

房地产

2017年04月28日

绿地控股 (600606)

——资源整合优势凸显，金控板块贡献 25% 利润，基建新晋千亿级产业板块

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年04月27日

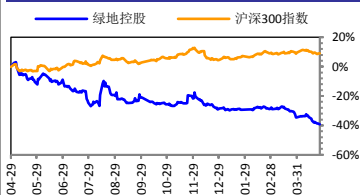
收盘价(元)	7.4
一年内最高/最低(元)	12.87/7.25
市净率	1.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	23853
上证指数/深证成指	3152.19 / 10229.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	4.86
资产负债率%	89.24
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

《绿地控股(600606)深度：迺千里者，三月聚粮：地产战略收缩，聚力地铁基建》
2017/01/25

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

曹一凡
(8621)23297818x7222
caoyf@swsresearch.com

感谢龚正欢对本文做出的贡献



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司一季报业绩全面增长。**公司2017Q1实现合同收入928亿，同比增幅24%；营业收入588亿，同比增幅20%；地产板块营收316亿，同比增幅30%；净利润27亿，同比增幅19%。
- **公司2016年营收稳步增长，归母净利润增幅低于预期。**公司2016年实现营业收入2472亿，同比增长19.3%；利润总额144亿，同比增长36.6%；归母净利润72.1亿，同比增长4.7%。利润总额大增主要系公司金融产品获利以及以股权形式转让房地产项目获取59.8亿投资收益所致。归母净利润增幅低于预期主要系公司本期结算项目中少数股东权益比例较高所致。考虑到2016年公司销售金额中权益比例近96%，预计未来少数股东权益比例降幅明显。此外，公司营业外支出16.2亿主要系能源板块亏损所致，随着该业务比重逐渐降低，预计公司未来业绩将逐步得到释放。公司整体毛利率15.1%，同比上升0.3个pc；归母净利率2.9%，同比下降0.4个pc；资产负债率89.4%，同比上升0.9个pc。公司平均融资成本较低，仅为5.45%。
- **房地产板块蓄势待发，销售、拿地、开工等指标均大幅提升。**2016年公司销售金额达到2550亿元，增幅11%，回款率80%，平均售价1.3万元/平米；新增土储建面1468万方，平均楼面价5700元/平米，总土储4476万方，总可售货值约5800亿；年末新开工1933万方，同比增幅8%，竣工2271万方，同比增幅24%。公司预计2017年新增可售销售面积2250万方，结算面积2100万方，按1.3万元平均售价计算，2017年可售金额约为3000亿元。地产方面，公司销售毛利率约为20.7%，预计未来小幅回升，但仍在20%-25%区间。
- **金融板块成为公司业绩增长点，2016年利润占比达25%。**公司通过绿地金控与绿地金服两大平台发力金融产业，实现39亿元利润总额，同比增长21%，毛利率90%。公司稳健扩容债权业务，参与了蚂蚁金服、360私有化等股权投资，同时公司收购了香港4/9号证券牌照并成立了绿地(亚洲)证券，第三方支付牌照获取正在顺利推进中。金控版图张弛有度，公司逐步放弃持股比例较低的地方性银行股权，例如上海农商行。
- **大基建新晋千亿级产业板块，2016年营收766亿元，利润占比10%。**2016年公司新签合同金额971亿，增幅52%；成功并购江苏省建、博大绿泽等基建企业；中标宁波杭州湾等8个PPP项目(签约金额约为300-400亿元)；南京地铁正式5号线开工。2017Q1公司中标杭州湾PPP二期项目，签约河南高速公路、仪征枣林湾生态园等项目。
- **“地产+基建+金融+消费+混改经验”，资源整合优势凸显。**公司从千亿综合产业投资，到特色小镇的战略布局，都意在发挥其资源优势：通过产业投资带动基建，以金控平台为基础扩大产业资本，通过地产开发回血支撑产业发展，从而形成完整的生态圈。目前公司已签约4个产业投资项目，9个特色小镇项目。此外，公司还将整合上海市平台资源，如上海交大、申康中心等，在与各地的合作中引入高端医疗资源、打造校企科技集团。
- **维持增持评级，下调盈利预测。**我们认为公司规模稳步扩张，将充分发挥资源整合优势，做大做强平台项目，利好未来业绩释放，因此维持增持评级。由于公司能源业务在未来两年对公司业绩仍有一定影响，因此下调盈利预测，预计公司2017-19年归母净利润为94.5/103.0/117.6亿元，同比增速31.1%/9.0%/14.3%，对应EPS：0.78/0.85/0.97元(原预计17-18年归母净利润：96.9/117.5亿元，对应EPS：0.80/0.97元)。

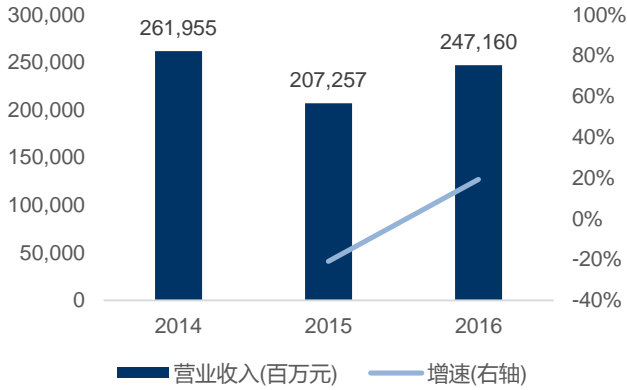
财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	247,160	58,763	301,828	332,011	361,968
同比增长率(%)	19.25	20.26	22.12	10.00	9.02
净利润(百万元)	7,207	2,678	9,446	10,296	11,763
同比增长率(%)	4.66	18.94	31.06	9.00	14.25
每股收益(元/股)	0.59	0.22	0.78	0.85	0.97
毛利率(%)	15.1	14.8	14.5	14.6	14.8
ROE(%)	12.8	4.5	14.9	14.5	14.7
市盈率	13		10	9	8

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

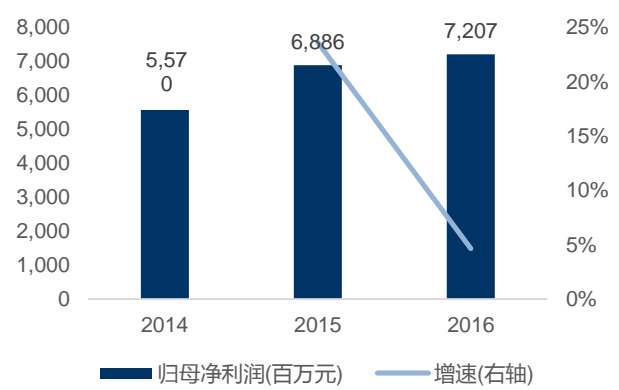
附表

图 1: 2016 年公司营业收入 2472 亿元, 同比增长 19.3%



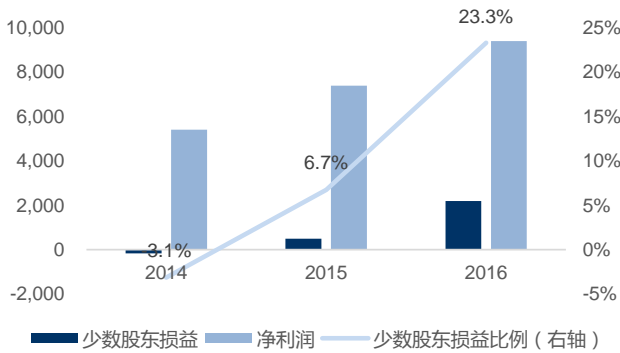
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2016 年公司归母净利润 72.1 亿元, 同比增长 4.7%



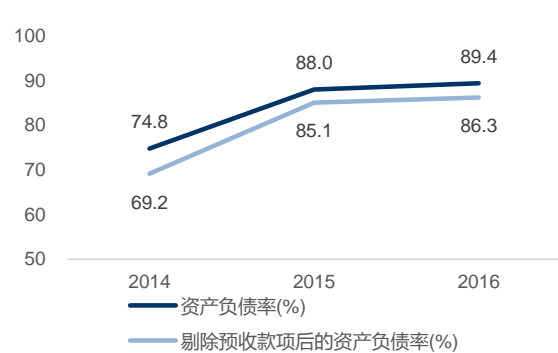
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 2016 年少数股东损益比例达到 23.3%, 同比增加 16.6 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

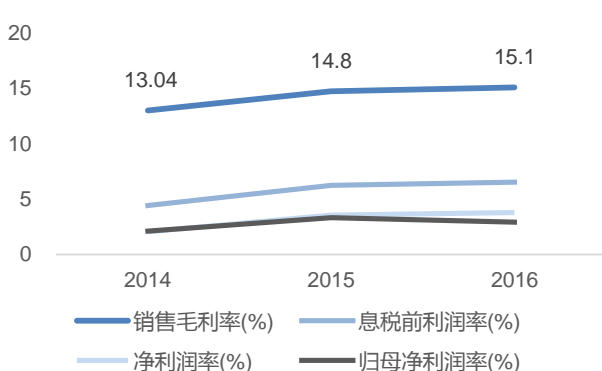
图 4: 2016 年公司真实资产负债率为 86.3%, 较年初上升 1.2 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

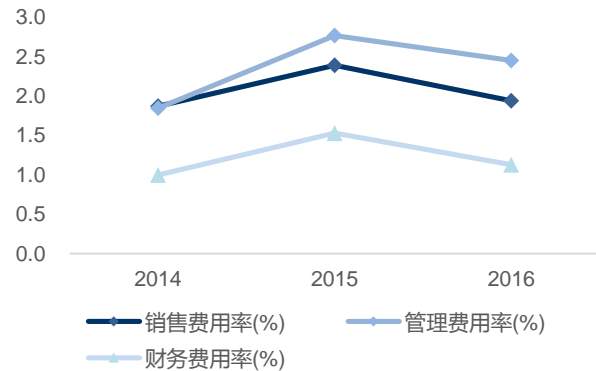
备注: 真实资产负债率= (总负债-预收账款) / (总资产-预收账款)

图 5: 2016 年公司销售毛利率为 15.1%, 较去年同期上升 0.3 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 2016 年公司三费率为 5.5%, 较去年同期下降 1.2 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

利润表

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	261,955	207,534	247,400	301,828	332,011	361,968
营业收入同比增长率 (yoy)		-20.8%	19.2%	22.0%	10.0%	9.0%
减: 营业成本	228,429	176,673	209,807	258,209	283,552	308,550
毛利率(%)	12.8%	14.9%	15.2%	14.5%	14.6%	14.8%
减: 营业税金及附加	11,221	11,069	12,317	15,027	16,530	18,021
主营业务利润	22,306	19,791	25,276	28,592	31,929	35,396
主营业务利润率(%)	8.5%	9.5%	10.2%	9.5%	9.6%	9.8%
减: 销售费用	4,906	4,951	4,807	6,037	6,972	7,601
减: 管理费用	4,839	5,749	6,071	7,114	7,826	8,532
减: 财务费用	2,623	3,168	2,784	3,168	3,454	3,485
经营性利润	9,938	5,924	11,614	12,274	13,677	15,779
经营性利润率(%)	3.8%	2.9%	4.7%	4.1%	4.1%	4.4%
减: 资产减值损失	(17,399)	1,864	1,459	(597)	562	580
加: 公允价值变动收益	9,745	1,667	(792)	0	0	0
加: 投资收益	2,555	4,473	5,977	3,206	3,719	4,164
营业利润	7,722	10,185	15,329	16,076	16,834	19,363
加: 营业外净收入	85	391	(888)	(138)	304	305
利润总额	9,271	10,575	14,440	15,939	17,138	19,668
减: 所得税	3,870	3,191	5,043	5,986	6,309	7,290
净利润	5,401	7,385	9,397	9,952	10,829	12,379
少数股东损益	(169)	498	2,190	506	533	616
归属于母公司所有者的净利润	5,570	6,886	7,207	9,446	10,296	11,763
每股收益 (元)	(0.70)	0.58	0.59	0.78	0.85	0.97
归属于母公司所有者的净利润率(%)	2.1%	3.3%	2.9%	3.1%	3.1%	3.2%

资料来源: 申万宏源研究

资产负债表

百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	542,337	670,777	714,961	789,574	879,909
现金及等价物	47,923	69,554	60,177	75,534	133,117
应收款项	82,004	100,594	101,574	108,210	114,797
存货净额	397,061	484,533	537,115	589,734	615,900
其他流动资产	15,349	15,610	15,610	15,610	15,610
长期投资	13,137	14,930	18,059	19,388	20,850
固定资产	12,429	9,399	7,675	6,224	4,755
无形资产及其他资产	32,307	37,761	37,853	37,334	36,804
资产总计	600,436	733,138	778,917	852,766	942,440
流动负债	351,495	462,416	493,014	529,031	565,128
短期借款	65,988	95,538	99,994	104,362	109,211
应付款项	218,563	305,290	323,296	354,975	386,222
其它流动负债	530	454	30	0	0
非流动负债	177,108	193,246	200,724	230,361	274,649
负债合计	528,603	655,662	693,739	759,393	839,777
股本	12,168	12,168	12,168	12,168	12,168
资本公积	9,039	9,013	9,013	9,013	9,013
盈余公积	3,254	3,460	5,198	6,397	7,688
未分配利润	27,248	31,601	36,267	42,530	49,914
少数股东权益	18,757	21,205	21,711	22,244	22,860
股东权益	71,833	77,476	85,178	93,373	102,663
负债和股东权益合计	600,436	733,138	778,917	852,766	942,440

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	7,385	9,397	9,952	10,829	12,379
加：折旧摊销减值	3,052	3,009	1,451	2,675	2,821
财务费用	3,253	2,970	3,168	3,454	3,485
非经营损失	(6,657)	(8,086)	(3,180)	(3,596)	(4,255)
营运资本变动	(31,199)	(10,931)	(22,174)	(14,054)	14,094
其它	0	(6,095)	8,003	(130)	(100)
经营活动现金流	(24,239)	(4,357)	(2,779)	(822)	28,423
资本开支	1,230	1,262	36	(80)	19
其它投资现金流	(14,005)	592	1,040	1,190	1,703
投资活动现金流	(16,702)	(1,388)	1,003	1,271	1,684
吸收投资	3,762	1,741	0	0	0
负债净变化	57,434	33,178	11,548	23,521	38,869
支付股利、利息	17,340	19,745	19,339	20,373	22,752
其它融资现金流	(1,201)	1,625	360	10,360	10,360
融资活动现金流	49,603	23,306	(7,431)	13,509	26,476
净现金流	8,738	17,738	(9,206)	13,957	56,583

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 索取有关披露资料或登录 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	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。