

经营业绩稳健增长，多元业务能级提升 买入（维持）

2019 年 04 月 23 日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	348,732	426,639	512,991	609,895
同比（%）	20.1%	22.3%	20.2%	18.9%
归母净利润（百万元）	11,375	13,666	16,428	19,413
同比（%）	25.9%	20.1%	20.2%	18.2%
每股收益（元/股）	0.93	1.12	1.35	1.60
P/E（倍）	8.03	6.69	5.56	4.71

事件：

■ **绿地控股发布 2018 年报和 2019 年一季度报：**2018 年公司实现营业收入 3484.26 亿元，同比增长 20.07%；归母净利润 113.75 亿元，同比增长 25.86%；基本每股收益 0.93 元/股。2019 年一季度公司实现营业收入 903.85 亿元，同比增长 20.91%；归母净利润 44.07 亿元，同比增长 26.29%；基本每股收益 0.36 元/股。

点评

■ **业绩稳健增长，整体毛利水平改善。**2018 年公司实现营收 3484.26 亿元，同比增长 20.07%；实现归母净利润 113.75 亿元，同比增长 25.86%。2019 年一季度公司实现营收 903.85 亿元，同比增长 20.91%；实现归母净利润 44.07 亿元，同比增长 26.29%，公司业绩稳健增长。从销售毛利率看，2018 年、2019 一季度分别为 15.35%、15.20%，同比分别增长 1.01、0.65 个百分点。分结构看，2018 年公司房地产业务毛利率 27.01%，同比改善较为显著，其他业务毛利水平平稳。销售净利率看，2018、2019Q1 分别为 4.60%、6.38%，同比分别 6.69、5.56、4.71 下降 0.08、上升 0.90 个百分点，2018 年净利率小幅下降主要因汇兑损益增加导致财务费用大幅上升所致。

■ **销售业绩增长较快，高铁站项目成为新发力点。**2018 全年实现合同销售金额 3875 亿元，同比增长 26%；销售面积 3664 万平方米，同比增长 50%。2019 年 1-3 月，公司实现合同销售面积 599.2 万平方米，同比增长 45%；销售金额 693.8 亿元，同比增长 43%。2018 全年累计有 118 个项目成功落地，其中获取了 15 个高铁站项目，新进城市 30 个，新增权益土地面积 2149 万平方米，权益计容建筑面积 4337 万平方米，权益土地款 814 亿元。2019 一季度公司新增房地产项目储备 25 个，权益土地面积约 418.71 万平方米；权益计容建筑面积约 806.27 万平方米。2018 年实现销售回款 2968 亿元，回款率 77%，同比小幅下降 3 个百分点。

■ **多元产业能级大幅提升。**大基建产业方面，2018 全年实现经营收入 1481 亿元，同比增长 41%；新签合同金额 3162 亿元，同比增长 63%，成为公司业绩增长的重要引擎；2019 年一季度新签合同金额 901 亿元，同比增长 47%。大金融产业 2018 全年实现利润总额 25 亿元，成功投资了参与深兰科技、寒武纪、蚂蚁金服、中国铁塔、马泮齿科等股权投资项目。

■ **投资建议：**绿地控股作为房地产行业龙头房企，近两年持续加强在核心一二线城市的布局。公司逐渐形成了自身特色和优势，积极通过特色小镇、高铁站商务区、超高层项目等方式获取土地储备。同时公司在大基建、大金融、大消费方面持续布局，形成对房地产业务的有力互补。我们预计 2019-2021 年盈利预测分别为 1.12、1.35、1.60 元，对应估值分别为 6.69、5.56、4.71 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险（棚改、调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.51
一年最低/最高价	5.29/8.30
市净率(倍)	1.26
流通 A 股市值(百万元)	91382.84

基础数据

每股净资产(元)	5.96
资产负债率(%)	89.42
总股本(百万股)	12168.15
流通 A 股(百万股)	12168.15

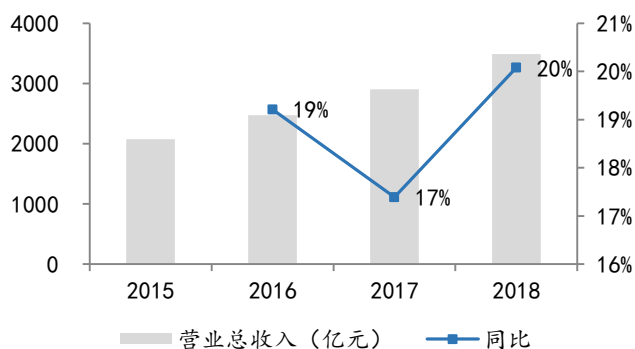
相关研究

- 1、《绿地控股 (600606)：产业协同趋于完善，质量效益持续优化》2019-01-18
- 2、《绿地控股 (600606)：业绩超预期，投资积极，资本结构持续改善》2018-10-30
- 3、《绿地控股 (600606)：前三季度业绩超预期，合同销售规模大幅增长》2018-10-22

1. 业绩稳健增长，整体毛利水平改善

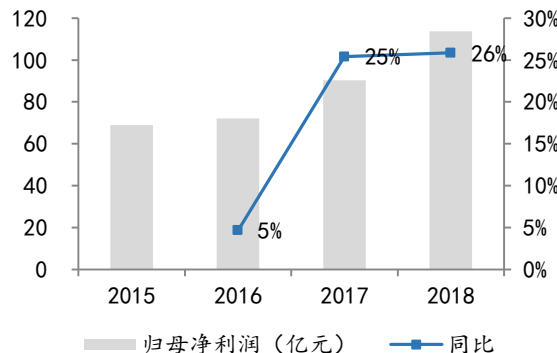
2018 年公司实现营收 3484.26 亿元，同比增长 20.07%；实现归母净利润 113.75 亿元，同比增长 25.86%。2019 年一季度公司实现营收 903.85 亿元，同比增长 20.91%；实现归母净利润 44.07 亿元，同比增长 26.29%，公司业绩稳健增长。从销售毛利率看，2018 年、2019 一季度分别为 15.35%、15.20%，同比分别增长 1.01、0.65 个百分点。分结构看，2018 年公司房地产业务毛利率 27.01%，同比改善较为显著，其他业务毛利水平平稳。销售净利率看，2018、2019Q1 分别为 4.60%、6.38%，同比分别下降 0.08、上升 0.90 个百分点，2018 年净利率小幅下降主要因汇兑损益增加导致财务费用大幅上升所致。

图 1：绿地控股营业收入（亿元）及增速



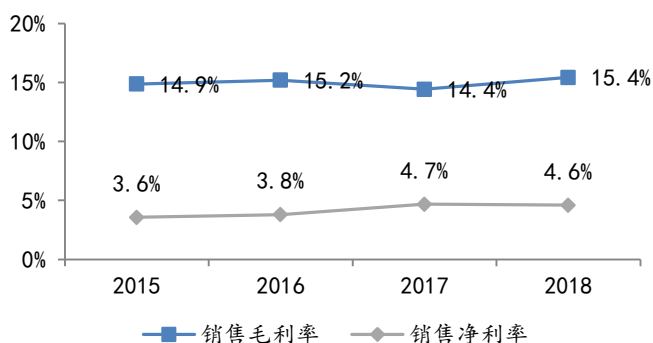
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：绿地控股归母净利润（亿元）及增速



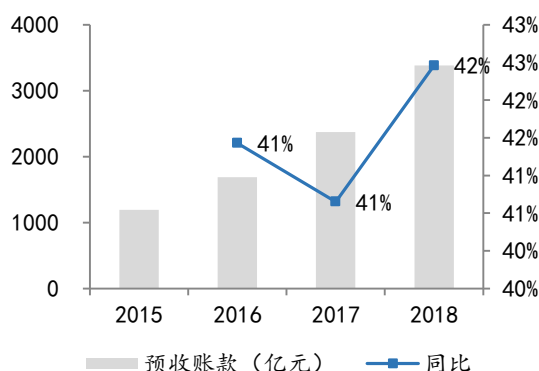
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：绿地控股销售毛利率及净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：绿地控股预收账款（亿元）及增速

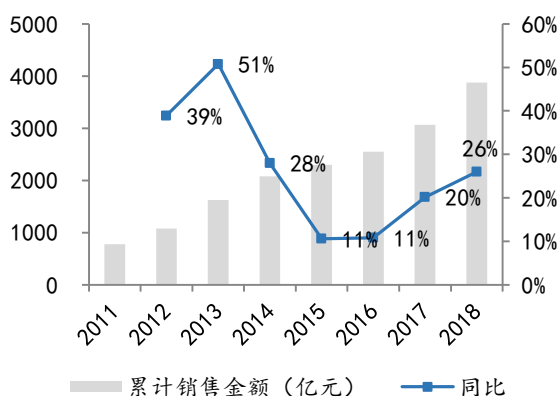


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 销售业绩增长较快，高铁站项目成为新发力点

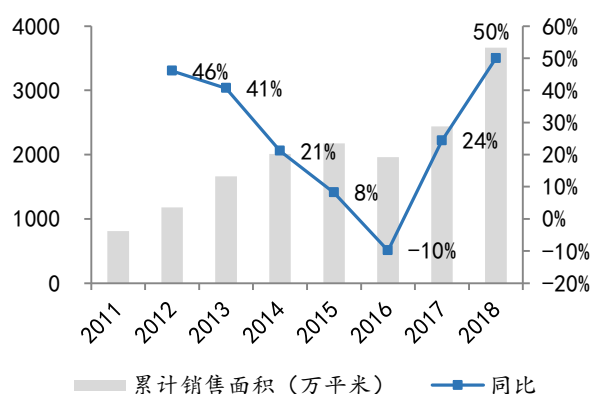
2018 全年实现合同销售金额 3875 亿元，同比增长 26%；合同销售面积 3664 万平方米，同比增长 50%。2019 年 1-3 月，公司实现合同销售面积 599.2 万平方米，同比增长 45%；实现合同销售金额 693.8 亿元，同比增长 43%。2018 全年累计有 118 个项目成功落地，其中获取了 15 个高铁站项目，新进城市 30 个，新增权益土地面积 2149 万平方米，权益计容建筑面积 4337 万平方米，权益土地款 814 亿元。2019 一季度公司新增房地产项目储备 25 个，权益土地面积约 418.71 万平方米；权益计容建筑面积约 806.27 万平方米。2018 年实现销售回款 2968 亿元，回款率 77%，同比小幅下降 3 个百分点。

图 5：绿地控股销售金额（亿元）及增速



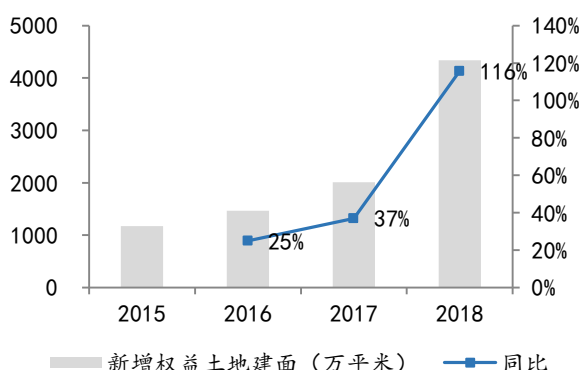
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：绿地控股销售面积（万平方米）及增速



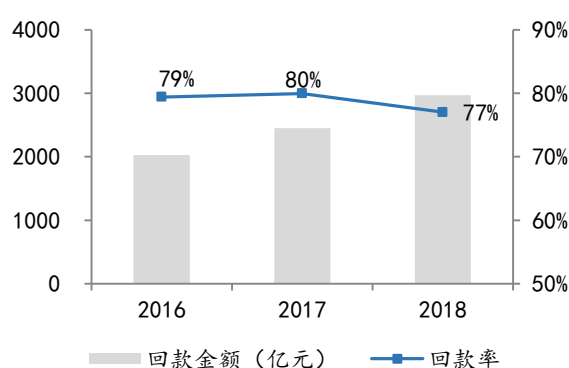
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：绿地控股新增权益土地建面（万平方米）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：绿地控股回款金额（亿元）及回款率

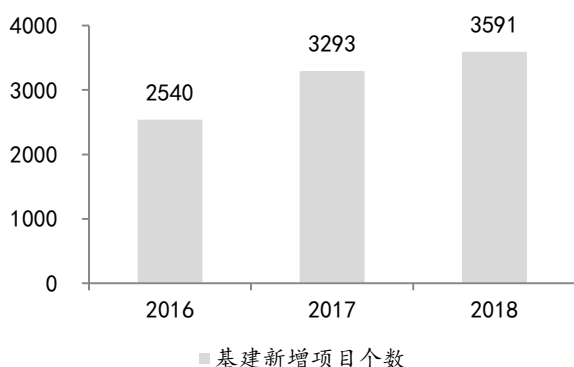


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 多元产业能级大幅提升

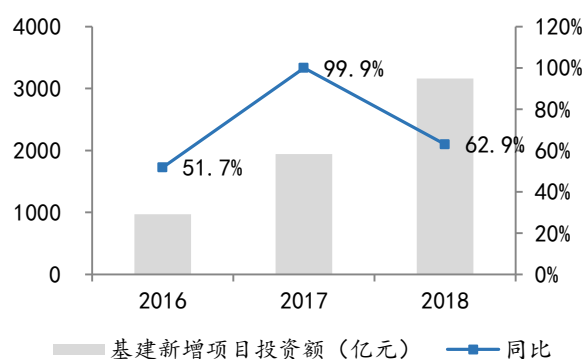
大基建产业方面，2018 全年实现经营收入 1481 亿元，同比增长 41%；新签合同金额 3162 亿元，同比增长 63%，成为公司业绩增长的重要引擎；2019 年一季度新签合同金额 901 亿元，同比增长 47%。大金融产业 2018 全年实现利润总额 25 亿元，成功投资了参与深兰科技、寒武纪、蚂蚁金服、中国铁塔、马泮齿科等股权投资项目

图 9：绿地控股基建新增项目个数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：绿地控股基建新增项目投资额（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议

绿地控股作为房地产行业龙头房企，近两年持续加强在核心一二线城市的布局。公司逐渐形成了自身特色和优势，积极通过特色小镇、高铁站商务区、超高层项目等方式获取土地储备。同时公司在大基建、大金融、大消费方面持续布局，形成对房地产业务的有力互补。我们预计 2019-2021 年盈利预测分别为 1.12、1.35、1.60 元，对应估值分别为 6.69、5.56、4.71 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

绿地控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	927,463	1,103,443	1,298,497	1,467,637	营业收入	348,732	426,639	512,991	609,895
现金	81,020	163,022	242,809	337,064	减:营业成本	294,934	361,022	433,308	515,813
应收账款	61,410	69,863	72,634	79,839	营业税金及附加	9,654	12,373	14,928	17,809
存货	595,497	671,247	773,112	814,005	营业费用	7,398	9,514	11,440	13,601
其他流动资产	189,536	199,310	209,942	236,728	管理费用	9,390	11,488	13,813	16,422
非流动资产	109,082	129,305	152,025	175,237	财务费用	4,032	4,399	5,348	5,887
长期股权投资	18,624	23,463	29,407	34,356	资产减值损失	1,257	2,320	2,711	2,912
固定资产	25,409	30,937	37,566	45,261	加:投资净收益	2,983	3,544	3,391	3,633
在建工程	1,604	5,448	9,019	12,158	其他收益	-278	-297	-288	-292
无形资产	1,565	1,636	1,721	1,432	营业利润	24,680	28,844	34,623	40,869
其他非流动资产	61,881	67,820	74,311	82,030	加:营业外净收支	-411	-493	-542	-596
	1,036,54				利润总额	24,269	28,351	34,081	40,273
资产总计	5	1,232,747	1,450,522	1,642,874	减:所得税费用	8,246	8,505	10,224	12,082
流动负债	747,216	908,005	1,087,296	1,254,307	少数股东损益	4,649	6,180	7,429	8,778
短期借款	18,166	26,672	28,005	29,405	归属母公司净利润	11,375	13,666	16,428	19,413
应付账款	174,073	186,949	206,967	241,566	EBIT	34,760	34,030	39,942	44,941
其他流动负债	554,976	694,385	852,324	983,336	EBITDA	36,681	35,980	42,386	47,892
非流动负债	180,404	202,752	223,567	227,058					
长期借款	174,392	198,554	218,999	222,050					
					重要财务与估值指				
其他非流动负债	6,012	4,198	4,568	5,008	标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	927,620	1,110,757	1,310,864	1,481,365	每股收益(元)	0.93	1.12	1.35	1.60
少数股东权益	38,822	45,036	52,465	61,243	每股净资产(元)	5.60	6.32	7.17	8.24
归属母公司股东权益	70,104	76,954	87,193	100,265	发行在外股份(百万	12168	12168	12168	12168
	1,036,54				股)				
负债和股东权益	5	1,232,747	1,450,522	1,642,874	ROIC(%)	6.7%	6.7%	6.9%	7.2%
					ROE(%)	14.7%	16.3%	17.1%	17.5%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	15.4%	15.4%	15.5%	15.4%
经营活动现金流	42,172	103,339	70,496	102,317	销售净利率(%)	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
投资活动现金流	-10,775	-17,893	-21,737	-21,121	资产负债率(%)	89.5%	90.1%	90.4%	90.2%
筹资活动现金流	-26,901	-3,444	31,028	13,059	收入增长率(%)	20.1%	22.3%	20.2%	18.9%
现金净增加额	4,695	82,002	79,787	94,255	净利润增长率(%)	25.9%	20.1%	20.2%	18.2%
折旧和摊销	1,920	1,949	2,444	2,952	P/E	8.03	6.69	5.56	4.71
资本开支	7,693	10,938	10,237	10,164	P/B	1.34	1.19	1.05	0.91
营运资本变动	24,783	85,408	46,449	74,154	EV/EBITDA	8.54	6.70	4.88	2.97

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>