

业绩稳定释放，财务逐步改善

绿地控股(600606)

事件概述

绿地控股发布 2019 年年报，公司全年实现营业收入 4280.8 亿元，同比+22.8%，实现归母净利润 147.4 亿元，同比+29.6%。

► 业绩稳健增长，经营质量提升

2019 年公司实现营业收入 4280.8 亿元，同比增长 22.8%，归母净利润 147.4 亿元，同比增长 29.6%；净利润增速高于营收增速主要系：1) 投资净收益 88.6 亿元，同比增长 197%；2) 公允价值变动净收益 22.4 亿元，去年同期为-2.8 亿元。报告期内，公司的净资产收益率、毛利率及净利率分别为 18.69%、15.46%、4.90%，较上年同期上升 2.46pct、0.11pct 和 0.30pct。

► 销售规模保持行业前列，投资力度有所加强

2019 年公司实现销售金额 3880 亿元，与去年持平，规模处于行业前列，在克而瑞排行榜位居第 6。拿地方面，2019 年公司新增土储建面 3944 万平方米，同比减少 18.4%，权益计容建筑面积 3508 万平方米；对应拿地总价 1053 亿元，同比增加 18.4%，权益拿地金额 831 亿元，拿地金额/销售金额比例为 27.1%，较去年上升 4.2pct，拿地强度略有提升。

► 杠杆率持续优化，短期偿债压力较大

报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率和净负债率分别为 55.26%和 155.60%，较上年末下降 1.60pct 和 20.73pct，负债端持续改善。报告期末，公司在手货币资金 889.0 亿元，同比增长 7.9%，现金短债比为 0.76，短期偿债压力有所上升。

投资建议

绿地控股业绩稳增、回款向好、土储结构优化、多元协同发展。前期我们预计公司 20-21 年 EPS 分别为 1.52/1.86 元，基于公司财务处理的审慎性，我们下调公司盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 为 1.46/1.75/1.99 元，对应 PE 为 3.9/3.2/2.8 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

销售不及预期，利润率下滑，计提存货减值准备影响业绩。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	348,732	428,083	522,689	628,795	730,282
YoY (%)	20.1%	22.8%	22.1%	20.3%	16.1%
归母净利润(百万元)	11,375	14,743	17,794	21,289	24,261
YoY (%)	25.9%	29.6%	20.7%	19.6%	14.0%
毛利率 (%)	15.4%	15.5%	15.5%	15.4%	15.4%
每股收益(元)	0.93	1.21	1.46	1.75	1.99
ROE	16.2%	18.7%	18.4%	18.0%	17.1%
市盈率	6.05	4.67	3.87	3.24	2.84

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：
最新收盘价：5.66

股票代码：600606
52 周最高价/最低价：7.32/5.22
总市值(亿)：688.72
自由流通市值(亿)：688.72
自由流通股数(百万)：12,168.15



分析师：于子沛
邮箱：youzpz@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100005

研究助理：侯希得
邮箱：houxd@hx168.com.cn

相关研究

1. 业绩持续快进，多元业务协同发展

2020.01.07

正文目录

1. 业绩稳健增长, 经营质量提升	3
2. 销售规模保持行业前列, 投资力度有所加强	4
3. 杠杆率持续优化, 短期偿债压力较大	5
4. 盈利预测与投资建议	7
5. 风险提示	7

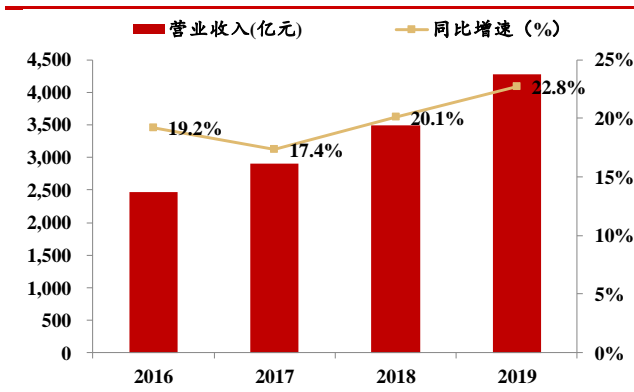
图表目录

图 1 公司历年营业收入及增速	3
图 2 公司历年归母净利润及增速	3
图 3 公司历年摊薄净资产收益率	3
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率	3
图 5 公司历年销售费用率和管理费用率	4
图 6 公司历年财务费用率	4
图 7 公司历年销售金额及增速	4
图 8 公司历年销售面积及增速	4
图 9 公司历年销售均价及增速	5
图 10 公司历年拿地强度	5
图 11 公司新增土储能级分布	5
图 12 公司新增土储区域分布	5
图 13 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债	6
图 14 公司历年现金短债比	6
图 15 公司历年货币资金及增速	6
图 16 公司历年经营性现金流净额及增速	6
图 17 公司历年分红总额及股利支付率	6

1. 业绩稳健增长，经营质量提升

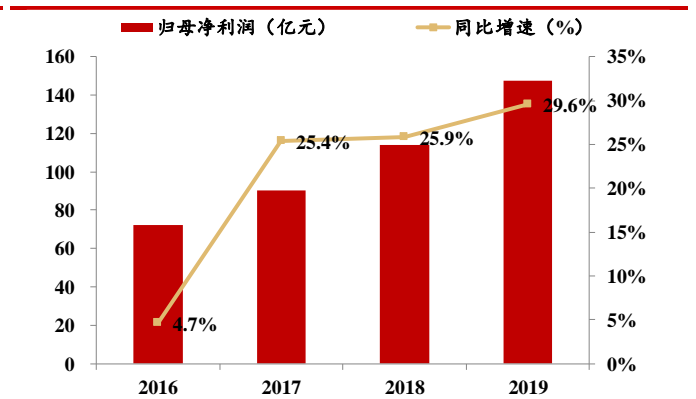
2019 年公司实现营业收入 4280.8 亿元，同比增长 22.8%，归母净利润 147.4 亿元，同比增长 29.6%；净利润增速高于营收增速主要系：1) 实现投资净收益 88.6 亿元，同比增长 197%；2) 实现公允价值变动净收益 22.4 亿元，去年同期为-2.8 亿元。

图 1 公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

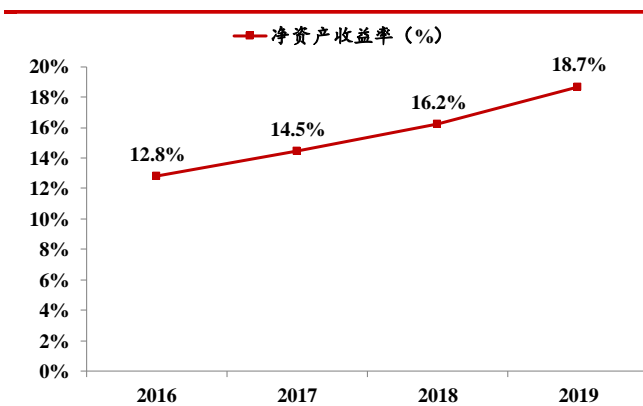
图 2 公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

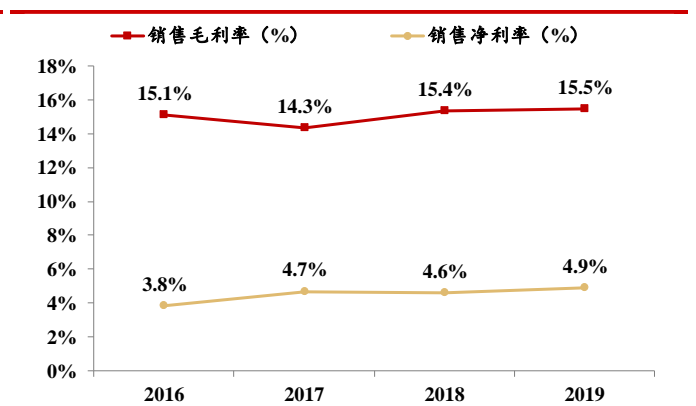
盈利能力方面，公司净资产收益率、销售毛利率及销售净利率分别为 18.69%、15.46%、4.90%，较上年同期上升 2.46pct、0.11pct 和 0.30pct。整体公司盈利能力提升，经营质量进一步提高。

图 3 公司历年摊薄净资产收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所

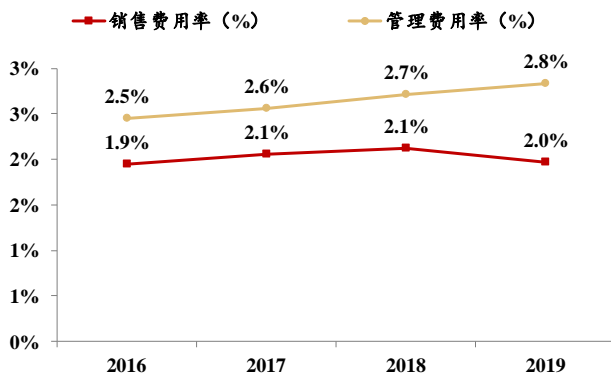
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

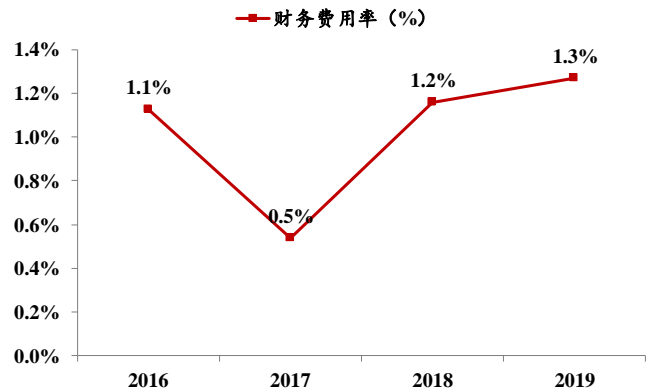
费用率方面，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 1.97%、2.83% 和 1.27%，分别较上年同期下降 0.15pct、上升 0.12pct 和上升 0.11pct。公司期间费用率整体稳定，处于行业较低水平，成本管控能力强。

图5 公司历年销售费用率和管理费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 公司历年财务费用率



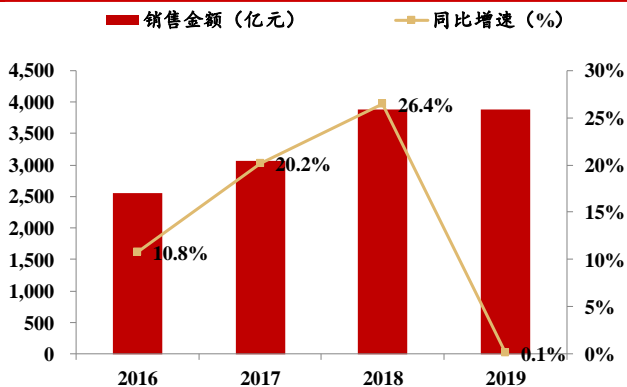
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 销售规模保持行业前列，投资力度有所加强

2019 年公司实现销售金额 3880 亿元，与上年持平；销售面积 3257 万平方米，同比减少 11.1%；销售均价 11913 元/平方米，同比增长 12.6%。公司销售金额总体保持平稳，规模处于行业前列，位列克而瑞排行榜第 6 位。

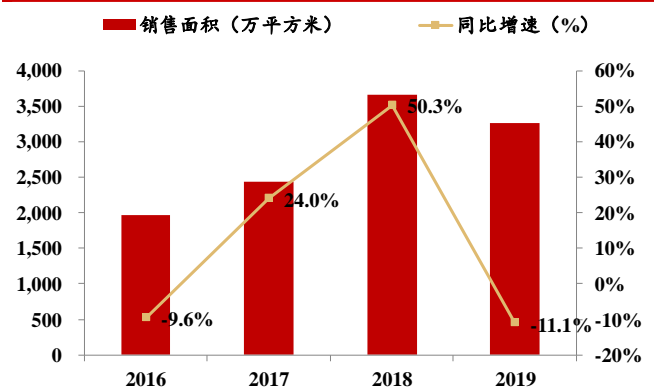
拿地方面，2019 年公司新增土储建面 3944 万平方米，同比减少 18.4%，权益计容建筑面积 3508 万平方米；对应拿地总价 1053 亿元，同比增加 18.4%，权益拿地金额 831 亿元，拿地金额/销售金额比例为 27.1%，较去年上升 4.2pct，拿地强度有所提升。从新增土储的能级分布来看，公司在一线城市、二线城市和三四线城市的拿地面积占比分别为 3%、44%和 53%。；从新增土储的区域分布来看，公司在长三角、京津冀、珠三角和中西部的拿地面积占比分别为 31%、7%、13%和 49%。

图7 公司历年销售金额及增速



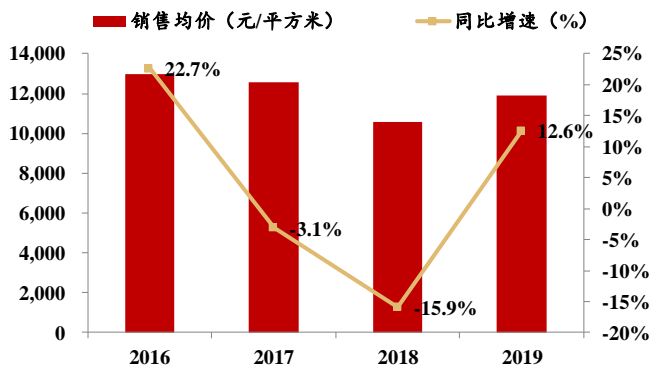
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 公司历年销售面积及增速



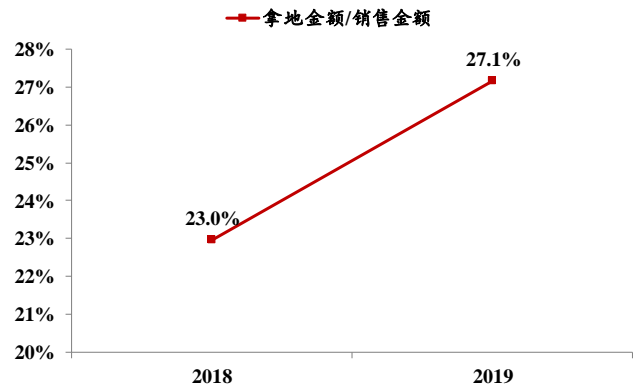
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图9 公司历年销售均价及增速



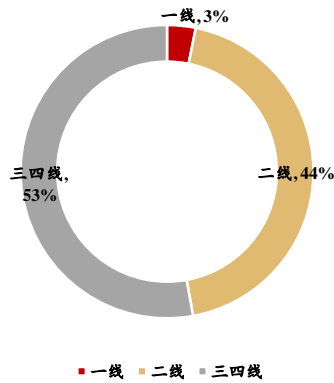
资料来源：Wind，华西证券研究所

图10 公司历年拿地强度



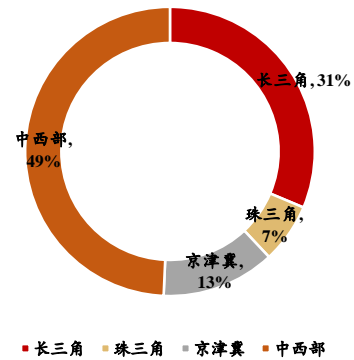
资料来源：Wind，华西证券研究所

图11 公司新增土储能级分布



资料来源：Wind，华西证券研究所

图12 公司新增土储区域分布

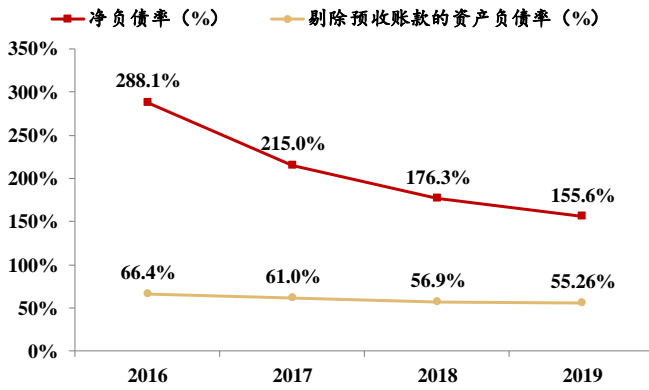


资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 杠杆率持续优化，短期偿债压力较大

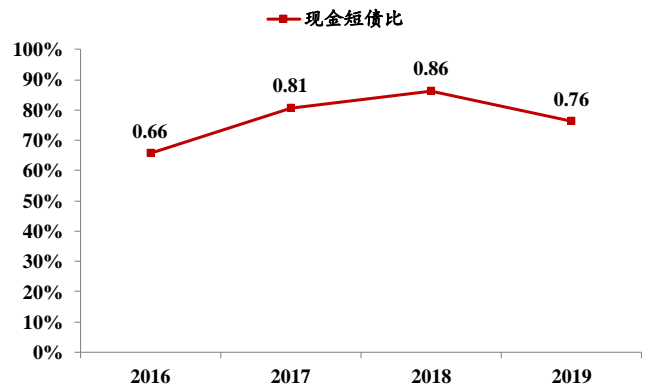
报告期末，公司资产负债率、剔除预收账款后的资产负债率和净负债率分别为88.53%、55.26%和155.60%，分别较上年末下降0.96pct、1.60pct和20.73pct，杠杆率有所优化。此外，公司货币资金889.0亿元，同比增长7.9%，现金短债比为0.76，短期偿债压力有所上升；公司实现经营性现金净流入192.6亿元，同比减少54.3%，经营性现金流连续3年为正。分红方面，2019年度公司现金分红总额为48.67亿元，股利支付率达33.0%，较去年提升0.9个百分点。

图 13 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债



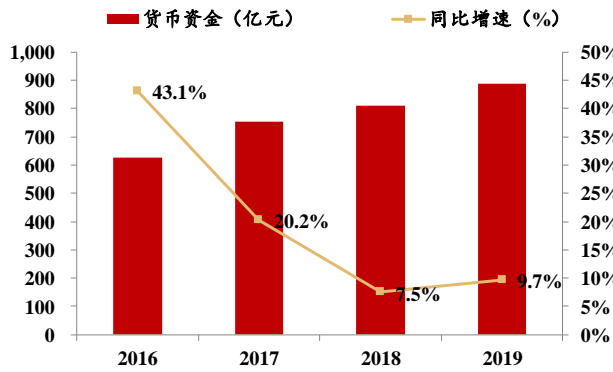
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 公司历年现金短债比



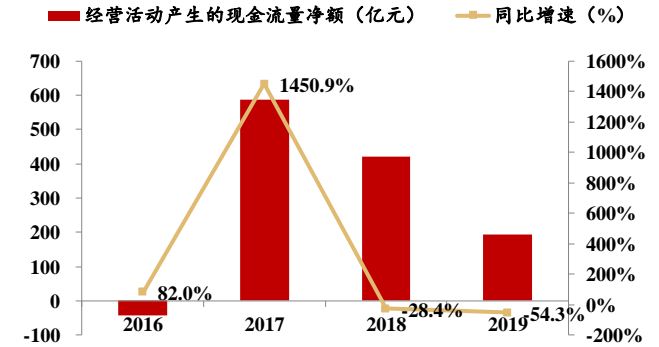
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 公司历年货币资金及增速



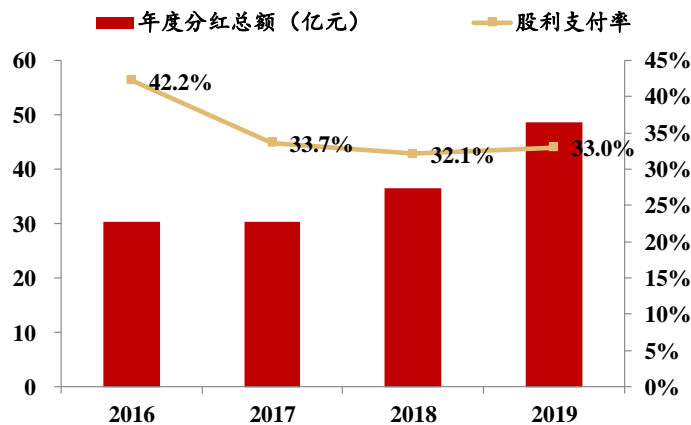
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 公司历年经营性现金流净额及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 公司历年分红总额及股利支付率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

绿地控股业绩稳增、回款向好、土储结构优化、多元协同发展。前期我们预计公司 20-21 年 EPS 分别为 1.52/1.86 元，基于公司财务处理的审慎性，我们下调公司盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 为 1.46/1.75/1.99 元，对应 PE 为 3.9/3.2/2.8 倍，维持公司“增持”评级。

5. 风险提示

销售不及预期，利润率下滑，计提存货减值准备影响业绩。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	428,083	522,689	628,795	730,282	净利润	20,950	25,789	31,308	36,210
YoY (%)	22.8%	22.1%	20.3%	16.1%	折旧和摊销	2,723	2,800	2,900	3,000
营业成本	361,662	441,672	531,835	617,819	营运资金变动	-1,957	-23,908	-32,567	-35,985
营业税金及附加	14,804	18,294	22,008	26,290	经营活动现金流	19,261	10,266	5,143	4,817
销售费用	8,449	10,574	12,827	15,117	资本开支	-7,626	-1,306	-1,217	-1,244
管理费用	11,106	13,731	16,663	19,572	投资	-8,537	0	0	0
财务费用	5,431	6,353	6,989	7,822	投资活动现金流	-15,519	9,148	11,506	13,477
资产减值损失	-3,002	-2,500	-2,300	-2,000	股权募资	10,816	0	0	0
投资收益	8,864	10,454	12,724	14,720	债务募资	142,805	7,000	6,500	6,300
营业利润	31,661	39,000	47,599	54,904	筹资活动现金流	5,034	-5,598	-6,503	-7,087
营业外收支	-1,068	-885	-871	-859	现金净流量	8,953	13,816	10,147	11,207
利润总额	30,593	38,114	46,728	54,045	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	9,643	12,326	15,420	17,835	成长能力				
净利润	20,950	25,789	31,308	36,210	营业收入增长率	22.8%	22.1%	20.3%	16.1%
归属于母公司净利润	14,743	17,794	21,289	24,261	净利润增长率	29.6%	20.7%	19.6%	14.0%
YoY (%)	29.6%	20.7%	19.6%	14.0%	盈利能力				
每股收益	1.21	1.46	1.75	1.99	毛利率	15.5%	15.5%	15.4%	15.4%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	4.9%	4.9%	5.0%	5.0%
货币资金	88,902	102,718	112,864	124,071	总资产收益率 ROA	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
预付款项	35,090	54,746	61,148	72,883	净资产收益率 ROE	18.7%	18.4%	18.0%	17.1%
存货	669,912	818,001	968,959	1,125,615	偿债能力				
其他流动资产	219,309	266,296	308,631	352,847	流动比率	1.22	1.22	1.22	1.23
流动资产合计	1,013,213	1,241,761	1,451,603	1,675,416	速动比率	0.37	0.36	0.35	0.35
长期股权投资	22,115	22,115	22,115	22,115	现金比率	0.11	0.10	0.10	0.09
固定资产	41,992	39,192	36,292	33,292	资产负债率	88.5%	88.5%	88.0%	87.5%
无形资产	1,894	1,894	1,894	1,894	经营效率				
非流动资产合计	132,494	127,558	122,652	117,971	总资产周转率	0.37	0.38	0.40	0.41
资产合计	1,145,707	1,369,318	1,574,255	1,793,386	每股指标 (元)				
短期借款	29,685	29,685	29,685	29,685	每股收益	1.21	1.46	1.75	1.99
应付账款及票据	210,781	258,501	310,834	361,258	每股净资产	6.48	7.95	9.70	11.69
其他流动负债	589,310	732,413	847,209	973,406	每股经营现金流	1.58	0.84	0.42	0.40
流动负债合计	829,776	1,020,599	1,187,728	1,364,349	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	137,303	144,303	150,803	157,103	估值分析				
其他长期负债	47,236	47,236	47,236	47,236	PE	4.67	3.87	3.24	2.84
非流动负债合计	184,538	191,538	198,038	204,338	PB	1.07	0.71	0.58	0.48
负债合计	1,014,314	1,212,137	1,385,766	1,568,687					
股本	12,168	12,168	12,168	12,168					
少数股东权益	52,491	60,486	70,504	82,453					
股东权益合计	131,392	157,181	188,489	224,699					
负债和股东权益合计	1,145,707	1,369,318	1,574,255	1,793,386					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。