

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 6.23  
合理价格区间(元): 6.90~8.05

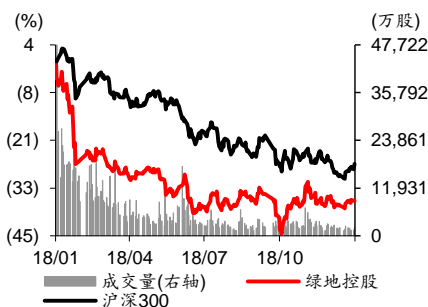
韩笑 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087  
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《绿地控股(600606,买入): 销售持续增长, 基建版图扩张》2018.10
- 2《绿地控股(600606,买入): 前三季度业绩靓丽, 销售依然强劲》2018.10
- 3《绿地控股(600606,买入): 去杠杆成效显著, 多业务协同并进》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 规模质量双提升, 多元业务共协同

### 绿地控股(600606)

**核心观点**

公司发布业绩快报, 2018 年实现营收 3510.1 亿元, 同比增长 20.9%; 实现归母净利润 116.6 亿元, 同比增长 29.0%; 加权平均 ROE 为 17.33%, 同比增长 2.12 个百分点。公司总资产步入万亿时代, 地产业务稳健增长, 大基建、大金融、大消费多元业务协同并进, 业绩略超我们预期。我们上调 2018-2020 年 EPS 至 0.96、1.15、1.38 元, 维持“买入”评级。

**业绩规模质量双改善**

公司 2018 年业绩增长动力源于业绩规模质量双改善。地产结转收入以及多元业务皆实现丰收, 推动营业收入同比增长 21%。同时公司盈利质量进一步改善, 2018 年营业利润率为 6.92%, 较去年提升 0.12 个百分点, 主要得益于结转结构改善以及结转项目盈利能力提升。根据公司三季报数据, 2018 年前三季度入市项目中住宅的比例由 2017 年的 69% 提升至 74%, 地产业务毛利率同比提升 4.25 个百分点至 26.26%, 带动综合毛利率提升 1.05 个百分点至 15.06%。

**销售接近 4000 亿门槛, 拓展力度回升**

2018 年公司房地产业务实现销售面积 3664.0 万平, 同比增长 50.3%; 实现销售金额 3874.9 亿元, 同比增长 26.4%; 实现回款 2968.0 亿元, 同比增长 21.1%, 回款率 77%, 离 4000 亿门槛仅一步之遥。四季度公司加快推盘供货节奏, 加大去化力度, 单季度销售面积、销售金额实现 42.61%、16.85% 的稳健增长。2018 年公司拿地力度大幅回升, 新增权益计容建面 4336.8 万平, 同比增长 115.8%; 权益总价 797.2 亿元, 同比增长 74.4%; 拿地强度为 22.9%, 同比增长 3.8 个百分点; 新增货值 4541 亿元。高铁“城际空间站”成为公司新亮点, 新增项目近 20 个, 占新增土储超 30%。

**多元业务厚度提升, 协同并进共成长**

公司多元业务协同并进, 已成为利润重要来源, 2018 年前三季度非房地产业务贡献利润总额的 28.1%。大基建方面, 公司 2018 年新签合同金额 3162 亿元, 同比增长 63%。大金融方面, 2018 年累计发行产品 38 期, 完成募资 17 亿元, 利润总额同比增长超过 50%, 债权、股权投资业务稳步运营。大消费方面, 2018 年商贸产业新开零售门店 23 家, 门店总数达到 65 家, 覆盖 18 个城市; 酒店旅游产业新开 8 家自有酒店, 签约管理输出项目 12 个, 自有和管理输出项目已累计逾 200 个, 遍布 12 个国家 70 余个城市。

**资产规模迈入万亿时代, 维持买入评级**

根据业绩快报, 我们上调公司 2018-2020 年 EPS 至 0.96、1.15、1.38 元 (前值 0.90、1.10、1.31)。参考可比公司 2019 年 6.4 倍的 PE 估值, 我们认为公司 2019 年合理 PE 估值水平为 6-7 倍, 目标价 6.90-8.05 元 (前值 7.65-8.10), 维持“买入”评级。

风险提示: 房地产行业销售增速存在下滑风险, 有可能拖累公司销售; 房地产行业融资紧张、基建业务资金沉淀增加资金链压力。

公司基本资料

总股本 (百万股)	12,168
流通 A 股 (百万股)	12,168
52 周内股价区间 (元)	5.40-10.13
总市值 (百万元)	75,808
总资产 (百万元)	951,482
每股净资产 (元)	5.41

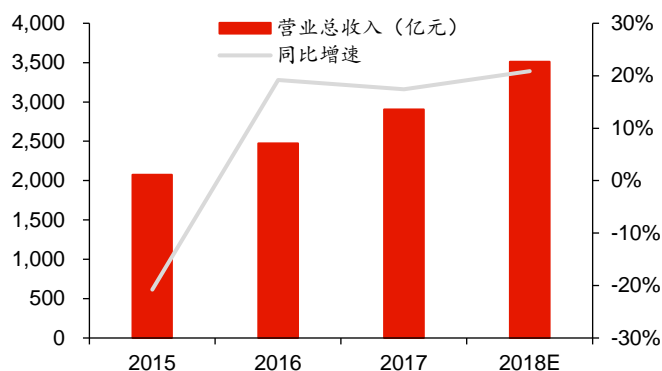
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	247,400	290,418	351,000	438,750	548,438
+/-%	19.21	17.39	20.86	25.00	25.00
归属母公司净利润 (百万元)	7,207	9,038	11,662	13,999	16,755
+/-%	4.66	25.40	29.04	20.03	19.69
EPS (元, 最新摊薄)	0.59	0.74	0.96	1.15	1.38
PE (倍)	10.52	8.39	6.50	5.42	4.52

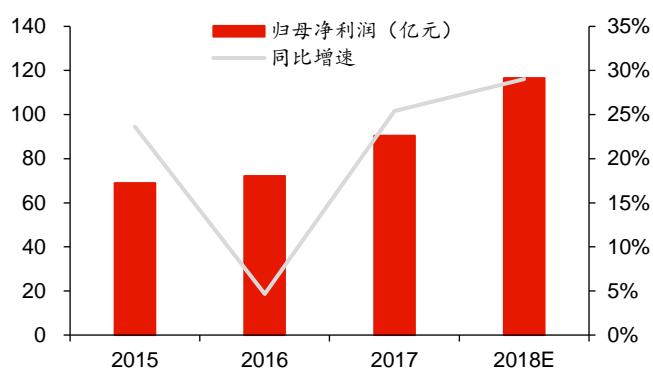
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：2018年营收继续增长



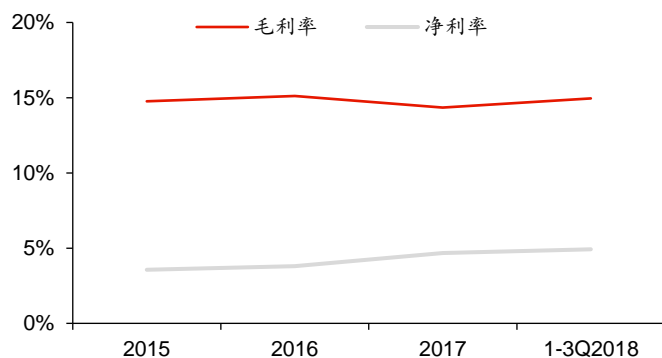
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2018年归母净利润继续增长



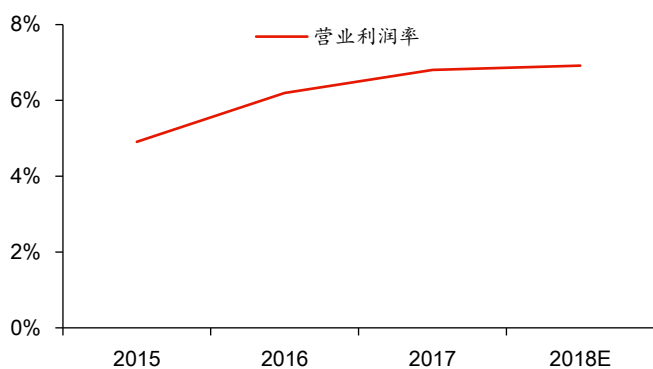
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2018前三季度毛利率和净利率情况



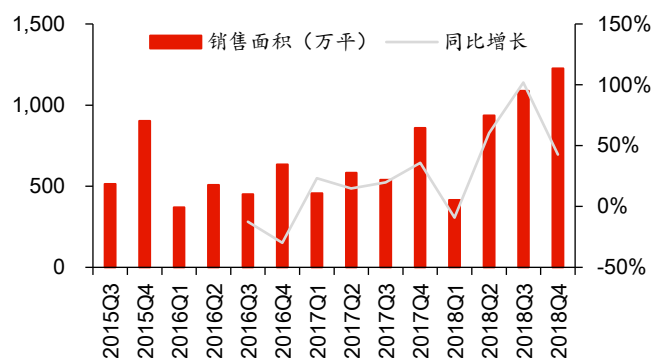
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2018年营业利润率提升



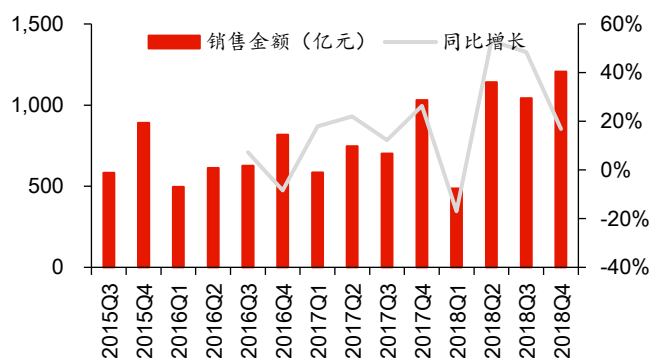
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：2018年销售面积快速增长，四季度增速下滑



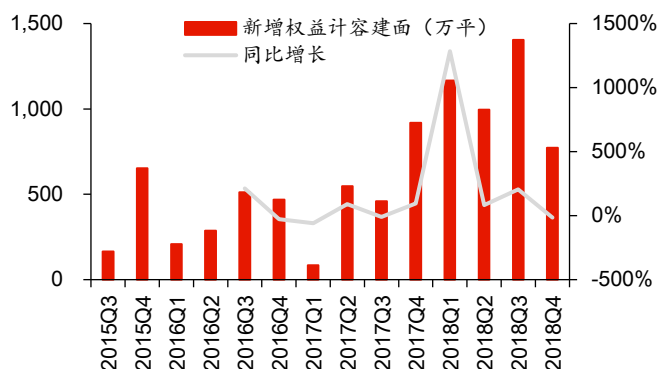
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：2018年销售金额快速增长，四季度增速下滑



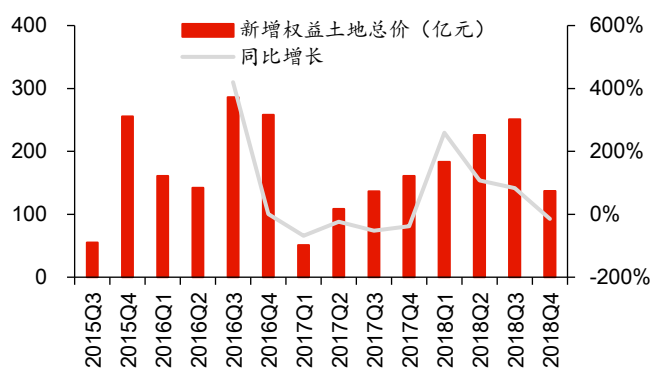
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 2018年新增权益建面快速增长



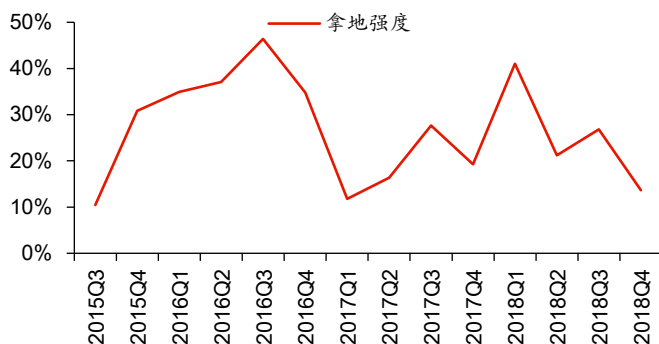
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 2018年新增权益土地总价快速增长



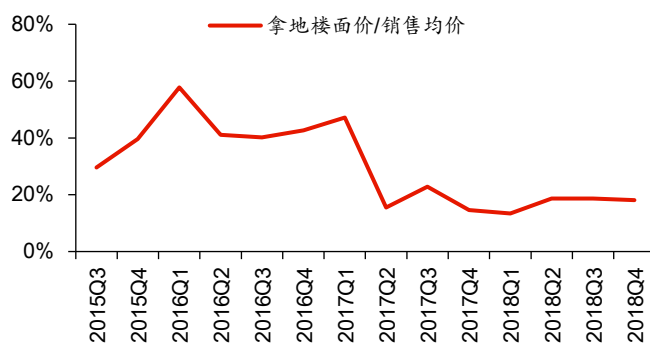
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 2018年拿地强度反弹, 四季度拿地力度减弱



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 2018年拿地楼面价相较销售均价依然处于较低水平



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

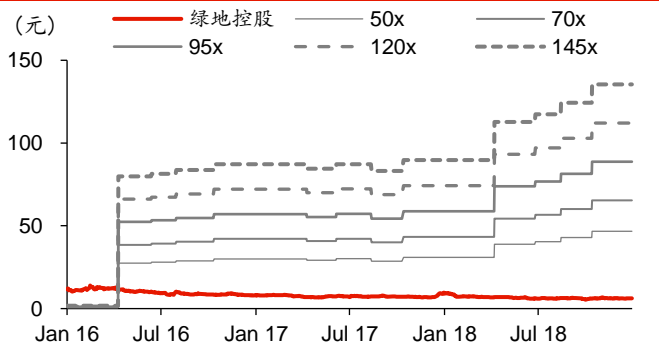
图表11: 可比公司估值表 (截至2019年1月15日, 盈利预测数据来自Wind一致预期)

股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
万科A	2,777.45	25.16	2.54	3.22	4.01	4.92	9.91	7.82	6.28	5.12
保利地产	1,389.34	11.68	1.32	1.68	2.01	2.47	8.85	6.97	5.82	4.73
招商蛇口	1,402.19	17.74	1.55	2.03	2.49	2.98	11.45	8.75	7.13	5.95
平均							10.07	7.85	6.41	5.26

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

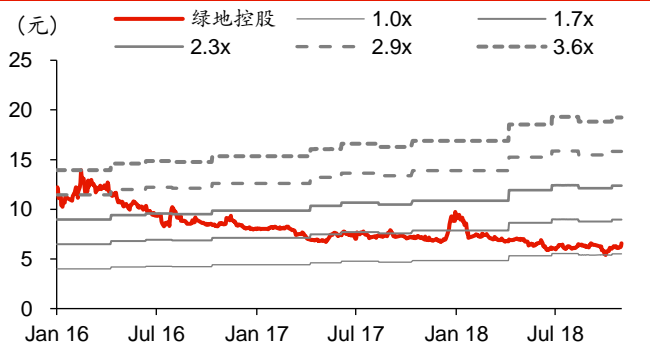
PE/PB - Bands

图表12: 绿地控股历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 绿地控股历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

房地产行业销售存在下滑风险，公司销售可能受到行业拖累。若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能，拖累公司销售。

公司资金链可能面临一定压力。1) 短期内地产融资政策预计依然严格，此轮降准周期并不直接对房地产融资链条带来刺激，行业供给端融资改善较为有限，而公司负债率仍处于较高水平；2) 房地产行业销售若出现下行，可能影响公司销售回款率；3) 公司基建业务资金沉淀较大。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	670,777	763,187	913,353	1,030,998	1,171,602
现金	62,683	75,376	72,668	62,422	52,311
应收账款	25,551	39,259	53,158	66,464	83,073
其他应收账款	39,832	65,425	78,725	92,219	104,744
预付账款	33,873	38,642	62,609	74,588	84,405
存货	484,533	514,683	617,920	705,993	817,626
其他流动资产	24,304	29,803	28,274	29,313	29,444
非流动资产	62,361	85,346	93,616	102,867	113,494
长期投资	8,012	16,145	17,780	19,580	21,563
固定投资	8,900	12,997	11,804	10,344	8,778
无形资产	1,292	1,417	2,146	2,873	3,600
其他非流动资产	44,157	54,786	61,887	70,070	79,553
资产总计	733,138	848,533	1,006,969	1,133,865	1,285,096
流动负债	462,416	576,432	687,708	766,992	867,333
短期借款	24,940	20,447	49,042	72,841	98,931
应付账款	119,541	134,641	153,000	173,862	216,329
其他流动负债	317,934	421,344	485,666	520,289	552,073
非流动负债	193,246	178,649	212,224	242,973	273,363
长期借款	153,032	144,150	178,150	198,150	218,150
其他非流动负债	40,214	34,499	34,074	44,823	55,213
负债合计	655,662	755,081	899,932	1,009,965	1,140,696
少数股东权益	21,205	30,923	36,362	43,146	51,531
股本	12,168	12,168	12,168	12,168	12,168
资本公积	9,013	9,000	9,000	9,000	9,000
留存公积	35,062	40,935	49,981	60,481	73,037
归属母公司股东权益	56,271	62,529	70,675	80,754	92,870
负债和股东权益	733,138	848,533	1,006,969	1,133,865	1,285,096

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	(4,357)	58,863	(50,546)	(56,367)	(57,185)
净利润	9,397	13,572	17,101	20,783	25,140
折旧摊销	1,550	1,632	1,992	2,027	2,045
财务费用	2,784	1,561	2,953	4,009	2,856
投资损失	(5,977)	(4,287)	(4,193)	(4,522)	(4,373)
营运资金变动	(10,931)	49,666	(67,835)	(76,350)	(80,485)
其他经营现金	(1,180)	(3,281)	(565.14)	(2,314)	(2,368)
投资活动现金	(1,388)	(14,433)	(2,774)	(2,770)	(3,234)
资本支出	1,302	2,601	2,500	2,500	2,500
长期投资	6,912	8,105	3,315	3,637	4,019
其他投资现金	6,826	(3,727)	3,041	3,367	3,285
筹资活动现金	23,306	(36,619)	50,613	48,891	50,308
短期借款	(594.43)	(4,493)	28,595	23,799	26,090
长期借款	11,059	(8,882)	34,000	20,000	20,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(26.17)	(12.39)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	12,868	(23,231)	(11,983)	5,092	4,218
现金净增加额	17,738	7,652	(2,708)	(10,246)	(10,111)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	247,400	290,418	351,000	438,750	548,438
营业成本	209,807	248,551	298,139	372,938	468,914
营业税金及附加	12,317	9,161	11,583	14,479	18,098
营业费用	4,807	5,967	6,809	8,512	10,640
管理费用	6,071	7,442	9,056	11,320	14,150
财务费用	2,784	1,561	2,953	4,009	2,856
资产减值损失	1,459	1,979	1,805	1,863	1,844
公允价值变动收益	(791.82)	(315.59)	(474.33)	(421.42)	(439.05)
投资净收益	5,977	4,287	4,193	4,522	4,373
营业利润	15,315	19,762	24,372	29,730	35,870
营业外收入	697.24	615.07	849.00	771.02	797.02
营业外支出	1,572	1,116	950.00	1,005	986.91
利润总额	14,440	19,261	24,271	29,496	35,680
所得税	5,043	5,689	7,170	8,713	10,540
净利润	9,397	13,572	17,101	20,783	25,140
少数股东损益	2,190	4,534	5,439	6,784	8,385
归属母公司净利润	7,207	9,038	11,662	13,999	16,755
EBITDA	19,649	22,955	29,317	35,766	40,771
EPS (元, 基本)	0.59	0.74	0.96	1.15	1.38

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	19.21	17.39	20.86	25.00	25.00
营业利润	50.37	29.04	23.33	21.98	20.65
归属母公司净利润	4.66	25.40	29.04	20.03	19.69
获利能力 (%)					
毛利率	15.20	14.42	15.06	15.00	14.50
净利率	2.91	3.11	3.32	3.19	3.06
ROE	12.81	14.45	16.50	17.34	18.04
ROIC	4.78	7.00	6.82	6.63	6.22
偿债能力					
资产负债率 (%)	89.43	88.99	89.37	89.07	88.76
净负债比率 (%)	37.91	31.45	32.82	33.77	34.05
流动比率	1.45	1.32	1.33	1.34	1.35
速动比率	0.40	0.43	0.43	0.42	0.40
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.37	0.38	0.41	0.45
应收账款周转率	12.03	8.48	7.19	6.94	6.94
应付账款周转率	2.05	1.96	2.07	2.28	2.40
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.74	0.96	1.15	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.36)	4.84	(4.15)	(4.63)	(4.70)
每股净资产(最新摊薄)	4.62	5.14	5.81	6.64	7.63
估值比率					
PE (倍)	10.52	8.39	6.50	5.42	4.52
PB (倍)	1.35	1.21	1.07	0.94	0.82
EV_EBITDA (倍)	12.07	10.33	8.09	6.63	5.82

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com