

## 公司研究/公告点评

2018年01月12日

房地产/房地产开发 II

投资评级：买入（维持评级）

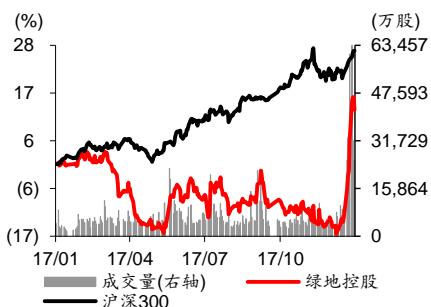
当前价格(元):	9.43
合理价格区间(元):	10.32~12.04

贾亚童 执业证书编号: S0570517090003  
研究员 jiyatong@htsc.com

## 相关研究

1 《房地产：TOP50 逐步展现优势》2017.11

## 一年内股价走势图



资料来源：Wind

## 2017 业绩超预期，预增 24.34%

## 绿地控股(600606)

## 2017 盈利规模、质量维持稳定快速增长

公司 2017 预计营收同比增长 17.25% 至 2900.84 亿元；归母净利同比增长 24.34% 至 89.62 亿元；ROE (加权平均) 较上年同期提升 2.08 个百分点至 15.09%。受益于地产主业高毛利项目结转的提升以及基建、消费业务的协同效应，公司全年业绩保持稳定增长。我们看好公司产品结构和项目布局调整带来的业绩支撑，以及大基建时代带来的规模效应。上调盈利预测，预计 2018、2019 年 EPS 为 0.86 元、1.01 元，给予公司 18 年 12~14 倍 PE，目标价 10.32~12.04 元，维持“买入”评级。

## 地产主业创新转型，龙头地位持续巩固

公司房地产主业以提升竞争力为出发点和落脚点，围绕重点领域和关键环节，深入开展创新转型，报告期毛利率提升增幅显著，带动业绩全面向好。根据公司经营数据公告，2017 年公司实现合同销售面积 2438.4 万平方米，比去年同期增长 24.3%，实现合同销售额 3064.70 亿元，比去年同期增长 20.2%。公司全年销售流量金额和权益金额分别位居克而瑞榜单第 6 位和第 4 位（数据来源：克而瑞）。公司行业龙头地位得以进一步巩固，未来预期继续受益于行业集中度提升所带来的规模、品牌和管理溢价。

## 投资拓展路径趋于多元，调整布局抢占市场先机

报告期内公司围绕特色小镇、轨道物业、战略项目等提前布局，顺应行业结构变化，抢占市场先机。根据经营数据公告，2017 年公司新增房地产项目储备 69 个，新增权益计容建面约 2009.57 万平方米，较去年全年大幅提升 36.91%。经过我们初步计算，2017 年末公司未结转项目储备约 1.8 亿平米，以 2017 年销售均价估算的总货值约为 2.23 万亿元，满足公司未来 6 年左右的结转需求。根据经营数据公告，2017 公司新开工面积 2948 万平方米，同比增长 52.5%，短期供应增加助推公司进一步提升市场占有率。

## “地产+”模式协同效应稳步显现，基建业务成为重要引擎

大基建、大金融、大消费等多元产业发展能级快速提升。基建业务市场拓展成效显著，先后中标多个重点项目，并成功拓展海外“一带一路”沿线市场，成为整体业绩增长的重要引擎。大金融方面，地产基金、股债权投资、金融平台等业务平稳发展。大消费方面，精品超市 G-Super 规模进一步扩张，品牌影响力持续提升；酒店旅游产业围绕“一带一路”推进轻资产化战略布局，管理模式全球输出；科技产业以及康养产业起步顺利。

## 修正盈利预测和目标价，维持“买入”评级

公司业务结构具备较强的穿越行业周期和协同发展的能力，外延发展和内生增长动力强劲。根据公司业绩快报我们修正 17 年盈利预测，考虑到高毛利项目的滞后结转，上调公司 18、19 年 EPS 至 0.86 元、1.01 元（前值 0.80、0.97 元），参考可比公司 2018 年 14 倍估值-PE，给予公司 18 年 12~14 倍 PE，目标价 10.32~12.04 元。维持“买入”评级。

风险提示：三四线城市阶段性行情回落；行业行政调控体系进一步收紧。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	12,168
流通 A 股 (百万股)	3,223
52 周内股价区间 (元)	6.98-9.68
总市值 (百万元)	114,746
总资产 (百万元)	771,013
每股净资产 (元)	4.95

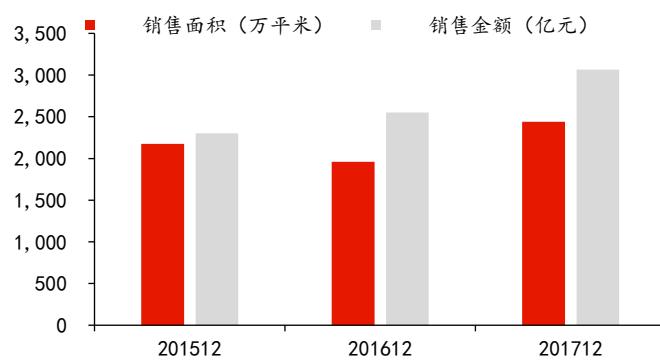
资料来源：公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	207,534	247,400	290,077	350,993	414,171
+/-%	(20.78)	19.21	17.25	21.00	18.00
归属母公司净利润 (百万元)	6,886	7,207	8,970	10,496	12,259
+/-%	23.64	4.66	24.46	17.02	16.79
EPS (元，最新摊薄)	0.57	0.59	0.74	0.86	1.01
PE (倍)	16.80	16.06	12.90	11.02	9.44

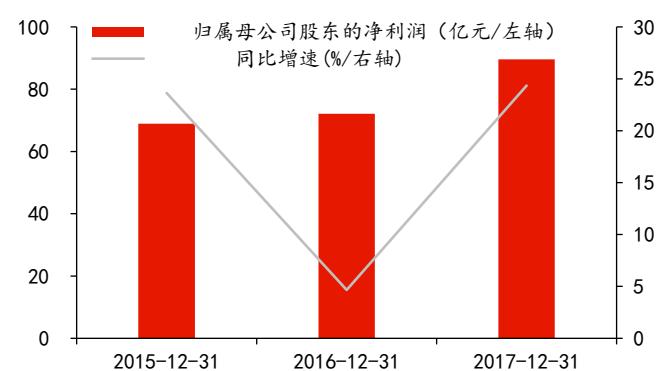
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：上市以来公司签约销售面积及销售金额



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：上市以来公司净利规模及同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：可比公司估值对比（估值日期 2018年1月12日）

公司名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E (倍)			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
广宇发展	242.69	13.03	0.67	0.59	0.91	1.23	19.45	21.98	14.32	10.63
金科股份	278.73	5.22	0.28	0.29	0.37	0.47	18.64	17.71	14.16	11.13
南山控股	121.29	6.46	0.28	0.33	0.36	0.43	23.07	19.71	17.84	14.99
北京城建	214.21	13.67	0.92	1.07	1.31	1.70	14.86	12.72	10.40	8.03
行业平均	214.23	9.60	0.54	0.57	0.74	0.96	19.01	18.03	14.18	11.19

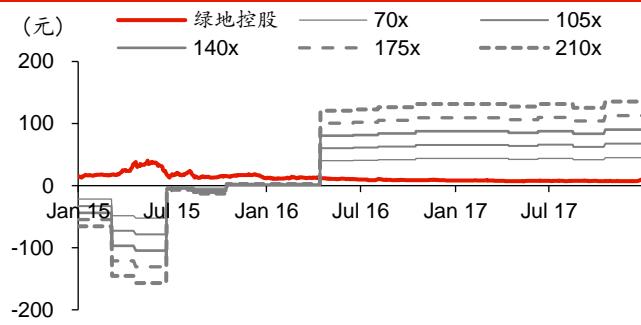
资料来源：Wind、华泰证券研究所 (EPS 预测来自 Wind 一致预期)

**风险提示**

三四线城市阶段性行情回落；行业行政调控体系进一步收紧。

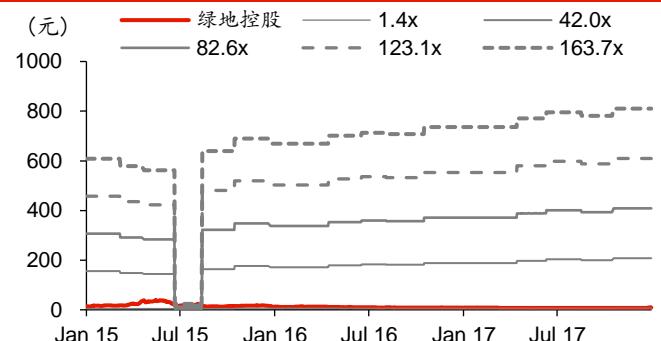
**PE/PB - Bands**

图表4：绿地控股历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：绿地控股历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	542,337	670,777	756,495	903,217	1,048,674
现金	43,809	62,683	56,392	58,489	57,790
应收账款	13,327	25,551	26,183	33,204	38,582
其他应收账款	43,736	39,832	53,652	60,774	74,126
预付账款	22,724	33,873	35,706	45,504	52,282
存货	397,061	484,533	561,033	681,178	801,539
其他流动资产	21,681	24,304	23,529	24,068	24,355
非流动资产	58,099	62,361	59,206	59,799	59,131
长期投资	7,213	8,012	7,746	7,835	7,805
固定投资	11,855	8,900	8,274	7,484	6,635
无形资产	2,253	1,292	2,074	2,842	3,614
其他非流动资产	36,778	44,157	41,112	41,638	41,078
资产总计	600,436	733,138	815,701	963,016	1,107,806
流动负债	351,495	462,416	512,760	630,534	742,409
短期借款	25,535	24,940	60,445	93,555	144,274
应付账款	84,662	119,541	129,122	162,464	187,830
其他流动负债	241,298	317,934	323,192	374,515	410,305
非流动负债	177,108	193,246	217,937	238,348	260,926
长期借款	141,973	153,032	180,262	199,406	222,594
其他非流动负债	35,135	40,214	37,676	38,942	38,332
负债合计	528,603	655,662	730,697	868,883	1,003,334
少数股东权益	18,757	21,205	22,777	25,236	27,739
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
留存公积	30,502	35,062	41,019	47,934	55,923
归属母公司股	53,076	56,271	62,227	68,897	76,732
负债和股东权益	600,436	733,138	815,701	963,016	1,107,806

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(24,239)	(4,357)	(56,475)	(51,100)	(68,678)
净利润	7,385	9,397	10,542	12,956	14,763
折旧摊销	1,188	1,550	1,208	1,246	1,248
财务费用	3,168	2,784	3,249	3,931	4,639
投资损失	(4,473)	(5,977)	(5,476)	(5,643)	(5,587)
营运资金变动	(31,199)	(10,931)	(67,606)	(64,380)	(85,023)
其他经营现金	(308.11)	(1,180)	1,608	789.93	1,283
投资活动现金	(16,702)	(1,388)	6,164	3,935	4,678
资本支出	1,449	1,302	(3.71)	1.24	(0.41)
长期投资	18,924	6,912	(2,237)	745.75	(248.58)
其他投资现金	3,671	6,826	3,923	4,682	4,429
筹资活动现金	49,603	23,306	44,020	49,262	63,301
短期借款	(945.09)	(594.43)	35,505	33,110	50,719
长期借款	43,401	11,059	27,230	19,145	23,187
普通股增加	518.32	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(199.60)	(26.17)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	6,828	12,868	(18,715)	(2,992)	(10,605)
现金净增加额	8,738	17,738	(6,292)	2,097	(699.06)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	207,534	247,400	290,077	350,993	414,171
营业成本	176,673	209,807	246,188	296,940	350,555
营业税金及附加	11,069	12,317	14,785	17,752	21,002
营业费用	4,951	4,807	6,064	7,165	8,522
管理费用	5,749	6,071	7,424	8,859	10,503
财务费用	3,168	2,784	3,249	3,931	4,639
资产减值损失	1,864	1,459	1,594	1,549	1,564
公允价值变动收益	1,667	(791.82)	27.72	(245.46)	(154.40)
投资净收益	4,473	5,977	5,476	5,643	5,587
营业利润	10,185	15,329	16,276	20,194	22,820
营业外收入	842.65	731.01	768.22	755.82	759.95
营业外支出	452.08	1,619	1,230	1,360	1,317
利润总额	10,575	14,440	15,814	19,590	22,263
所得税	3,191	5,043	5,272	6,634	7,501
净利润	7,385	9,397	10,542	12,956	14,763
少数股东损益	498.35	2,190	1,572	2,459	2,504
归属母公司净利润	6,886	7,207	8,970	10,496	12,259
EBITDA	14,541	19,663	20,733	25,371	28,706
EPS (元, 基本)	0.57	0.59	0.74	0.86	1.01

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(20.78)	19.21	17.25	21.00	18.00
营业利润	10.87	50.51	6.18	24.07	13.00
归属母公司净利润	23.64	4.66	24.46	17.02	16.79
获利能力 (%)					
毛利率	14.87	15.20	15.13	15.40	15.36
净利率	3.32	2.91	3.09	2.99	2.96
ROE	12.97	12.81	14.42	15.23	15.98
ROIC	4.19	4.79	4.16	4.25	3.97
偿债能力					
资产负债率 (%)	88.04	89.43	89.58	90.23	90.57
净负债比率 (%)	39.34	37.91	41.23	41.07	42.82
流动比率	1.54	1.45	1.48	1.43	1.41
速动比率	0.41	0.40	0.38	0.35	0.33
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.37	0.37	0.39	0.40
应收账款周转率	12.69	12.03	10.60	11.17	10.91
应付账款周转率	2.26	2.05	1.98	2.04	2.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.59	0.74	0.86	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.99)	(0.36)	(4.64)	(4.20)	(5.64)
每股净资产(最新摊薄)	4.36	4.62	5.11	5.66	6.31
估值比率					
PE (倍)	16.80	16.06	12.90	11.02	9.44
PB (倍)	2.18	2.06	1.86	1.68	1.51
EV_EBITDA (倍)	21.36	15.80	14.98	12.24	10.82

## 免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

—报告发布日后的6个月内行业的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

—报告发布日后的6个月内公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com