“大基建”业务版图形成以“房产+基建”为基础，“地铁+基建”为核心突破口，覆盖基础设施、轨道交通、园林设计等多个领域。不断地扩大基建版图，能更好发挥公司资源集成优势，有利发挥跨领域协同优势，助力公司地产业务向城市运营的转型。

表 6：近年绿地基建版图扩容事件

时间	事件	备注
2014/7/1	与上海申通、上海建工合作成立绿地地铁投资集团	合作企业均为国内建筑、轨道开发运营、隧道建设等行业的龙头企业。
2015/5/1	成立首支中国城市轨交 PPP 产业基金	总规模为 1000 亿元，分期发行，首期规模 240 亿元。
2016/2/1	9.625 亿元取得江苏省建 55% 的股权，实现	江苏省建为原江苏省建设厅、省建管局直属企业江苏省建筑

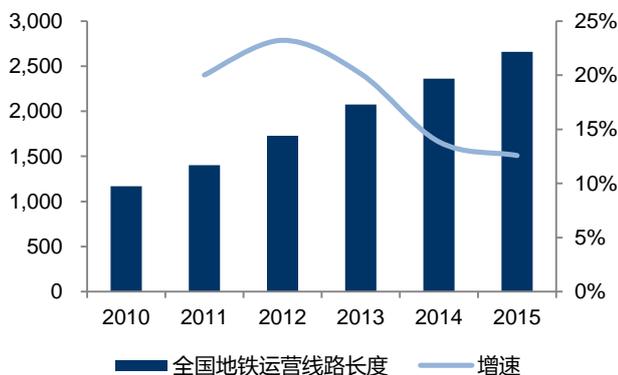
时间	事件	备注
2015/6/1	控股 12.1 亿元取得贵州建工 70% 股权，成为控股股东	工程公司的改制企业。2016 年营业收入有望在 120-150 亿元间。 贵州建工集团前身为 1952 年成立的贵州省建工局，是贵州省唯一的国有独资大型建筑施工特级企业、贵州省建筑业领军企业。
2016/9/1	入股 25.08% 博大绿泽	2014 年赴港上市的博大绿泽是园林景观设计建设服务提供商。近年来，博大绿泽积极对接各地政府的 PPP 基建项目。2015 年中了三个 PPP 项目，总投资达 18 亿元。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 把握“PPP”风口，开往春天的地铁

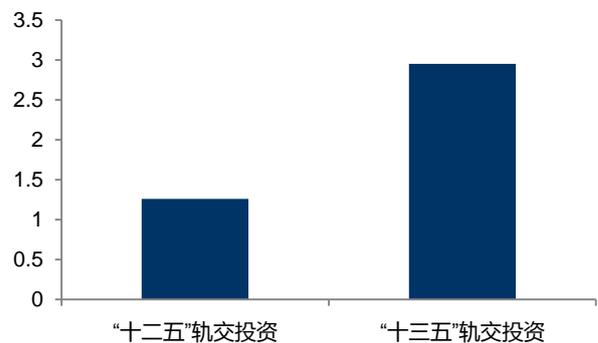
**地铁建设迎 PPP 支持，未来有望快速增长。**公司抓紧国家大力推行“PPP”投资基建契机，开发“地铁+物业”的创新型地铁产业商业模式。根据国家十三五规划纲要，十三五期间要“完善优化超大、特大城市轨道交通网络”。而今年放开地铁投资城市人口要求，轨道交通建设投资将大幅增长。今年对申报发展城市轨道交通的城市人口要求，将从城区人口达 300 万人以上，下调至城区人口达 150 万人以上。截至 2015 年底，全国规划建设地铁城市达 39 个；目前全国地铁运营长度维持在 15% 的增长，而随着建设城市范围的扩容以及 PPP 项目的推进，未来每年有望年均 20% 以上的增长。

图 14：全国地铁运营长度（公里）



资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

图 15：“十三五”期间轨交投资将大幅增长



资料来源：铁路总公司，申万宏源研究

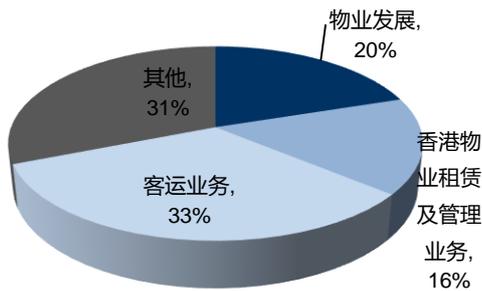
**成立“绿地地铁投资发展公司”的联合体，大力进军地铁项目。**2014 年 7 月 21 日，绿地集团宣布与申通地铁、上海建工等企业签署合作协议，并牵头成立“绿地地铁投资发展公司”的联合体，开始在中国多个城市开展地铁投资开发业务。绿地地铁首先作为轨道交通投资建设主体，在政府相关部门监管下，负责地铁开发工程的资金投入、规划设计、工程建设及设备运营。同时，绿地将沿线土地出让作为部分回购条件，先期介入沿线区域的综合功能开发，建造地铁上盖的城市综合体及配套服务设施。在这个“轨道工程+区域功能”的整体开发工程竣工后，项目的有关权利将会根据不同情况由政府部门以多种方式进行赎回。

**借力“PPP”，开启“投融资+设计施工总承包+物业综合开发+运营管理”的模式。**建设地铁，再在地铁站连通商务或住宅大厦，以及沿线的土地开发成住宅卖掉，或者作为综合体收取租金，以平衡高昂的地铁建设及运营费用，这种盈利模式也是著名地铁公司香港

铁路有限公司的主要盈利模。而绿地的投资地铁正是借助“PPP模式”的大力推广，开启“投融资+设计施工总承包+物业综合开发+运营管理”的新模式。

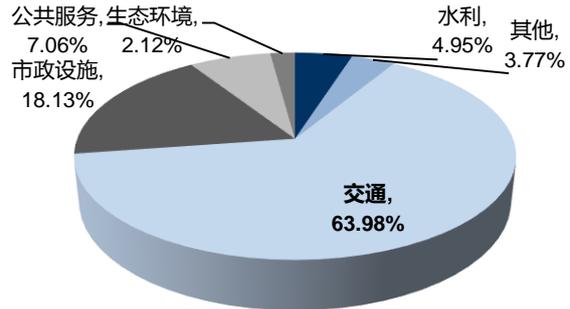
而同时，城市轨道交通是当前国内 PPP 的主力投资方向，在已经入库的近 10 万亿项目金额中，城轨达到约 1 万亿元，占比接近 10%。城轨 PPP 模式未来的应用比例和城轨市场的成长性均有极大的提高空间。在使用 PPP 引入更加灵活的民营资本提高运营效率和服务质量的环境下，绿地及时把握了“PPP”+地铁的风口。

图 16：“物业+运营模式”港铁的利润构成



资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

图 17：2015-2016PPP 项目投向交通占比 64%



资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

绿地的地铁投资产业计划先后在徐州、哈尔滨、济南、南京、重庆多地落地，已实现在中原地区、长三角经济圈、中西部核心区、东北地区等多个国家重点推进发展区域的地铁项目的布局，已形成一定的产业规模优势。

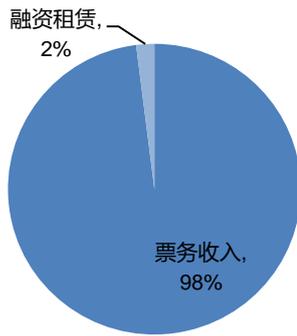
表 7：绿地目前参与的“地铁+PPP”项目

时间	项目	投资额
2016/9/1	南京地铁 5 号线工程	313 亿元
2016/8/1	参与郑州轨道交通 3 号线一期，2 号线二期和 4 号线三条地铁	未定
2015/4/24	哈尔滨地铁 6 号线、9 号线	300 亿元
2015/4/27	济南一条地铁线路	120 亿元
2015/1/1	重庆地铁 9 号线项目	300 亿元
2014/12/1	徐州地铁 3 号线	117 亿元

资料来源：公司公告，申万宏源研究

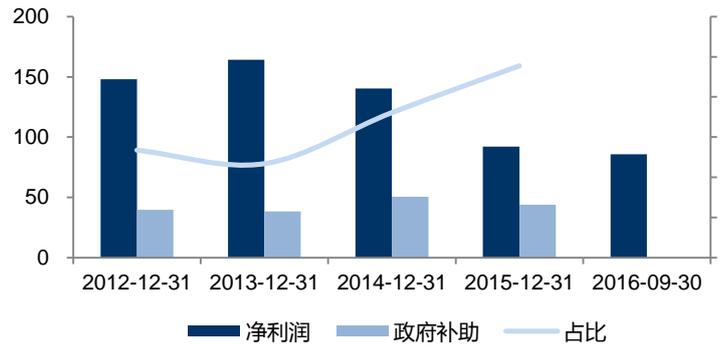
国内地铁的物业开发仍有大空间。国内地铁项目本身由于票价制定限制的原因，盈利能力较差。以国内地铁上市公司申通地铁为例，其业务收入来源主要源于票务收入，2015 年税后政府补助占净利润比例高达 47.75%，接近一半。

图 18: 内地地铁公司申通地铁收入 98%源于票务



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 19: 申通地铁税后政府补助占净利润比 47.75% (百万元)



资料来源: wind, 申万宏源研究

因此,在地方政府债务高企的环境下,PPP模式引入地铁投资是未来主要趋势,同时需要给予开发商较大程度的沿线地铁开发权,绿地投入到资金耗用量巨大的地铁建设中,能够一定程度上起到减轻地方政府债务的作用,绿地也因此有机会补偿性地从政府手中获得优质土地。目前绿地参与的地铁建设均有明确“投融资+设计施工总承包+物业综合开发+运营管理”的模式。

根据商业地产服务机构 RET 的调研,目前,北京、上海两地轨交概念的地产,商业租金溢价率一般可以达到 50%-60%,即当地铁开通时,地铁上盖商业项目的租金至少有 50% 的增长。在优质地段,这一比率将会更高。以绿地中标的南京地铁 5 号线为例,公告显示南京地铁 5 号线起点位于江宁区的吉印大道站,终点位于鼓楼区的方家营站,线路全长 37.4km,共设地下车站 30 座,可以说,该路线是南京市的一条重要路线。而绿地的“轨道+物业”模式,可以将沿线物业增值最大限度地转化成为轨道交通企业的内部效益,形成自我造血、良性循环的可持续发展良好机制。

表 8: 绿地部分地铁周边拿地情况

城市	拿地时间	宗地名称	土地面积(万平方米)	规划建筑面积(万平方米)	土地总价(亿元)	楼面价(元)	预计上市房价	是否地铁周边
南京市	2016/9/23	江宁区机场高速以西,正方大道以南地块	10.18	24.33	31.60	12988	18000	否
南京市	2016/9/19	鼓楼区湖南路 04,05 地块	3.94	29.34	80.60	27473	50000	是
南京市	2015/1/21	江宁区高新园城东路以西,1 组团以北地块	2.15	5.37	3.40	6336	15000	否
徐州市	2016/7/12	徐州市文华园西侧,孟庄东侧地块	39,281.00	120,199.00	29,480.00	2,452.60	8000	是

资料来源:公司公告,申万宏源研究

## 4. 金融业务“粮草先行”：产融结合，服务地产

绿地大金融是公司近年来重点发展的产业板块之一。先后成立绿地金控，绿地金服，而后持有杭州工商信托 19.9% 股份，成为其第二大股东。进军互联网金融业务方面，推出了国内首款互联网房地产金融产品“绿地地产宝”，并启动互联网金融平台“吉客网”。2016 年绿地金控宣布成立绿地（亚洲）证券公司，用以开展境外房地产基金和全球股权投资基金的投资及管理，打造绿地在境外的国际化资管平台。

表 9：绿地金融业务主要事件一览

时间	事件
2011 年	绿地涉足金融行业，组建了全资子公司绿地金控
2014/6/1	绿地集团与中国信达资管签署战略合作协议，计划三年内合作规模达到 500 亿元
2014/8/1	绿地金控出资 5000 万成立的贵州地金交所揭牌
2014/8/1	绿地集团与交通银行达成全面战略合作，在地产、地铁、信托、资管、产业整合基金等方面开展合作。
2015/4/13	绿地集团联手阿里巴巴旗下蚂蚁金服、平安陆金所，发布国内首款互联网房地产金融产品——“绿地地产宝”。
2015/5/27	绿地香港成立上海绿地金融信息服务有限公司；
2015/7/1	绿地集团与中金启动战略合作共设并购及创新投资基金
2015/7/1	绿地金控出资 5000 万在哈尔滨成立绿地股权金交所，打造私募股权众筹融资平台
2015/8/25	绿地金服旗下广财 app 上线。
2015/10/1	绿地集团发布互联网金融战略，绿地线上综合互联网金融服务平台——吉客网正式启动。
2015/11/11	绿地金融投资控股集团旗下黑龙江省绿地股权金融资产交易中心成功挂牌发行
2015/12/1	成功受让杭州工商信托 20% 股权
2015/12/8	绿地金控与摩根士丹利签署协议，拟受让其所持有的杭州工商信托股份有限公司股份，成为其第二大股东。 绿地进入金融信托业务领域。
2016/3/1	拟在新加坡发行 210 亿元 REITS，创中国房企 REITS 发行纪录
2016/9/20	绿地金控宣布成立绿地（亚洲）证券公司，用以开展境外房地产基金和全球股权投资基金的投资及管理， 打造绿地在境外的国际化资管平台。目标在三年内资产管理规模超过 100 亿美元

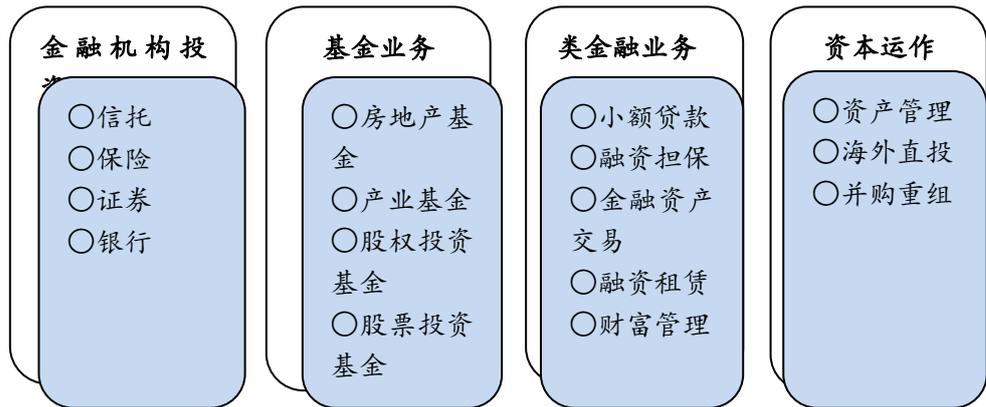
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 4.1 绿地金控，旨在打造金融全牌照

目前绿地金融主要有绿地控股旗下的金融平台绿地金控，和绿地香港旗下的金融平台绿地金服，两者间存在一定的差异。

绿地金控的角色主要是“投资者”。其投资标的不限于房地产项目或房地产行业，如其尝试的投资项目类型包括 pre-IPO，中概股回归国内 A 股市场、分拆上市及并购重组等。此前，绿地金控已多次进行此类业务的投资，如：参与贵州建工国企混合所有制改革，成为其控股股东；广发证券香港 IPO 等。

图 20：绿地金控的主要业务



资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

绿地金控意在获取以信托、保险、证券和银行为主的牌照。目前主要有金融机构投资、基金业务、类金融业务、资本运作四大业务板块。具体在债权投资业务方面，主要包括小额贷款和房地产基金投资业务。近年来，在严控风险的基础上，公司小额贷款和房地产基金投资业务规模实现了持续增长。公司青岛等地设立多家小额贷款公司，房地产基金投资业务规模也超过 70 亿元。股权投资业务方面，公司高度关注国内资本市场制度性变革进程当中的股权投资机会，积极通过 IPO 项目直投和二级市场投资实现收益。资产管理业务方面，公司以旗下财富管理公司和金融资产交易中心为运作平台，充分利用公司积累多年的资源进行整合，打造第三方财富管理和资产管理平台。

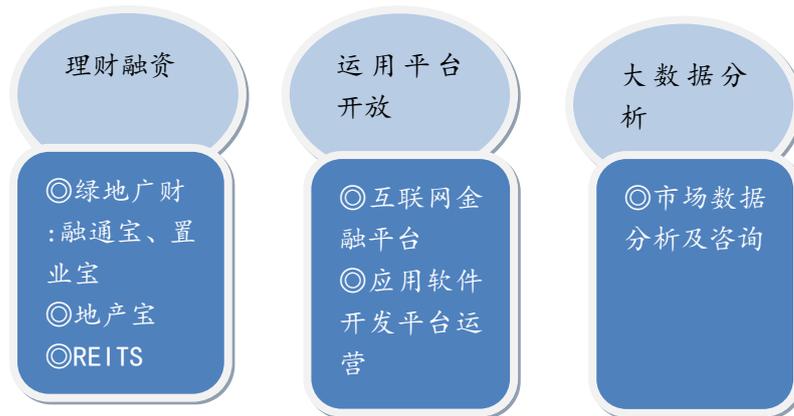
目前绿地金控也有意收购保险牌，积极寻找海外金融机构并购机会，重点关注海外商业银行和全牌照金融集团。另外，绿地金融并购第三方支付牌照的工作也在持续推进中。公司意在搭建金融业务的闭环和平台，为中小企业的发展提供投、融、贷等全方位的服务。并更好的促进绿地产融结合、发挥地产与金融的协同效应。

## 4.2 绿地金服，打造“互联网+地产”金融平台

**绿地金服则重在搭建金融平台。**其主要目标并不是服务绿地集团，而是成为中立的服务平台，一端寻找安全、性价比高的优质资产，同时帮助房企、供应商等融资；另一端则将这些资产做成创新互联网理财产品，吸引有投资需求的人们购买并进行圈层传播。

绿地金服目前主要有产业基金、并购基金以及第三方资产管理业务互联网应用软件开发平台运营及电子商务。以及金融创新产品的咨询、开发、设计、交易等服务。云平台服务是绿地金服独有的业务，类似技术输出。绿地金服通过发挥团队的技术及大数据分析优势，能够服务其他房企，有较大市场空间。对客户进行大数据分析，也能降低搭建互联网金融平台的成本。

图 21：绿地金服主要业务



资料来源：公司网站，申万宏源研究

绿地金服专注寻找最优质资产进行证券化，通过利差获取利润。交易的原理是收益股权转让。绿地金服在线上搭建平台绿地广财，通过场景切入开展业务，圈层传播获客。绿地金服目前发行了地产宝、融通宝、置业宝、指数宝等金融创新产品。2015年4月，绿地联手阿里巴巴旗下蚂蚁金服、平安陆金所，正式发布国内首款互联网房地产金融产品——“绿地地产宝”，产品定位于服务个人投资者理财投资与中小房企资金解决方案。地产宝首期上线产品以绿地集团位于江西南昌的棚户区改造项目为基础资产，首期发行总规模为2亿元，约定年化收益率6.4%，产品期限为一年。未来绿地地产宝将不仅仅局限于绿地的自有项目，而是要建设成为互联网房地产金融平台，通过产品设计、包装，将社会闲散资金、机构资金与地产项目有效对接。以绿地本身的品牌和资本实力做背书，着眼于为中小房企提供资金解决方案，同时为社会投资者提供“高收益、低风险”的投资产品。

绿地金服紧紧围绕搭建地产相关互联网平台，集团在未来地产各类资产证券化的过程中将得到强有力的支撑。

### 4.3 试水 AMC 业务，地产不良资产处置业务可期

房地产行业经历了一轮高速发展，杠杆使用过度的中小房企无力偿还各类借贷，形成坏账，但作为抵押物的土地价值往往远大于融资金额；对这些不良资产进行处置的 AMC 囤积了大量业务，消化速度缓慢；绿地作为房企参与处置不良资产有着得天独厚的优势：一方面，房企自身具有开发能力，大型房企如绿地等还会产生品牌溢价，如果与 AMC 采取合作开发分成的形式，双方能获取的利润将大于原有多次转手处置流程，另一方面，房企在进行资产定价和风险控制时更为专业，因此处置效率更高。

2015年，绿地金服与东方资产管理有限公司达成合作，通过互联网平台进行不良资产的处置；绿地集团自身也曾与信达资产管理公司签署协议，试水不良资产的重组和再开发业务。未来绿地金控定有意向与长城资产管理公司共同设立总投资基金，主要投向不良资产、并购重组项目、产业投资等领域。

**表 10: 四大不良资产管理公司进入房地产行业部分事件**

时间	事件
2014 年 6 月	中国信达以 22.57 亿元承债式收购嘉粤集团下属 5 家房地产公司的 100% 股权。
2015 年初	东方资产收购了上海证大超过 50% 的股权。上海证大参与了由资产处置法院举行的公开拍卖并竞拍成功，将以总代价约 3.44 亿元收购位于江苏南京的相关物业，总建筑面积 2.63 万平方米。
2015 年 8 月	信达收购了东直门国盛中心。二环核心区著名烂尾楼，因为项目产权纠纷始终未能处置。信达通过不良资产业务介入，辅以投资和综合金融服务，成功清理了多方债权及股权关系，最终项目得以顺利复建。

资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

房企参与不良资产处置，主要可采用三种方式：一是向 AMC 批量收购项目，自行开发。二是为 AMC 代建项目，收取管理费用。三是与 AMC 合作开发，利润风险共担其中那个第三种方法最有优势，双方能发挥自身优势，并且利益紧密捆绑，风险共担。对于房企来说，AMC 提供了更多可开发的土地资源，减轻了房企的资金压力；对于 AMC 来说，旗下规模和布局有很大局限性，自行开发卖出的利润虽高，但并非所有项目都能自行处置，而与房企合作则能很好地弥补这一点。房企亦可与 AMC 进行更长期、更深入的合作，如 AMC 向银行等进行新的不良资产收购时，房企即可派驻了解市场的团队协助进行资产定价、风控、判断开发难度等，进而压低成本，降低风险。此外，房企还可与 AMC 共同进行债权转股权，派驻团队协助房地产类公司重组，进行地产类债权资产证券化并托底等。这些方式主要建立在与 AMC 有深入合作关系的基础上，且适用于有金融平台的房企，并有房地产业务和金融业务的双重盈利空间。而绿地的现有条件与平台使得公司可以与 AMC 公司深入参与地产不良资产合作，未来业务可期。

**表 11: 房企参与不良资产管理模式**

模式	具体方法	优点	限制
向 AMC 批量收购项目，自行开发	即房企在 AMC 已完成重组的不良资产中，自行完成开发。	资产已由 AMC 完成了“排雷”，能够直接开发，风险较小；房企能享有的利润更高。	批量收购对房企的资金要求也较高，房企应当衡量自己的开发能力、资金实力、融资成本等因素后进行综合考虑。
AMC 代建项目，收取管理费用。	即房企作为服务商，房企收取固定的运营管理费用，开发风险由 AMC 承担。	可在规避市场风险、不对资金产生压力的情况下提高利润率，增加盈利点。	资产代建的门槛也较高，房企等均有较强产品力。
与 AMC 合作开发，利润风险共担。	即房企与 AMC 各持项目一定比例的股权，利润风险各自承担。	双方能发挥自身优势，并且利益紧密捆绑，风险共担。	适用于有金融平台的房企，并有房地产业务和金融业务的双重盈利空间。

资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

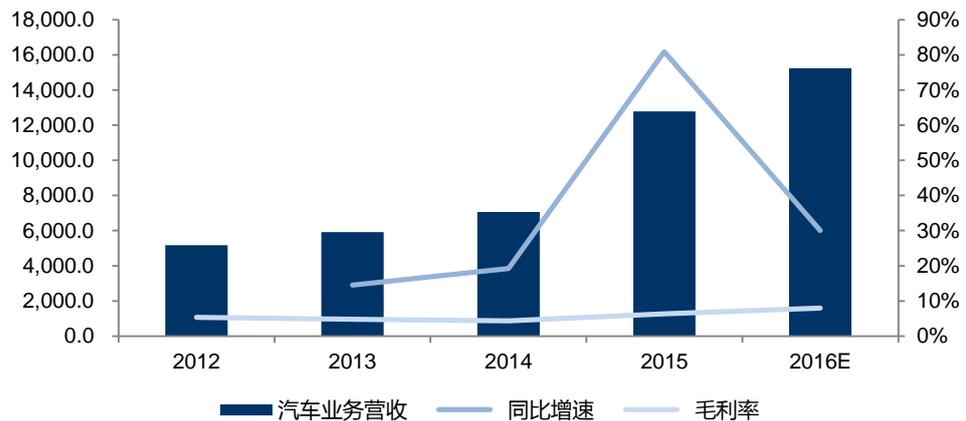
## 5. 大消费“醉温之意”：锁定中产，串联产业链

公司顺应中国消费升级的中长期趋势，公司不断推进“大消费”战略，特别是重点发展与中产阶级生活方式息息相关的中高端消费业态，包括汽车服务、酒店旅游、进口商品直销等业务。

### 5.1 汽车业务慢增长，出售润东汽车稳步发展

绿地汽车服务集团从绿地成立开始就是公司重要业务版图。其中、汽车板块业务涉及汽车销售、维护、修理、保险代理、汽车配件批发与零售等。汽车业务立足上海，业务主要是销售和相关服务。其中，绿地汽车自 2009 年起连续入围中国汽车经销商百强排行榜前 50 名。经过几年的快速发展，集团汽车板块已经拥有宝马、凯迪拉克、大众、丰田等十余个品牌近百家 4S 店，另有涉及汽贸、汽配、汽修、二手车经营等业务的多家公司服务。预计集团 2016 年汽车相关产业营收 182.3 亿，同比增长 23%，毛利率预计 8%。

图 22：绿地汽车业务营收增长放缓（百万）



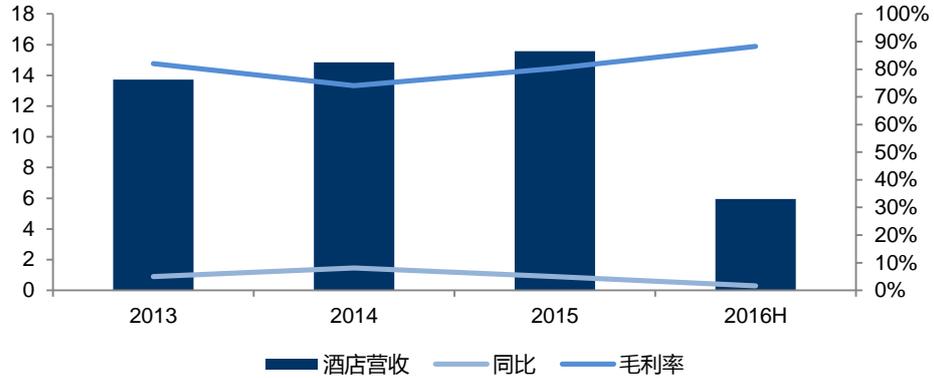
资料来源：wind 资讯，申万宏源研究

**出售润东汽车，公司汽车业务稳步发展。**2016 年 6 月 26 日公司间接全资子公司绿地金融海外投资集团有限公司向 Rundong Fortune Investment Limited（原润东汽车控股股东）订立了股份买卖协议，向后者出售了中国绿地润东汽车集团有限公司合共 5.68 亿股股份，交易价约每股 3.5273 港元，交易总对价为 20.04 亿港元。2015 年 8 月 21 日，集团 5 月出资 15.5 亿港元认购的香港上市公司润东汽车 5.36 亿股交易完成，绿地正式成为润东汽车控股股东。润东汽车是华东地区最大的豪车经销商之一，旗下拥有法拉利、宝马、路虎等 20 多个品牌，2014 年于香港联交所上市。出售润东汽车绿地账面获利约 4.7 亿元，每股回报率约 22.1%。绿地出售润东汽车，并不是为了追求投资的收益，是集团在战略上对汽车业务的收缩。受交通拥堵，车牌照限制等政策调控影响，中国汽车市场近两年步入调整期，增速有所放缓。未来和地产行业类似，高增长时代已过，但体量可观，公司此次出售润东汽车有利于合理调整业务发展，预计未来公司将通过金融、互联网等手段拓展汽车服务价值链各项业务，打造千亿以上规模的汽车消费生活综合服务平台。

## 5.2 酒店业务继续深耕，高档商务、休闲民宿全覆盖

2016年中报，公司酒店业务收入5.94亿元，同比增长1.68%。绿地国际酒店管理集团系集团全资子公司，是全面负责酒店业务板块经营、管理和发展的综合性产业集团。

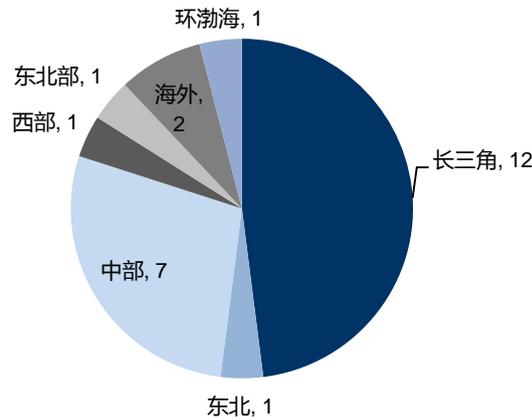
图 23：酒店业务营收（亿元）稳定，毛利率维持高水平



资料来源：申万宏源研究

作为国内最大酒店物业持有商和管理运营商之一，绿地国际酒店管理集团投资酒店目前在全球范围内经营超过79家酒店，项目遍布全球7国54城，拥有各类客房20,000余间，预计开业和正在施工项目总值超200亿人民币并将在2020年前在全球范围内拥有超过100家酒店。

图 24：绿地在经营酒店地区分布（家）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**品牌多样，领域覆盖广。**集团加强自有酒店品牌输出和海外布局，并尝试轻资产运营模式。其中，“铂骊”、“铂瑞”、“Q酒店”等高端、商务、年轻风格的品牌进军世界各地。2016年11月17日绿地集团与山里寒舍（北京）旅游投资管理有限公司签订合作协议，确认在天津蓟县的绿地盘龙谷文化城建设精品民宿酒店事项。绿地蓟县盘龙谷文化城依托5A级景区优质景观资源，以文化产业为龙头，旅游运动休闲产业、综合型现代服务业为两翼，打造成为了复合型休闲宜居文化城。

### 5.3 商品直销，超市实体店 G-Super

绿地 G-super，定位于向都市人群传递健康、安全、高品质生活理念，依托绿地集团强大的全球资源配置，创新体验式直采直销商业业态，从全球五大洲采购丰富优质低价的全球精品，凭借“自产(收购海外食品、日用品企业)+直采(海外商品采购中心)+直销(线上线下全渠道)”的多元模式组合，建立全球商品进口网络和资源，打造一体化的全产业链。2015年起步的 G-super 全球直销中心，以绿地自有物业作为基础进行扩张。绿地全球商品直销业务一直在推进并加快新店开业筹备工作，在全国范围内拓展线下实体店。2016 年，绿地全球商品直销中心进入苏州、杭州、宁波、北京、武汉等地，未来 3 年内实现开业 50 家以上门店。

公司把握中国消费结构升级这一趋势，关注与中产的生活方式息息相关的成长性较好、市场规模较大、盈利能力较强的中高端消费业态。绿地已经在上述所有领域有所布局，最后都会通过他的会员体系将用户的消费行为串联起来。零售是对绿地整个产业链的补充，也需要其他模块的支撑。公司打造消费大平台，意在增加用户粘性。

图 25：绿地全球直销中心

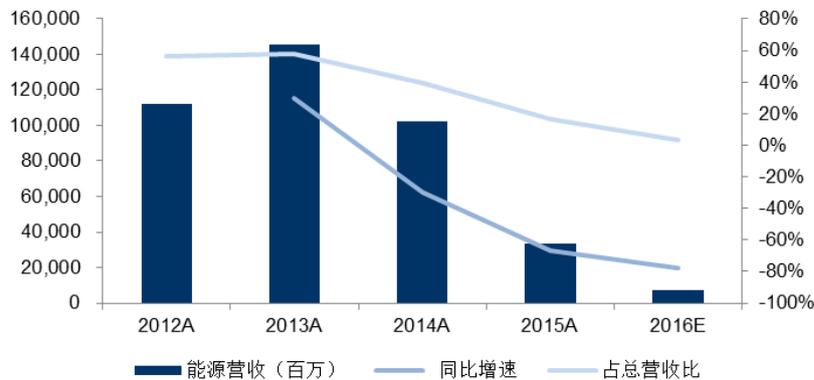


资料来源：申万宏源研究

## 6. 能源业务“迈过从越”：大幅缩减规模

绿地集团较早就开始涉足能源领域，于 2005 年 10 月成立绿地能源集团有限公司，之后参股上海云峰（集团）有限公司。能源曾是集团的支柱产业之一，曾经占据了公司营收的半壁江山，但随着能源行业不景气、集团能源业务经营不理想，绿地近年在发展中有力支撑了集团规模。集团能源业务产品主打煤炭、油化产品，采用以批发为主及订单制的贸易模式，以及与核心客户长期合作的运作模式。2013 年能源及相关贸易业务收入 1453 亿，占主营业务收入比重为 58.05%。2015 年该占比是 16.21%，预计 2016 年能源营业收入占比为 3%。

图 26：公司能源业务营收占比下降至 3%



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司能源板块主要从事煤炭、油化工产品的贸易业务，经营模式主要以批发及订单制的销售为主，通过采购与销售价差获取利润。由于 2014 年开始市场价格走低，2015 年开始公司能源板块主动调整业务模式，收缩高风险业务规模，基本停止了化工品贸易，保留了部分稳定和低风险的煤炭贸易，油品业务转向发展零售业务和加油站开发为主。预计能源板块未来在公司主营业务中所占的比重将逐步缩小，在公司发展规划中的重要性也将逐步降低。在面对煤炭行业整体过剩，国家进行攻击测改革的环境下，集团主动收缩业务规模，将有利于集团整体主营毛利率平稳回升。

图 27：剔除能源业务后，公司整体主营业务毛利率上升



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 7. 盈利预测与投资建议

**首次覆盖，给与增持评级，目标价 9.20 元。**我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.64/0.80/0.97 元，给与公司整体 2017 年 11.50XPE 的估值。

我们采用分部估值法，将公司业务拆解为房地产、基建建设、汽车销售、金融业务四大部分，四块业务的估值合计为 9.20 元/股。1) 房地产业务方面，我们预计公司房地产业务 2016-2018EPS 分别为 0.52/0.63/0.76 元。我们给与公司 2017 年房地产业务 8.69X 估值（与可比公司一致），该部分估价 5.47 元/股。我们主要选取了市值近千亿、销售能力较强的龙头房企作为可比公司，在估值溢价上存在可比性。此外，公司的 RNAV 估值为 6.89 元/股，为 PE 估值提供了基础安全边际。2) 建筑类业务，我们预计 2016-2018 年该部分 EPS 分别为 0.08/0.13/0.15 元，给与 13.15X 估值，可比公司为建筑收入规模相当，营业分布行业相似的企业，该部分估价 1.71 元/股。3) 汽车业务部分，我们预计 2016-2018 年该部分 EPS 分别为 0.02/0.03/0.03 元，与同类型以 4s 店营销为主营业务的广汇汽车可比，给与 13.42X 估值进行估值，该部分估价 0.40 元/股。4) 金融业务部分，我们预计 2016-2018 年该部分业务收入分别为 5.5/6.6/7.9 亿元，以蚂蚁金服，陆金所等公司比较，使用 PS 法估值，PS60 倍估值，考虑到金融平台规模效应明显，绿地金融给予 30 倍 PS 谨慎估值，每股估价 1.62 元。

**关键假设点:**我们假设公司 2016-2018 年三年房地产业务的营业收入为 1338.6 亿、1385.4 亿、1557.0 亿，增速分别为 34%、4%、12%，毛利率分别为 23.8%、25.7%、26.6%，我们预测公司 17 年和 18 年销售面积为 1916 万平方米和 1950 万平方米，销售金额为 2266 亿和 2420 亿；基建业务收入为 774.6 亿，1007.0 亿，1158.0 亿，增速 82%，30%，15%。毛利分别为 6.5%，7%，7%。汽车业务营业收入三年分别为 132.6 亿、145.9 亿、167.7 亿，增速分别为-12%，10%，15%，毛利率保持 10%。

**表 12: 公司的 RNAV 估值为 6.89 元/股**

RNAV	
开发项目净现值 (亿元)	295.7
归属于母公司净资产 (亿元)	543.0
重估净资产合计 (亿元)	839
总股本 (亿股)	121.7
每股净资产值(元/股)	6.89
2017/1/25	8.62
折价率	-25.1%
Wacc	6.5%

资料来源: wind, 申万宏源研究

**表 13: 房地产业务部分可比公司 2017 年平均 PE8.69X**

公司	代码	最新价格(元)					每股收益 (元)					市盈率			
		2017/1/25	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
万科 A	000002.SZ	20.69	1.64	2.14	2.56	2.87	12.62	9.67	8.08	7.21					
招商蛇口	001979.SZ	16.48	0.88	1.09	1.31	1.40	18.73	15.12	12.58	11.77					
保利地产	600048.SH	9.21	1.15	1.24	1.35	1.45	8.01	7.43	6.82	6.35					
华夏幸福	600340.SH	23.83	1.81	2.25	2.91	3.67	13.17	10.60	8.20	6.49					
金地集团	600383.SH	12.33	0.71	1.16	1.26	1.42	17.37	10.63	9.79	8.68					
	最大值						18.73	15.12	12.58	11.77					
	最小值						8.01	7.43	6.82	6.35					
	平均数						13.98	10.69	9.09	8.10					
	调整后平均						14.38	10.30	8.69						

资料来源: 申万宏源研究

**表 14: 建筑业务部分可比公司 2017 年平均 PE13.15X**

公司	代码	最新价格(元)					每股收益 (元)					市盈率			
		2017/1/25	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
上海建工	600170	4.93	-0.11	0.30	0.33	0.37	-44.82	16.57	14.78	13.19					
四川路桥	600039	4.87	0.06	0.40	0.43	0.53	81.17	12.27	11.40	9.15					
中国交建	601800	16.05	0.97	1.08	1.19	1.29	16.55	14.86	13.48	12.41					
中国中铁	601390	8.83	0.54	0.60	0.69	0.78	16.35	14.64	12.83	11.38					
	最大值						81.17	16.57	14.78	13.19					
	最小值						-44.82	12.27	11.40	9.15					
	平均数						17.31	14.59	13.12	11.53					
	调整后平均						16.45	14.75	13.15	11.90					

资料来源: 申万宏源研究

## 8. 风险提示

1) 去杠杆下的宏观经济下行及政策风险。地产行业是强周期行业, 当前国内宏观经济面临去杠杆的需求, 地产产业链较长, 对投资需求拉动大, 关系到金融系统性风险。因此调控预计将会较为温和。未来如果宏观调控力度超过预期, 有可能带来行业风险。

2) 未来国家下调经济增长预期, 对基建业务支持力度减弱风险。公司目前基建业务增长较快, 得益于政府对基建业务的支持, 未来贷款, 补助、税收等政策对基建业务的支持力度下滑。以及二、三线城市地铁“建设+物业+商业”模式盈利不及预期; 均有可能对公司营收造成下行风险。

3) 金融平台受政策监管影响。当前国内对金融平台、互联网金融等业务有政策收紧的趋势。未来金融业务监管政策过于严格, 产生行业空间挤压的风险。

## 9.附表

### 利润表

百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	261,955	207,534	256,707	287,297	323,185
营业总成本	253,092	203,489	246,797	274,538	307,717
营业税金及附加	11,221	11,069	12,835	14,365	16,159
销售费用	4,906	4,951	5,648	6,321	7,110
管理费用	4,839	5,749	7,701	8,619	9,696
财务费用	2,623	3,168	2,920	3,171	3,944
资产减值损失	1,057	1,864	612	507	563
公允价值变动损益	131	1,667	(1,485)	800	800
投资收益	192	4,473	3,631	2,136	2,784
营业利润	9,186	10,185	13,165	15,696	19,053
营业外收支	85	391	238	314	276
利润总额	9,271	10,575	13,403	16,010	19,329
所得税	3,870	3,191	5,290	5,704	6,849
净利润	5,401	7,385	8,112	10,306	12,480
少数股东损益	(169)	498	291	613	727
归属于母公司所有者的净利润	5,570	6,886	7,821	9,693	11,753

资料来源：申万宏源研究

备注：公司公允价值变动较大，主要原因是持有短期金融产品的公允价值下降幅度较大

## 资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	460,075	542,337	653,030	735,705	836,498
现金及等价物	37,607	47,923	82,515	58,467	36,858
应收款项	76,327	82,004	94,979	103,963	113,942
存货净额	335,979	397,061	451,436	546,175	655,598
其他流动资产	7,939	15,349	18,000	21,000	24,000
长期投资	7,468	13,137	15,628	18,120	20,611
固定资产	12,194	12,429	11,370	11,586	11,991
无形资产及其他资产	29,091	32,307	32,916	32,595	32,262
资产总计	508,959	600,436	712,019	796,970	900,222
流动负债	322,462	351,495	409,991	447,419	499,950
短期借款	26,480	65,988	69,881	84,182	101,874
应付款项	201,720	218,563	270,705	293,862	328,701
其它流动负债	500	530	30	0	0
非流动负债	125,266	177,108	224,590	264,545	306,178
负债合计	447,728	528,603	634,581	711,963	806,128
股本	12,949	12,168	12,168	12,168	12,168
资本公积	7,939	9,039	9,039	9,039	9,039
盈余公积	2,313	3,254	3,831	4,611	5,751
未分配利润	23,569	27,248	32,082	38,258	45,477
少数股东权益	14,747	18,757	19,048	19,661	20,388
股东权益	61,231	71,833	77,437	85,006	94,093
负债和股东权益合计	508,959	600,436	712,018	796,969	900,221

资料来源：申万宏源研究

## 现金流量表

百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	5,401	7,385	8,112	10,306	12,480
加：折旧摊销减值	2,084	2,924	2,651	2,595	2,780
财务费用	3,040	3,253	2,920	3,171	3,944
非经营损失	(820)	(6,657)	(2,795)	(2,935)	(3,582)
营运资本变动	(62,641)	(31,199)	(1,392)	(63,030)	(64,186)
其它	0	5,372	(7,484)	(3,124)	(3,100)
经营活动现金流	(52,984)	(24,239)	2,012	(53,015)	(51,664)
资本开支	1,484	1,230	(640)	1,782	2,087
其它投资现金流	3,424	(14,005)	(2,071)	(955)	93
投资活动现金流	(2,227)	(16,702)	(1,431)	(2,737)	(1,994)
吸收投资	13,602	3,762	0	0	0
负债净变化	40,900	57,434	39,546	41,654	46,723
支付股利、利息	13,647	17,340	20,722	23,950	28,274
其它融资现金流	(117)	(1,201)	12,600	12,600	12,600
融资活动现金流	61,640	49,603	31,425	30,304	31,049
净现金流	6,435	8,738	32,006	(25,447)	(22,609)

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。