



买入

16% ↑

目标价格:人民币 19.02

原目标价格:人民币 44.00

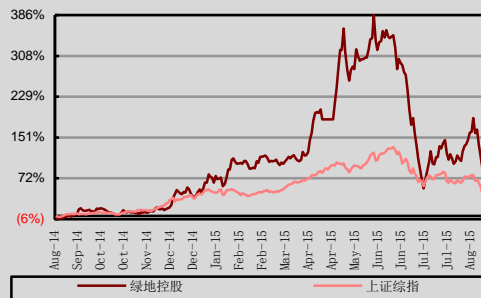
600606.CH

价格:人民币 16.42

目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18.4	(21.2)	(53.8)	94.6
相对上证指数	22.6	(0.1)	(22.7)	51.3

发行股数(百万)	12,168
流通股(%)	4
流通股市值(人民币 百万)	8,511
3个月日均交易额(人民币 百万)	613
净负债比率(%) (2015E)	253
主要股东(%)	
上海格林兰投资企业(有限合伙)	29

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年8月24日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

田世欣*

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*卢骁峰为本报告重要贡献者

绿地控股

净利同比下降9%，聚焦产业结构转型

2015年1-6月, 绿地控股实现营业收入859.9亿元, 同比下降26.7%; 归属于上市公司股东的净利润39.3亿元, 同比下降9.1%; 实现基本每股收益0.32元/股。公司业绩下滑主要由于宏观经济增速下滑、房地产周期性调整和自身产业结构转型。上半年房地产销售额同比基本持平, 但完成年初销售目标仍有较大压力。在多元化转型方面, 公司上半年金融业务利润大幅增长469%, 占利润总额35%, 而大基建和大消费方面也正全面布点。同时, 随着借壳重组顺利完成, 公司高企的负债率和资金成本有望得到有效缓解。我们调整公司2015-16年每股收益预测分别为0.56元和0.74元, 下调公司目标价至19.02元, 维持谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- **营收同比降26.7%，净利同比降9.1%。**公司实现营业收入859.9亿元, 同比下降26.7%; 归属于上市公司股东的净利润39.3亿元, 同比下降9.1%; 实现基本每股收益0.32元/股; 实现加权平均净资产收益率8.3%。公司主要财务指标同比均有所回调, 主要由于宏观经济增速下行、房地产行业周期性调整以及公司自身产业结构转型等方面的原因。
- **房地产销售同比持平, 投资聚焦一二线城市。**公司上半年房地产业务实现收入365亿元, 同比下降14%, 毛利率为25.5%, 同比减少1.5个百分点。销售方面, 公司实现合同销售额827亿元, 销售面积759万平方米, 销售均价1.09万元/平方米, 销售回款560亿元, 与去年同期相比基本持平, 但较年初2,800亿销售目标的完成率仍较低。项目储备方面, 公司重点围绕国内潜力较大的一二线城市及海外市场较为成熟的区域进行有选择性的项目储备, 上半年累计新增项目27个, 建筑面积364万平方米。
- **大基建+大金融+大消费, 多元化转型积极推进。**公司金融业务快速发展, 上半年共贡献利润总额19.05亿元, 占比高达35%, 同比增长469%, 绿地地产宝、PPP产业基金等各类金融产品全面推出; 公司地铁产业取得较大突破, 已签署南京、重庆、大连等7条地铁线路的投资建设协议, 实现“5省6城8线”的地铁投资布局; 公司进口商品直销也持续深化, 成功开业上海长宁、上海徐汇及南京紫峰等3家实体店, 并成功签约5家新店项目选址, 成立了美、英、澳、韩四个海外商品直采中心。

评级面临的主要风险

- 房地产销售低迷; 能源贸易品等价格下行; 转型业务推进低于预期。

估值

- 我们调整公司2015-17年每股收益预期分别为0.56元、0.74元和0.93元, 目标价格由44.00元下调至19.02元, 维持谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	252,182	261,955	295,481	340,576	393,823
变动(%)	27	4	13	15	16
净利润(人民币 百万)	8,409	8,088	6,848	9,012	11,356
全面摊薄每股收益(人民币)	0.691	0.665	0.563	0.741	0.933
变动(%)	20.5	(3.8)	(15.3)	31.6	26.0
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.139	1.542	2.542
调整幅度(%)			(51)	(52)	(63)
全面摊薄市盈率(倍)	23.8	24.7	29.2	22.2	17.6
价格/每股现金流量(倍)	(5.7)	(5.7)	(23.0)	(15.4)	(13.4)
每股现金流量(人民币)	(2.89)	(2.89)	(0.72)	(1.07)	(1.23)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.9	25.8	18.8	16.3	14.5
每股股息(人民币)	0.122	0.213	0.262	0.344	0.434
股息率(%)	0.7	1.3	1.6	2.1	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 绿地控股 2015 年 1-6 月业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年 1-6 月	2015 年 1-6 月	同比变动(%)
营业收入	117,446	86,123	(26.7)
营业成本	(103,388)	(74,033)	(28.4)
营业税	(3,817)	(3,563)	(6.7)
毛利润	10,241	8,527	(16.7)
其他收入	(84)	(176)	109.8
销售费用	(2,096)	(2,206)	5.3
管理费用	(2,109)	(2,552)	21.0
营业利润	5,953	3,594	(39.6)
投资收益	181	2,709	1395.6
财务费用	(926)	(1,043)	12.7
营业外收支	51	140	175.6
税前利润	5,259	5,400	2.7
所得税	(1,179)	(1,455)	23.4
少数股东权益	254	(1)	(100.3)
归属上市公司股东净利润	4,334	3,944	(9.0)
主要比率(%)			百分点增减
含税毛利率	8.7	9.9	1.2
经营利润率	5.1	4.2	(0.9)
净利率	3.7	4.6	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 2. 绿地控股 2015 年 1-6 月分业务业绩情况

分行业	营业收入(万元)	营业收入比上年增减(%)	毛利率(%)	毛利率比上年增减(百分点)
房地产及相关主业	3,653,214	(14)	25.5	(1.5)
建筑及相关产业	1,181,884	156	7.6	(10.8)
商品销售及相关产业	161,850	(64)	14.9	10.8
能源及相关产业	3,006,785	(49)	1.5	0.5
汽车及相关产业	379,201	0	5.5	0.5
物业及相关产业	10,616	49	20.6	1.8
酒店及相关产业	58,419	9	83.5	15.0

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	252,182	261,955	295,481	340,576	393,823
销售成本	(231,570)	(239,667)	(266,61)	(305,59)	(351,82)
经营费用	(5,768)	(8,569)	(9,585)	(11,275)	(13,265)
息税折旧前利润	14,844	13,719	19,278	23,705	28,733
折旧及摊销	(1,176)	(1,176)	(1,407)	(1,395)	(1,386)
经营利润(息税前利润)	13,668	12,543	17,871	22,310	27,347
净利息收入/(费用)	(1,859)	(96)	(5,161)	(5,670)	(6,461)
其他收益/(损失)	877	(650)	(945)	(1,160)	(1,380)
税前利润	12,258	11,789	11,756	15,470	19,494
所得税	(3,724)	(3,870)	(4,908)	(6,458)	(8,138)
少数股东权益	(126)	169	0	0	0
净利润	8,409	8,088	6,848	9,012	11,356
核心净利润	8,409	8,088	6,848	9,012	11,356
每股收益(人民币)	0.691	0.665	0.563	0.741	0.933
核心每股收益(人民币)	0.691	0.665	0.563	0.741	0.933
每股股息(人民币)	0.122	0.213	0.262	0.344	0.434
收入增长(%)	27	4	13	15	16
息税前利润增长(%)	19	(8)	42	25	23
息税折旧前利润增长(%)	18	(8)	41	23	21
每股收益增长(%)	20	(4)	(15)	32	26
核心每股收益增长(%)	20	(4)	(15)	32	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	28,343	36,491	41,161	47,443	54,860
应收帐款	30,752	49,319	55,631	64,121	74,146
库存	249,773	335,979	378,978	436,817	505,111
其他流动资产	21,278	38,287	31,152	35,452	40,568
流动资产总计	330,146	460,075	506,922	583,832	674,685
固定资产	7,329	9,295	10,465	11,636	12,807
无形资产	6,338	6,002	5,766	5,542	5,329
其他长期资产	19,999	33,587	31,775	30,388	32,185
长期资产总计	37,532	48,884	48,006	47,566	50,321
总资产	367,678	508,959	554,928	631,398	725,006
应付帐款	96,057	130,863	145,532	166,364	191,155
短期债务	36,022	67,554	81,089	110,284	147,508
其他流动负债	99,785	124,045	138,273	159,393	184,343
流动负债总计	231,864	322,462	364,894	436,041	523,005
长期借款	87,332	123,541	123,541	123,541	123,541
其他长期负债	1,511	1,725	1,862	2,057	2,290
股本	8,272	12,949	12,168	12,168	12,168
储备	24,666	33,535	37,716	42,843	49,255
股东权益	32,938	46,484	49,884	55,011	61,423
少数股东权益	14,034	14,747	14,747	14,747	14,747
总负债及权益	367,678	508,959	554,928	631,398	725,006
每股帐面价值(人民币)	2.71	3.82	4.10	4.52	5.05
每股有形资产(人民币)	3.22	3.13	3.63	4.07	4.61
每股净负债/(现金)(人民币)	11.49	11.94	13.43	15.32	17.77

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	12,258	11,789	11,756	15,470	19,494
折旧与摊销	1,176	1,176	1,407	1,395	1,386
净利息费用	2,287	104	5,170	5,680	6,473
运营资本变动	(48,791)	(48,791)	(23,161)	(30,279)	(35,600)
税金	(3,724)	(3,870)	(4,908)	(6,458)	(8,138)
其他经营现金流	1,644	4,442	1,030	1,216	1,435
经营活动产生的现金流	(35,151)	(35,151)	(8,706)	(12,975)	(14,950)
购买固定资产净值	(994)	(1,631)	0	0	0
投资减少/增加	(1,997)	3,607	9	11	12
其他投资现金流	(1,742)	(14,653)	7,531	(2,879)	(4,795)
投资活动产生的现金流	(4,734)	(12,677)	7,540	(2,868)	(4,783)
净增权益	6,376	13,602	0	0	0
净增债务	44,288	61,801	13,535	29,195	37,224
支付股息	(8,394)	(13,647)	(3,184)	(4,190)	(5,280)
其他融资现金流	1,012	(10,567)	7,531	(2,879)	(4,795)
融资活动产生的现金流	43,282	51,190	17,882	22,126	27,149
现金变动	3,397	3,363	16,717	6,282	7,416
期初现金	22,710	28,343	36,491	41,161	47,443
公司自由现金流	(39,884)	(47,827)	(1,165)	(15,844)	(19,733)
权益自由现金流	4,404	13,974	12,370	13,351	17,491

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.9	5.2	6.5	7.0	7.3
息税前利润率(%)	5.4	4.8	6.0	6.6	6.9
税前利润率(%)	4.9	4.5	4.0	4.5	4.9
净利率(%)	3.3	3.1	2.3	2.6	2.9
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	5.0	111.6	3.5	3.9	4.2
净权益负债率(%)	202.3	252.5	252.9	267.2	283.8
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	23.8	24.7	29.2	22.2	17.6
核心业务市盈率(倍)	23.8	24.7	29.2	22.2	17.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	27.5	28.6	33.8	25.7	20.4
市净率(倍)	6.1	4.3	4.0	3.6	3.3
价格/现金流(倍)	(5.7)	(5.7)	(23.0)	(15.4)	(13.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.9	25.8	18.8	16.3	14.5
周转率					
存货周转天数	319.9	446.0	489.4	487.2	488.6
应收帐款周转天数	34.9	55.8	64.8	64.2	64.1
应付帐款周转天数	105.6	158.1	170.7	167.1	165.7
回报率					
股息支付率(%)	25.4	47.7	79.8	79.8	79.8
净资产收益率(%)	28.9	20.4	14.2	17.2	19.5
资产收益率(%)	3.1	1.9	2.0	2.2	2.3
已运用资本收益率(%)	10.3	5.9	6.9	7.8	8.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371