

投资较为积极，销售小幅回落

买入（维持）

2019年12月22日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004
021-60199775

qid@dwzq.com.cn
研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	348,732	426,639	512,991	609,895
同比（%）	20.1%	22.3%	20.2%	18.9%
归母净利润（百万元）	11,375	13,666	16,428	19,413
同比（%）	25.9%	20.1%	20.2%	18.2%
每股收益（元/股）	0.93	1.12	1.35	1.60
P/E（倍）	7.38	6.14	5.11	4.32

事件：

■ **绿地控股发布2019年11月经营数据：**2019年11月公司新获取13个项目，新增拿地金额114亿元，拿地面积404万平方米，同比分别增长255%、88%。2019年1-11月，公司累计新增拿地金额1005亿元，拿地面积3805万平方米，同比分别增长27%、减少11%。

点评

■ **销售小幅回落。**根据CRIC公布的百强房企销售排行榜，2019年1-11月公司实现销售金额3015.5亿元，同比减少7%；销售面积2717.1万平方米，同比减少10%。公司回款率提升明显，前三季度回款率超过87%，同比提升5个百分点。

■ **投资较为积极，11月新增13个项目。**11月公司在嘉兴、苏州、赣州、烟台、海口、西安、梧州、武汉、济宁等地区新增项目13个，新增拿地金额114亿元，拿地面积404万平方米，同比分别增长255%、88%；1-11月，公司累计新增拿地金额1005亿元，同比增长27%；拿地面积3805万平方米，同比减少11%，金额口径的拿地销售比为33%，同比提升9个百分点；新增项目累计楼面价2642元/平方米，同比增长43%，主要系公司优化投资结构，聚焦重点城市、重点区域，加强重大战略性项目落地。但从利润率角度看，新增楼面价仅占当期销售均价的24%，有效保障公司未来毛利水平。

■ **盈利水平稳步提升。**2019年前三季度公司实现营业收入2940.21亿元，同比增长26.17%；归母净利润118.13亿元，同比增长32.83%，已超出2018年全年水平，公司保持“稳中快进”的发展势头；公司1-3季度实现结算毛利率14.4%，净利率5.3%，同比提升0.4个百分点。公司预收账款3815.46亿元，同比增长19.3%，未来业绩增长可期。

■ **融资渠道多样化，杠杆水平持续可控。**公司持续加强融资创新，发行供应链ABS金额11.56亿元；加强海外融资，年初至今成功发行美元债27.2亿美元。资产负债结构继续优化，经过主动控负债，截至2019年3季度末，公司资产负债率88.29%，同比下降1.02个百分点；剔除预收账款后的资产负债率为51.60%，同比下降4.09个百分点。现金流情况总体良好，前三季度经营性现金净流入91亿元，连续14个季度为正。

■ **投资建议：**绿地控股作为龙头房企，近两年持续加强在核心一二线城市的布局。公司逐渐形成了自身特色和优势，积极通过特色小镇、高铁站商务区、超高层项目等方式获取土地储备。同时公司在大基建、大金融、大消费方面持续布局，形成对房地产业务的有力互补。我们预计2019-2021年EPS分别为1.12、1.35、1.60元，对应估值分别为6.14、5.11、4.32倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险（棚改、调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.90
一年最低/最高价	5.72/7.94
市净率(倍)	1.12
流通A股市值(百万元)	83960.27

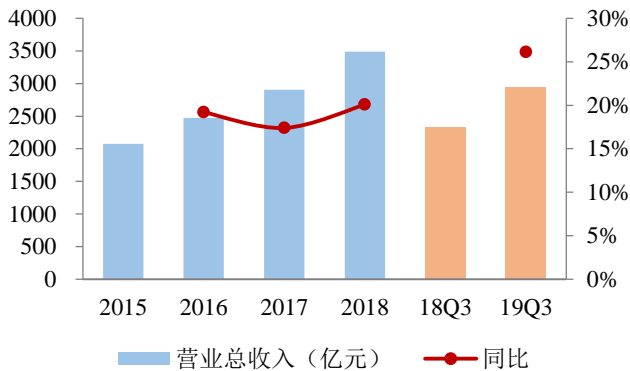
基础数据

每股净资产(元)	6.18
资产负债率(%)	88.29
总股本(百万股)	12168.15
流通A股(百万股)	12168.15

相关研究

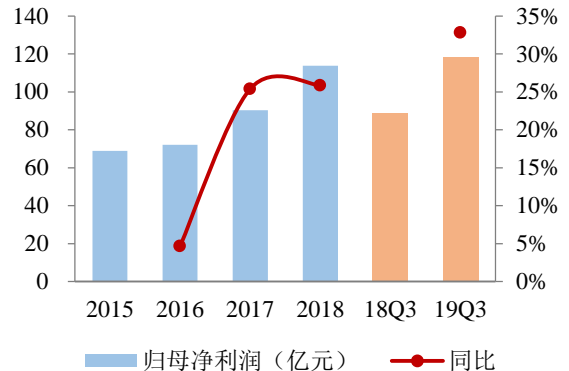
- 1、《绿地控股(600606)：稳健下降负债，业绩表现靓丽》2019-10-25
- 2、《绿地控股(600606)：销售平稳，回款提升，业绩超预期》2019-08-27
- 3、《绿地控股(600606)：加快回款，销售稳健，2019H1业绩超预期》2019-07-12

图 1：绿地控股营业总收入（亿元）及增速



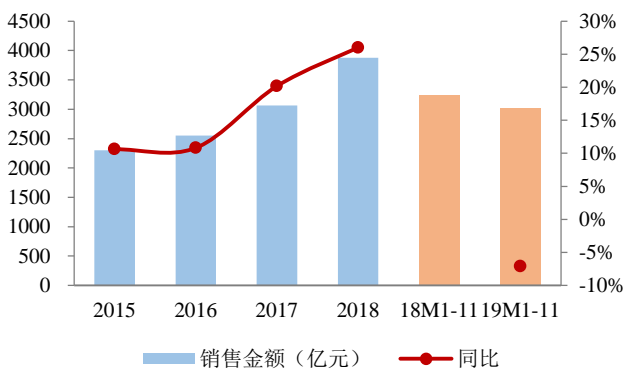
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：绿地控股归母净利润（亿元）及增速



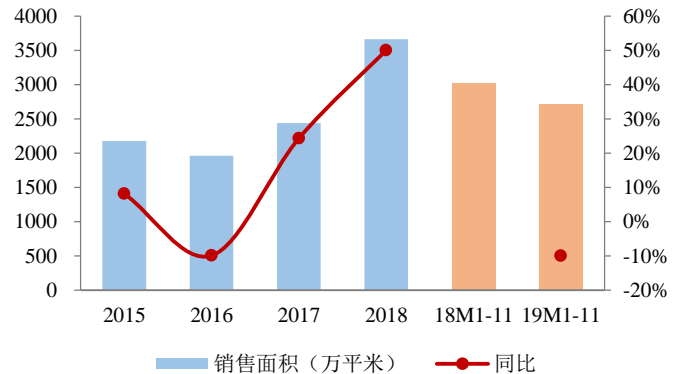
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：绿地控股销售金额（亿元）及增速



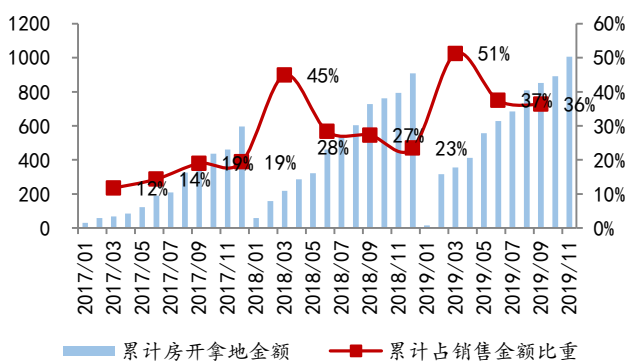
数据来源：公司公告，CRIC，东吴证券研究所

图 4：绿地控股销售面积（万平方米）及增速



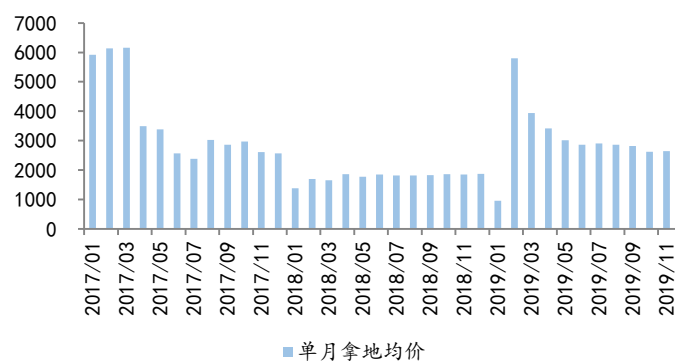
数据来源：公司公告，CRIC，东吴证券研究所

图 5：绿地控股新增项目拿地金额及销售比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：绿地控股新增项目楼面价（元/平方米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

绿地控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	927,463	1,103,443	1,298,497	1,467,637	营业收入	348,732	426,639	512,991	609,895
现金	81,020	163,022	242,809	337,064	减:营业成本	294,934	361,022	433,308	515,813
应收账款	61,410	69,863	72,634	79,839	营业税金及附加	9,654	12,373	14,928	17,809
存货	595,497	671,247	773,112	814,005	营业费用	7,398	9,514	11,440	13,601
其他流动资产	189,536	199,310	209,942	236,728	管理费用	9,390	11,488	13,813	16,422
非流动资产	109,082	129,305	152,025	175,237	财务费用	4,032	4,399	5,348	5,887
长期股权投资	18,624	23,463	29,407	34,356	资产减值损失	1,257	2,320	2,711	2,912
固定资产	25,409	30,937	37,566	45,261	加:投资净收益	2,983	3,544	3,391	3,633
在建工程	1,604	5,448	9,019	12,158	其他收益	-278	-297	-288	-292
无形资产	1,565	1,636	1,721	1,432	营业利润	24,680	28,844	34,623	40,869
其他非流动资产	61,881	67,820	74,311	82,030	加:营业外净收支	-411	-493	-542	-596
资产总计	1,036,545	1,232,747	1,450,522	1,642,874	利润总额	24,269	28,351	34,081	40,273
流动负债	747,216	908,005	1,087,296	1,254,307	减:所得税费用	8,246	8,505	10,224	12,082
短期借款	18,166	26,672	28,005	29,405	少数股东损益	4,649	6,180	7,429	8,778
应付账款	174,073	186,949	206,967	241,566	归属母公司净利润	11,375	13,666	16,428	19,413
其他流动负债	554,976	694,385	852,324	983,336	EBIT	34,760	34,030	39,942	44,941
非流动负债	180,404	202,752	223,567	227,058	EBITDA	36,681	35,980	42,386	47,892
长期借款	174,392	198,554	218,999	222,050					
其他非流动负债	6,012	4,198	4,568	5,008	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	927,620	1,110,757	1,310,864	1,481,365	每股收益(元)	0.93	1.12	1.35	1.60
少数股东权益	38,822	45,036	52,465	61,243	每股净资产(元)	5.60	6.32	7.17	8.24
归属母公司股东权益	70,104	76,954	87,193	100,265	发行在外股份(百万股)	12168	12168	12168	12168
负债和股东权益	1,036,545	1,232,747	1,450,522	1,642,874	ROIC(%)	6.7%	6.7%	6.9%	7.2%
					ROE(%)	14.7%	16.3%	17.1%	17.5%
					毛利率(%)	15.4%	15.4%	15.5%	15.4%
					销售净利率(%)	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
					资产负债率(%)	89.5%	90.1%	90.4%	90.2%
					收入增长率(%)	20.1%	22.3%	20.2%	18.9%
					净利润增长率(%)	25.9%	20.1%	20.2%	18.2%
					P/E	7.38	6.14	5.11	4.32
					P/B	1.23	1.09	0.96	0.84
					EV/EBITDA	8.34	6.49	4.70	2.82

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

