

公司研究/公告点评

2019年12月09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): 6.60
合理价格区间(元): 8.63-9.78

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

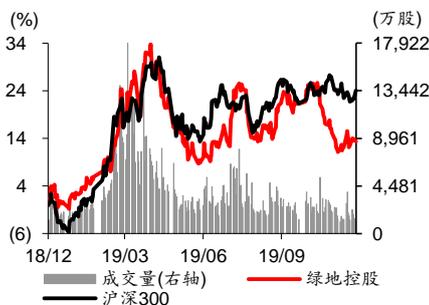
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《绿地控股(600606 SH,买入): 地产基建双轮增长, 财务改善评级提升》2019.10
- 2《绿地控股(600606 SH,买入): 盈利质量稳中快进, 土地投资量质兼具》2019.08
- 3《绿地控股(600606,买入): 利润增速再创新高, 新增货值保质保量》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

低成本积极补货, 标杆项目稳推进

绿地控股(600606)

核心观点

公司发布公告, 11月新增房地产项目13个, 总地价112亿元, 计容建面409万平, 楼面价2735元/平, 预计新增货值超435亿元。公司低价补充充沛货值, 武汉标杆项目稳步推进; 地产基建均好增长, 财务改善评级调升, 分红率有望稳步提升。维持2019-2021年EPS为1.15、1.38、1.65元的盈利预测, 目标价8.63-9.78元, 维持“买入”评级。

聚焦重点战略区域, 低价补充充沛货值

11月公司秉承“优化地产主业投资布局、持续深耕国家战略区域”的思路, 新增长三角一体化区域的嘉兴湘家荡、苏州吴江太湖新城、苏州相城区高铁新城项目, 以及西安西咸新区等国家重点战略区域的核心项目。1-11月公司拿地建面3801万平, 同比-11%, 拿地总价1007亿元, 同比+29%; 金额口径拿地强度38%, 同比+15个百分点, 连续两年提升; 新增货值接近4500亿元, 根据克而瑞的数据位居行业第四; 楼面价2438元/平, 楼面价占销售均价的24%, 继续保持拿地成本优势。

标杆项目稳步推进, 销售质量平稳改善

12月2日, 公司标杆项目武汉绿地中心主塔楼主体钢结构施工基本完成, M1280D动臂塔机开始拆卸, 标志着顶楼建设进入最后冲刺。该项目海拔高度500米, 共98层, 为华中第一高楼, 竣工后将成为武汉的制高点和城市名片, 充分彰显公司超高层项目建设实力。受南京、苏州等供应节奏及市场变化影响, 1-11月公司实现销售面积2788万平, 同比-8%; 销售金额2648亿元, 同比-18%。但公司着重提升销售质量, 住宅回款率近95%, 整体回款率约85%。重点布局的长三角一体化等核心区城市占率稳步提升, 上海、江苏、浙江、山东、广东等核心区域贡献率超过80%。

地产基建双轮增长, 财务改善评级调升

1-3Q公司业绩已超去年全年, 地产基建均好增长: 竣工同比+64%, 带动地产营收同比+21%, 受结构影响毛利率较H1略下滑至26.5%; 基建业务新签合同金额同比+28%, 营收同比+38%。投资收益、公允价值变动损益同比+38亿元, 对业绩亦有贡献。我们预计公司未来分红率有望在2018年32%的基础上稳步提升。公司财务持续优化, 连续14季度经营性现金净流入为正, Q3末净负债率较年初-2.6个百分点至179%, 10月11日标普将公司评级展望调升至正面, 是一年左右时间里的连续第二次上调。11月公司再发行3.7亿美元债, 票面利率维持5.6%的低位。

万亿时代稳步前行, 维持“买入”评级

我们维持2019-2021年EPS为1.15、1.38、1.65元的盈利预测。参考可比公司2019年7.7倍的PE估值, 我们认为公司2019年合理PE估值水平为7.5-8.5倍, 目标价8.63-9.78元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性; 房地产基本面下滑可能拖累公司销售; 行业融资紧张、基建资金沉淀增加资金链压力。

公司基本资料

总股本(百万股)	12,168
流通A股(百万股)	12,168
52周内股价区间(元)	6.04-8.15
总市值(百万元)	80,310
总资产(百万元)	1,039,864
每股净资产(元)	6.35

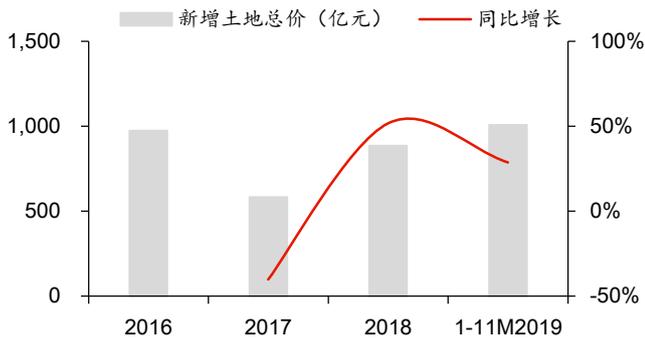
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	290,418	348,732	435,916	544,894	653,873
+/-%	17.39	20.08	25.00	25.00	20.00
归属母公司净利润(百万元)	9,038	11,375	13,970	16,750	20,019
+/-%	25.40	25.86	22.81	19.90	19.51
EPS(元, 最新摊薄)	0.74	0.93	1.15	1.38	1.65
PE(倍)	8.89	7.06	5.75	4.79	4.01

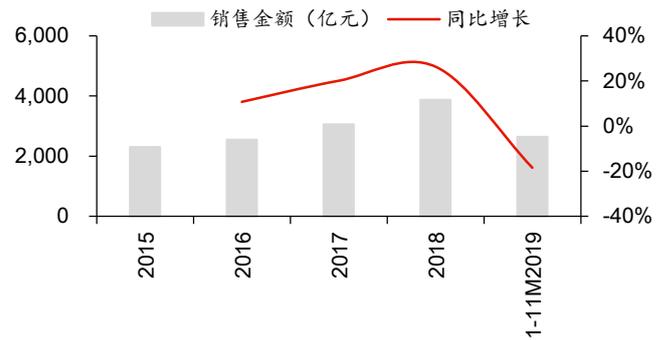
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司新增土地总价和同比增速



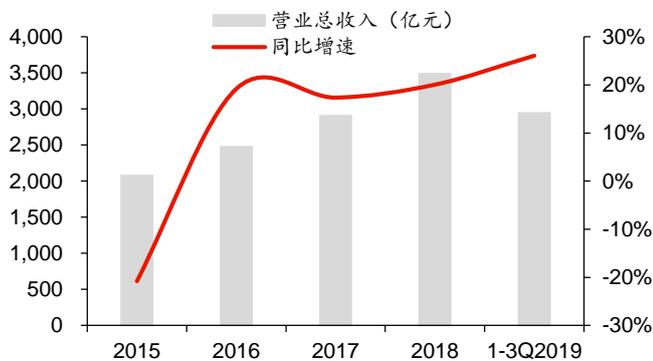
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司销售金额和同比增速



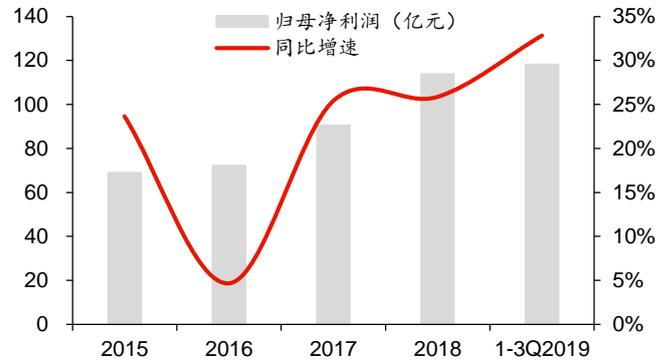
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司营业收入和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司归母净利润和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 公司净负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司扣除预收款的资产负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

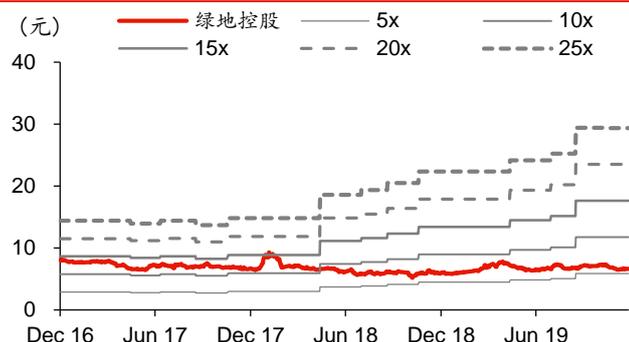
图表7: 可比公司估值表 (截至2019年12月6日, 盈利预测数据来自Wind一致预期)

股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
万科A	3,148.78	27.86	3.06	3.65	4.33	5.11	9.10	7.63	6.43	5.45
保利地产	1,787.28	14.98	1.59	2.06	2.50	2.97	9.42	7.27	5.98	5.04
招商蛇口	1,485.87	18.77	1.89	2.31	2.82	3.43	9.93	8.13	6.67	5.47
平均							9.49	7.68	6.36	5.32

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PE/PB – Bands

图表8： 绿地控股历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9： 绿地控股历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

行业政策风险。融资收紧的节奏、范围、力度，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

房地产行业销售存在下滑风险，公司销售可能受到行业拖累。若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能，三四线城市尤甚。

公司资金链可能面临一定压力。1) 短期内地产融资政策预计依然严格，而公司负债率仍处于较高水平；2) 房地产行业销售若出现下行，可能影响公司销售回款率；3) 公司基建业务资金沉淀较大。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	763,187	927,463	1,031,31	1,154,69	1,266,92
现金	75,376	81,020	99,866	130,282	140,027
应收账款	39,259	61,410	67,552	74,307	81,737
其他应收账款	65,759	96,765	106,441	117,086	128,794
预付账款	38,642	52,441	57,686	63,454	69,800
存货	514,683	595,497	655,046	720,551	792,606
其他流动资产	29,468	40,330	44,723	49,014	53,963
非流动资产	85,346	109,082	117,842	127,438	137,825
长期投资	16,145	18,624	20,487	22,535	24,789
固定投资	13,009	25,409	23,989	22,099	19,989
无形资产	1,417	1,565	2,313	3,065	3,816
其他非流动资产	54,774	63,484	71,053	79,738	89,231
资产总计	848,533	1,036,54	1,149,15	1,282,13	1,404,75
流动负债	576,432	747,216	850,905	970,169	1,080,75
短期借款	20,447	18,166	16,000	14,000	12,000
应付账款	134,641	165,550	182,105	200,316	220,347
其他流动负债	421,344	563,500	652,799	755,853	848,405
非流动负债	178,649	180,404	174,061	169,690	160,352
长期借款	144,150	132,835	122,835	112,835	102,835
其他非流动负债	34,499	47,569	51,226	56,855	57,517
负债合计	755,081	927,620	1,024,96	1,139,85	1,241,10
少数股东权益	30,923	38,822	44,058	49,866	56,536
股本	12,168	12,168	12,168	12,168	12,168
资本公积	9,000	10,073	10,073	10,073	10,073
留存公积	40,935	48,968	58,183	70,742	85,735
归属母公司股东权益	62,529	70,104	80,133	92,406	107,111
负债和股东权益	848,533	1,036,54	1,149,15	1,282,13	1,404,75

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	58,863	42,172	44,256	53,599	41,122
净利润	13,572	16,023	19,206	22,559	26,689
折旧摊销	1,632	1,920	2,666	2,727	2,749
财务费用	1,561	4,032	4,342	4,971	6,457
投资损失	(4,287)	(2,983)	(3,132)	(3,288)	(3,453)
营运资金变动	49,666	24,783	22,632	27,910	10,076
其他经营现金	(3,281)	(1,604)	(1,458)	(1,279)	(1,397)
投资活动现金	(14,433)	(10,775)	(7,108)	(7,621)	(8,174)
资本支出	2,601	7,693	2,500	2,500	2,500
长期投资	8,105	257.77	4,987	5,485	6,034
其他投资现金	(3,727)	(2,824)	378.29	364.19	359.83
筹资活动现金	(36,619)	(26,901)	(18,301)	(15,563)	(23,202)
短期借款	(4,493)	(2,281)	(2,166)	(2,000)	(2,000)
长期借款	(8,882)	(11,315)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(12.39)	1,073	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(23,231)	(14,378)	(6,135)	(3,563)	(11,202)
现金净增加额	7,652	4,695	18,847	30,415	9,745

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	290,418	348,732	435,916	544,894	653,873
营业成本	248,551	294,934	370,528	465,885	559,062
营业税金及附加	9,161	9,654	12,075	15,094	18,112
营业费用	5,967	7,398	9,154	11,443	13,731
管理费用	7,433	9,390	11,552	14,440	17,328
财务费用	1,561	4,032	4,342	4,971	6,457
资产减值损失	1,979	1,257	1,497	1,417	1,444
公允价值变动收益	(315.59)	(278.23)	(290.68)	(286.53)	(287.92)
投资净收益	4,287	2,983	3,132	3,288	3,453
营业利润	19,762	24,680	29,608	34,647	40,904
营业外收入	615.07	817.05	729.75	739.74	749.29
营业外支出	1,116	1,228	1,248	1,219	1,230
利润总额	19,261	24,269	29,090	34,168	40,423
所得税	5,689	8,246	9,884	11,609	13,735
净利润	13,572	16,023	19,206	22,559	26,689
少数股东损益	4,534	4,649	5,236	5,809	6,670
归属母公司净利润	9,038	11,375	13,970	16,750	20,019
EBITDA	22,955	30,632	36,616	42,345	50,111
EPS (亿元, 基本)	0.74	0.93	1.15	1.38	1.65

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	17.39	20.08	25.00	25.00	20.00
营业利润	29.04	24.88	19.97	17.02	18.06
归属母公司净利润	25.40	25.86	22.81	19.90	19.51
获利能力 (%)					
毛利率	14.42	15.43	15.00	14.50	14.50
净利率	3.11	3.26	3.20	3.07	3.06
ROE	14.45	16.23	17.43	18.13	18.69
ROIC	7.00	8.78	11.58	15.78	20.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	88.99	89.49	89.19	88.90	88.35
净负债比率 (%)	31.45	24.43	20.75	17.65	15.25
流动比率	1.32	1.24	1.21	1.19	1.17
速动比率	0.43	0.44	0.44	0.44	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.37	0.40	0.45	0.49
应收账款周转率	8.48	6.61	6.48	7.36	8.03
应付账款周转率	1.96	1.97	2.13	2.44	2.66
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.93	1.15	1.38	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	4.84	3.47	3.64	4.40	3.38
每股净资产(最新摊薄)	5.14	5.76	6.59	7.59	8.80
估值比率					
PE (倍)	8.89	7.06	5.75	4.79	4.01
PB (倍)	1.28	1.15	1.00	0.87	0.75
EV_EBITDA (倍)	10.50	7.86	6.58	5.69	4.81

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

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。

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、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：91320000704041011J。

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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一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

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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