

房地产行业

绿地集团：“上天入地出海”，乘风破浪的地产巨头

分析师： 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师： 郭 镇 S0260514080003



021-6075-0637



guoz@gf.com.cn

核心观点：

● 绿地集团销售规模或将成为全国第一

亿瀚智库数据显示，2014 年 1-11 月，绿地集团房地产合同销售金额预估值 1918 亿元，排名第一。集团年初提出 2400 亿元销售目标，若能完成计划，集团则可实现在千亿规模的基础上连续两年增速 50%。千亿规模之后的持续高增长，最重要的原因是集团有能力获得国内大量低价土地储备。截止 2014Q1，集团在国内土地储备约 10763 万平米（在建 6544 万平米+拟建 4219 万平米），排名第一。庞大的土地储备规模积累，一方面源自拿地力度增强，另一方面也是得益于其品牌效应。建造超高层的地标性建筑和大型的城市综合体有利于集团在城市的知名度扩散，形成品牌效应，产城一体化是顺应城市功能演变、将房地产开发与城市发展融为一体，容易受到地方政府青睐。

● 绿地商业集团或与万达商业比肩

超高层、城市综合体、产城一体化等非住宅产品类型，由绿地集团旗下的核心成员企业绿地商业集团作为平台进行运作和管理。目前绿地商业集团已建成 6 个超高层地标项目；集团商业地产总规模突破 1800 万平米；集团已在各地启动产业投资，总建面超 500 万平米。酒店板块也已成为强力发展引擎。预计在 2015 年前后，集团将成为拥有 10 余个商业综合体、经营规模逾百亿元的专业运营商。商业地产整售也将助力销售规模的进一步增长。

● 房地产业务海外布局形成新增增长点

除了国内庞大的土地储备以及商业地产整售模式为销售规模持续增长奠定坚实基础，集团在海外房地产业务进入收获期。近两年来，集团耗资近 900 亿元先后在亚洲、北美、西欧和澳大利亚投资开展 11 个海外房地产项目。目前部分项目已进入收获期，11 月单月销售 380 亿元中，商业地产整售部分和海外房地产销售部分合计 180 亿元。

● 混合所有制与国企改革排头兵

绿地集团本次借壳金丰投资上市的交易完成后，上海国资合计持股比例不超过 50%，代表管理层的上海格林兰持股比例近 30%，五位战略投资者合计持股比例近 20%。股权结构多元化（国资+管理层+战略投资者），保证了集团在充分立足国资背景、充分利用国资资源的同时，最大效率发挥市场机制，并最大程度上激发员工创造活力。

● 财务安全，海外融资平台助力发展

截至 2013 年末，集团资产负债率 87%，净负债率 202%。集团在国内银行借贷利率 5.6%-7.2%，信托借款利率 8%-8.5%，优势明显。通过持有绿地香港 60% 股权搭建海外融资平台，票据和债券发行年利率 4.375%-5.500%。

● 估值与建议

绿地集团除了住宅、商业及酒店等房地产相关业务外，还拥有建筑、能源、金融等业务板块。综合来看，绿地集团整体业务的合理市值区间约为 1919 亿元-2228 亿元。目前，金丰投资股价对应的绿地集团上市后总市值约 1493 亿元，较我们测算的合理市值区间折让了 22%-33%，建议积极关注金丰投资存在的投资机会。

● 风险提示

重大资产重组进度不及预期。

目录索引

绿地集团销售规模或将成为全国第一	3
绿地商业集团或将与万达商业比肩	4
房地产业务海外布局形成新增长点	8
混合所有制与国企改革排头兵	9
财务安全，海外融资平台助力发展	10
估值与评级	12

图表索引

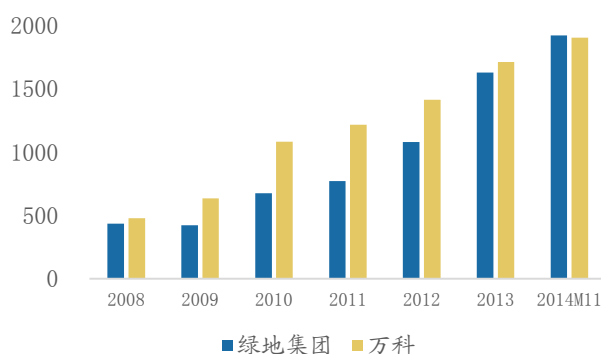
图 1: 绿地集团与万科销售规模（亿元）	3
图 2: 绿地集团销售规模增速（按金额）	3
图 3: 绿地集团土地储备（万平米，截止 2014Q1）	4
图 4: 部分房企土地储备（万平米，截止 2013 年）	4
图 5: 绿地与万达的商业地产规模（万平米）	4
图 6: 绿地与万达的酒店数量（个）	4
图 7: 北京绿地缤纷城	5
图 8: 上海外滩·名品汇	5
图 9: 绿地集团在建项目（建筑面积，万平米）	7
图 10: 绿地集团拟建项目（建筑面积，万平米）	7
图 11: 绿地集团房地产业务海外布局	8
图 12: 借壳上市后绿地集团的股权结构图	9
图 13: 绿地集团短期偿债压力	10
图 14: 绿地集团资产负债率和净负债率	10
表 1: 绿地商业集团已建成超高层地标项目情况	5
表 2: 绿地集团商业综合体项目	5
表 3: 绿地集团产城一体化项目	6
表 4: 绿地集团已建成酒店情况	7
表 5: 绿地集团房地产业务海外布局情况	8
表 6: 绿地集团国内借贷资金成本	11
表 7: 绿地香港融资情况	11
表 8: 绿地集团房地产销售业务估值	12
表 9: 绿地集团建筑业务估值	12

绿地集团销售规模或将成为全国第一

亿翰智库最新发布的数据显示，2014年1-11月，绿地集团房地产合同销售金额预估值为1918亿元，超过万科（亿翰智库数据1911亿元，万科公告1901亿元），排名第一，11月单月销售规模预估值为380亿元，同样排名第一。绿地集团在今年年初提出了2400亿元的销售目标，以此计算，截止2014年11月的销售完成率约为80%。

2012年，绿地集团房地产销售金额首次迈过千亿大关，达到1078亿元，超过保利地产（1017亿元），仅次于万科（1412亿元），排名全国第二。2013年，绿地集团销售金额1625亿元，与万科（1709亿元）的差距进一步缩小，同比增速达到51%。如果2014年全年的销售目标能够完成，同比增速将达48%。也就是说，绿地集团在迈入销售规模千亿级别之后，每年的增速仍保持在50%左右的水平。

图1：绿地集团与万科销售规模（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：绿地集团销售规模增速（按金额）

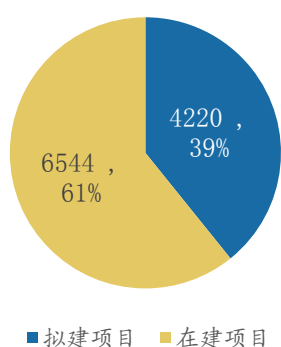


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

我们认为，绿地集团在千亿规模之后仍能保持高速增长，最重要的原因是其有能力获得国内大量的低价土地储备。以未竣工结算面积口径计算，截至2014年一季度末，绿地集团在国内的土地储备建筑面积约10763万平方米（在建6544万平方米+拟建4219万平方米），排名全国第一。截至2013年年底，绿地集团房地产开发项目已遍布全国29个省市自治区、80余个城市，并且，尽管在2013年绿地集团销售金额排名全国第二，但销售面积以1660万平方米排名全国第一，也说明了绿地集团土地储备资源的丰富。

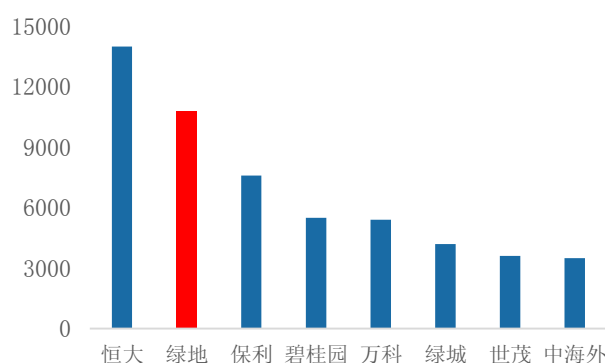
我们认为，绿地集团庞大的土地储备规模积累，一方面源自其拿地力度的不断增强，另一方面也是得益于其品牌效应。绿地集团在房地产开发中形成了四大产品线类型，分别是超高层、城市综合体、产城一体化和住宅。前三者均有利于集团的品牌塑造：建造超高层的地标性建筑和大型的城市综合体有利于集团在城市的知名度扩散，形成品牌效应，同时，产城一体化是顺应城市功能演变、将房地产开发与城市发展融为一体，容易受到地方政府亲睐，从而使得绿地集团在从地方政府手中获取土地资源方面具备较大的优势。

图3: 绿地集团土地储备 (万平方米, 截止2014Q1)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图4: 部分房企土地储备 (万平方米, 截止2013年)

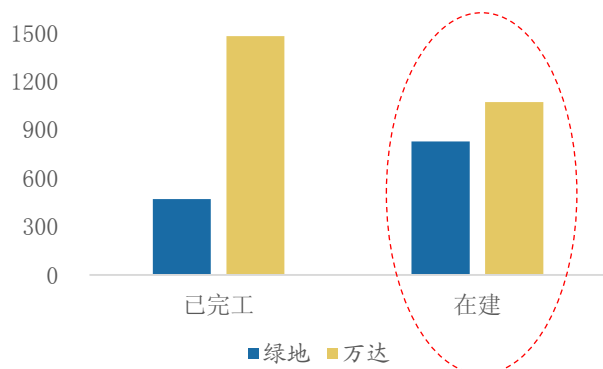


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

绿地商业集团或将与万达商业比肩

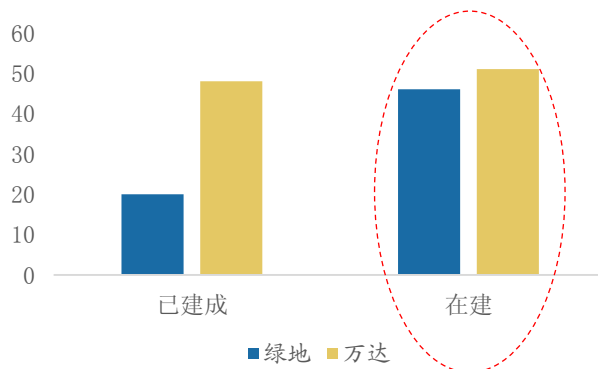
坐拥规模庞大的土地储备, 绿地集团已经形成了完善且独特的房地产产品线, 分别是超高层、城市综合体、产城一体化和住宅。超高层、城市综合体、产城一体化等非住宅产品类型, 由绿地集团旗下的核心成员企业绿地商业集团作为平台进行运作和管理。绿地商业集团的原身是上海绿地资产管理有限公司, 成立于2005年。作为绿地集团商业地产管理总部, 绿地商业集团商业地产项目规模、功能定位和商业品质均处于全国领先地位, 特别是在超高层建筑、大型城市综合体和产业园开发等领域。整体来看, 绿地商业集团在商业地产开发和酒店运营数量上, 几乎可以与万达比肩。

图5: 绿地与万达的商业地产规模 (万平方米)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图6: 绿地与万达的酒店数量 (个)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

根据官网信息, 目前绿地商业集团已建成6个超高层地标项目, 总建筑面积接近200万平方米, 均位于重点省份的省会城市或核心城市, 这也与绿地集团在地标建筑建造上的愿景相符, 董事长张玉良曾表示, 原则上省会城市、经济总量比较高的其他城市 (人口超过200万、GDP在3000亿元以上) 都可以建造超高层。盈利模式上方面, 集团以出售为主, 核心部分自持, 一般而言2-3年内可以收回成本。集团目前还

有17个超高层地标项目在建。

表1: 绿地商业集团已建成超高层地标项目情况

超高层地标	位置	建筑面积 (万平方米)	高度 (米)	业态和功能
南京绿地中心	江苏南京	30	450	超五星级洲际酒店、甲级办公楼、高档商场
南昌绿地中心	江西南昌	22	246	国际甲级写字楼、五星级酒店和商业综合体，引进精品百货、大型超市、高档影院等
大连绿地中心	辽宁大连	60	518	超白金五星级丽兹卡尔顿酒店、国际总部级5A 写字楼、世界顶级品牌购物中心、全球富豪专属海景公寓
武汉绿地中心	湖北武汉	30	606	超五星级酒店、国际甲级办公、高档商业、顶级公寓
济南绿地中心	山东济南	20	260	甲级办公、高级公寓、商业
郑州绿地中心	河南郑州	24	280	五星级酒店、商务办公、旅游观光、休闲娱乐和顶级商业

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

除了超高层地标性建筑之外，绿地商业集团同时致力于商业综合体项目的开发运营，商业地产总规模突破1800万平米，其中持有型购物中心面积约300万平米，自持率不到20%，对集团现金流的占用影响较小。近年来，绿地商业集团大力完善商业地产品牌建设，正式推出“四海、八方、人和”三大产品系列，积极推动绿地品牌的“全国化布局、产业化发展”，“绿地中心”（即超高层地标性建筑）、“绿地中央广场”、“绿地缤纷城”等主打品牌陆续亮相。

图7: 北京绿地缤纷城



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

图8: 上海海外滩·名品汇



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

表2: 绿地集团商业综合体项目

省市	商业综合体	省市	商业综合体
上海	海外滩·名品汇	安徽	绿地·海顿国际广场
	绿地船厂路		绿地·馨界
	上海 1960		绿地花都国际广场
	杨浦汇创	四川	成都北三环
	浦江乐和城	西安	西安世纪城市
	嘉创国际广场		西安绿地中央广场·馨界
	梅龙镇新都会		西安绿地中央广场·笔克会展中心
	川沙东海岸	宁夏	银川绿地国际皮革城
北京	北京大兴绿地缤纷城		银川绿地国际汽车城
江苏	花桥乐和城		银川红地毯影院
	无锡太湖大道		银川曲江生态花园酒店
	扬州尚锦汇商业广场	河南	绿地之窗
	扬州绿地缤纷城		老街·绿地郑东新苑
	常熟老街		峰会天下/世纪峰会
	无锡绿地世纪城		新里·卢浮公馆
山东	绿地高铁		原盛国际

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

第三块是产城一体化的发展战略，这是落实2012年中央经济会议提出的“城镇化新政”的重要举措。目前，绿地商业集团已经在黑龙江、吉林、内蒙古、宁夏、江西等极具发展潜力的地区启动产业投资，参与当地政府国家级各类开发区投资与建设，总建筑面积超过500万平米，累计投资数百亿元。

未来五年，产业地产将作为绿地集团战略新兴业务大力发展，进一步拓展在长三角地区、京津地区和中部地区等地区，加大一、二线城市“产城一体化”的投资力度，完成全国化战略布局。

表3：绿地集团产城一体化项目

项目名称	位置	规划面积	产业规划
南宁绿地空港产业城	广西南宁	总占地面积 10000 亩	电子商务、临空高科技、泛港金融、航空健康
沈阳绿地空港产业城	辽宁沈阳	-	国家（沈阳）航空经济综合实验区先行区、东北亚准自贸区先行先试区
哈尔滨广告产业园	黑龙江哈尔滨	整体规划面积 60 万平米	广告、媒体会展、设计服务、软件、文化旅游等产业

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

此外值得一提的是，作为绿地集团房地产项目尤其是商业地产项目配套的酒店板块，已经成为了集团提升房地产主业发展的强力引擎。目前，绿地集团酒店业

务覆盖海内外多个城市，建成酒店约20个（其中自有品牌酒店3家），房间总数超过6000个，在建酒店46家（其中自有品牌酒店39家），覆盖高档豪华、度假休闲、商务经济等全系列产品，已成为国内最大的酒店物业持有商和管理运营商之一。

表 4: 绿地集团已建成酒店情况

序号	酒店名称	建筑面积描述	房间数	建成年代
1	南京绿地洲际酒店	总建筑面积 5.5 万平方米，拥有 2 个 1000 平方米的无柱式宴会厅和 7 个面积不同的会议室	445	2010 年
2	徐州绿地皇冠假日酒店	拥有 1673 平方米会议室面积，其中包括 10 间会议室，以及可轻松容纳 1080 人的大宴会厅，客房面积由 45 平方米至 87 平方米不等	239	2012 年
3	西安绿地假日酒店	拥有 1013 平方米、可容纳 15-680 人会议空间	381	2009 年
4	上海绿地普陀智选假日酒店	拥有 80 平米的会议室，可容纳 40 位宾客	237	2006 年
5	上海绿地梅陇智选假日酒店	拥有可容纳 50 人的自然采光会议室	190	2007 年
6	上海绿地万豪酒店	楼高 28 层，拥有 1600 平方米、可容纳 680 人的宴会厅	291	2011 年
7	郑州 JW 万豪酒店	拥有面积达 1000 平方米的 JW 千玺大宴会厅	416	2014 年
8	上海绿地万怡酒店	楼高 10 层，拥有 337 平方米会议空间	238	2010 年
9	扬州绿地福朋酒店	拥有 1450 平方米的室内会议场地	247	2012 年
10	合肥福朋酒店	总建筑面积为 60137 平方米，客房面积由 40 平方米至 140 平方米不等	270	2014 年
11	郑州郑东新区雅乐轩酒店	楼高 22 层，拥有可容纳 20-160 人的会议室。	293	2012 年
12	上海绿地全套房酒店	楼高 30 层，客房面积由 50 平方米至 97 平方米不等	455	2005 年
13	上海南桥绿地逸东华酒店	楼高 20 层，客房面积由 29 平方米至 97.5 平方米不等	204	2010 年
14	上海新桥绿地逸东华酒店	拥有面积达 750 平米、可容纳 400 人的宴会厅	214	2012 年
15	济南 melia 酒店	总建筑面积 43000 平方米，宴会面积达 3300 平方米，客房面积由 39 至 188 平方米的客房及套房	231	2014 年
16	沈阳绿地棋盘山铂瑞酒店	总建筑面积 20 万平米，拥有面积达 1500 平方米宴会厅	328	2013 年
17	上海浦东绿地铂骊酒店	楼高 19 层，拥有 705 平方米的无柱型宴会厅	295	2010 年
18	德国法兰克福绿地铂骊酒店	拥有 300 平米宴会和会议区	177	2013 年
19	江西前景迎宾馆	总建筑面积为 16 万平方米，拥有可容纳 1600 余人的剧院式会议大厅和 20 余个大小多功能厅，1000 人同时就餐的主宴会厅和 400 人的小宴会厅	600	2010 年
20	上海绿地九龙宾馆	楼高 25 层，客房面积由 25 平方米至 45 平方米不等，拥有可容纳 300 人的大型会议室	320	1997 年

数据来源：公司公告，互联网，广发证券发展研究中心

展望未来，我们相信绿地集团未来将进一步加大对商业地产的拓展力度，为此集团已经在相关土地储备方面做了充分的准备。对绿地集团的在建和拟建项目类型进行分类，可以看到在建项目中仅有13%为不含住宅项目，而拟建项目中这一比例上升至26%。

图9: 绿地集团在建项目（建筑面积，万平米）

图10: 绿地集团拟建项目（建筑面积，万平米）



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

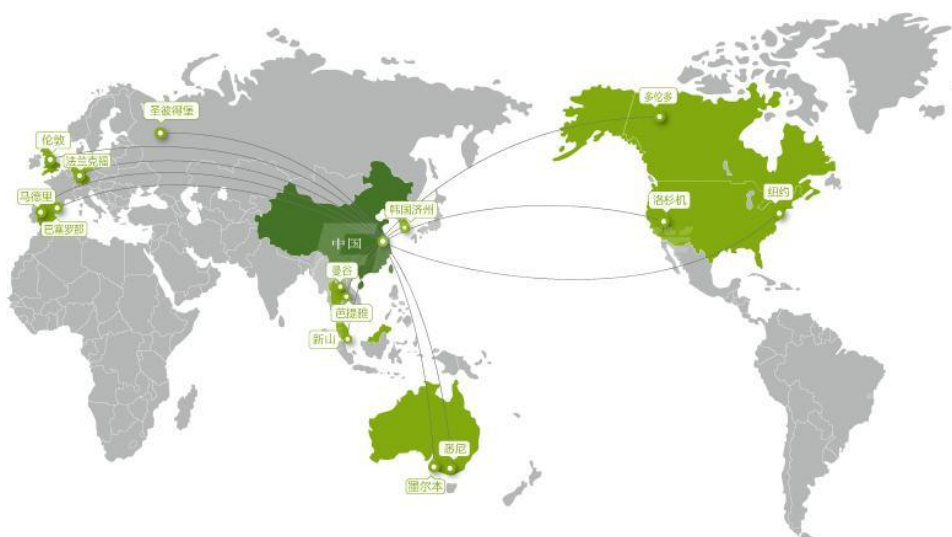
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

根据绿地商业集团的愿景, 2015年前后, 绿地商业集团将成为拥有10余个商业综合体、管理近100万平米优质商业物业、经营规模逾100亿元的专业运营商。同时我们也相信, 绿地集团商业地产的整售模式, 也将助力其销售规模的进一步增长。

房地产业务海外布局形成新增长点

除了国内庞大的土地储备以及商业地产整售模式为销售规模持续增长奠定扎实基础, 绿地集团在海外房地产业务也开始进入收获期。近两年来, 绿地集团耗资近900亿元先后在亚洲、北美、西欧和澳大利亚投资开展了11个海外房地产项目。

图11: 绿地集团房地产业务海外布局



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

表 5: 绿地集团房地产业务海外布局情况

项目名称	位置	占地面积	建筑面积	总投资	业态
------	----	------	------	-----	----

绿地韩国健康旅游城	韩国济州岛	150.00	43.00	9 亿美元	规划建设观光修养设施、医疗服务设施、商业购物中心、旅游度假区酒店及住宅等，建成后将成为居住、娱乐、医疗多种功能相结合，公共便利设施齐备的世界水平休养生型居住区。
绿地济州梦想大厦 218m	韩国济州岛	2.33	31.30	---	集地标式酒店、高标准酒店式公寓等于一体的奢华旅游度假区，将成为“济州最高双子塔”城市新地标
悉尼绿地中心 235m	澳大利亚悉尼	0.40	8.00	4.8 亿澳元	原 24 层办公楼将被重新开发并改造为超高层都市高端公寓，原 8 层历史保护建筑将被保留并改造成高星级精品酒店
绿地墨尔本赛马场住宅项目	澳大利亚墨尔本	4.00	10.00	---	可建大约 1000-1200 套住宅，将建成当地规模最大的住宅项目之一
泰国曼谷、芭提雅项目	泰国曼谷	14.40	90.00	120 亿元	规划建设中高端公寓、酒店式公寓、配套商业及办公项目
德国法兰克福绿地铂骊酒店	德国法兰克福	---	---	---	酒店拥有 177 间客房、300 平方米的宴会和会议区、全日餐厅、大堂吧、桑拿和健身中心
伦敦 RAM 啤酒厂住宅项目	英国伦敦	3.00	9.00	---	规划开发集高层公寓、保障性住房、商业设施于一体的住宅开发项目
伦敦金丝雀码头高层公寓项目	英国伦敦	0.37	9.80	---	将开发一幢高度超过 240 米的高端住宅公寓，并辅以少量商业配套设施
纽约绿地大西洋广场	美国纽约	6.45	---	60 亿美元	规划建设以中高档公寓住宅为主的综合社区，辅以配套底商及少量办公
洛杉矶绿地中心	美国洛杉矶	2.56	15.32	10 亿美元	开发业态包括酒店、办公、服务式公寓及高档住宅

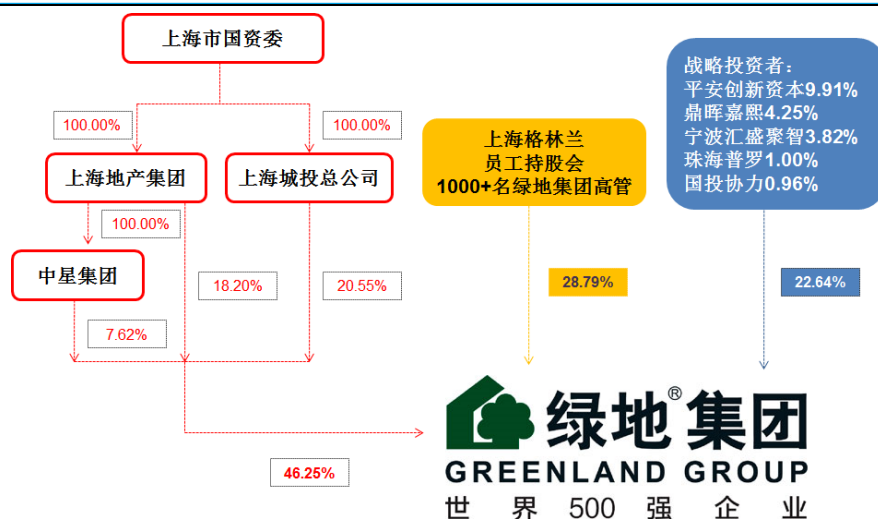
数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

截至目前，部分项目已经进入收获期，如洛杉矶绿地中心项目首期大都会，以及韩国健康旅游城的住宅项目“绿地汉拿山小镇”等。房地产业务的海外布局，在一定程度上熨平了国内房地产市场的波动风险，为绿地集团销售规模的增长带来新的动力，2014年11月单月销售规模的380亿元中，200亿元来自国内住宅销售，而商业地产整售部分和海外房地产销售部分合计180亿元。

混合所有制与国企改革排头兵

绿地集团是上海市国资系统内第二大企业，目前其股权结构中除国资成分外，还有管理层及员工持股（原“职工持股会”，现为“上海格林兰”）以及引进战略投资者（平安创新资本、鼎晖嘉熙、宁波汇盛聚智、珠海普罗和国投协力）。绿地集团本次借壳金丰投资上市的交易完成后，上海城投总公司、上海地产集团、上海格林兰持股比例较为接近、且均不超过30%；同时，上海国资合计持股比例不超过50%，代表管理层及员工的上海格林兰持股比例近30%，五位战略投资者合计持股比例近20%。本次交易完成后，绿地集团将成为上海市国资系统中的多元化混合所有制企业，也是上海国企改革的排头兵。

图12：借壳上市后绿地集团的股权结构图



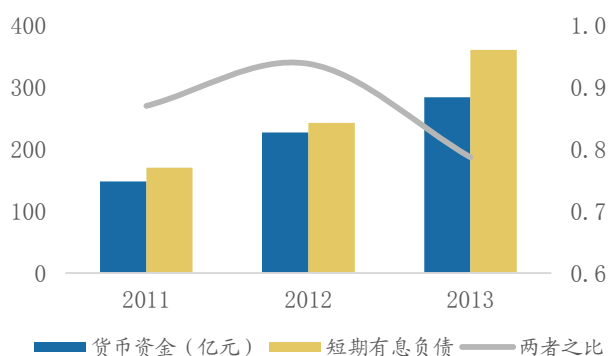
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

股权结构的多元化（国资+管理层+战略投资者），保证了绿地集团在充分立足国资背景、充分利用国资资源的同时，最大效率发挥市场机制，并最大程度上激发员工创造活力。绿地集团混合所有制体现出的优势，特别明显地反映在集团海外投资过程中，混合所有制为灵活高效的决策机制提供了保障，从而提升了投资效率，同时，多元化的利益主体做出的决策能够更有效地规避和控制投资风险。

财务安全，海外融资平台助力发展

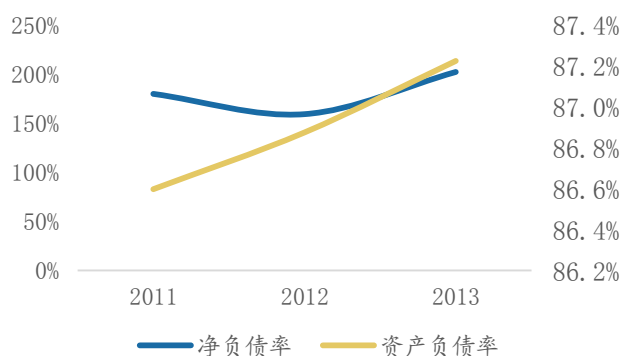
截至2013年末，绿地集团在手货币资金约283亿元，短期借款余额约241亿元，一年内到期的非流动负债余额约119亿元，货币资金/短期有息负债约为0.80，存在一定的偿债压力。从杠杆率来看，截至2013年末，绿地集团资产负债率达到87%，在国资系统中属于较高的水平，净负债率约为202%，在房企中处于中等水平。

图13：绿地集团短期偿债压力



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图14：绿地集团资产负债率和净负债率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

绿地集团依托自身的资源和能力，其在国内进行融资能够获得较合适的利率。

我们看到，绿地集团在银行借贷的平均利率水平一般在5.6%-7.2%，信托借款利率也仅为8%-8.5%。

表6：绿地集团国内借贷资金成本

贷款单位	借款起始日	借款终止日	年利率 (%)	13年末余额 (亿元)
厦门国际信托有限公司	2013年9月18日	2015年9月18日	8.300	14.00
厦门国际信托有限公司	2013年7月23日	2015年7月23日	8.300	20.00
中信银行广渠路支行	2013年2月16日	2018年2月16日	7.040	14.00
交行官园支行	2013年2月4日	2016年2月3日	6.765	11.59
洪洞县联社营业部	2012年12月26日	2014年12月24日	7.200	4.36
国家开发银行上海分行	2011年12月8日	2014年12月7日	6.150	9.00
中信银行北京西路支行	2011年4月22日	2014年4月21日	6.770	2.20
国家开发银行上海分行	2010年2月2日	2014年7月22日	5.600	2.00
中国建设银行	2009年10月15日	2014年10月14日	基准利率 下浮 8%	2.00

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

此外，绿地集团还通过持有绿地香港60%的股权，成功搭建了海外融资平台。绿地香港的前身是盛高置地，2013年8月，绿地集团认购盛高置地增发股份，从而持有盛高置地扩大股本后60%股份，并成为第一大股东。绿地香港将作为绿地集团资本运作的国际平台以及品牌展示的国际窗口，助力绿地集团实现更高目标和新的增长极。

表7：绿地香港融资情况

发行日期	融资类型	发行金额	期限	票面利率
2014年7月	中期票据	5亿美元	3年	4.375%
2014年1月	债券	15亿元人民币	4年	5.500%
2013年10月	债券	7亿美元	3年	4.750%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

绿地香港除了为绿地集团优质项目提供国际资本市场的融资载体，同时也将通过自主收购、发债等途径实现业务及资本规模的增长，绿地香港主要从事房地产开发和酒店投资、物业管理及教育产业，其房地产开发项目主要布局长三角，运作中高端城市住宅、大型城市综合体及高端旅游地产，截至2012年末，绿地香港在大陆地区9个城市拥有土地储备470万平米。

估值与建议

下面我们对绿地集团的合理市值空间进行估计。绿地集团除了住宅、商业及酒店等房地产相关业务外，还拥有建筑、能源、金融等业务板块。

房地产销售方面，假设绿地集团在2014年实现2400亿元的销售，参考万科和保利地产的P/S估值，绿地集团房地产销售业务对应的合理市值区间为1590亿元-1810亿元。

表8：绿地集团房地产销售业务估值

单位：亿元	2013 年销售金额	2014 年预期销售金额	总市值*	总市值/预期销售金额
万科	1709	2100	1392	0.66
保利地产	1253	1400	1056	0.75
绿地集团	1625	2400		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

持有型物业（商业地产和酒店）方面，主要包括商业地产和酒店，自持的购物中心面积超过300万平米，酒店约200万平米。2013年末，绿地集团合并资产负债表上投资性房地产账面成本105亿元，若按公允价值计量，假定增值率区间为20%-50%，那么绿地集团当前持有型物业的合理市值区间为126亿元-158亿元。

建筑业务方面，由于绿地集团仅披露了收入和毛利，参考可比公司的总市值/毛利，绿地集团建筑业务的合理市值区间为48亿元-68亿元。

表9：绿地集团建筑业务估值

单位：亿元	2013 年营业收入	2013 年毛利润	总市值	总市值/营业收入	总市值/毛利
四川路桥	254.27	32.16	166.69	0.66	5.18
中材国际	207.32	27.12	146.61	0.71	5.41
龙元建设	153.28	13.15	60.55	0.40	4.60
宁波建工	134.99	11.91	44.90	0.33	3.77
绿地集团	207.55	12.61			

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

能源业务方面，绿地集团在内蒙古、山西有多座煤矿，资源总储量约7亿吨，年产量超1350万吨，年配送超5500万吨，是上海市经信委指定的上海地区主要供煤企业。假设开采率为50%，按照全部为动力煤的保守假设，每吨价格区间为10-12元，那么绿地集团能源业务的合理估值区间为35亿元-42亿元。假设能源贸易业务基本不赚钱，估值为0亿元。

金融板块方面，绿地集团在2011年成立了全资子公司绿地金融控股集团，初始资本金10亿元，2014年增资至30亿元。绿地金控集团投资广发，目前持有上海农村

商业银行4%的股权、锦州银行3.98%的股权、东方证券2.46%的股权，同时设立了融资担保、小额贷款和典当公司。金融板块每年为集团贡献的利润稳定在10亿元左右，2014年预期业务规模达到200亿元，利润15亿元。我们假定P/E估值区间为8倍-10倍，那么绿地集团金融板块的合理市值区间为120亿元-150亿元。

综合来看，绿地集团整体业务的合理市值区间约为1919亿元-2228亿元。绿地集团借壳金丰投资上市后，总股本将增至约121.68亿股，2014年12月30日，金丰投资股价为12.27元，对应总市值约1493亿元，较我们测算的合理市值区间折让了22%-33%，建议积极关注金丰投资存在的投资机会。

风险提示

重大资产重组进度不及预期。

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 复旦大学经济学硕士, 五年房地产研究经验, 2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 镇: 分析师, 清华大学工学硕士, 两年房地产研究经验, 2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 金 山: 研究助理, 复旦大学经济学硕士, 2013 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。