



600606.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.51

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	23.9	(3.0)	18.6	10.8
相对上证指数	(5.8)	(6.0)	(5.3)	6.5

发行股数(百万)	12,168
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	91,383
3个月日均交易额(人民币 百万)	512
净负债比率(%) (2019E)	139
主要股东(%)	
上海格林兰投资企业(有限合伙)	29

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年4月23日收市价为标准

相关研究报告

《绿地控股》 20190130

《绿地控股》 20180425

《绿地控股 2018 年业绩快报: 归母净利增速回升, 龙头估值修复通道开启》 20180112

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

晋蔚 (研究)

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

绿地控股

主业稳健多业协同, 长三角强资源禀赋

绿地控股 2018 年实现营业收入 3,484.3 亿元, 同比增长 20.1%; 实现归母净利润 113.75 亿元, 同比增长 25.9%; 净资产收益率 17.2%, 同比增长 1.9 个百分点; 每 10 股派发现金股利 3 元。2018 年公司实现销售额 3,875 亿元, 同比增长 26%, 地产结算毛利率提升至 27%; 新增土地储备权益建面 4,337 万方, 长三角地区土储优质。考虑到公司结算资源充足, 大基建、大金融、大消费板块协同发展加速, 我们预计公司 2019-21 年 EPS 分别为 1.15/1.38/1.67 元, 对应 19 年 PE6.5 倍, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **经营业绩稳健增长, 地产主业量价齐升。**2018 年公司实现营业收入 3,484.3 亿元, 同比增长 20.1%; 实现归母净利润 113.75 亿元, 同比增长 25.9%; 净资产收益率 17.2%, 同比增长 1.9 个百分点。18 年公司毛利率和归母净利润率分别为 15.4% 和 3.3%, 分别较上年增加 1.0 及 0.2 个百分点, 其中房地产主业毛利率为 27.0%, 同比增长 3.6 个百分点, 提升显著, 其他业务毛利水平稳定。19 年一季度, 公司实现营收 903.9 亿, 归母净利润 44.1 亿, 分别维持 21% 和 26% 的高增速。截至一季度末, 公司预收账款 3,563.3 亿元, 覆盖 18 年地产营收超 2 倍, 业绩保障性较强。
- **销售稳增土储丰厚, 长三角土储优质。**2018 年, 公司实现合同销售金额 3,875 亿元, 同比增长 26%; 合同销售面积 3,664 万方, 同比增长 50%; 回款 2,968 亿元, 同比增长 21%, 回款率达 77%。2018 年公司新增土地储备权益建面 4,337 万方, 19 年一季度新增权益建面 806 万方, 新增总货值超 5,000 亿元; 公司全年新增 118 个项目中 15 个为高铁站项目, 新进城市 30 个。18 年 9 月, 公司与苏州市政府签订合作开发长三角科技示范城项目; 19 年 2 月, 公司收购中民外滩 50% 股权债权, 获取上海董家渡项目, 长三角区域土储优质。
- **多元产业协同发展, 股权投资多亮点。**2018 年, 公司大基建、大金融、大消费等板块齐头并进, 其中基建业务实现营业收入 1,481 亿元, 同比增长 41%; 新签合同金额 3,162 亿元, 同比增长 63%, 成为公司业绩增长的重要引擎。大金融板块实现利润总额 25 亿元, 成功参与深兰科技、寒武纪、蚂蚁金服等项目, 募资投资能力双提升。大消费方面, 18 年酒店旅游业务实现收入 22 亿元, 利润总额 3.5 亿元。同时, 公司在康养、科创等领域拓展加速, 逐步推进利润多元化发展。
- **杠杆率进一步下降, 现金流状况改善。**2017 年公司净负债率同比下降 34 个百分点至 171.83%; 报告期末货币资金 610.2 亿元, 同比增加 65.44 亿元, 现金短债比 0.86, 较上年提升 6 个百分点; 平均融资成本 5.40%, 处于行业低位。良好的销售回款和融资, 使得公司的现金流状况改善, 经营性现金流 422 亿元, 连续两年为正。

估值

- 我们预计公司 2019-21 年 EPS 分别为 1.15/1.38/1.67 元, 对应 19 年 PE6.5 倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 业务推进及项目周转速度不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	290,418	348,732	427,063	537,671	699,778
变动(%)	17	20	22	26	30
净利润(人民币 百万)	8,993	11,454	14,036	16,732	20,251
全面摊薄每股收益(人民币)	0.739	0.941	1.154	1.375	1.664
变动(%)	24.8	27.4	22.5	19.2	21.0
先前预测每股收益(人民币)			1.150	1.384	
调整幅度(%)			0.3	(0.6)	
全面摊薄市盈率(倍)	10.2	8.0	6.5	5.5	4.5
价格/每股现金流量(倍)	1.6	2.2	11.3	(3.3)	(1.7)
每股现金流量(人民币)	4.84	3.47	0.67	(2.27)	(4.32)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.6	9.5	8.6	10.3	14.4
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.370	0.441	0.534
股息率(%)	4.0	4.0	4.9	5.9	7.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	290,418	348,732	427,063	537,671	699,778
销售成本	(257,724)	(304,601)	(379,239)	(485,617)	(642,756)
经营费用	(11,776)	(14,866)	(17,200)	(22,179)	(29,476)
息税折旧前利润	20,918	29,266	30,625	29,874	27,547
折旧及摊销	(1,633)	(1,922)	(2,018)	(2,016)	(2,014)
经营利润(息税前利润)	19,286	27,343	28,607	27,858	25,532
净利息收入/(费用)	(2,091)	(1,946)	2,038	9,904	21,050
其他收益/(损失)	2,666	(259)	322	(188)	(937)
税前利润	19,217	24,348	29,948	35,700	43,207
所得税	(5,689)	(8,246)	(10,176)	(12,130)	(14,681)
少数股东权益	(4,534)	(4,649)	(5,736)	(6,838)	(8,276)
净利润	8,993	11,454	14,036	16,732	20,251
核心净利润	8,993	11,454	14,036	16,732	20,251
每股收益(人民币)	0.739	0.941	1.154	1.375	1.664
核心每股收益(人民币)	0.739	0.941	1.154	1.375	1.664
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.370	0.441	0.534
收入增长(%)	17	20	22	26	30
息税前利润增长(%)	34	42	5	(3)	(8)
息税折旧前利润增长(%)	31	40	5	(2)	(8)
每股收益增长(%)	25	27	23	19	21
核心每股收益增长(%)	25	27	23	19	21

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	75,376	81,020	101,895	124,915	162,577
应收帐款	106,126	159,970	170,825	215,068	279,911
库存	514,683	595,497	729,255	918,129	1,194,944
其他流动资产	67,002	90,976	72,766	91,164	118,347
流动资产总计	763,187	927,463	1,074,7	1,349,2	1,755,7
固定资产	13,001	25,403	27,333	29,268	31,203
无形资产	2,789	3,532	3,454	3,380	3,309
其他长期资产	69,555	80,148	90,600	114,296	168,167
长期资产总计	85,346	109,082	121,388	146,944	202,679
总资产	848,533	1,036,545	1,196,129	1,496,220	1,958,458
应付帐款	216,877	282,918	352,553	451,811	598,462
短期债务	93,342	93,794	98,628	167,095	292,917
其他流动负债	266,213	370,504	440,482	554,683	722,233
流动负债总计	576,432	747,216	891,663	1,173,588	1,613,612
长期借款	174,565	174,392	174,393	174,395	174,398
其他长期负债	4,083	6,012	6,874	8,104	9,921
股本	12,168	12,168	12,168	12,168	12,168
储备	50,361	57,936	68,313	80,605	95,379
股东权益	62,529	70,104	80,481	92,773	107,547
少数股东权益	30,923	38,822	42,717	47,360	52,980
总负债及权益	848,533	1,036,545	1,196,129	1,496,220	1,958,458
每股帐面价值(人民币)	5.14	5.76	6.61	7.62	8.84
每股有形资产(人民币)	4.91	5.47	6.33	7.34	8.56
每股净负债/(现金)(人民币)	15.82	15.38	14.06	17.80	25.04

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	19,217	24,348	29,948	35,700	43,207
折旧与摊销	1,633	1,922	2,018	2,016	2,014
净利息费用	2,735	2,735	(1,019)	(8,030)	(18,612)
运营资本变动	49,666	24,783	(11,913)	(44,981)	(64,965)
税金	(5,689)	(8,246)	(10,176)	(12,130)	(14,681)
其他经营现金流	(8,699)	(3,371)	(736)	(226)	521
经营活动产生的现金流	58,863	42,172	8,122	(27,651)	(52,514)
购买固定资产净值	(2,601)	(7,693)	(1,615)	(3,248)	(6,535)
投资减少/增加	(5,073)	2,737	1,019	1,874	2,439
其他投资现金流	(6,759)	(5,818)	12,167	(5,529)	(12,529)
投资活动产生的现金流	(14,433)	(10,775)	11,571	(6,903)	(16,626)
净增权益	4,029	3,951	0	0	0
净增债务	(18,363)	(14,657)	4,834	68,469	125,826
支付股息	(20,469)	(19,745)	(4,505)	(5,370)	(6,499)
其他融资现金流	(1,816)	3,551	12,167	(5,529)	(12,529)
融资活动产生的现金流	(36,619)	(26,901)	12,496	57,571	106,797
现金变动	7,810	4,497	20,875	23,016	37,657
期初现金	62,683	75,376	81,020	101,895	124,915
公司自由现金流	44,429	31,398	19,693	(34,555)	(69,141)
权益自由现金流	26,066	16,741	24,528	33,914	56,685

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.2	8.4	7.2	5.6	3.9
息税前利润率(%)	6.6	7.8	6.7	5.2	3.6
税前利润率(%)	6.6	7.0	7.0	6.6	6.2
净利率(%)	3.1	3.3	3.3	3.1	2.9
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	5.7	7.8	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	206.0	171.8	138.9	154.5	189.8
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
估值					
市盈率(倍)	10.2	8.0	6.5	5.5	4.5
核心业务市盈率(倍)	10.2	8.0	6.5	5.5	4.5
市净率(倍)	1.5	1.3	1.1	1.0	0.8
价格/现金流(倍)	1.6	2.2	11.3	(3.3)	(1.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.6	9.5	8.6	10.3	14.4
周转率					
存货周转天数	707.6	665.2	637.5	619.1	600.0
应收帐款周转天数	108.6	139.3	141.4	131.0	129.1
应付帐款周转天数	250.8	261.6	271.6	273.0	273.9
回报率					
股息支付率(%)	57.7	48.2	48.6	48.6	48.6
净资产收益率(%)	15.1	17.3	18.6	19.3	20.2
资产收益率(%)	1.7	1.9	1.7	1.4	1.0
已运用资本收益率(%)	5.5	7.6	7.7	6.8	5.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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