

地产基建双轮驱动 多元业务开花 结果

2018年08月27日

推荐/首次

绿地控股

财报点评

——绿地控股（600606）2018年半年报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
任鹤	研究助理	执业证书编号：S1480118020022
	Renhe07@163.com 010-66554089	

事件：

公司发布 2018 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 1579 亿元，同比增长 25%；实现归母净利润 61 亿，同比增长 30%。上半年公司房地产业务实现销售金额 1627 亿元，同比增长 22%，销售面积 1349 亿元，同比增长 36%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	96787.25	58848.37	67270.27	54473.64	109825.95	74834.3	83222.05
增长率（%）	35.88%	20.26%	13.61%	28.32%	13.49%	27.21%	23.69%
毛利率（%）	14.56%	14.84%	13.75%	13.13%	15.05%	14.55%	15.18%
期间费用率（%）	4.38%	5.62%	5.73%	6.91%	3.69%	5.72%	6.31%
营业利润率（%）	6.99%	6.61%	6.89%	5.69%	7.42%	7.24%	7.78%
净利润（百万元）	3237.84	3011.21	3236.99	2277.10	5046.83	4099.86	4196.42
增长率（%）	26.63%	25.17%	36.15%	65.44%	55.87%	36.15%	29.64%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.22	0.16	0.16	0.20	0.29	0.21
总资产收益率（%）	0.44%	0.40%	0.43%	0.30%	0.59%	0.47%	0.46%

观点：

➤ 销售平稳增长 回款显著提升

2018 年上半年，公司实现销售合同销售金额 1627 亿元，同比增长 22%，合同销售面积 1349 万平方米，同比增长 30%，销售回款 1476 亿元，同比增长 36%，回款率达 91%。

公司的销售额增速相对其他龙头公司略显逊色，但从销售面积看，公司销售面积增速仍然较高，销售额增速较低的主要原因在于公司销售均价的下降，而这与公司狠抓“推新盘、去库存、促回款”的经营战略和今年较高的回款率是相符的。

➤ 结算毛利率提高 结算增速仍有上升空间

报告期内，公司地产业务实现营业收入717亿元，同比增长10.8%；实现毛利187.3亿元，同比增长25.8%。营业收入增长的主要原因是结算交付面积的提升。毛利率方面，公司上半年结算毛利率提升3.12个百分点至26.11%。

从全年来看，我们认为公司结算面积仍有提升的空间，而结算毛利率的提升趋势将持续，二者叠加，预计公司地产业务毛利增速将达到30%以上。

➤ 拿地节奏大幅加速 充分发挥业务协同优势

报告期内，公司充分发挥业务协同的多元化优势，以城市功能完善、商务区打造、产业园开发等为载体，拿地成效显著。报告期内公司新增项目60个，新增项目权益计容建筑面积2161万平方米，同比大幅增长242%。

从拿地策略看，重点围绕快速成长的高铁站项目和快速周转的三四线城市项目，新增土地中地级市高铁站项目占比超过30%，一方面进一步加深了公司的全国化布局，另一方面较大程度上规避了三四线城市政策收紧和需求降低带来的潜在风险。

➤ 基建业务业绩亮眼 提振公司整体表现

报告期内公司基建业务实现收入773亿元，同比增长45%，实现毛利17.5亿元，同比增长39.4%。上半年累计签约合同额1550亿元，覆盖上年收入2.9倍，为未来基建业务的较高增速提供了坚实基础。

我们认为，相对地产业务，基建业务因行业特点贡献毛利较少，但将有力提升公司的工程管理能力和本成本控制能力，并且与地产协同发展，提升公司在土地获取方面的优势。

➤ 金融业务开花结果 大消费与新经济布局深远

报告期内公司大金融业务实现利润总额15.5亿元，同比大幅增长。继续推进债权、股权等常规业务经营的基础上，成功参与寒武纪、蚂蚁金服、深兰科技等潜力较大的股权投资项目，并通过有效推出部分项目实现丰厚受益。

大消费方面，继续推进G-Super、绿地鲸选等门店的拓展，目前全国门店总数已达46家，酒店品牌输出亦取得显著成效。康养业务方面，首批康养居酒店已在武汉汉南、成都郫县成功交付使用。完成会籍产品体系设计，完成服务内容及标准体系建设。

投资建议与评级：

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 3560 亿元、4237 亿元和 5503 亿元，归母净利润分别为 110 亿元、130 亿元和 165 亿元，每股收益分别为 0.9 元、1.07 元和 1.35 元，对应 PE 分别为 6.9X、5.9X 和 4.6X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：

公司部分债券回售风险，非经常性投资收益占比较高。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	670777	763187	852494	965942	1244025	营业收入	247400	290418	356034	423652	550283	营业收入	247400	290418	356034	423652	550283
货币资金	62683	75376	91323	125611	141148	营业成本	209807	248551	302629	360104	467741	营业成本	209807	248551	302629	360104	467741
应收账款	25551	39259	42451	50513	65612	营业税金及附加	12317	9161	14491	17243	22397	营业税金及附加	12317	9161	14491	17243	22397
其他应收款	39832	65425	70424	73789	78312	营业费用	4807	5967	7121	8473	11006	营业费用	4807	5967	7121	8473	11006
预付款项	33873	38642	31746	31746	31746	管理费用	6071	7442	8936	10634	13812	管理费用	6071	7442	8936	10634	13812
存货	484533	514683	580384	641281	871407	财务费用	2784	1561	3004	2900	3474	财务费用	2784	1561	3004	2900	3474
其他流动资产	12000	17492	23857	30416	42699	资产减值损失	1459	1979	0	0	0	资产减值损失	1459	1979	0	0	0
非流动资产合计	62361	85346	95927	110417	103265	公允价值变动收益	-792	-316	0	0	0	公允价值变动收益	-792	-316	0	0	0
长期股权投资	8012	16145	16145	16145	16145	投资净收益	5977.19	4287.03	4912.00	4912.00	4912.00	投资净收益	5977.19	4287.03	4912.00	4912.00	4912.00
固定资产	8900.03	12997.29	19341.61	27290.00	12557.00	营业利润	15329	19762	24765	29211	36766	营业利润	15329	19762	24765	29211	36766
无形资产	1292	1417	1276	1134	992	营业外收入	731.01	615.07	730.00	730.00	730.00	营业外收入	731.01	615.07	730.00	730.00	730.00
其他非流动资产	4153	4648	4428	4428	4428	营业外支出	1619.41	1116.12	1368.00	1368.00	1368.00	营业外支出	1619.41	1116.12	1368.00	1368.00	1368.00
资产总计	733138	848533	948421	1076359	1347291	利润总额	14440	19261	24127	28573	36128	利润总额	14440	19261	24127	28573	36128
流动负债合计	462416	576432	678642	816049	1012598	所得税	5043	5689	7610	9012	11395	所得税	5043	5689	7610	9012	11395
短期借款	24940	20447	23640	23640	23640	净利润	9397	13572	16518	19561	24733	净利润	9397	13572	16518	19561	24733
应付账款	119541	134641	165824	197317	256296	少数股东损益	2190	4534	5518	6535	8263	少数股东损益	2190	4534	5518	6535	8263
预收款项	168805	237424	326433	432346	569916	归属母公司净利润	7207	9038	10999	13026	16470	归属母公司净利润	7207	9038	10999	13026	16470
一年内到期的非	70598	72896	72895	72895	72895	EBITDA	20571	23997	29550	33891	42021	EBITDA	20571	23997	29550	33891	42021
非流动负债合计	193246	178649	180755	181189	181679	EPS (元)	0.59	0.74	0.90	1.07	1.35	EPS (元)	0.59	0.74	0.90	1.07	1.35
长期借款	153032	144150	144250	144450	144750	主要财务比率					2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
应付债券	36459	30415	32930	32930	32930	成长能力											
负债合计	655662	755081	854548	988536	1181322	营业收入增长					19.2%	17.4%	22.6%	19.0%	29.9%		
少数股东权益	21205	30923	36441	42976	51239	营业利润增长					50.5%	28.9%	25.3%	17.9%	25.9%		
实收资本(或股	12168	12168	12168	12168	12168	归属于母公司净利					4.7%	25.4%	21.7%	18.4%	26.4%		
资本公积	9013	9000	9000	9000	9000	获利能力											
未分配利润	31601	36962	43562	51377	61259	毛利率(%)					15.2%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%		
归属母公司股东	56271	62529	63232	60847	100729	净利率(%)					3.8%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%		
负债和所有者权	733138	848533	948421	1076359	1347291	总资产净利润(%)					9.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%		
现金流量表	单位:百万元					ROE(%)					12.8%	14.5%	17.4%	21.4%	16.4%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力											
经营活动现金流	-4357	58863	42392	77576	-40922	资产负债率(%)					89%	89%	90%	92%	88%		
净利润	9397	13572	16518	19561	24733	流动比率					1.5	1.3	1.3	1.2	1.2		
折旧摊销	2458.11	2673.66	0.00	1780.35	1780.35	速动比率					0.4	0.4	0.4	0.4	0.4		
财务费用	2784	1561	3004	2900	3474	营运能力											
应收账款减少	0	0	-3192	-8062	-15099	总资产周转率					0.4	0.4	0.4	0.4	0.5		
预收帐款增加	0	0	89009	105913	137571	应收账款周转率					12.7	9.0	8.7	9.1	9.5		
投资活动现金流	-1388	-14433	-273	-1771	-2811	应付账款周转率					2.4	2.3	2.4	2.3	2.4		
公允价值变动收	-792	-316	0	0	0	每股指标(元)											
长期股权投资减	0	0	-6541	-6683	-7723	每股收益(最新摊					0.6	0.7	0.9	1.1	1.4		
投资收益	5977	4287	4912	4912	4912	每股净现金流(最					1.4	0.6	1.3	2.8	1.3		
筹资活动现金流	23306	-36619	-26173	-41516	59269	每股净资产(最新					4.6	5.1	5.2	5.0	8.3		
应付债券增加	0	0	2515	0	0	估值比率											
长期借款增加	0	0	100	200	300	P/E					10.6	8.5	6.9	5.9	4.6		
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B					1.4	1.2	1.2	1.3	0.8		
资本公积增加	-26	-12	0	0	0	EV/EBITDA					14.5	11.2	7.1	6.6	5.0		
现金净增加额	17561	7810	15947	34288	15536												

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。