



买入

21% ↑

目标价格:人民币 15.27

原目标价格:人民币 21.46

600606.CH

价格:人民币 12.59

目标价格基础:23倍 16年市盈率

板块评级:增持

绿地控股

地产销售同比持平, 金融业务占比四成

2015年1-12月, 绿地控股实现经营收入2,075亿元, 同比下降21%, 主要由于云峰集团出表, 大幅收缩能源业务; 实现归母净利润69亿元, 同比增长24%; 每股收益0.58元/股; 拟向全体股东每10股派发现金红利2.00元。公司去年利润出现增长主要由于公司增加了权益类金融资产的投资, 以及对部分持有存量商业资产的公司股权进行了处置, 全年实现公允价值变动收益和投资收益合计占比营业利润60%, 同比大幅上升57个百分点。2016年, 公司业绩目标实现合同销售收入3,200亿元, 经营收入2,400亿元, 利润总额120亿元。我们给予公司16-18年每股收益预测分别为0.66元、0.83元和1.04元, 目标价调整至15.27元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **房地产: 销售基本持平, 住宅投资占比扩大。**公司2015年实现房地产业务收入996亿元, 同比下降11%; 毛利率24%, 同比下降0.5个百分点, 毛利占比78%, 依然是公司支柱产业; 实现销售金额2,301亿元, 总体持平, 住宅产品和商办产品占比大致相当; 销售均价10,576元/平方米。公司去年重点布局一二线城市, 新增项目储备建筑面积1,174万平方米, 住宅产品占比约70%, 项目在建面积6,359万平方米。
- **大金融: 搭建金控平台, 利润贡献占比四成。**公司2015年实现金融服务业务收入4.6亿元, 同比增长119%, 金融产业利润总额大幅增长了289%。公司去年搭建核心金融平台进展顺利, 成功入股杭州工商信托, 与中金公司、长城资产合作设立并购基金, 今年将着力获取保险、银行等金融牌照; 此外公司增加了权益类金融资产的投资, 全资子公司绿地金控去年实现净利润30亿元, 占比上市公司净利达40%。
- **大基建: 收购贵州建工, 成立地铁PPP基金。**公司2015年建筑业务实现收入427亿元, 同比增长71%, 主要由于控股贵州建工集团, 去年实现净利润2.2亿元; 公司目前在建项目总金额1,000亿元, 未来公司将向基建产业倾斜资源, 组建绿地城投集团。地铁产业方面, 公司在全国8个城市签署9条地铁线路的框架协议, 牵头成立国内首支千亿规模地铁PPP基金, 未来将继续推进“房建+基建”模式。
- **大消费: 收购润东汽车, 推进酒店资产证券化。**1) 公司商品销售业务实现收入342亿元, 同比增长14%, 进口商品直采能力提升, 直销实体店已成功开业9家门店, 并建立绿地生鲜APP等线上平台; 2) 公司汽车业务实现收入128亿元, 同比增长81%, 主要由于收购润东汽车, 去年实现净利润2.1亿元, 未来将继续通过兼并收购等方式打造汽车消费生活综合服务平台; 3) 公司酒店业务实现收入16亿元, 同比增长5%, 截至年末酒店客房数量为7,144间, 入住率58%, 并将积极推进酒店资产证券化工作。

评级面临的主要风险

- 房地产项目去化低于预期; 金控平台搭建慢于预期; 云峰集团债务违约对公司再融资影响。

估值

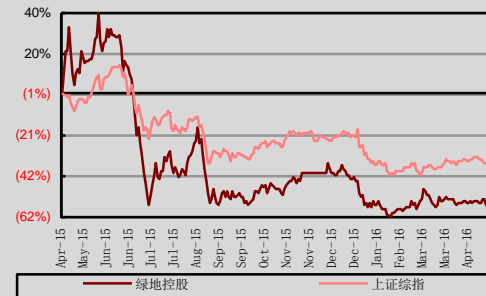
- 我们给予公司2016-18年每股收益预测0.66元、0.83元和1.04元, 考虑到市场系统性调整和云峰债务违约对公司估值影响, 而前期公司定增方案底价14.51元, 我们将公司目标价由21.46元下调至15.27元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	261,955	207,534	242,454	271,429	308,228
变动(%)	4	(21)	17	12	14
净利润(人民币 百万)	8,088	6,886	8,078	10,089	12,677
全面摊薄每股收益(人民币)	0.665	0.566	0.664	0.829	1.042
变动(%)	(3.8)	(14.9)	17.3	24.9	25.6
先前预测每股收益(人民币)			0.739	0.928	
调整幅度(%)			(10)	(11)	
全面摊薄市盈率(倍)	18.9	22.2	19.0	15.2	12.1
价格/每股现金流量(倍)	(4.4)	(6.3)	(5.7)	(7.7)	(6.2)
每股现金流量(人民币)	(2.89)	(1.99)	(2.20)	(1.63)	(2.04)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.4	34.0	30.4	24.8	20.6
每股股息(人民币)	0.213	0.200	0.235	0.293	0.368
股息率(%)	1.7	1.6	1.9	2.3	2.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.4)	(8.4)	2.4	(52.7)
相对上证指数	6.7	(7.3)	2.2	(19.8)

发行股数(百万)	12,168
流通股(%)	4
流通股市值(人民币 百万)	6,526
3个月日均交易额(人民币 百万)	140
净负债比率(%) (2016E)	268
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, 聚源及中银证券
以2016年4月25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

袁豪*

(8621)20328529

hao.yuan@bocichina.com

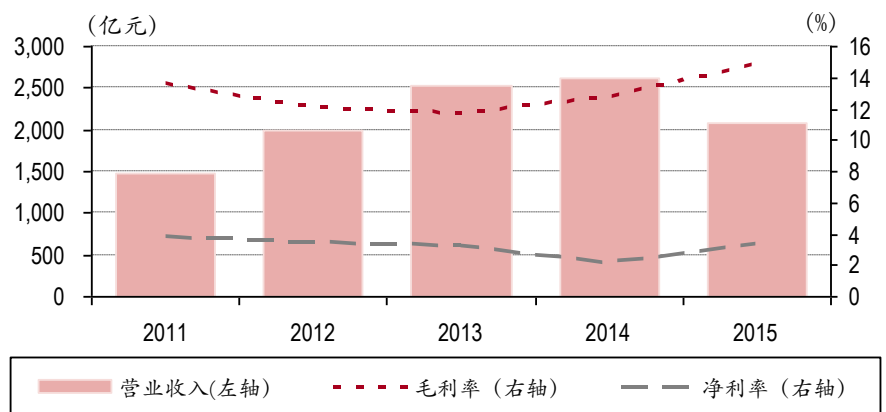
证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

*卢晓峰为本报告重要贡献者

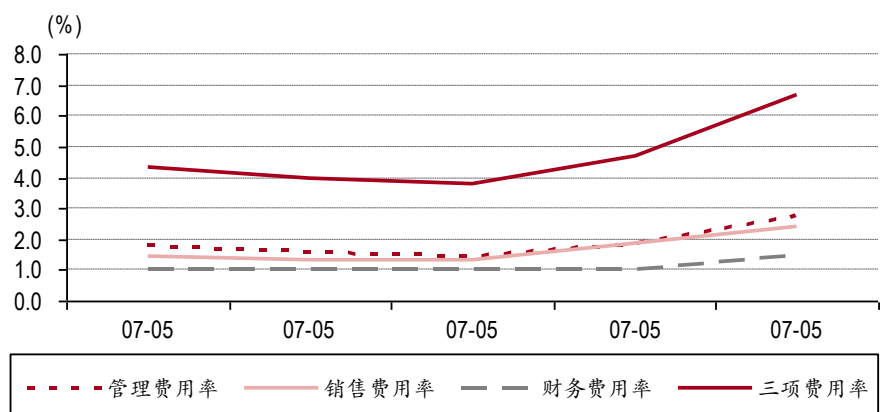
图表 1. 绿地控股 2015 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年	2015 年	同比变动(%)
营业收入	261,955	207,534	(20.8)
营业成本	(228,447)	(176,688)	(22.7)
营业税	(11,221)	(11,069)	(1.3)
毛利润	22,288	19,776	(11.3)
其他收入	(1,057)	(1,864)	76.4
销售费用	(4,906)	(4,951)	0.9
管理费用	(4,839)	(5,749)	18.8
营业利润	11,486	7,213	(37.2)
投资收益	323	6,140	1799.1
财务费用	(2,623)	(3,168)	20.8
营业外收支	85	391	361.8
税前利润	9,271	10,575	14.1
所得税	(3,870)	(3,191)	(17.6)
少数股东权益	169	(498)	(394.5)
归属上市公司股东净利润	5,570	6,886	23.6
主要比率(%)			百分点增减
含税毛利率	8.5	9.5	1.0
经营利润率	4.4	3.5	(0.9)
净利率	2.1	3.3	1.2

资料来源: 公司数据, 中银证券

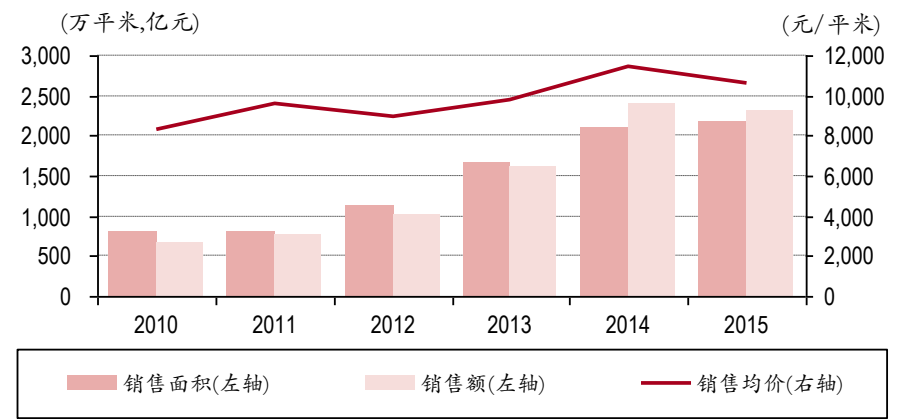
图表 2. 绿地控股营业收入和利润率走势


资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 3. 绿地控股费用率走势


资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 4. 绿地控股房地产销售情况



资料来源：公司数据，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	261,955	207,534	242,454	271,429	308,228
销售成本	(239,667)	(187,757)	(219,25)	(243,10)	(273,46)
经营费用	(8,569)	(9,511)	(11,280)	(12,778)	(14,678)
息税折旧前利润	13,719	10,265	11,920	15,542	20,087
折旧及摊销	(1,176)	(1,188)	(1,219)	(1,216)	(1,212)
经营利润(息税前利润)	12,543	9,077	10,701	14,326	18,874
净利息收入/(费用)	(96)	(1,838)	(3,109)	(3,320)	(3,607)
其他收益/(损失)	(650)	3,899	5,471	5,223	5,035
税前利润	11,789	10,575	12,405	15,494	19,467
所得税	(3,870)	(3,191)	(3,743)	(4,674)	(5,873)
少数股东权益	169	(498)	(585)	(730)	(917)
净利润	8,088	6,886	8,078	10,089	12,677
核心净利润	8,088	6,886	8,078	10,089	12,677
每股收益(人民币)	0.665	0.566	0.664	0.829	1.042
核心每股收益(人民币)	0.665	0.566	0.664	0.829	1.042
每股股息(人民币)	0.213	0.200	0.235	0.293	0.368
收入增长(%)	4	(21)	17	12	14
息税前利润增长(%)	(8)	(28)	18	34	32
息税折旧前利润增长(%)	(8)	(25)	16	30	29
每股收益增长(%)	(4)	(15)	17	25	26
核心每股收益增长(%)	(4)	(15)	17	25	26

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	11,789	10,575	12,405	15,494	19,467
折旧与摊销	1,176	1,188	1,219	1,216	1,212
净利息费用	104	2,400	3,766	4,056	4,443
运营资本变动	(48,791)	(31,199)	(35,302)	(31,122)	(39,391)
税金	(3,870)	(3,191)	(3,743)	(4,674)	(5,873)
其他经营现金流	4,442	(4,013)	(5,078)	(4,831)	(4,645)
经营活动产生的现金流	(35,151)	(24,239)	(26,732)	(19,863)	(24,786)
购买固定资产净值	(1,631)	(1,449)	0	0	0
投资减少/增加	3,607	(11,272)	657	736	836
其他投资现金流	(14,653)	(3,981)	9,914	155	(185)
投资活动产生的现金流	(12,677)	(16,702)	10,571	891	650
净增权益	13,602	3,762	0	0	0
净增债务	61,801	64,382	20,665	28,497	36,568
支付股息	(13,647)	(17,340)	(2,855)	(3,565)	(4,480)
其他融资现金流	(10,567)	(1,201)	9,914	155	(185)
融资活动产生的现金流	51,190	49,603	27,724	25,087	31,902
现金变动	3,363	8,662	11,563	6,115	7,766
期初现金	28,343	36,491	43,809	51,180	57,296
公司自由现金流	(47,827)	(40,941)	(16,161)	(18,971)	(24,136)
权益自由现金流	13,974	23,441	4,504	9,525	12,431

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	36,491	43,809	51,180	57,296	65,064
应收帐款	49,319	59,280	69,254	77,531	88,042
库存	335,979	397,061	463,871	519,308	589,712
其他流动资产	38,287	42,188	30,533	33,282	36,797
流动资产总计	460,075	542,337	614,838	687,417	779,616
固定资产	9,295	11,857	12,961	14,068	15,176
无形资产	6,002	4,103	3,991	3,884	3,782
其他长期资产	33,587	42,139	41,380	40,946	40,974
长期资产总计	48,884	58,099	58,332	58,897	59,932
总资产	508,959	600,436	673,170	746,314	839,548
应付帐款	130,863	154,352	179,445	198,121	221,998
短期债务	67,554	65,988	86,653	115,150	151,717
其他流动负债	124,045	131,155	151,662	169,796	192,828
流动负债总计	322,462	351,495	417,761	483,067	566,542
长期借款	123,541	173,887	173,887	173,887	173,888
其他长期负债	1,725	3,221	3,539	3,776	4,078
股本	12,949	12,168	12,168	12,168	12,168
储备	33,535	40,908	46,681	53,809	62,671
股东权益	46,484	53,076	58,849	65,977	74,839
少数股东权益	14,747	18,757	19,135	19,607	20,200
总负债及权益	508,959	600,436	673,170	746,314	839,548
每股帐面价值(人民币)	3.82	4.36	4.84	5.42	6.15
每股有形资产(人民币)	3.13	4.02	4.51	5.10	5.84
每股净负债/(现金)(人民币)	11.94	16.11	17.21	19.04	21.41

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.2	4.9	4.9	5.7	6.5
息税前利润率(%)	4.8	4.4	4.4	5.3	6.1
税前利润率(%)	4.5	5.1	5.1	5.7	6.3
净利率(%)	3.1	3.3	3.3	3.7	4.1
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	111.6	3.1	2.4	3.0	3.6
净权益负债率(%)	252.5	272.9	268.5	270.8	274.1
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	18.9	22.2	19.0	15.2	12.1
核心业务市盈率(倍)	18.9	22.2	19.0	15.2	12.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	23.0	27.0	23.0	18.4	14.7
市净率(倍)	3.3	2.9	2.6	2.3	2.0
价格/现金流(倍)	(4.4)	(6.3)	(5.7)	(7.7)	(6.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.4	34.0	30.4	24.8	20.6
周转率					
存货周转天数	446.0	712.5	716.6	738.1	740.1
应收帐款周转天数	55.8	95.5	96.8	98.7	98.0
应付帐款周转天数	158.1	250.8	251.3	253.9	248.8
回报率					
股息支付率(%)	47.7	50.6	50.6	50.6	50.6
净资产收益率(%)	20.4	13.8	14.4	16.2	18.0
资产收益率(%)	1.9	1.1	1.2	1.4	1.7
已运用资本收益率(%)	5.9	3.4	3.5	4.2	5.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371