

## 买入

2015年04月14日

### 2014 业绩不佳，新绿城重新起航

- 2014 年全年业绩不佳：**绿城中国 2014 年全年营收 320.49 亿元，同比增 10.5%，净利润 32.1 亿元，同比下降 46.4%，核心净利 33.79 亿元，同比下降 36%，归属上市公司股东净利 20.7 亿元，同比下降 57.6%，2014 年公司不派发股息，业绩不佳的主要原因是 2014 年整体房地产市场低迷，公司营销和管理费用上升，以及来自联营、合营公司的收益大幅减少。公司的毛利率由去年同期的 30.3% 下降至 25.4%，主要原因是结转的项目土地成本较高。目前公司股权已经稳定，管理层也稳定下来，2015 年绿城将继续以去库存和调结构为主，并加强与大股东中交集团的合作和互动，土地储备方面向一线及核心城市收缩，增加产品的多样性，向轻资产与服务转型。品牌认同度和高品质仍然是绿城的一大优势，这对公司的销售有很大促进作用。2014 年公司完成的合约销售额达到 794 亿元，超额完成销售目标，2015 年一季度已经完成销售额 107 亿元，好于预期目标，随着中国房地产市场进一步回暖，公司的销售有望好转。
- 中交集团入主有望带来转机：**绿城的股权变动最终尘埃落定，以中交集团收购 24.287% 的股份成为绿城中国并列第一大股东结束，目前中交集团已派两名执行董事入驻绿城董事会。中交集团是一家世界 500 强的大型央企，实力雄厚，预计可以给绿城带来多方面的好处：1) 绿城中国成为中交集团唯一的海外上市房地产开发平台，可以整合中交集团在国内的房地产项目及土地储备；2) 由于中交集团的背书，可以提升绿城的信贷评级从而降低融资成本，进一步改善绿城的财务状况；3) 通过中交集团在海外的项目储备进军海外房地产市场，这是绿城进行牌品输出和轻资产运营的一个选择。
- 财务状况有待改善：**截止 2014 年底，公司持有现金 90.8 亿元，净负债率达到 76.7%，比去年同期提升 16.6 个百分点，平均融资成本为 7.9%，比去年同期降低 0.8 个百分点，2015 年融资成本有望进一步降低。
- 目标价为 11.46 港元，维持买入评级：**源于最新的盈利估算，我们给予其 11.46 港元的目标价，相当于 15 年 7.2 倍的市盈率，相对于 15 年每股资产净值折让 47%，上升潜力为 34%，维持买入的评级。

郑嘉梁

+852 2532 1599

Jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

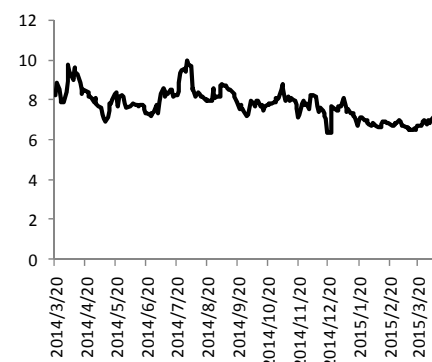
### 主要数据

行业	房地产
股价	8.53 港元
目标价	11.46 港元 (+34%)
股票代码	3900
已发行股本	21.61 亿股
市值	184.34 亿港元
52 周高/低	10.0/6.25 港元
NAV	21.80 港元
主要股东	中交集团 (24.3%) 九龙仓 (24.3%) 宋卫平 (10.461%)

### 盈利摘要

年结日: 31/12	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入(百万人民币)	28,991	32,049	32,816	31,386	31,575
变动(%)	-18.1%	10.5%	2.4%	-4.4%	0.6%
净利润(百万人民币)	4,886	2,072	2,727	2,903	3,192
变动(%)	0.7%	-57.6%	31.6%	6.5%	9.9%
每股收益(元)	2.27	0.96	1.27	1.35	1.48
变动(%)	-11.7%	-57.7%	31.9%	6.4%	9.9%
市盈率@8.53 (倍)	3.0	7.1	5.4	5.1	4.6
每股股息(元)	0.540	0.000	0.000	0.269	0.296
息率(%)	7.9%	0.0%	0.0%	3.9%	4.3%

### 股价表现



来源: 彭博

来源: 公司资料, 第一上海

第一上海证券有限公司

www.mystockhk.com

## 附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	28,991	32,049	32,816	31,386	31,575	增长率 (%)					
-物业销售	27,460	30,111	30,713	29,177	29,177	收入	-18	11	2	-4	1
-其他	1,530	1,938	2,104	2,209	2,398	经营利润	-26	-12	10	-0	4
销售成本	-20,215	-23,916	-24,082	-22,783	-22,671	净利润	1	-58	32	6	10
毛利	8,775	8,133	8,735	8,603	8,904	每股盈利	-12	-58	32	6	10
其他收入	728	964	964	964	964	盈利分析 (%)					
行政费用	-2,340	-2,827	-2,789	-2,668	-2,684	毛利率	30	25	27	27	28
经营利润	7,163	6,269	6,909	6,900	7,185	经营利润	25	20	21	22	23
利息支出	-507	-680	-441	-440	-439	净利润	17	6	8	9	10
联营公司收入	1,570	408	428	450	472	其他 (%)					
特殊项目	919	-237	0	0	0	有效税率	35	46	42	41	40
税前利润	9,146	5,928	6,897	6,909	7,218	派息比率	24	0	0	20	20
税项	-3,156	-2,719	-2,891	-2,836	-2,913	ROE	20	9	10	10	10
少数股东权益	-1,105	-1,138	-1,278	-1,170	-1,113	ROA	4	2	2	2	2
净利润	4,886	2,072	2,727	2,903	3,192	流动比率(倍)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
核心利润	4,283	3,379	2,727	2,903	3,192	利息覆盖率(倍)	14.1	9.2	15.7	15.7	16.4
派息	-1,164	0	0	-581	-638	估值					
未分配利润	3,722	2,072	2,727	2,323	2,554	PE (x)	2.7	6.5	4.9	4.6	4.2
每股盈利 (元)	2.267	0.959	1.266	1.347	1.480	P/B (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
每股派息 (元)	0.540	0.000	0.000	0.269	0.296	每股现金流 (倍)	10.5	(2.2)	15.8	2.4	5.5
						息率 (%)	8.7	0.0	0.0	4.3	4.8
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	10,686	7,734	8,740	9,844	9,924	经营利润	9,146	5,928	6,897	6,909	7,218
应收账款	4,381	5,215	5,372	5,533	5,699	折旧	324	402	486	511	536
存货	58,412	62,836	64,093	60,889	60,889	营运资金变动	-8,144	-8,993	-3,646	1,073	-2,385
其他流动资产	27,548	29,192	32,394	35,382	38,669	税项	-3,101	-3,366	-2,891	-2,836	-2,913
无形资产	0	0	0	0	0	其他	0	0	0	0	0
其他长期资产	2,154	2,175	1,983	2,199	2,415	经营现金流	1,274	-6,029	846	5,657	2,456
联营公司资产	11,864	10,533	11,059	18,190	25,678	资本开支	-1,382	-1,814	-2,000	-1,800	-2,000
固定资产	6,696	8,108	8,513	8,939	9,386	关联公司投资	-3,593	1,331	-527	-7,131	-7,488
总资产	121,741	125,793	132,154	140,975	152,659	其他	-10	0	0	0	2,500
短期贷款	6,018	12,167	13,384	14,722	16,195	投资现金流	-4,984	-1,010	-2,054	-8,458	-6,515
应付账款	17,911	19,381	20,350	21,367	22,436	公允价值变动	0	1	2	3	4
其他流动负债	41,199	36,227	40,312	40,743	44,028	债务变动	3,529	5,304	4,215	4,486	4,777
长期贷款	24,494	23,648	26,646	29,794	33,099	派息	-1,596	0	0	-581	-638
递延税项	704	804	804	804	804	其他	6,304	0	-2,000	0	0
其他固定资产	0	71	0	0	0	融资现金流	8,237	5,304	2,215	3,905	4,139
总负债	90,325	92,299	101,496	107,431	116,561	现金变动	4,527	-1,735	1,006	1,104	80
股东权益	24,947	23,640	26,367	28,690	31,243	汇兑变动	-4	0	0	0	0
少数股东权益	7,064	8,191	5,641	6,205	6,205	初期现金	6,164	10,686	7,734	8,740	9,844
合计	122,336	124,129	133,504	142,325	154,009	末期现金	10,686	7,734	8,740	9,844	9,924
净负债率	60	119	119	121	126	调整	0	0	0	0	0
每股净资产(元)	11.59	10.98	12.25	13.32	14.50	现金及现金等价物	10,686	7,734	8,740	9,844	9,924

资料来源: 公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。