

地产结算提速，多元业务布局优化

■事件：公司公告，2016上半年，公司实现营业收入1080亿元，同比增长25.63%；归属于上市公司股东的净利润46亿元，同比增长16.88%；基本EPS0.38元/股；加权ROE 8.37%。

■竣工及结算提速，看好全年业绩增长：上半年，公司主业房地产业营收563亿元，同比+54.28%，在总营收占比52.18%，实现毛利127.03亿元，在毛利中占比74.33%；2016年公司地产结算同比减少了11.23%，拖累全年业绩下滑。今年上半年，公司加大幅度增加了结转比例，上半年竣工面积较上年同期+54.3%，结转毛利同比+36.39%；公司建筑相关产业营收309.84亿元，同比+162.16%，主要由于贵州建工、江苏省建的并表贡献业绩；另外，公司能源业务主动继续压缩业务规模，营收同比-85.31%，同时逐步清理遗留问题，预计未来亏损将有所缓解。

■销售同比增45%，销售均价提升19.3%：上半年，公司主业房地产累计合同销售额1108亿，同比+34%，并实现回款809亿元，同比+45%；合同销售面积878万方，同比+16%；销售均价12619.6元/平方，较15年全年增19.3%，销售质量有所提升。

■储备体量庞大，后续业绩有保证：截止6月末，公司在建6554万方，新开工1001万方，新增供应569万方。根据半年报，我们统计公司目前储备项目权益建面约4275万方左右，在售项目可售面积7,739.9万方，已预售面积6,088.6万方，意味着未来可结算资源的体量庞大。公司凭借其庞大的储备及区域分布，可以围绕业绩目标及市场行情，灵活调控适销供应和竣工交付、平滑结算，并为后续业绩积蓄后劲，我们看好今年完成3200亿的销售收入目标。

■拿地更趋谨慎，项目结构优化：上半年公司新增权益建筑面积486万方，权益土地金额301亿元，楼面价约6193元/平方，其中在上海、北京两地拿地楼面价为9605元和18116元/平米。截止报告期末，公司存货账目值达4,064.8亿，但同比仅增2.37%，增速为近年最低，补货速度不断减慢。公司近年项目储备结构不断优化，逐步聚焦一二线城市、聚焦刚需及改善住宅项目。在国内项目中，公司一二线城市项目占比78%。根据CRIC统计，公司在上海、北京、广州的土储建面分别达569.2、241.7和220.7万方，核心区域储备在地产龙头中位列前茅。

■金融板块“大牌照、大平台、大项目”战略：公司金融板块上半年利润总额20.4亿元，占公司利润总额达1/3左右，今年全年贡献有望持续提高。公司金融板块业务主要为股权投资、债权投资、资产管理及资本运作业务、互联网创新金融等领域，公司旗下绿地金控为主要运营平台。债权投资业务方面，公司REITs（与新加坡荣耀合作设立210亿REITs）、小额贷款等债权业务均稳健推进，未来有望继续探索类金融资产打包业务并逐步推向资本市场；在股权投资方面，公司参与了蚂蚁金服、奇虎360私有化、Wework投资、五矿金融重组等热点项目，未来有望继续采用“并购重组+择机上市”业务模式，继续通过一二级联动方式获取核心资产；同时，公司有望在银行（目前持有多家银行股权）、证券及保险等重点牌照获取方面取得较大突破，未来将逐步打造成为拥有大牌照的金控集团。

■投资建议：公司地产结算有所提速，同时今年金融、基建业绩均有望突破，今年有望实现“恢复性增长”。我们预计2016-18年公司EPS分别为0.67、0.71和0.72，对应当前股价PE倍数为15.7X、14.9X和14.6X，首次覆盖，给予买入-A的投资评级，6个月目标价为13.4元。

■风险提示：业绩继续下滑，库存去化困难。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	110.3	207,533.8	241,195.8	282,946.8	328,105.1
净利润	-364.6	6,886.4	8,192.7	8,595.9	8,778.6
每股收益(元)	-0.03	0.57	0.67	0.71	0.72
每股净资产(元)	0.15	4.36	4.78	5.32	5.90
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	-351.8	18.6	15.7	14.9	14.6
市净率(倍)	68.8	2.4	2.2	2.0	1.8
净利润率	-330.6%	3.3%	3.4%	3.0%	2.7%
净资产收益率	-19.5%	13.0%	14.1%	13.3%	12.2%
股息收益率	0.0%	1.9%	1.5%	1.5%	1.4%
ROIC	-6.5%	206.5%	5.2%	8.2%	5.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

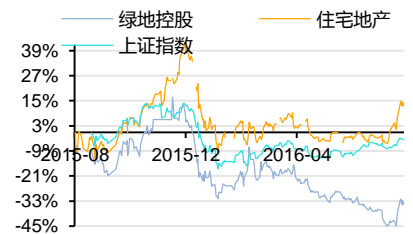
首次评级

6个月目标价：13.4元
股价(2016-08-19) 10.54元

交易数据

总市值(百万元)	128,252.35
流通市值(百万元)	33,974.30
总股本(百万股)	12,168.15
流通股本(百万股)	3,223.37
12个月价格区间	8.89/19.18元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.29	-14.78	-43.58
绝对收益	4.56	-4.78	-54.64

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

事件

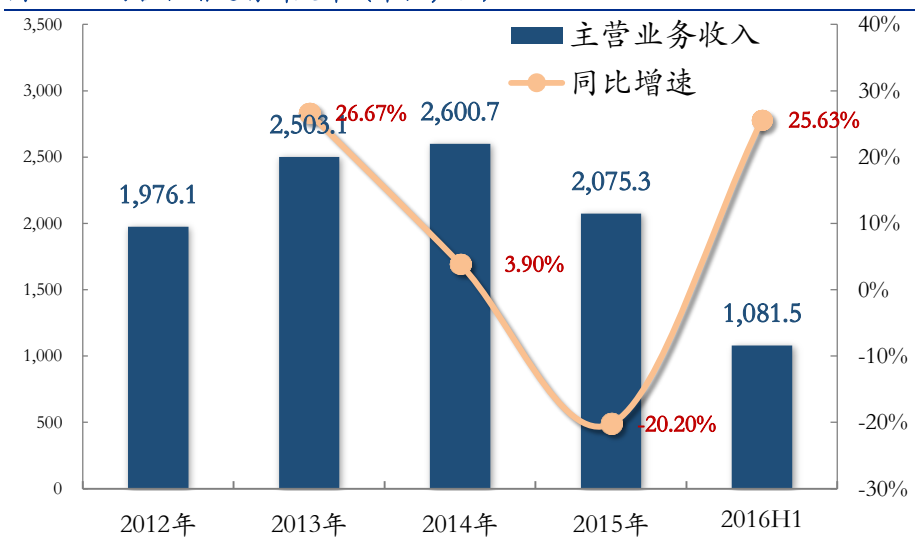
2016 上半年, 公司实现营业收入 1080 亿元, 同比增长 25.63%; 归属于上市公司股东的净利润 46 亿元, 同比增长 16.88%; 基本 EPS0.38 元/股; 加权 ROE 8.37%。

1. 地产结算提速及投资并表, 推动营收同比回升

报告期内, 公司主业房地产业营收 563 亿元, 同比+54.28%, 其中在总营收占比 52.18%, 实现毛利润 127.03 亿元, 在公司整体毛利中占比 74.33%; 2015 年年报显示, 由于公司地产结算同比减少了 11.23%, 拖累全年业绩下滑。今年上半年, 公司加大幅增加了结转比例, 上半年公司地产竣工面积较上年同期+54.3%, 结转毛利润同比+36.39%;

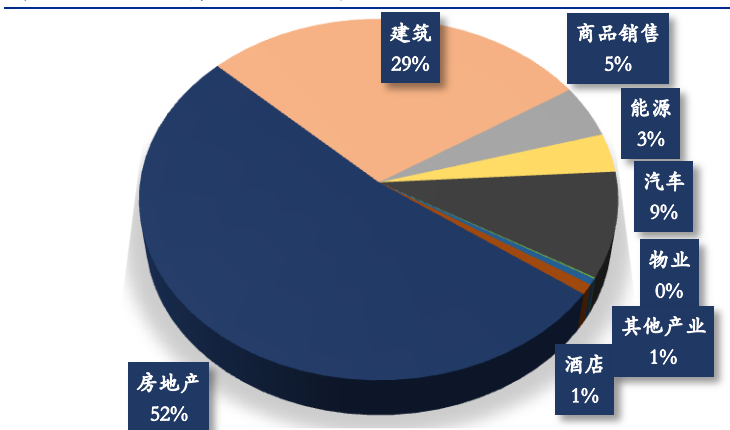
报告期内, 公司实现建筑相关产业营收 309.84 亿, 同比+162.16%, 占营收的比例 29% 左右, 主要由于贵州建工、江苏省建的并表贡献业绩; 汽车业方面, 由于本期新增合并润东汽车, 使汽车板块收入同比+167.92%。另外, 公司能源业务主动继续压缩业务规模, 清理遗留问题, 营收同比-85.31%, 目前能源板块收入占整体营收比例仅 3%, 预计未来亏损将继续缓解。

图 1: 公司营收增速有所反弹 (单位, 亿)



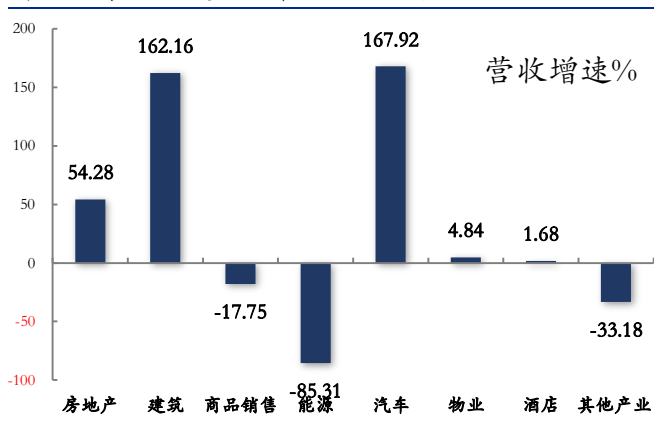
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 2: 公司分业务占营收比例



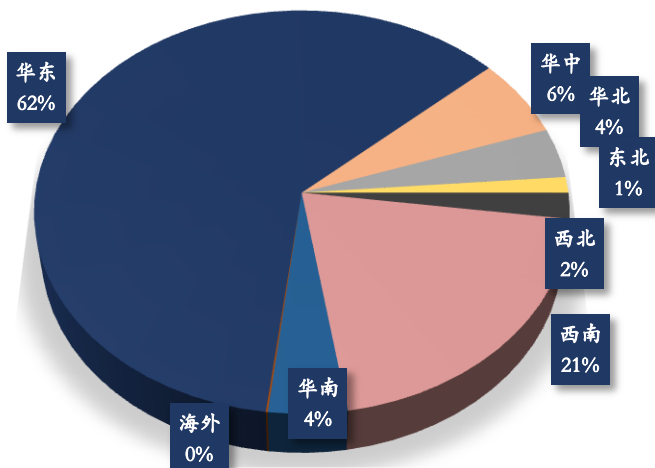
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 3: 地产、基建、汽车营收大幅增长



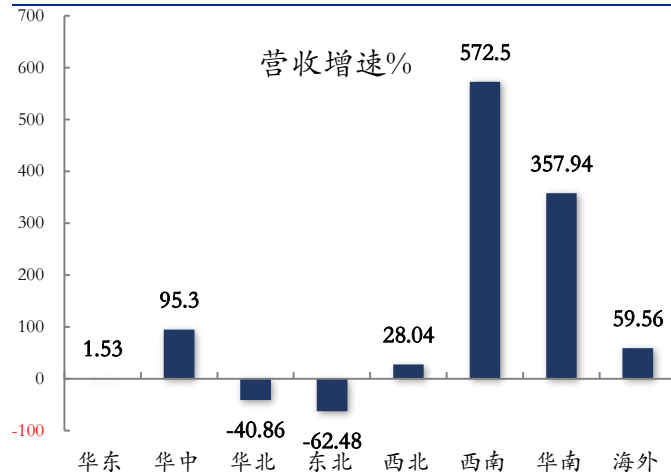
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 4：公司分地区占营收比例



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：公司各地区营收增速



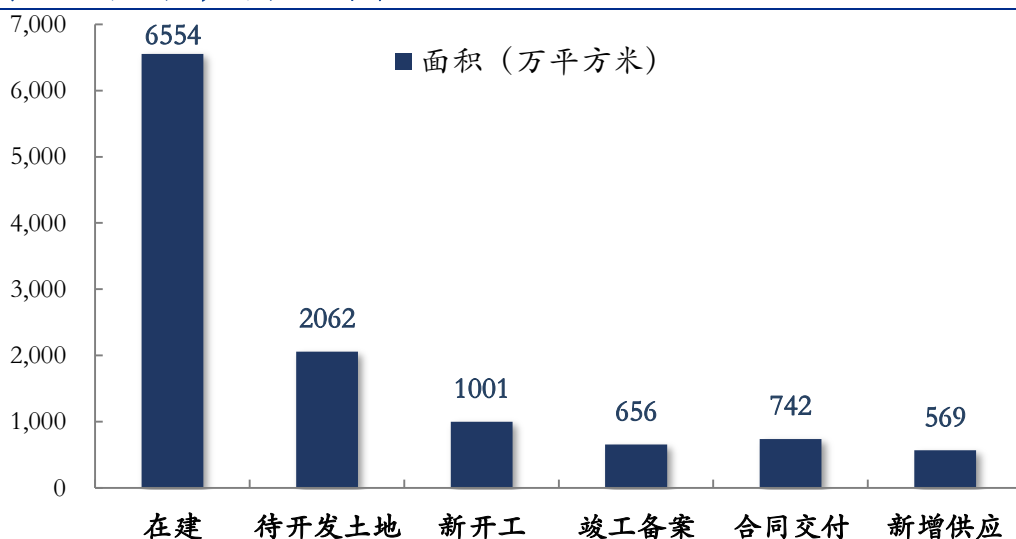
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 房地产主业：销售靓丽、结算提升、项目结构优化

销售同比增 45%，销售均价提升 19.3%：根据半年报，公司主业房地产累计合同销售额 1108 亿，同比+34%，并实现回款 809 亿元，同比+45%；合同销售面积 878 万方，同比+16%；销售均价 12619.6 元/平方，较 15 年全年增 19.3%，销售质量有所提升。

储备体量庞大，后续业绩有保障：截止 6 月末，公司在建 6554 万方，新开工 1001 万方，新增供应 569 万方。根据半年报，我们统计公司目前储备项目权益建面约 4275 万方左右，在售项目可售面积 7,739.9 万方，其中已预售面积 6,088.6 万方，意味着今年可结算资源的充足。未来凭借其庞大的储备及区域分布，公司可以围绕业绩目标，同时根据市场行情，灵活调控适销供应和竣工交付，并为后续业绩积蓄后劲。

图 6：公司目前地产储备及交付情况

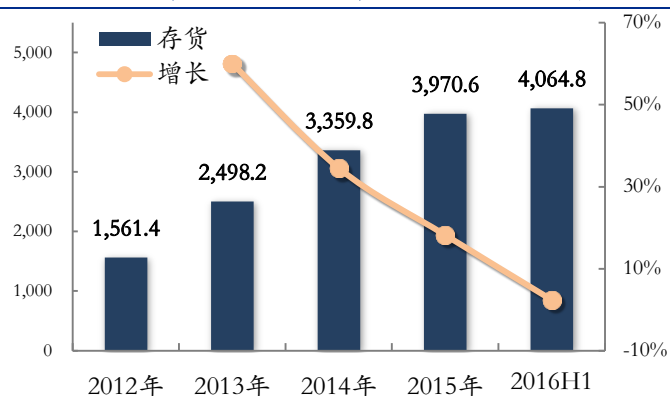


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

拿地更趋谨慎，项目结构优化：上半年公司新增权益建筑面积 486 万方，权益土地金额 301 亿元，楼面价约 6193 元/平方。截止报告期末，公司存货账目值达 4,064.8 亿，但同比增速降至 2.37%，增速为近年最低，补货速度不断减慢。公司近年项目储备结构不断优化，逐步聚焦一二线城市、聚焦刚需及改善住宅项目。在国内项目中，公司一二线城市项目占比 78%。根据 CRIC 统计，公司在上海、北京、广州三城的土储建面分别达 569.2、241.7 和

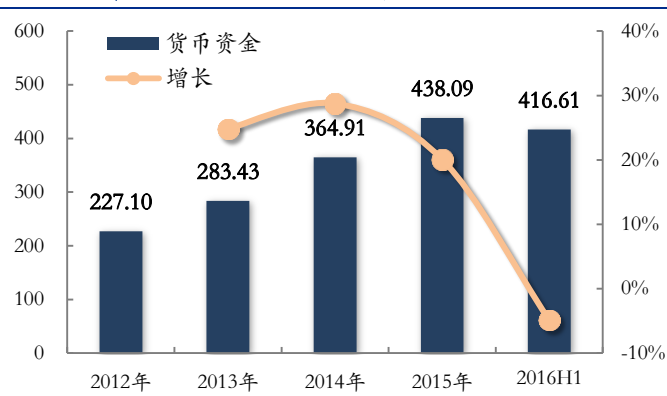
220.7 万方，核心区域储备在地产龙头中位列前茅。在产品方面，公司以往商办和住宅储备分别各占 50%左右，未来公司将逐步提高住宅比例。在商办方面，公司在开发超高层、超大型商办综合体物业项目具有较大优势，区域上布局省会城市以及核心二线城市，目前公司建成和在建的超高层地标建筑超过 23 幢，未来并有望逐步探索包括共享办公，全球分布式办公等便捷式体验，推行轻资产运营。

图 7：公司近年补货速度减慢，拿地谨慎（单位，亿）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 8：货币资金增速放缓（单位，亿）



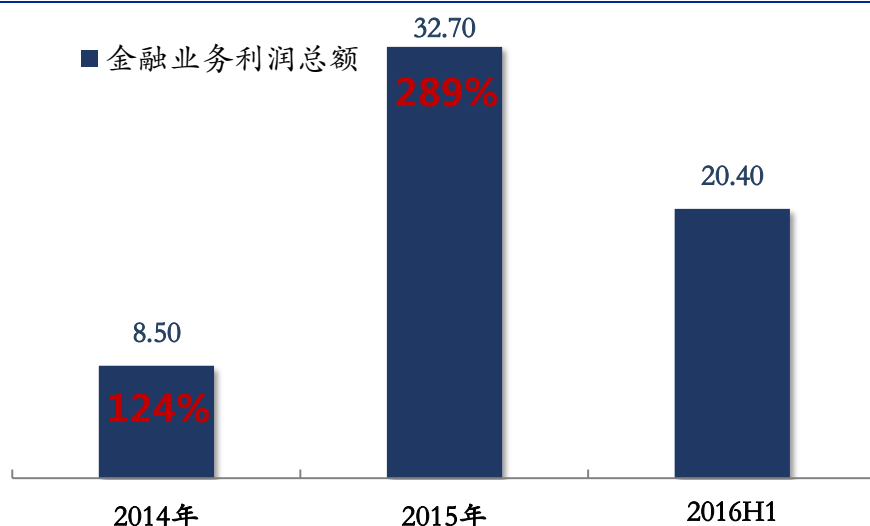
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

海外房地产投资开发稳健领跑：近一年来，公司以较低价格（6000 万）收购了日本东京千叶酒店办公综合体项目，进军日本市场；拓展了澳洲悉尼厄斯凯韦尔商住项目和美国南旧金山市牡蛎湾商住项目。同时，绿地香港拟通过与科威特战略投资人合作，获得纽约中央公园柏宁项目约 41% 股权，并共同筹建目标规模为 80 亿美元的基金用于投资全球房地产项目（通过与科威特战略投资人合作，股权作价换取纽约项目）。全球项目实现遍布“四州九国十余城”，业务涵盖房地产投资开发、海外基建、海外直采以及旅游酒店运营。

3. 金融板块：“大牌照、大平台、大项目”战略

根据半年报，公司金融板块上半年利润总额 20.4 亿元，占公司利润总额达 1/3 左右，今年全年贡献有望持续提高。公司金融板块业务主要为股权投资、债权投资、资产管理及资本运作业务、互联网创新金融等领域，公司旗下绿地金控及绿地香港旗下绿地金服为主要运营平台。

图 9：公司金融业务实现利润总额及同比（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

债权投资业务方面，公司 REITs、小额贷款等债权业务均稳健推进。报告期内，公司不断推进房地产金融化与轻资产化，与新加坡荣耀基金合作设立总值约 210 亿元 EITs，并拟在新加坡证交所主板上市，是迄今为止中国房企拟发行的最大规模 REITs，未来有望继续探索类金融资产打包业务并逐步推向资本市场；

在股权投资方面，公司参与了蚂蚁金服、奇虎 360 私有化、Wework 投资、五矿金融重组等热点项目，未来有望继续采用“并购重组+择机上市”业务模式，继续通过一二级联动方式获取核心资产；同时，公司有望在银行、证券及保险等重点牌照获取方面取得较大突破，并逐步打造成为拥有大牌照的金控集团。

表 1：公司持有金融企业股权情况（亿元）

所持对象名称	上海农村商业银行	锦州银行	杭州工商信托	贵阳银行	合计
最初投资金额（亿元）	2.00	3.75	9.52	0.02	15.29
期末持股比例（%）	4%	3.84%	19.90%	0.25%	/
期末账面价值（亿元）	2.00	7.14	9.94	0.02	19.10
报告期损益（亿元）	0.40	0	0.42	0	0.82
股份来源	增资	增资	受让及增资	受让	
备注	有 IPO 计划	香港 IPO	-	IPO 已过会	

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

在互联网金融方面，公司主要通过旗下绿地金服运营。根据公开信息，绿地金服在 2016 上半年实现首年盈利，目前累计资产管理规模 57.06 亿，存续资产管理规模 53.59 亿，平台注册客户突破 50 万，产品发行规模 36.12 亿，总交易量过百亿。

4. 基建业务：门槛高、容量大

公司基建板块近年逐渐形成以地铁为核心、涵盖建筑等在内的大基建产业集群，主要采取“房建+基建”、“投资+施工”模式。半年报公告，公司实现建筑及相关产业营业收入 309.84 亿元，同比+162.16%，占公司营收比例 28.68%。实现毛利 19.38 亿，毛利率为 6.25%，毛利占公司比例为 11.34%。

图 10：公司旗下基建产业平台



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司在实现贵州建工、江苏省建两家“绿地系”基建企业并表，两家公司均实现业绩快速增长，期间新增项目数 961 个，总金额 530 亿元，同比增长 544%，2016 年上半年合计实现（归属于绿地控股）净利润约 4.03 亿元。我们认为基建产业市场容量大，准入门槛高，比起纯房建企业，基建空间更大，业态也更为多元。公司作为上海国资地产龙头，未来有望

不断通过产业链上下游兼并重组提升市场占有率，逐步扩大“中绿建”平台，并从在高速公路，轨道交通，污水处理厂，体育场馆等多种基建类型展开布局。

5. 投资建议

公司地产结算有所提速，同时今年金融、基建业绩均有望突破，今年有望实现“恢复性增长”。我们预计2016-18年公司EPS分别为0.67、0.71和0.72，对应当前股价PE倍数为15.7X、14.9X和14.6X，首次覆盖，给予买入-A的投资评级，6个月目标价为13.4元。

风险提示：业绩继续下滑，库存去化困难。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	110.3	207,533.8	241,195.8	282,946.8	328,105.1	成长性					
减:营业成本	-17.0	176,673.1	204,172.2	239,967.1	278,440.6	营业收入增长率	-87.6%	188088.	16.2%	17.3%	16.0%
营业税费	10.7	11,069.4	12,221.7	14,486.9	16,712.2	营业利润增长率	-575.4%	-2688.8	18.4%	4.8%	1.7%
销售费用	108.3	4,950.7	6,041.4	6,918.4	8,120.4	净利润增长率	-623.6%	-1988.8	19.0%	4.9%	2.1%
管理费用	76.9	5,748.7	6,681.2	7,837.7	9,088.6	EBITDA 增长率	-251.0%	-5163.9	17.9%	11.3%	12.7%
财务费用	104.8	3,168.2	4,359.3	5,303.7	7,103.4	EBIT 增长率	-270.6%	-4732.3	22.8%	9.3%	11.2%
资产减值损失	363.3	1,863.8	1,677.4	1,752.9	1,831.8	NOPLAT 增长率	-331.4%	-3217.2	24.5%	9.2%	11.7%
加:公允价值变动收益	-	1,666.8	1,340.6	1,381.7	1,418.7	投资资本增长率	-2.4%	4848.3%	-30.6%	57.5%	-3.3%
投资和汇兑收益	143.3	4,472.9	4,674.2	4,573.5	4,623.9	净资产增长率	-14.8%	3730.4%	8.0%	9.2%	9.1%
营业利润	-393.4	10,184.7	12,057.3	12,635.3	12,850.6	利润率					
加:营业外净收支	38.2	390.6	408.1	426.5	445.7	毛利率	115.4%	14.9%	15.4%	15.2%	15.1%
利润总额	-355.2	10,575.3	12,465.4	13,061.8	13,296.3	营业利润率	-356.7%	4.9%	5.0%	4.5%	3.9%
减:所得税	13.0	3,190.5	3,647.9	3,827.1	3,856.9	净利润率	-330.6%	3.3%	3.4%	3.0%	2.7%
净利润	-364.6	6,886.4	8,192.7	8,595.9	8,778.6	EBITDA/营业收入	-259.3%	7.0%	7.1%	6.7%	6.5%
						EBIT/营业收入	-261.7%	6.4%	6.8%	6.3%	6.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	48	10	19	18	17
						流动资产周转天数	12,314	179	251	227	240
						流动营业资本周转天数	18,133	476	713	648	674
						应收账款周转天数	1,273	50	59	53	56
						存货周转天数	14,483	349	521	470	496
						总资产周转天数	22,211	527	817	764	798
						投资资本周转天数	14,919	198	282	254	263
						投资回报率					
						ROE	-19.5%	13.0%	14.1%	13.3%	12.2%
						ROA	-4.9%	1.2%	1.8%	1.3%	1.3%
						ROIC	-6.5%	206.5%	5.2%	8.2%	5.8%
						费用率					
						销售费用率	98.2%	2.4%	2.5%	2.4%	2.5%
						管理费用率	69.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
						财务费用率	95.1%	1.5%	1.8%	1.9%	2.2%
						三费/营业收入	262.9%	6.7%	7.1%	7.1%	7.4%
						偿债能力					
						资产负债率	74.8%	88.0%	84.2%	88.0%	87.6%
						负债权益比	297.2%	735.9%	534.8%	730.7%	703.4%
						流动比率	1.17	1.54	1.43	1.54	1.49
						速动比率	0.14	0.41	0.39	0.43	0.38
						利息保障倍数	-2.75	4.22	3.77	3.38	2.81
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.20	0.16	0.16	0.15
						分红比率	0.0%	35.3%	24.1%	22.5%	20.5%
						股息收益率	0.0%	1.9%	1.5%	1.5%	1.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-368.2	7,384.8	8,192.7	8,595.9	8,778.6	EPS(元)	-0.03	0.57	0.67	0.71	0.72
加:折旧和摊销	5.0	1,188.3	660.9	1,068.3	1,475.7	BVPS(元)	0.15	4.36	4.78	5.32	5.90
资产减值准备	363.3	1,863.8	1,652.4	1,758.1	1,758.1	PE(X)	-351.8	18.6	15.7	14.9	14.6
公允价值变动损失	-	-1,666.8	1,340.6	1,381.7	1,418.7	PB(X)	68.8	2.4	2.2	2.0	1.8
财务费用	112.6	3,252.8	4,359.3	5,303.7	7,103.4	P/FCF	-508.3	5.3	4.5	4.8	4.5
投资损失	-143.3	-4,472.9	-4,674.2	-4,573.5	-4,623.9	P/S	1,163.0	0.6	0.5	0.5	0.4
少数股东损益	-3.6	498.3	624.8	638.8	660.9	EV/EBITDA	-32.7	25.5	13.2	16.2	13.7
营运资金的变动	37.8	-35,821.1	67,263.7	-89,636.7	6,838.6	CAGR(%)	-392.7%	8.5%	405.7%	-392.7%	8.5%
经营活动产生现金流量	30.5	-24,239.2	79,420.2	-75,463.8	23,410.0	PEG	0.9	2.2	0.0	-0.0	1.7
投资活动产生现金流量	669.7	-16,701.8	-18,732.2	-17,569.7	-18,266.1	ROIC/WACC	-1.3	40.2	1.0	1.6	1.1
融资活动产生现金流量	-778.6	49,603.0	-53,582.3	101,846.8	4,388.6	REP	-1.6	0.0	1.4	0.8	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034