

## 房地产

2020年08月03日

# 绿地控股 (600606)

## ——长三角一体化标兵，多元业务协同发展

报告原因：首次覆盖

### 买入 (首次评级)

市场数据：2020年07月31日

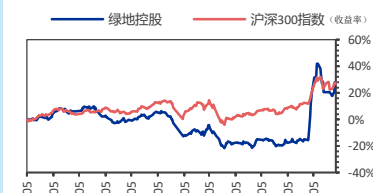
收盘价(元)	8.17
一年内最高/最低(元)	9.49/5.18
市净率	1.3
息率(分红/股价)	4.90
流通A股市值(百万元)	99414
上证指数/深证成指	3310.01/13637.88

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年03月31日

每股净资产(元)	6.5
资产负债率%	88.34
总股本/流通A股(百万)	12168/12168
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势：



#### 相关研究

#### 证券分析师

曹一凡 A0230518110002  
caoyf@swsresearch.com

#### 联系人

曹一凡  
(8621)23297818×7222  
caoyf@swsresearch.com

#### 投资要点：

- **上海混改典范，全球布局的龙头房企。**公司是上海国企混改典范，是全球经营的多元化企业集团，2015年在A股实现整体上市，并控股多家香港上市公司。2019年公司房地产业务实现合同销售金额3880亿元，在克尔瑞公布的2019年全国百强销售排行榜居于第6位。公司依托房地产主业优势，积极发展大基建、大金融、大消费及新兴产业等关联板块集群，实现“3+X”综合产业布局。“一业特强、多元并举”的多元产业板块，更有利于充分打通并嫁接各产业板块优势。
- **地产业务毛利率提高、周转较快。**公司房地产项目业态多元化，主要包括住宅和商办两大类，近年来公司合同销售金额中住宅占比逐步提升，2019年销售额中住宅项目占比达65%，较2015年提高了14个百分点，推动公司周转率及毛利率双双提升。2019年房地产毛利率27.6%，达到历史最高位。并且2015年以来的这轮周期中毛利率上行7个点，远超行业平均。
- **地产建筑业务联动，发力高铁沿线，打造护城河。**公司土储一线城市占比5.0%，二线城市占比47.8%，三四线城市占比47.2%。按都市圈划分，公司土储有23.8%分布于长三角区域。2019年公司持续扩张，拿地速度减缓，新增权益计容面积3508万平方米，同比减少19.1%。公司新增土地储备中51.9%位于三四线城市，主要是由于公司调整投资布局，抢抓快速崛起的高铁沿线市场。高铁站项目在2019年新增土地中占比达11.4%，拿地成本基本不超过1000元，地售比不超过30%，性价比很高。
- **“大基建”反哺地产，协同优势逐步体现。**公司2017年基建业务新增项目数量3293个，2018年新增3591个，2019年新增4017个。2019年基建业务新增项目总金额3766亿元，同比增长19%。由于2016年以来全国房地产市场的热度上行，公司房屋建设项目是基建大头，总金额2621亿元，占比70%，基建工程总金额937.6亿元，占比25%。是公司营收的新增长点，并通过基建项目反哺地产。“地产+基建”业务综合毛利率近两年有所增加。
- **“大金融”、“大消费”逐步布局，有望成为新的增长点。**公司在深耕房地产主业的同时，积极发展大基建、大金融、大消费及新兴产业等关联板块集群。“大消费”方面，2018年7月，公司宣布启动绿地全球商品贸易港。商品贸易港是公司打造的常年进口商品展示交易平台。该项目由国家商务部、上海市政府唯一指定，享有高度贸易便利化政策。“大金融”方面，绿地金控成就斐斐。主要参与投资了互联网、科技、5G等相关公司。截止至2019年末，绿地金控总资产达400.5亿元，归属母公司股东权益为185.3亿元，净利润为30.6亿元，近五年累计净利润约130亿元。
- **盈利预测与投资评级：给予买入评级，2020年目标价10.2元。**公司作为上海国改的标杆企业，混合所有制经营优势显著，房地产主业业绩进入释放期，利润率不断改善，土地储备以都市圈内二三线城市为主，长三角一体化受益标的。结合大基建业务，低成本拿地优势独特，多元业务协同效应逐步体现。我们预计公司2020-2022年归母净利润为173.7/214.9/259.2亿元，同比增速为17.8%/23.7%/20.6%。对应EPS分别为1.43/1.77/2.13元。根据可比公司估值，合理PE为7.1x，合理市值约为1235.6亿元，当前市值为994亿元，对应空间24%。

#### 财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	428,083	79,654	482,091	564,650	615,999
同比增长率(%)	22.8	-12.0	12.6	17.1	9.1
归母净利润(百万元)	14,743	3,664	17,366	21,489	25,916
同比增长率(%)	29.6	-16.9	17.8	23.7	20.6
每股收益(元/股)	1.21	0.30	1.43	1.77	2.13
毛利率(%)	15.5	16.5	16.8	17.5	17.2
ROE(%)	18.7	4.6	19.0	20.1	20.7
市盈率	7		6	5	4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

**首次覆盖，给予买入评级，2020 年目标价 10.2 元。**公司作为上海国改的标杆企业，混合所有制经营优势显著，房地产主业业绩进入释放期，利润率不断改善，土地储备以都市圈内二三线城市为主，长三角一体化受益标的。结合大基建业务低成本拿地优势独特。大金融业务严控风险的情况下稳步推进，大消费业务把握消费升级趋势，着力挖掘科技创新项目，推动房地产与科创“双向赋能”，并与上海教育、医疗机构等积极合作，力争成为上海资源输出的航空母舰。

**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 173.7/214.9/259.2 亿元，同比增速为 17.8%/23.7%/20.6%。对应 EPS 分别为 1.43/1.77/2.13 元。预测 2020-2022 年营业收入为 4820.9/5646.5/6160.0 亿元，同比增速为 12.6%/17.1%/9.1%。**

公司地产规模排名行业第六，且除了住宅开发外，拥有商业、酒店等多项产业业态，因此我们主要选取同样业务多元、销售规模排名前十的龙头房企：万科、华润置地、世茂集团、保利地产以及同样重仓长三角、地产和基建业务双主业的中南建设、同样拥有金融及投资业务、土储位于长三角的新湖中宝来进行比较，可比公司估值法下 2020 年 PE 为 7.1x，合理市值约为 1235.6 亿元，当前市值为 994 亿元，对应空间 24%。

### 关键假设点

预计公司 2020-22 年结算面积为 1716.5/2182.0/2454.8 万平，毛利率为 30.9%/30.6%/29.4%。

预计基建业务 2020-22 年增速 15%/12%/10%。

### 有别于大众的认识

市场认为公司主要布局三四线，未来面对三四线房价下跌风险，我们认为公司结合基建业务布局高铁沿线，且拿地价格低廉，项目配套有基建业务保障，具备长期升值空间。

目前市场基本以地产业务估值为主，基本没有考虑基建以及其余多元化业务的估值。我们认为市场低估了公司基建业务未来的增长，随着大消费、大金融业务的推进，公司业务协同的想象空间较大。

### 股价表现的催化剂

调控政策收紧不及预期、基建投资超预期等

### 核心假设风险

政策调控影响地产销售去化率

业务协同性推进不及预期

## 目录

<b>1. 上海国改典范，经营业绩不断好转 .....</b>	<b>7</b>
1.1 上海国改典范，多元业务协同发展 .....	7
1.2 加快扩张城市布局，销售业绩稳步增长 .....	9
<b>2. 土储布局优越，长三角一体化受益标的 .....</b>	<b>13</b>
2.1 加速扩张，战略抢抓高铁沿线市场 .....	13
2.2 深度布局长三角，发展前景可期 .....	16
<b>3. 发力“大基建”，营收占比首过半数 .....</b>	<b>21</b>
<b>4. 抢占高铁沿线，占据成本优势 .....</b>	<b>24</b>
<b>5. 积极推进产业集群，实现“3+X”产业布局 .....</b>	<b>26</b>
<b>6. 杠杆水平不断下降，融资成本居于低位 .....</b>	<b>28</b>
<b>7. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>30</b>
<b>8. 风险提示 .....</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1：绿地控股股权架构 .....	7
图 2：公司 2019 年营收增速 22.8% .....	9
图 3：公司净利润增速逐年提升 .....	9
图 4：公司营收主要来自房地产和建筑产业 单位：% .....	10
图 5：公司营收华东地区过半 单位：% .....	10
图 6：公司 2019 销售毛利率 15.46% .....	10
图 7：公司房地产主业毛利稳步提升 .....	10
图 8：公司各业务毛利占比 单位：% .....	11
图 9：公司各业务毛利率变化情况 单位：% .....	11
图 10：公司销售额口径的费用率维持在低位水平 .....	11
图 11：公司结算口径费用率整体处于低位 单位：% .....	11
图 12：公司净负债率逐年降低 .....	12
图 13：公司杠杆水平高于行业平均水平 .....	12
图 14：公司 2019 年存货周转率位居前列 .....	12
图 15：公司调节供应节奏 .....	12
图 16：公司 2019 年预售面积长三角占比 22.9% .....	13
图 17：公司 2019 年预售面积三四线城市占比 32.7% 单位：% .....	13
图 18：公司 ROE 持续上行 .....	13
图 19：公司 2019 年 ROE 为 19.9% 单位：% .....	13
图 20：公司 2019 年销售金额增加、销售面积减少 .....	13
图 21：2019 公司业绩保障性略微减弱 .....	13
图 22：公司销售金额中住宅占比不断提升 单位：% .....	14
图 23：公司销售回款率始终高于 75% .....	14
图 24：公司 2019 年加速城市扩张 单位：个 .....	14
图 25：公司 2019 年拿地减少 .....	14
图 26：公司 2019 年拿地金额减少 .....	15
图 27：公司拿地成本控制得当 .....	15
图 28：公司地产业务毛利率增幅高于板块水平 .....	16
图 29：公司地产业务毛利率在行业处于中游 单位：% .....	16

图 30 : 按城市能级划分的土地储备 单位 : % .....	17
图 31 : 按都市圈划分的土地储备 单位 : % .....	17
图 32 : 按城市能级划分的公司可售货值 单位 : % .....	17
图 33 : 按都市圈划分的公司可售货值 单位 : % .....	17
图 34 : 全国东部地区销售恢复情况 单位 : % .....	18
图 35 : 全国西部地区销售恢复情况 单位 : % .....	18
图 36 : 全国中部地区销售恢复情况 单位 : % .....	18
图 37 : 全国东北地区销售恢复情况 单位 : % .....	18
图 38 : 上海、苏州人口长期净流入 单位 : 万人、% .....	18
图 39 : 南通、徐州人口长期净流入 单位 : 万人、% .....	18
图 40 : 上海商品住宅销售面积和住宅供给 .....	19
图 41 : 成都商品住宅销售面积和住宅供给 .....	19
图 42 : 徐州商品住宅销售面积和住宅供给 .....	20
图 43 : 南通商品住宅销售面积和住宅供给 .....	20
图 44 : 多项业务协同发展, 基建带动拿地 .....	21
图 45 : 地产业务营收占比逐年下降 单位 : 亿元 .....	21
图 46 : 2019 年基建业务营收占 44% 单位 : 亿元 .....	21
图 47 : 2019 年基建业务毛利率有所提升 单位 : % .....	22
图 48 : 公司建筑业务毛利率低于行业 单位 : % .....	22
图 49 : 公司基建业务毛利率明显低于中国交建 单位 : % .....	22
图 50 : 公司基建业务毛利率与中国建筑房建业务差距不大 单位 : % .....	22
图 51 : 按城市能级划分的 2019 年公司新增土储 .....	24
图 52 : 按都市圈划分的 2019 年公司新增土储 .....	24
图 53 : 公司基建业务快速发展 .....	27
图 54 : 基建业务新增项目总金额业态分类 .....	27
图 55 : 公司酒店业务稳步发展 .....	27
图 56 : 酒店营业收入稳步增长 单位 : 亿元 .....	27
图 57 : 2019 年公司整体平均融资成本略有提升 .....	29
图 58 : 期末融资总额 19 年上升单位 : 亿元 .....	29
图 59 : 公司负债以长期借款为主 .....	29
图 60 : 货币资金/短期债务下降单位 : 亿元 .....	29

表 1：公司房地产主业产品目录.....	8
表 2：绿地地标建筑.....	8
表 3：公司拿地成本显著低于区域平均成交价格.....	15
表 4：公司重大项目主要分布于三省份.....	23
表 5：部分城市地产业务毛利率情况.....	23
表 6：基建业务主要布局省份“地产+基建”业务协同毛利率估测.....	24
表 7：高铁站项目拿地成本低廉.....	25
表 8：公司高铁站项目预售情况.....	25
表 9：公司多元业务板块发展现状.....	26
表 10：绿地金控近年部分投资行为摘要.....	28
表 11：所有权或使用权受到限制的资产（单位：亿元）.....	29
表 12：公司 2020-22 年收入分类预测 单位：亿元.....	30
表 13：公司 2020 年 PE7.1 倍.....	31

# 1. 上海国改典范，经营业绩不断好转

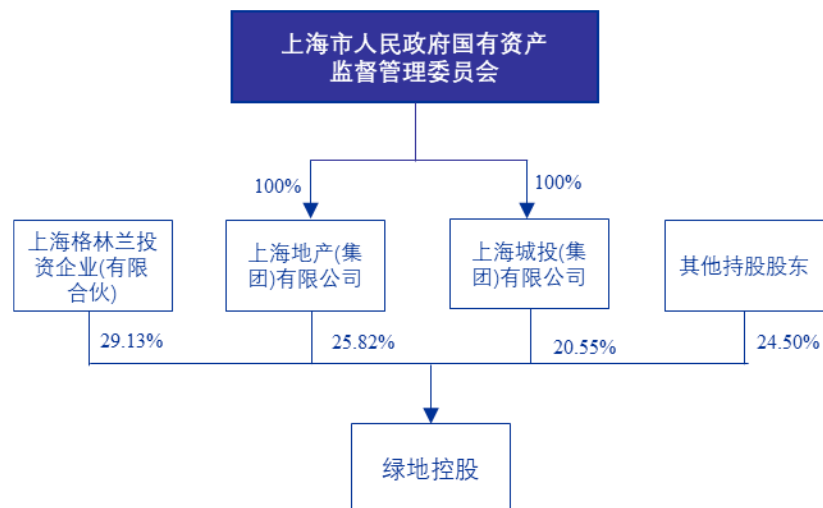
## 1.1 上海国改典范，多元业务协同发展

公司是一家全球经营的多元化企业集团，创立于 1992 年，总部设立于中国上海，在中国 A 股实现整体上市，并控股多家香港上市公司。经过 28 年的发展，公司形成了自身独特的综合竞争优势，目前已在全球范围内形成了“以房地产开发为主业，大基建、大金融、大消费等综合产业并举发展”的多元经营格局，旗下企业及项目遍及全球四大洲十国百城，为企业持续成长提供了坚强的支撑和保障。2019 年公司实现合同销售金额 3880 亿元，在克尔瑞公布的 2019 年全国百强销售排行榜居于第 6 位，与 2018 年保持一致。

同时，公司依托房地产主业优势，积极发展大基建、大金融、大消费及新兴产业等关联板块集群，实现“3+X”综合产业布局。“一业特强、多元并举”的多元产业板块，更有利于充分打通并嫁接各产业板块优势，打造稳健增长、基业长青的“绿地系”企业群。

公司 2015 年成功借壳上市，上市后第一大股东为上海格林兰投资企业（有限合伙），与另外两大国资股东，上海地产（集团）有限公司和上海城投（集团）有限公司的持股比例均不超过 30%。截至目前，上海格林兰投资企业（有限合伙）持股比例为 29.13%，公司法定代表人为张玉良。

图 1：绿地控股股权架构



资料来源：Wind、申万宏源研究

2015 年，作为上海国资委的混改试点，绿地第一次混改整体上市。时隔五年后，2020 年 7 月 26 日，绿地发布公告称集团的第二及第三大股东，上海地产（集团）有限公司及上海城投（集团）有限公司，拟通过公开征集受让方的方式协议转让所持有的公司部分股份，拟转让的股份合计不超过绿地总股本的 17.5%。

此前，上海地产及上海城投各持有绿地 25.82%、20.55% 的股份。转让股份的价格不低于下列两者中的价高者：（一）提示性公告日（2020 年 7 月 27 日）前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值；（二）最近一个会计年度公司经审计的每股净资产值。



绿地以此次引入实力战略股东为新起点，进一步深化体制机制改革创新，再树深化国资国企改革新标杆。






公司是住建部批准的房地产一级资质企业，始终专注房地产开发主业深耕不辍，房地产业务的开发规模、产品类型、品质品牌均处于行业领先地位，特别是在住宅、超高层、大型城市综合体、高铁新城、特色小镇、会展中心、现代产业园等领域具有较强竞争力。其中，公司在超高层建筑开发领域积累了丰富的经验，开发规模和水平居全国领先地位，目前建成和在建的超高层建筑已达 23 幢，其中 4 幢高度位列世界排名前十，足迹遍布全球，均成为所在城市首屈一指的新地标。

表 1：公司房地产业务产品目录

产品类别	发展现状	典型产品
超高层	公司在超高层建筑开发领域积累了丰富的经验，开发规模和水平居全国领先地位，目前建成和在建的超高层建筑已达 23 幢，其中 4 幢高度位列世界排名前十，足迹遍布全球，均成为所在城市的新地标。	武汉、大连、成都、南京、苏州、郑州、北京、南昌、济南、西安、广州等城市绿地中心
住宅	公司秉持“绿地，让生活更美好”的企业宗旨，结合国际人居理念与先进环保技术，开发建设设计一流、环境优美、节能减排、配套完备的宜居社区，打造城市完美居住空间。	绿地海珀·璞晖、绿地威廉公馆、绿地西斯莱公馆、绿地海域观园、绿地云都会
城市综合体	公司在全国范围内重点开发集商业、办公、酒店等功能于一身的现代服务综合体，积极整合国内外一流商业资源，与众多商业巨擘结成战略合作关系，逐步搭建起综合高、中、低端产品系列的立体式商业地产开发运营平台。	广州白云绿地中心、上海绿地滨江中央广场、北京绿地中央广场
产城一体化	公司在参与全国各地城镇化发展的过程中凭借自身开发实力和产业运营能力，为各地量身打造结合“生态、产业、居住、休闲”等功能于一体的二十四小时技术产业示范区、活力新城。绿地“产城一体化”模式开创了产业发展与城市发展良性互动的格局，正成为绿地集团进军世界企业 200 强的发展引擎和全新增长极。	海口绿地空港产业城、呼市高新博览城

资料来源：公司官网、申万宏源研究

表 2：绿地地标建筑

城市	高度（米）	特征	效果图
武汉绿地中心	606	总建筑面积 30 万平方米，总投资约 50 亿元，与汉口百年外滩隔江相望，是目前世界第三、中国第二、华中第一高楼。	
大连绿地中心	518	总建筑面积约 60 万平方米，未来的世界第四、中国第三、东北第一高楼，建成后将成为国际都市大连的一张崭新的“城市名片”。	
成都绿地中心	468	总建筑面积 30 万平方米，建成后将成为成都市最具标志性和辐射力的商业商务核心区 and 代表成都新时期城市建设的示范性精品项目。	
南京绿地中心	450	总建筑面积 30 万平方米，已建成的世界第七、中国内陆第二高楼，更是秉承金陵历史文脉、又张扬国际风采的江苏省第一高楼。	
苏州绿地中心	358	总建筑面积 22 万平方米，环太湖第一高楼。建成后将成为具有示范性和区域影响力的标志性大型现代服务业综合体及苏州城市新名片。	



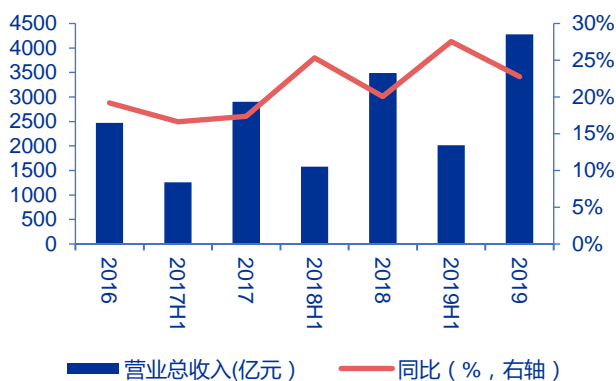
城市	高度 (米)	特征	效果图
郑州绿地中心	300	总建筑面积 24 万平方米，总投资 22 亿元，由世界最著名的超高层设计公司美国 SOM 担纲设计，作为已建成的中部五省第一高楼，充分体现了中原文化的深厚底蕴。	
北京绿地中心	300	总投资近 80 亿元，总建筑面积约 33.5 万平方米，作为未来的国门第一高楼，建成后将成为推动区域现代服务业集聚和产业能级提升的重要载体。	
南昌绿地中心	300	总建筑面积 43 万平方米，总投资约 30 亿元。其建筑造型寓意“开天辟地、腾飞崛起”，构建城景交融、物景交融、人景交融的标志性建筑群。	
济南绿地中心	300	济南第一高楼，总建筑面积约 20 万平方米，融合中国传统建筑元素与现代商业服务功能，将打造成为具有鲜明历史文化特色的现代化地标性综合体。	
西安绿地中心	260	规划总建筑面积约 32 万平方米，总投资约 35 亿元，规划建设成为西部最高的超高层双子塔城市综合体。	
广州绿地中心	200	规划建筑面积约 27 万平方米，总投资 45 亿元，建成后将成为广州市新城开发和提升现代服务业能级水平的示范性项目。	

资料来源：公司官网、申万宏源研究

## 1.2 加快扩张城市布局，销售业绩稳步增长

作为房地产开发项目遍及全国的龙头房企，公司业绩持续高速增长。2019 年公司实现营业收入 4280.8 亿元，同比增长 22.8%；其中，房地产项目结转营业收入 1943.3 亿元，同比增长 20.4%；实现归母净利润 147.4 亿，同比增长 29.6%。2016-2019 年公司净利润复合增速 26.9%。

图 2：公司 2019 年营收增速 22.8%



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 3：公司净利润增速逐年提升

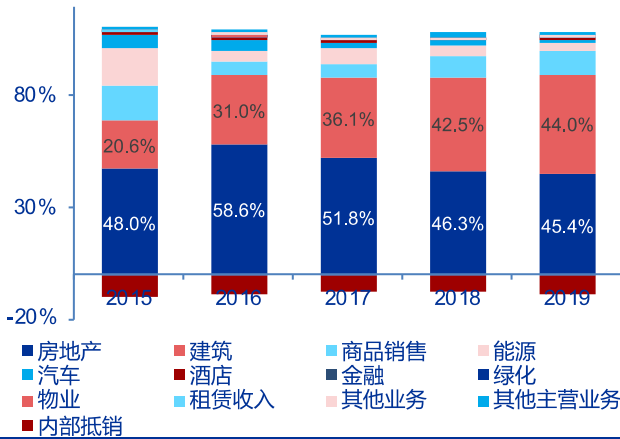


资料来源：Wind、申万宏源研究

多年来，公司深耕房地产主业，同时推进转型经营，借助房地产主业优势积极多元发展，开展了大基建、大金融、大消费等产业集群，并取得了明显进展。截至 2019 年底，公司营收的主要来源为基建及房地产业务，其中，房地产业务占比为 45.4%，基建业务占比

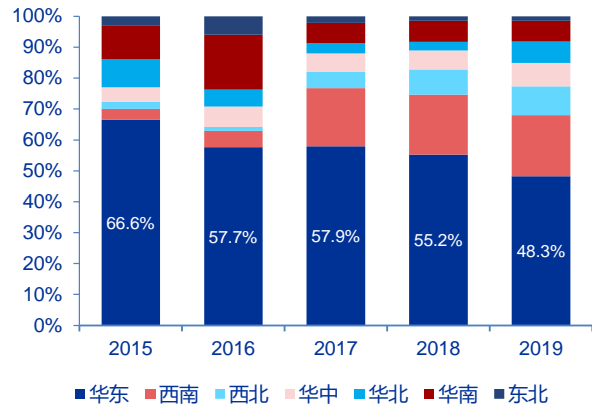
44.0%。从地区分布来看，2015年以来华东地区（上海、江苏、安徽、浙江、福建、山东、江西）营收占比有所下降，由2015年占比66.6%降至2019年的48.3%，但仍是公司营收来源的最主要地区。2017年，公司成功收购了西安建工，公司业务版图扩展至西部地区，进一步完善了“东西南北中”的战略性布局，西南地区营收占比也相应取得快速提升。

图4：公司营收主要来自房地产和建筑产业 单位：%



资料来源：Wind、申万宏源研究

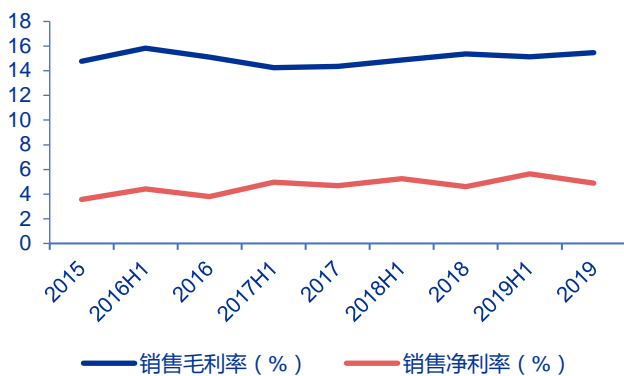
图5：公司营收华东地区过半 单位：%



资料来源：Wind、申万宏源研究

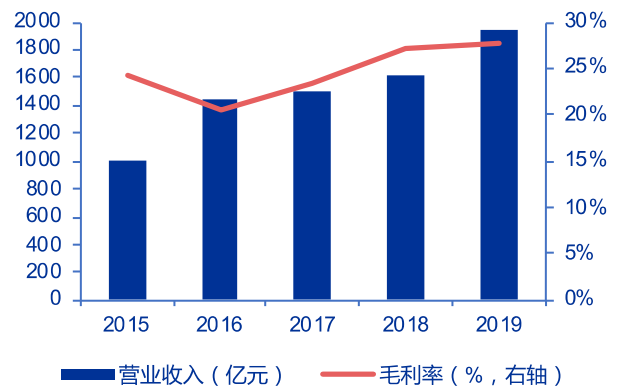
公司整体销售毛利率基本维持在14%-15%左右，低于其他房企，主要是因为公司多项新业务尚处于发展之中，毛利率相对较低。从房地产主业单项来看，2016年以来房地产及相关产业的营业收入不断提升，2019年营收1943.3亿元，同比增长20.4%，毛利率27.6%，达到历史最高位。

图6：公司2019销售毛利率15.46%



资料来源：Wind、申万宏源研究

图7：公司房地产主业毛利稳步提升



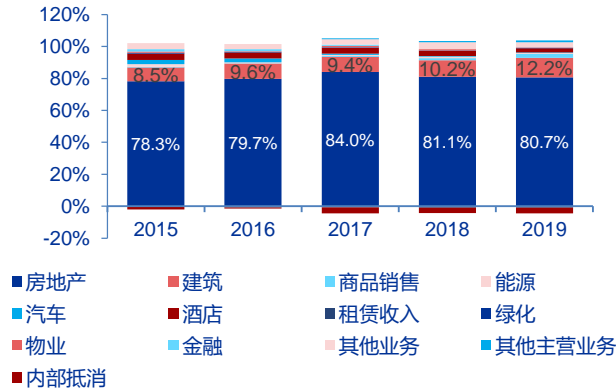
资料来源：Wind、申万宏源研究

虽然建筑业务已成为公司最主要的营收来源，但鉴于其毛利率水平较低，并不是公司利润的主要来源。从公司毛利构成来看，房地产业务仍是其主要的利润来源，2018年占比81.1%，2019年占比80.7%；与之对应的基建业务占比分别为10.2%和12.2%，所占比重依旧较小。从各业务毛利率来看，金融、酒店和房地产业务毛利率水平显著高于其他业务。其中，商品销售和能源业务的毛利率快速增长，分别由2015年的0.37%和1.51%增

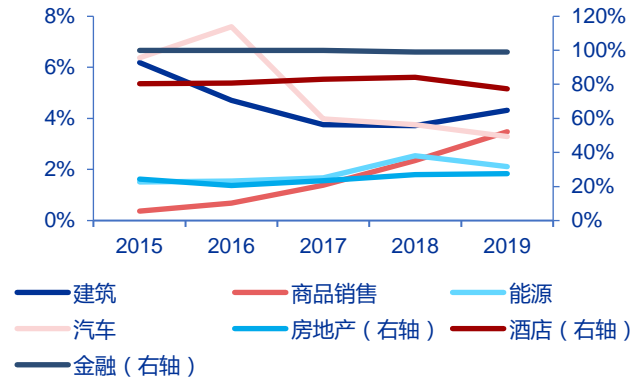
至 2019 年的 3.48%和 2.11%，基建业务和汽车业务的毛利率则有所下行，分别由 2015 年的 6.2%和 6.37%降至 2019 年的 4.3%和 3.29%。

**图 8：公司各业务毛利占比**

单位：%


**图 9：公司各业务毛利率变化情况**

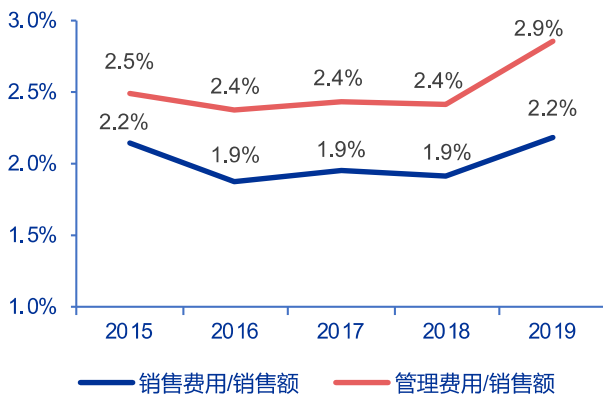
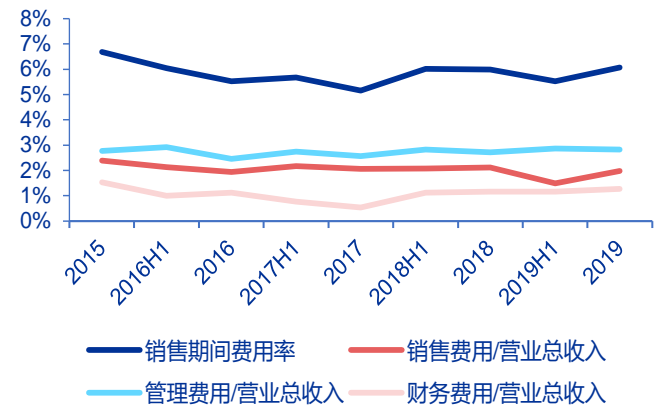
单位：%



资料来源：Wind、申万宏源研究

资料来源：Wind、申万宏源研究

公司成本管控良好，销售额口径的费用率维持在低位，2019 年销售额口径的销售费用率为 2.2%，管理费用率 2.9%。从营收口径来看，公司销售期间费用率始终低于 7%，居于行业低位。2019 年销售期间费用率 6.1%，较 2018 年增长了 0.1 个百分点，其中销售费用率 2.0%，管理费用率 2.8%，财务费用率 1.3%。三项费用较上年均无明显增长，公司的成本管控效果明显。

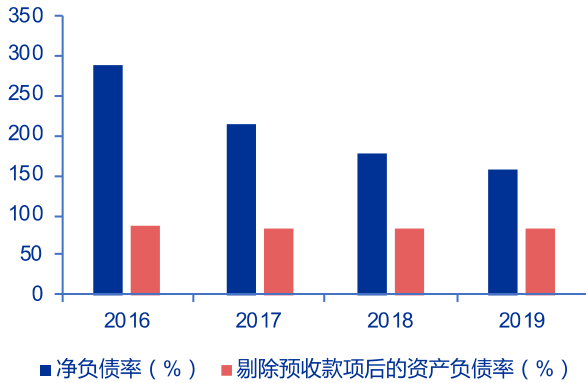
**图 10：公司销售额口径的费用率维持在低位水平**  
单位：%

**图 11：公司结算口径费用率整体处于低位** 单位：%


资料来源：Wind、申万宏源研究

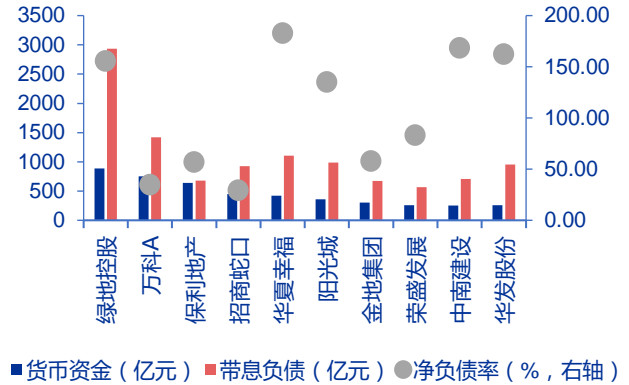
资料来源：Wind、申万宏源研究

我们选用净负债率指标衡量房企的杠杆率（其中有息负债我们用了四个指标：长期借款+应付债券+短期借款+一年内到期的长期借款）。公司的净负债率自 2016 年以来大幅降低，但是仍高于行业平均水平。2019 年公司的净负债率为 155.6%，相较 2018 年下降了 20.7 个百分点，降幅明显，但依旧高于行业平均水平。与销售额同样位居前列的房企相比，2019 年万科的净负债率为 34.8%，保利地产为 56.9%，公司 155.6%的净负债率呈现出其较为沉重的负债压力。与此同时，继公司 2018 年总资产首破万亿，剔除预收款项后的资产负债率 2019 年为 82.8%，同样处于行业高位。对于如何降低企业整体的资产负债率，

公司提出大力推进资本运作，提升资本实力。未来对于有条件的单位，公司将实行增资扩股，引入外部资本，扩大权益，以降低公司总体资产负债率。

**图 12：公司净负债率逐年降低**


资料来源：Wind、申万宏源研究

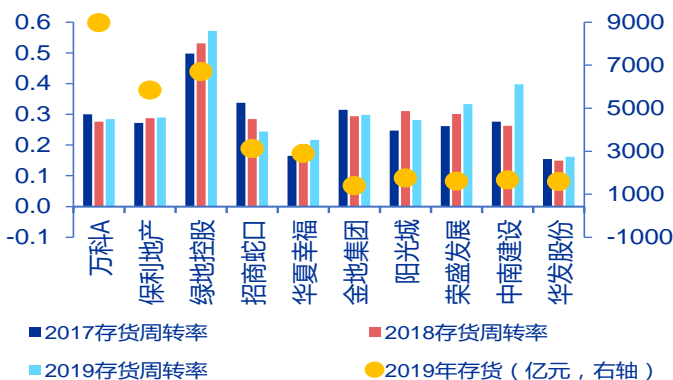
**图 13：公司杠杆水平高于行业平均水平**


资料来源：Wind、申万宏源研究

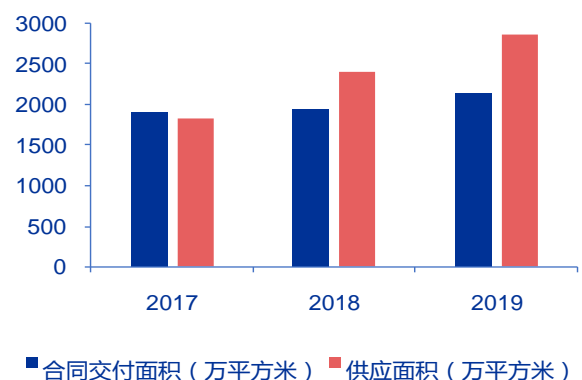
公司周转率位于行业前列。2016 年以来，公司项目周转全面提速，存货周转率逐年提升，2019 年公司存货 6699.1 亿元，周转率为 57.2%，位居行业第一，超过向来以高周转取胜的碧桂园。周转率的提升主要得益于公司长期坚持的高周转的经营策略，确保资金快速回笼。同时，公司自 2017 年以来大规模加码长三角区域和三四线城市，对应区域的销售增速明显导致公司整体周转相应加快。根据统计，2019 年公司已预售面积中，长三角区域 2716.1 万平方米，占比 22.9% 相对上年减少 26.2%，三四线 3872.9 万平方米，占比 32.7%，相对上年增长 13.7%。在高周转的同时，公司也着力强化安全生产和质量管理，切实做到“稳中求快”，相应调节供应节奏，确保交付质量。公司 2019 年新增合同交付面积 2147 万平方米，新增供应面积 2867 万平方米。

**图 14：公司 2019 年存货周转率位居前列**

单位：倍数

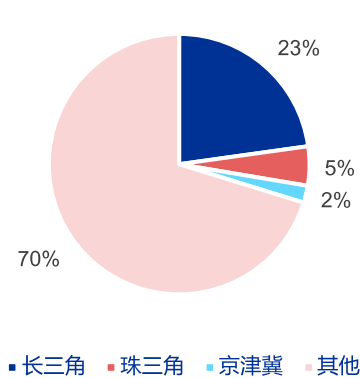


资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 15：公司调节供应节奏**


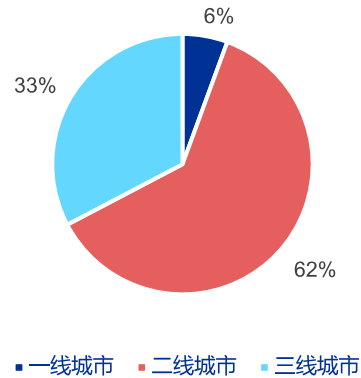
资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 16 : 公司 2019 年预售面积长三角占比 22.9%**  
单位 : %



资料来源 : Wind、申万宏源研究

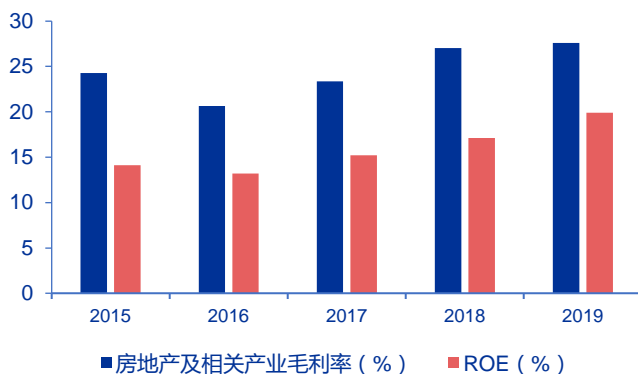
**图 17 : 公司 2019 年预售面积三四线城市占比 32.7%**  
单位 : %



资料来源 : Wind、申万宏源研究

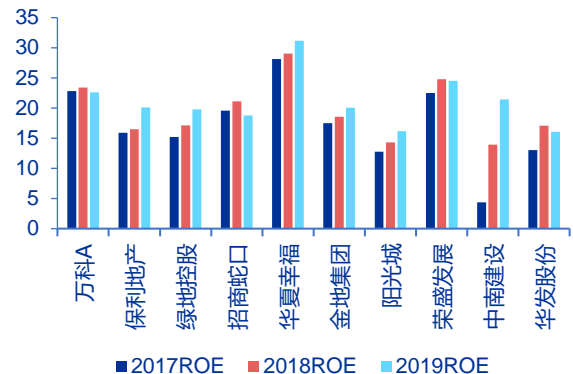
在房地产主业毛利提升、公司周转加快的共同作用下，公司加权净资产收益率 2016 年以来持续上行，2019 年达到 19.8%，较 2018 年提升了 2.6 个百分点，已处于行业中上水平。

**图 18 : 公司 ROE 持续上行**



资料来源 : Wind、申万宏源研究

**图 19 : 公司 2019 年 ROE 为 19.9%** 单位 : %



资料来源 : Wind、申万宏源研究

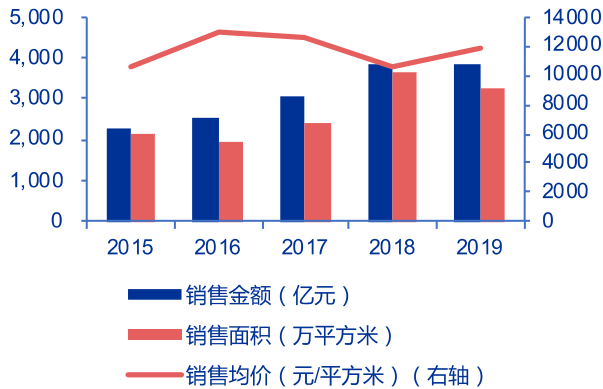
## 2. 土储布局优越，长三角一体化受益标的

### 2.1 加速扩张，战略抢抓高铁沿线市场

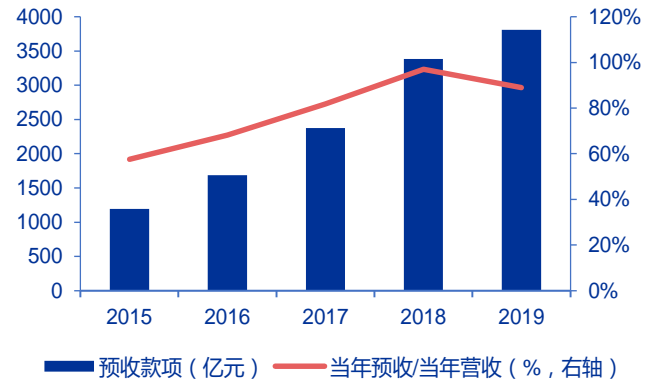
2019 年公司顺应市场变化，狠抓开新盘、去库存、销大单、促回款等核心工作，销售业绩保持了平稳较快增长。一批高铁“城际空间站”项目开盘热销，一批商办类项目实现大单去化。2019 年公司销售额 3880 亿元，同比增长 0.1%，销售面积 3257 万平方米，同比减少 11.1%；销售均价 11913 元/平方米，同比增长 12.6%。2019 年公司预收款项与营业的占比达 89.0%，同比 2018 年下降 8%，业绩保障性略微减弱。

**图 20 : 公司 2019 年销售金额增加、销售面积减少**

**图 21 : 2019 公司业绩保障性略微减弱**



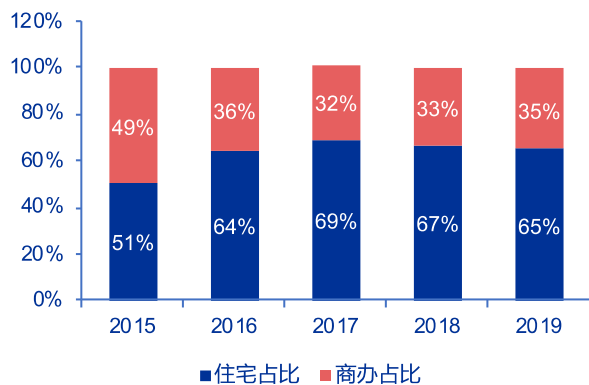
资料来源: Wind、申万宏源研究



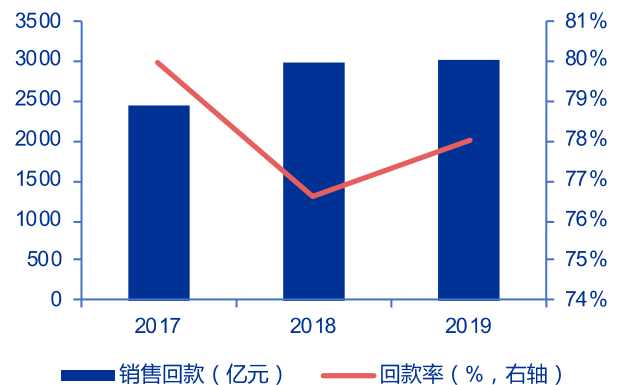
资料来源: Wind、申万宏源研究

公司房地产项目业态多元化, 主要包括住宅和商办两大类, 其中住宅项目开发完成后基本用于销售, 商办项目大部分用于销售, 还有一部分保留用于出租和商业、酒店的运营。近年来公司合同销售金额中住宅占比逐步提升, 2019 年销售额中住宅项目占比达 65%。

销售规模快速增长的同时, 公司也紧抓回款工作, 回款金额同步提升。2019 年公司实现回款 3010 亿元, 同比增长 1.4%, 回款率 78%。

**图 22: 公司销售金额中住宅占比不断提升 单位: %**


资料来源: Wind、申万宏源研究

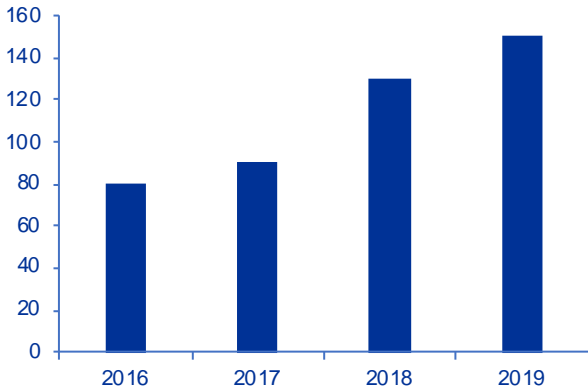
**图 23: 公司销售回款率始终高于 75%**


资料来源: Wind、申万宏源研究

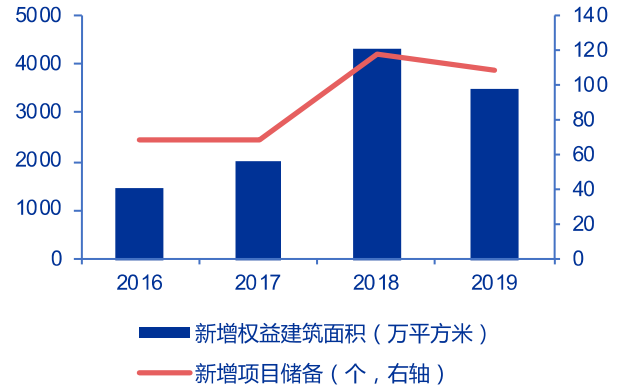
相比 2017 和 2018 年, 公司在 2019 年持续加速扩张。2019 年全年, 公司累计有 108 个项目落地, 新进城市 20 个。截至 2019 年底, 公司开发的房地产项目已遍及全国 29 个省 (直辖市、自治区) 的 150 余座城市。同时, 公司新增权益土地面积 1085 万平方米, 同比减少 49.5%, 新增权益计容面积 3508 万平方米, 同比减少 19.1%, 权益土地款 831 亿元, 同比增长 2.1%, 拿地规模减少。

**图 24: 公司 2019 年加速城市扩张 单位: 个**
**图 25: 公司 2019 年拿地减少**

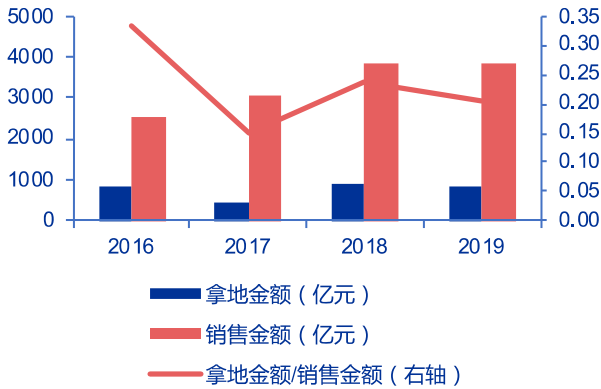




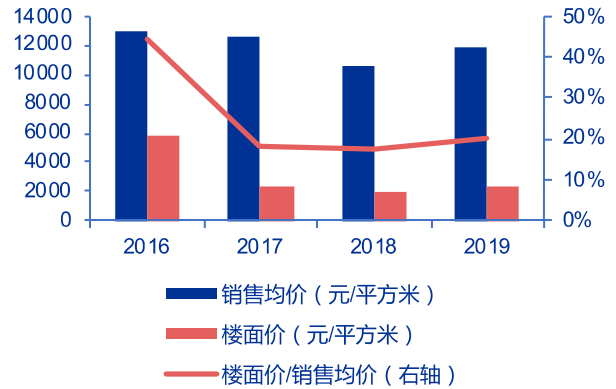
资料来源：Wind、申万宏源研究



资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 26：公司 2019 年拿地金额减少**


资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 27：公司拿地成本控制得当**


资料来源：Wind、申万宏源研究

**表 3：公司拿地成本显著低于区域平均成交价格**

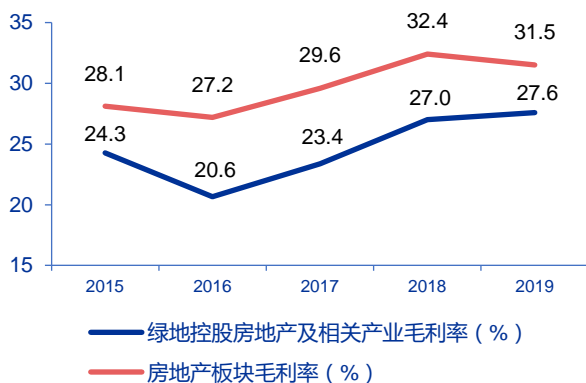
性质	城市	规划建筑面积 (万平方米)	土地总价 (亿元)	楼面价 (元/平方米)	城市年均供地成交价 (元/平方米)
住宅	重庆	201.6	24.4	1211.9	4379.8
	宁波	286.2	52.4	1829.8	11918.7
	郑州	226.3	56.9	2513.1	4946.3
	赣州	138.2	17.5	1264.6	1719.3
	徐州	122.9	13.7	1118.1	2880.8
	南通	145.8	42.7	2928.9	7115.0
	石家庄	59.3	15.3	2585.1	5322.9
	绍兴	42.0	5.0	1200.4	7907.4
	南昌	53.3	14.1	2653.4	5741.1
	无锡	35.1	12.2	3478.7	10548.0
商住	肇庆	155.0	18.6	1196.8	3061.0
	泸州	115.6	11.3	977.3	1992.6
	潍坊	97.8	19.6	2000.6	1687.1
	海口	95.3	14.1	1482.2	1715.1
	长沙	205.0	77.8	3797.2	3786.2

	南宁	134.2	17.0	1269.4	4747.1
	武汉	82.1	9.2	1125.0	7017.9
	扬州	134.7	13.7	1019.7	2200.6
	南昌	106.2	18.3	1724.3	5513.1
	无锡	72.9	36.8	5038.3	8919.0
	郑州	91.9	15.6	1703.5	3142.8
	石家庄	55.1	1.4	257.4	1992.0
	南昌	60.1	7.0	1129.8	2297.3
	赣州	62.0	2.7	894.0	2225.8
商服	南宁	42.9	13.2	3066.8	1796.7
	南京	116.3	94.9	8163.9	4179.3
	重庆	16.8	2.4	1427.1	2211.2
	潍坊	9.0	2.5	2785.7	1668.2
	南通	5.7	1.2	2137.3	1253.8
	宁波	16.9	1.6	917.2	4546.4

资料来源：Wind、中指、申万宏源研究

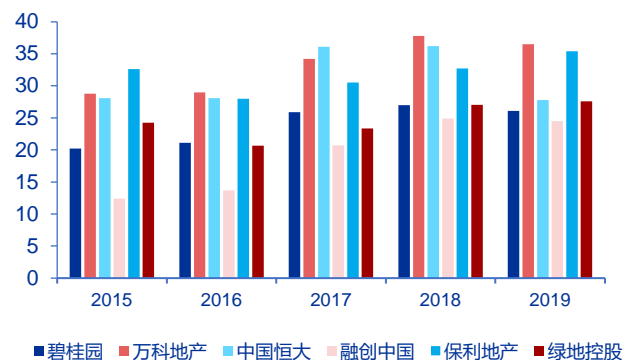
2019年公司地产业务毛利率为27.6% 相比上年增加0.6个百分点 在行业处于中游。从毛利率增长幅度来看，2015年以来，公司地产业务毛利率提升了3.3个百分点；与行业销售排行前五的公司相比，碧桂园、万科、中国恒大、融创中国和保利地产的毛利率分别提升了5.9、7.7、-0.3、12.1、2.8个百分点，公司地产业务毛利率增幅略低于行业龙头平均水平，但好于行业平均。

图 28：公司地产业务毛利率增幅高于板块水平



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 29：公司地产业务毛利率在行业处于中游 单位：%



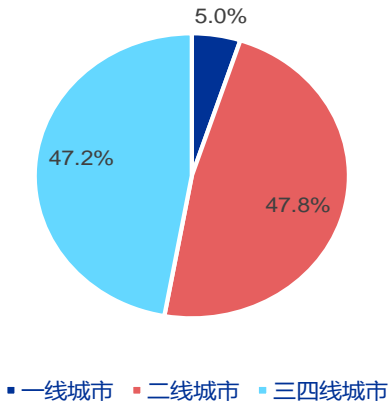
资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2.2 深度布局长三角，发展前景可期

公司现有土地储备以二线城市为主，一线城市占比 5.0%，二线城市占比 47.8%，三四线城市占比 47.2%。按都市圈划分，公司土储有 23.8%分布于长三角区域，总土储规划建

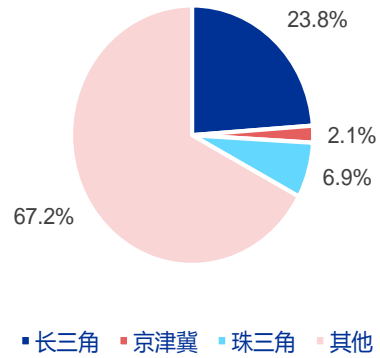
筑面积为 2376 万平方米，其中上海、苏州、宁波、徐州、南通是长三角最主要的布局城市，总土储建设面积达 1490 万平方米。

图 30：按城市能级划分的土地储备 单位：%



资料来源：Wind、申万宏源研究

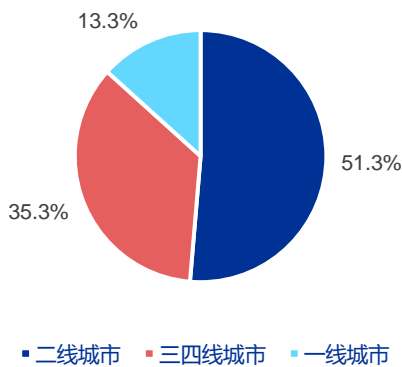
图 31：按都市圈划分的土地储备 单位：%



资料来源：Wind、申万宏源研究

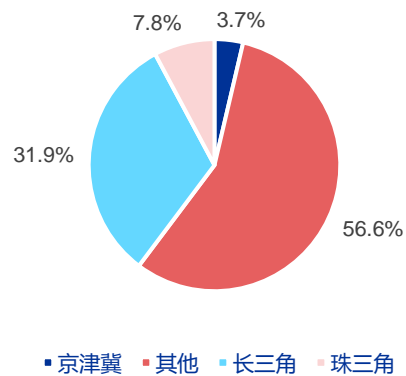
从货值分布区域来看，根据我们测算，公司货值 13.3%分布在一线城市，51.3%分布在二线城市。按照都市圈划分，31.9%分布于长三角区域，7.8%分布在珠三角地区，3.7%分布在京津冀地区。无论从土储面积还是货值来看，长三角都是公司深度布局的都市圈。

图 32：按城市能级划分的公司可售货值 单位：%



资料来源：Wind、申万宏源研究

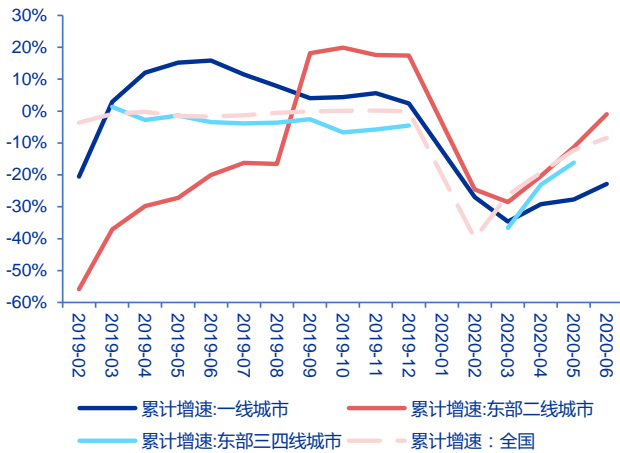
图 33：按都市圈划分的公司可售货值 单位：%



资料来源：Wind、申万宏源研究

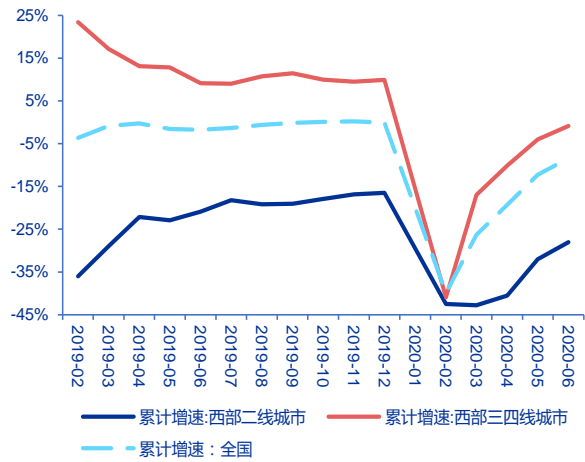
在新冠肺炎疫情影响下，上半年全国各地区商品房销售均受到不同程度的冲击，而在各地区中，东部地区二三线城市与西部地区三四线城市恢复速度较快。截止至 6 月，东部一/二/三四线城市商品房销售面积累计同比增速分别为-22.9%/-1.0%/-4.4%，西部二/三四线城市累计同比增速为-28.0%/-0.9%，中部二/三四线城市为-14.7%/-14.0%。东北二/三四线城市为-12.4%/-20.9%。相较全国目前-8.4%的累计同比增速水平，东部地区表现良好，恢复速度较快，而公司也将受益于其主要布局于东部地区的土地储备，预计受疫情冲击影响整体可控。

图 34 : 全国东部地区销售恢复情况 单位 : %



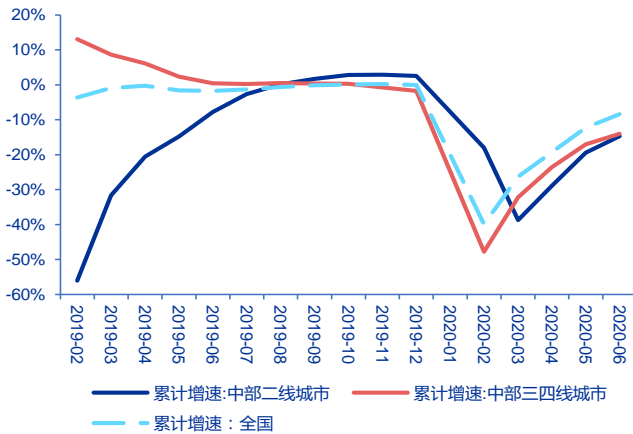
资料来源 : 中指、Wind、申万宏源研究

图 35 : 全国西部地区销售恢复情况 单位 : %



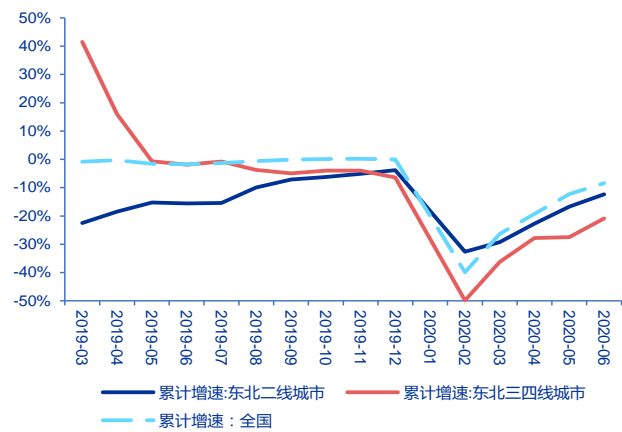
资料来源 : 中指、Wind、申万宏源研究

图 36 : 全国中部地区销售恢复情况 单位 : %



资料来源 : 中指、Wind、申万宏源研究

图 37 : 全国东北地区销售恢复情况 单位 : %

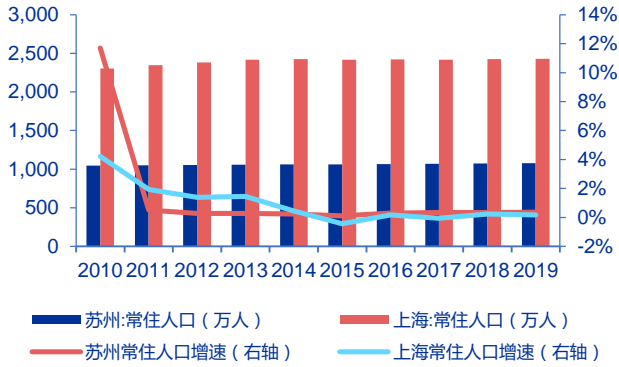


资料来源 : 中指、Wind、申万宏源研究

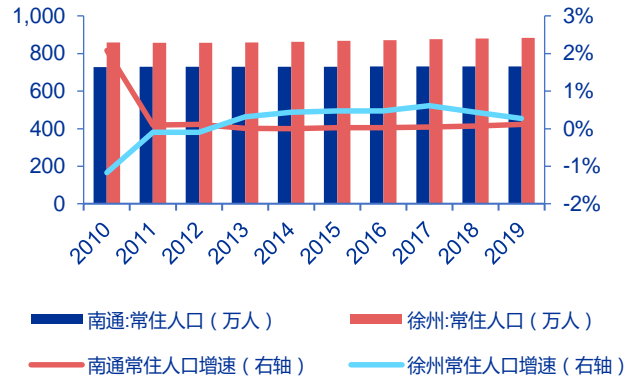
公司在长三角的土地储备中，重仓的前四大城市为上海、苏州、徐州和南通。从人口角度来看，上海、苏州、徐州和南通这四个城市均是人口常年净流入城市，长期需求有内在支撑，去化率有保障。

图 38 : 上海、苏州人口长期净流入 单位 : 万人、%

图 39 : 南通、徐州人口长期净流入 单位 : 万人、%



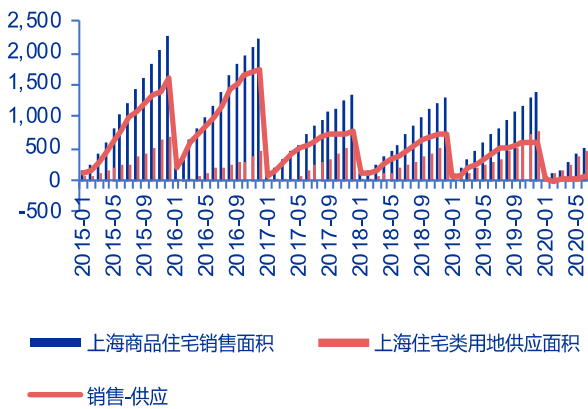
资料来源：Wind、申万宏源研究



资料来源：Wind、申万宏源研究

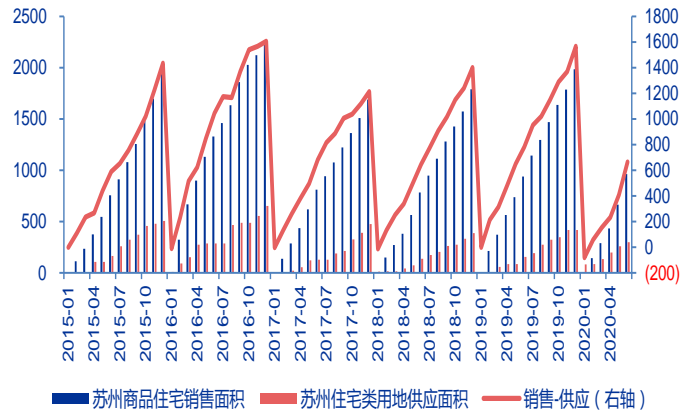
从各个城市的商品住宅销售面积和住宅类用地供应建面来看，上海、苏州、徐州和南通的供给均是小于销售的，属于供需情况合理，甚至供不应求的城市，不论是价格还是需求都有比较强的内在支撑。

**图 40：上海商品住宅销售面积和住宅供给**  
单位：万平



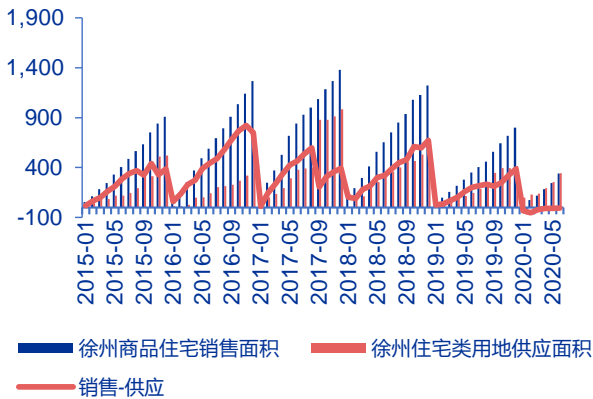
资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 41：苏州商品住宅销售面积和住宅供给**  
单位：万平



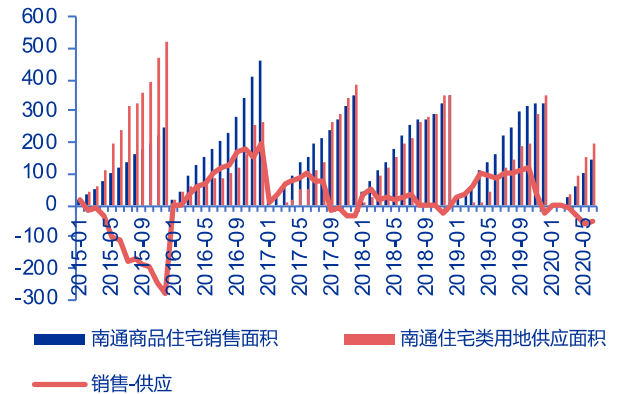
资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 42：徐州商品住宅销售面积和住宅供给**  
单位：万平



资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 43：南通商品住宅销售面积和住宅供给**  
单位：万平



资料来源：Wind、申万宏源研究

2019年5月13日，中央政治局审议长三角一体化发展规划纲要，长三角一体化发展全面提速。公司率先响应国家核心战略，利用自身综合优势，充分发挥其对长三角促进产业结构升级、优化区域产业分工、推动区域协调发展方面的重要标杆作用。5月15日，首个承接长三角一体化发展的国家级战略项目正式启建，绿地宿州科技产业园举行奠基仪式，该重大战略项目总投资约150亿元，占地面积约3500亩，涵盖“科技创新基地+企业总部+金融总部+综合服务区”四大功能内核，标志着公司以“地产+科创”协同模式助力地方转型发展和新旧动能转换、更快更好融入长三角一体化发展的战略正式落地，更有效强化绿地在长三角区域的领先优势。

此外，公司已与上海市青浦区签约，通过存量土地改造提升，推进在上海市青浦区投建绿地市西科技园，打造上海西部核心区、长三角科技创新核心区的科创高地，全面对接长三角一体化发展，预计总计容建筑面积约100万平方米，有望于今年第三季度正式开工。7月15日，公司与复旦大学签约共建复旦绿地全球医学中心，将聚焦健康医疗等领域，在长三角一体化示范区打造现代化医学科技新城；此外，公司和复旦还将在长三角一体化示范区共建复旦大学创新校区。公司借助自身在长三角的全面深度布局，以及上海这一重仓城市的优质资源输出，或将成为长三角一体化的最大受益者。

2020年4月，公司与上海中医药大学、上海医药集团签署战略合作协议，聚焦生物医药、医药健康等领域，将在长三角多地打造生物医药、医用物资产业园。目前，绿地奉贤健康产业园项目，南京溧水中医健康养生产业园项目已先后落地；此外，公司还将在浦东康桥、宁波杭州湾等打造医用物资、生物医药产业园区。

2020年7月17日，公司与六安市政府正式签约长三角一体化六安创新中心项目，总体开发模式为战略开发，分期实施，总投资规模约为200亿元。项目合作区域位于金安经济开发区，计划于2020年8月前完成挂牌出让。项目将依托公司的科技优势打造六安“智谷”，包括综合服务中心、科研孵化区、创客办公区、商业配套区；依托公司的商业运营管理优势打造高品位城市商业综合体，建设高端酒店和特色商业街；依托金安未来城市公

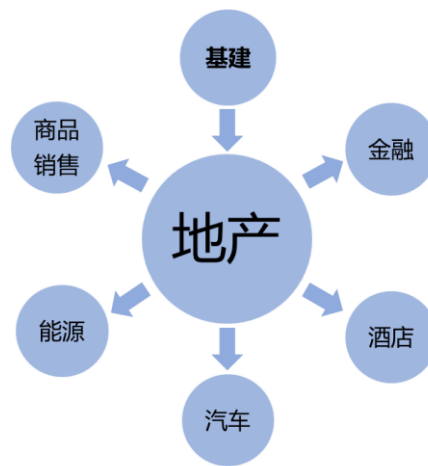


园打造高品质居住区，建设柔性住宅、低密度住宅及学校等相关配套设施。该项目将加快推进六安市的长三角一体化发展，推进经济建设。

### 3. 发力“大基建”，营收占比首过半数

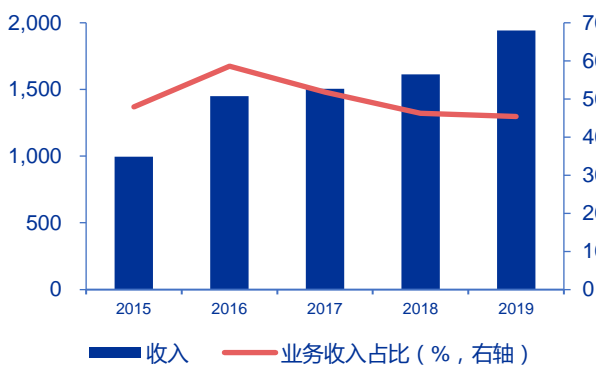
公司积极推进转型发展，大力发展基建业务，并取得了明显进展。基建业务营业收入的比重逐年提升，2019 上半年首次超过房地产业务，占比 53.4%，成为公司营收的最主要来源。2019 年全年房地产业务营业收入占比 45.4%，基建业务占比 44.0%。

图 44：多项业务协同发展，基建带动拿地



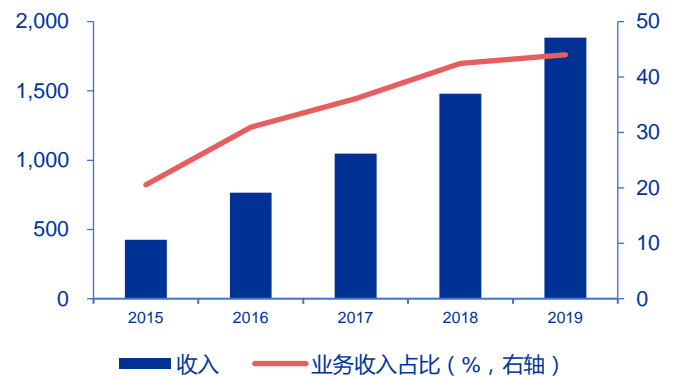
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 45：房地产业务营收占比逐年下降 单位：亿元



资料来源：Wind、申万宏源研究

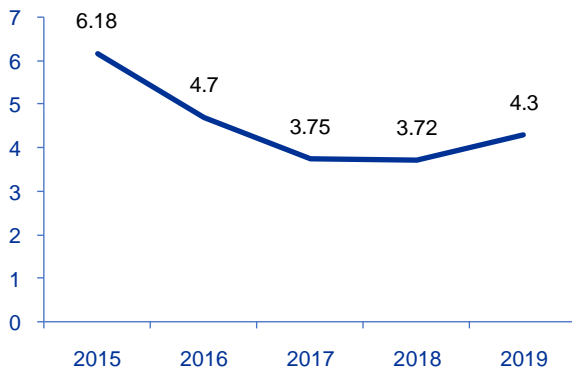
图 46：2019 年基建业务营收占 44% 单位：亿元



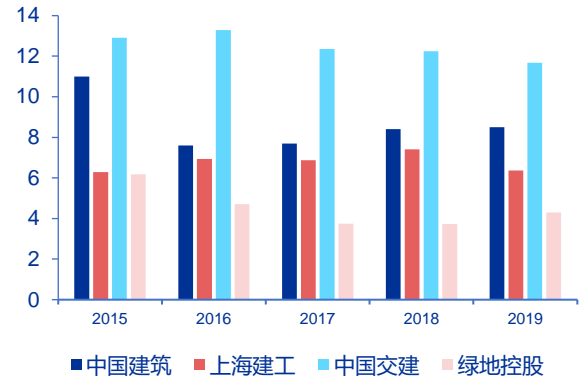
资料来源：Wind、申万宏源研究

公司营收提升的同时，由于建筑业务毛利率水平较低，净利润增速。公司建筑业务毛利率 2019 年为 4.3%，相比上年增加 0.6 个百分点，相比 2015 年下降 1.9 个百分点，降幅明显。与建筑业公司中以房屋建设和公路建设为主的中国建筑、上海建工、中国交建相比，公司建筑业务毛利率明显处于低位且下降幅度剧烈。原因之一是公司基建业务的构成变化，截至 2019 年，公司基建业务项目总金额中，67.3%为房屋建设项目。2015 至 18

年间，公司更多聚焦于公路项目，一举拿下多个河南省内的高速公路项目，如垣渑高速公路、息邢高速公路、周口至南阳高速公路等项目。此后，公司建筑业务则更多涉及房屋建设业务。17年以来，公司大力投资于城市综合开发，其中，公司于宁波的杭州湾项目预计总投资 500 亿元。而房屋建筑相比公路项目毛利率相对较低，从而导致公司建筑业务毛利率下滑。以房屋建设业务在总业务中占比同样超过 60%的中国建筑相比较，可以看出二者主要差别在于基建工程的毛利率水平。

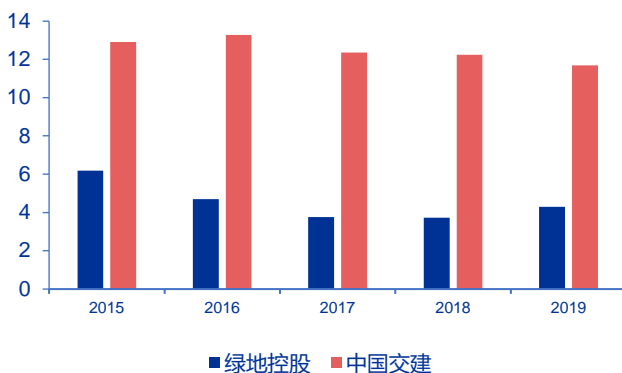
**图 47：2019 年基建业务毛利率有所提升 单位：%**


资料来源：Wind、申万宏源研究

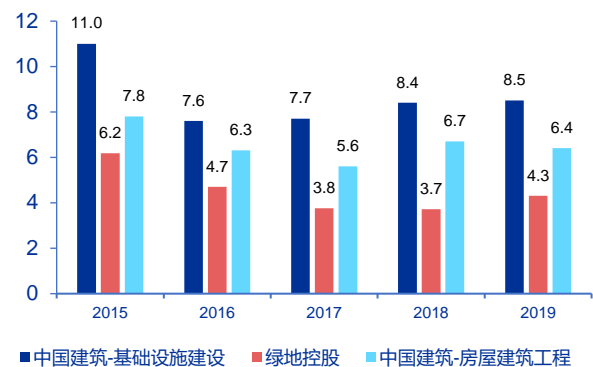
**图 48：公司建筑业务毛利率低于行业 单位：%**


资料来源：Wind、申万宏源研究

与核心业务为交通基建的中国交建相比，二者基建业务毛利率自 2015 年差距逐年增大。2015 年公司基建业务毛利率相对中国交建低 6.7 个百分点，2019 年这一差距提升至 7.4 个百分点。而与房屋建筑业务收入比例同样超过 60%的中国建筑相比，二者房屋建设的毛利率差距明显较小。

**图 49：公司基建业务毛利率明显低于中国交建 单位：%**


资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 50：公司基建业务毛利率与中国建筑房建业务差距不大 单位：%**


资料来源：Wind、申万宏源研究

公司近年来大力拓展基建业务，通过控股并购等方式拓宽产业布局。2015 年，公司成功投资控股贵州建工集团，进一步扩大了基建产业的版图。2016 年成功控股江苏省建，并于同年获得南京地铁 5 号线项目、宁波杭州湾项目等重点项目。2017 年，公司收购西安建工，业务版图进一步拓展至西南地区，同年开展了杭州湾二期、三期项目并成功获取许

信高速公路项目。2018年，公司通过混改方式，成功投资控股天津建工，使大基建产业版图扩展至京津冀城市群，基本实现了“东西南北中”的全国化布局，进一步提升了产业链优势。2019上半年，公司成功收购了河南公路工程公司，打响了2019国企混改提速的第一枪，也实现了河南省管国企子公司混改首单成功落地。截至目前，公司重大基建项目主要集中于江苏省、河南省以及浙江省。

**表 4：公司重大项目主要分布于三省份**

项目名称	开工日期	计划建设工期 (月)	总投资额 (亿元)	预计年度投资额 (亿元)		
				2017年	2018年	2019年
南京地铁五号线项目	2017年7月5日	36	196.1	67.6	67.6	60.9
垣浚高速公路项目	2015年11月30日	36	50.5	13.94	17.25	19.31
息邢高速公路项目	2016年11月29日	36	68	23	23	22
周口至南阳高速公路	2016年11月20日	36	45.2	15.3	15.3	14.6
许昌至信阳高速公路 (驻马店市境) 项目	未开工	36	103.3	0	0	0
许昌至信阳高速公路 (漯河市境) 项目	未开工	36	41.2	0	0	0
丽水绿地华东药用植物园项目	2017年1月3日	36	8.4	2.4	2.4	3.6
宁波杭州湾 PPP 项目项目 (一) 滨海新城基础设施	2017年3月15日	20	7.2	3.5	3.7	0
宁波杭州湾 PPP 项目项目 (二) 滨海新城基础设施	2017年6月30日	36	34.9	5.9	11.8	17.2
宁波杭州湾 PPP 项目项目 (三) 滨海新城基础设施	2017年10月30日	24	24	2.1	12.2	9.7

资料来源：政府网站、申万宏源研究

备注：预计年度投资额以项目计划建设工期及总投资额线性估计所得

**表 5：部分城市地产业务毛利率情况**

省份	城市	2019			2018			2017		
		销售额 (亿元)	投资额 (亿元)	毛利率 (%)	销售额 (亿元)	投资额 (亿元)	毛利率 (%)	销售额 (亿元)	投资额 (亿元)	毛利率 (%)
江苏	南京	460.22	379.26	21%	111.7	82.5	35%	115.6	74	36%
	南通	524	435.78	20%	95.2	62.3	35%	68	44	35%
	苏州	686.84	497.45	38%	180.8	128.8	29%	127.8	94.8	26%
	无锡	181.79	122.05	49%	52.4	37.3	29%	26.2	18.5	29%
	徐州	416.34	361.17	15%	83.6	67.8	19%	129.1	84.9	34%
	扬州	111.15	98.54	13%	3.6	3.1	15%	11.6	8.5	27%
河南	郑州	412.71	326.58	26%	110.2	82.7	25%	120.4	103.1	14%
浙江	杭州	134.5	99.32	35%	137.3	104.5	24%	108.9	82.3	20%
	宁波	586.44	520.64	13%	146.1	127.5	13%	52.5	43.8	17%

资料来源：申万宏源研究

通过对公司基建业务主要布局三省份地产业务的测算，可以看出地产业务毛利率逐年提升。但由于公司较低的基建业务毛利率，二者协同的毛利率水平相对单纯的地产业务则有所下降。但是与板块平均的地产业务毛利率增幅相比，“基建+地产”模式的毛利率增幅相对较低。

**表 6：基建业务主要布局省份“地产+基建”业务协同毛利率估测**

年份	基建业务			地产业务			“地产+基建”业务			地产板块	
	毛利率 (%)	投资额 (亿元)	估计毛利 (亿元)	毛利率 (%)	投资额 (亿元)	估计毛利 (亿元)	总投资额 (亿元)	毛利率 (%)	毛利率增幅 (%)	毛利率 (%)	毛利率增幅 (%)
2016年	4.7	28.1	1.32	20.7	454.9	94.2	483	19.8	-	27.2	-
2017年	3.75	133.74	5.02	23.4	589.1	137.8	732.9	19.5	-0.3	29.6	2.3
2018年	3.72	152.25	5.66	27.1	764.6	207.2	930.9	22.9	3.4	32.4	2.8
2019年	4.31	159.51	6.87	27.6	930.2	256.7	1089.7	24	1.1	31.5	-0.9

资料来源：Wind、申万宏源研究

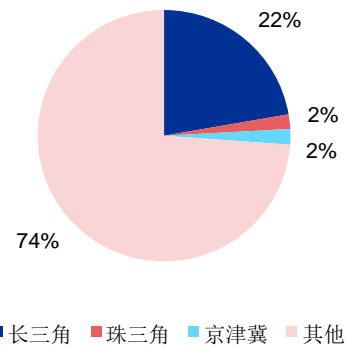
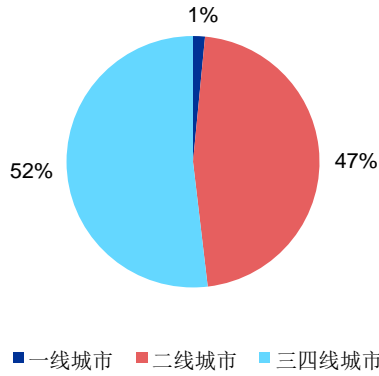
## 4. 抢占高铁沿线，占据成本优势

2019 年公司新增土地储备中 51.9%位于三四线城市，主要是由于公司调整投资布局，特别是围绕特色小镇、高铁站商务区、战略性重大项目等题材，抢抓城市群溢出效应，抢抓快速崛起的高铁沿线市场。公司先后获取了安徽宣城及亳州、江苏扬州及宿迁、陕西咸阳、山东德州、广东阳江、广西梧州、重庆涪陵、湖南衡阳及株洲及湘潭、江西萍乡、河南驻马店、湖北随州、四川宜宾等 14 个高铁站项目，在 2019 年新增土地中占比达 11.4%，成为继超高层之后又一个战略性的投资题材。除此之外，长三角仍是公司加码布局的主要区域，在新增土地储备中占比 22.3%。

截至目前，公司已在全国布局约 20 个重点高铁城市，“绿地城际空间站”品牌的全国性网络化布局快速推进。高铁新城战略已成为公司新一轮转型发展中房地产主业紧抓深度城镇化红利、抢占新周期发展制高点的重要抓手，其相对低廉的拿地价格也使得公司发挥成本优势，地产主业毛利率有所回升。抢占高铁项目的同时，公司结合自身多元发展的优势，将办公、商业、居住、教育、康养、会展和旅游联动起来，将其打造成为高铁时代的全功能微型城市体。目前公司各项高铁沿线项目正在稳步推进中，根据 2019 年中期披露的数据，目前公司在售的高铁站项目中，咸宁高铁北站、武广高铁、苏州高铁新城、宿迁市高铁商务区、徐州高铁东城和万州高铁项目的已预售面积占比均超过 70%，其中江苏省的两个高铁沿线项目，苏州高铁新城和宿迁高铁商务区第一期的可供出售面积均已售罄。

**图 51：按城市能级划分的 2019 年公司新增土储**  
单位：%

**图 52：按都市圈划分的 2019 年公司新增土储**  
单位：%



资料来源：中指、申万宏源研究

资料来源：中指、申万宏源研究

**表 7：高铁站项目拿地成本低廉**

城市	规划建筑面积 (万平)	土地总价 (亿元)	楼面价 (元/平方米)
亳州	369	49	1323
赣州	116	12	1058
萍乡	135	17	1252
咸宁	166	3	210
宿州	77	3	387
阳江	128	22	1705
宜宾	94	13	1417
长沙	95	30	3154
重庆	218	27	1228
株洲	77	26	3330

资料来源：Wind、申万宏源研究

**表 8：公司高铁站项目预售情况**

地区	项目	经营业态	规划计容建筑面积 (万平)	总投资额 (亿元)	截至目前可供出售面积 (万平)	已预售面积 (万平)	预售比例 (%)
湖北省咸宁市咸安区	咸宁高铁北站项目	住宅	22.4	8.2	5.40	0.66	12%
湖北省咸宁市咸安区	咸宁高铁北站项目	住宅	46.8	16.9	30.30	22.87	75%
湖南省株洲市天元区	武广高铁项目	住宅、商办、住宅	53.5	80.0	37.80	27.00	71%
江苏省苏州市相城区	苏州高铁新城	住宅	56.4	42.0	37.72	37.72	100%
江苏省宿迁市经济技术开发区	宿迁市高铁商务区第一期	住宅、商业、酒店、办公	15.0	9.0	13.97	13.97	100%
江苏省徐州市经济技术开发区	高铁东城	住宅、商业	54.4	28.1	52.29	51.06	98%

陕西省咸阳市秦都区	咸阳绿地高铁新城一期	住宅、商业、办公、车位	31.8	29.8	13.88	8.12	59%
重庆市万州区	万州高铁项目	住宅	42.1	25.0	28.10	26.96	96%

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 5. 积极推进产业集群，实现“3+X”产业布局

公司在深耕房地产主业的同时，坚持产业经营与资本运作双轮驱动，积极发展大基建、大金融、大消费及新兴产业等关联板块集群，实现“3+X”综合产业布局。其中，“大基建”板块细分为房屋建设和基建工程；“大金融”板块具体包括债权业务、股权业务、资产管理和资本运作业务；“大消费”板块主要涉及进口贸易、酒店旅游和汽车服务业务。

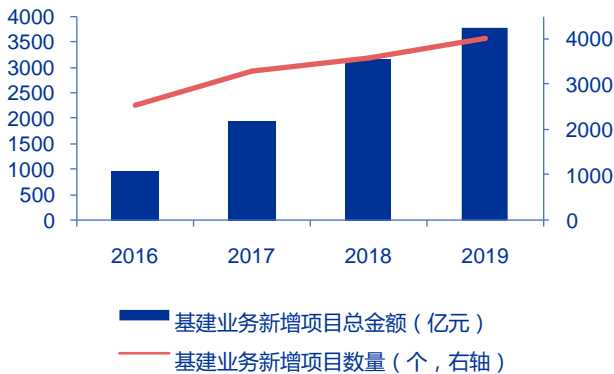
表 9：公司多元业务板块发展现状

业务类型	细分	发展现状
大基建	房屋建设	公司大基建板块具有国家认定的建筑工程施工总承包特级资质 7 项，市政公用工程施工总承包特级资质 2 项，公路工程施工总承包特级资质 1 项，建筑工程施工总承包一级资质 20 项，市政公用工程施工总承包一级资质 17 项，其他施工总承包一级资质数十项，建筑行业工程设计甲级资质 10 项，专业承包一级资质数百项
	基建工程	
大金融	债权业务	主要包括房地产基金、小额贷款及融资租赁业务。房地产基金业务主要聚焦北上广深、重点省会城市和新崛起准一线城市；小额贷款业务发挥服务实体经济的功能，上海、重庆、宁波、青岛四家小贷公司重点结合不同区域需求开发新产品；融资租赁业务深耕细分行业，持续挖掘教育、医疗等潜力行业。
	股权业务	重点聚焦消费升级和科技创新等领域，先后投资了一批有影响力的项目；同时积极做好已投公司的投后管理工作。此外，公司发挥自身混改优势，积极部署国资国企混改，全面对接各地国资国企改革项目。
	资产管理和资本运作业务	主要包括资产管理、并购重组和产业基金。资产管理方面，发行了多款产品，旗下多公司取得私募牌照并按规定完成备案；并购重组方面，坚持主动管理，储备了一批优质标的。产业基金方面，积极推进各类主题投资基金的发起设立和落地。
大消费	进口贸易	打造绿地全球商品贸易港模式，围绕进口产业链打造“绿地全球商品贸易港”贸易促进新平台，并在上海成功落地绿地全球商品贸易港虹桥示范项目；加速提升零售业务能级，加快以 G-Super 为核心的零售业态全国布局，目前已开业 64 家实体门店；加快扩大进口贸易规模；推进与“一带一路”国家商贸合作；加快物流供应链项目，打造绿地青浦保税运营中心并投入使用。
	酒店旅游	2012 年以来公司陆续推出形成十大品牌序列，涵盖标准酒店、特色酒店和小镇酒店三大类型。2018 年，公司被授予“中国最佳酒店管理集团”、“亚洲最具投资价值酒店管理集团”荣誉；铂骊品牌蝉联“年度最具活力时尚商务酒店品牌”，并荣获“中国最具发展潜力酒店品牌”。2019 年公司成功控股上航国旅，并与世界知名会展运营商汉诺威国际会展公司正式开展合作
	汽车服务	公司汽车服务业立足于传统 4S 店业务，截止目前，公司共拥有 4S 店 33 家，主要销售的汽车品牌包括宝马、林肯、奥迪、通用凯迪拉克、沃尔沃、英菲尼迪、上汽荣威、东风本田、广汽本田、广汽丰田、三菱、大众斯柯达、通用别克、通用雪佛兰、一汽马自达、长安马自达、福特、东风日产、云度等。

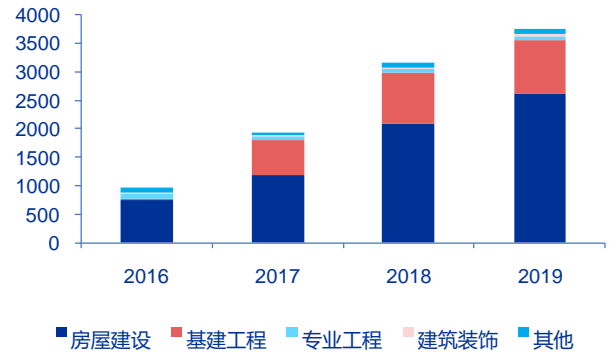
资料来源：公司公告、申万宏源研究



公司“大基建”板块业务增速明显。2017 年基建业务新增项目数量 3293 个，2018 年新增 3591 个，2019 年新增 4017 个。2019 年基建业务新增项目总金额 3766 亿元，同比增长 19%。其中，房屋建设项目总金额 2621 亿元，占比 69.6%，基建工程总金额 937.6 亿元，占比 24.9%。长远来看，随着房企分化持续、“去地产化”趋势走强，提前布局大基建在未来收益中可能发挥不可估量的作用。

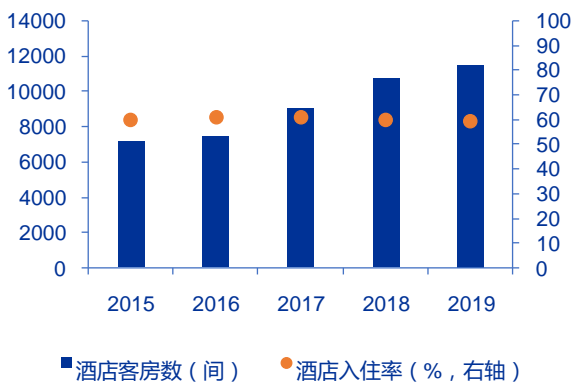
**图 53：公司基建业务快速发展**


资料来源：Wind、申万宏源研究

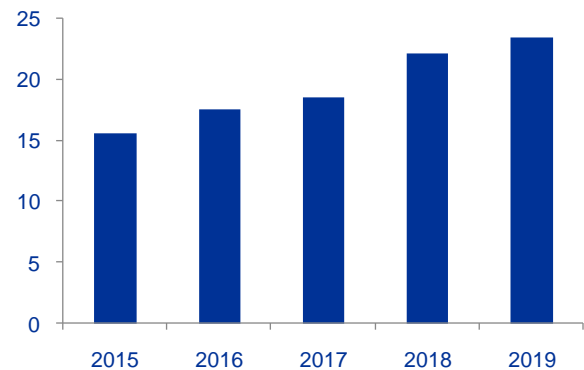
**图 54：基建业务新增项目总金额业态分类 单位：亿元**


资料来源：Wind、申万宏源研究

公司“大消费”板块的酒店旅游业务也稳步发展。2016 年以来，公司酒店客房数快速增长，2019 年总客房数为 11479 间，相比上年新增 788 间；酒店入住率基本维持在 60% 的水平。2019 年公司酒店营业收入 23.5 亿元，同比增长 5.9%。

**图 55：公司酒店业务稳步发展**


资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 56：酒店营业收入稳步增长 单位：亿元**


资料来源：Wind、申万宏源研究

进口贸易方面，2018 年 7 月，公司宣布启动绿地全球商品贸易港。商品贸易港是公司在中国国际进口博览会（进博会）举办之外，打造的常年进口商品展示交易服务平台。该项目由国家商务部、上海市政府唯一指定，享有高度贸易便利化政策，面向全球制造商、服务商、采购商，全品类、全渠道，目标完善进口供应链渠道、升级实体零售末端、助力我国扩大进口、满足居民消费升级需求。截至 2020 年上半年，贸易港内有来自 57 个国家和地区 139 家客商入驻，共引入食品、酒饮、日用品、保健品、小家电、奢侈品等品类

的海外商品超过 60000 件，其中包括第一、第二届进博会同款商品 7000 余件，“一带一路”沿线国家客商 19 家商品 6000 件。第三届进博会即将在 2020 年 11 月举行。

“大金融”板块，绿地金融控股集团（以下称为“绿地金控”）成立于 2011 年，注册资本 90 亿元，是绿地集团打造的战略性金融投资平台。公司主营业务分为四大板块：金融机构投资、基金投资和管理业务、类金融业务和资本运作。主要投资项目包括锦州银行、东方证券和上海农村商业银行等多家机构，并分别成为上述机构的第二、第五和第六大股东。2015 年，绿地金控收购杭州工商信托近 20% 的股权，成为其第二大股东。此外，绿地金控布局海外，参与投资了多个在香港的 IPO 项目，如蓝港互动、福耀玻璃和广发证券等。互联网金融方面，2015 年，绿地金控联手蚂蚁金服和平安陆金所推出了“绿地地产宝”。近年，绿地金控主要参与投资了互联网、科技、5G 相关公司。截止至 2019 年末，绿地金控总资产达 400.5 亿元，归属母公司股东权益为 185.3 亿元，净利润为 30.6 亿元，近五年累计净利润约 130 亿元。

**表 10：绿地金控近年部分投资行为摘要**

时间	公司名称	融资轮数	金额（亿元）	股权
2019/6/21	厦门瑞为信息技术有限公司	战略融资	1.56	15.0%
2019/6/21	北京佰才邦技术有限公司	战略融资	2.00	8.5%
2019/6/10	城云科技（中国）有限公司	C 轮	3.00	16.0%
2019/6/10	杭州涂鸦科技有限公司	战略融资	-	-
2018/9/21	马泷齿科中国	参与 D 轮融资 2.3 亿	-	-
2018/4/25	上海深兰科技	战略融资	3.00	7.7%
2018/1/5	上海鹏塔网络科技有限公司	战略融资	0.60	50.0%
2017/4/1	马泷齿科中国	参与 C 轮融资 1.1 亿	-	-
2016/4/6	马泷齿科中国	参与 B 轮融资 8500 万	-	-
2015/12/8	杭州工商信托股份有限公司	股份受让	2.98	19.90%

资料来源：Wind、申万宏源研究

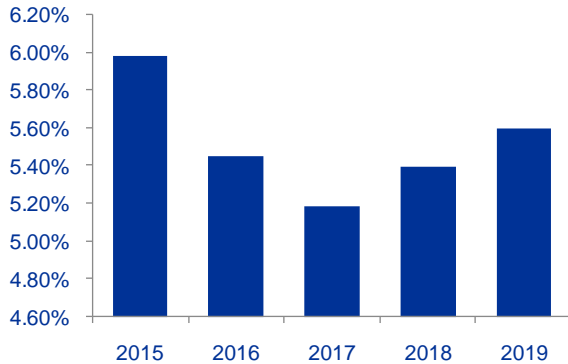
## 6. 杠杆水平不断下降，融资成本居于低位

公司杠杆率水平在行业中仍居高位，但整体平均融资成本相对较低，2019 年的整体融资成本为 5.60%，相对上年增长了 0.2 个百分点，但在行业中属于较低水平。此外，公司 2019 年融资总额相比 2018 年增长 248.1 亿元。2019 年公司偿还债务支付的现金达 1468.8 亿，期末融资总额为 2937.4 亿元，有息负债总额为 5041.2 亿元。净负债率为 155.6%，虽相较 2018 年下降 20%，但资金依旧承压。

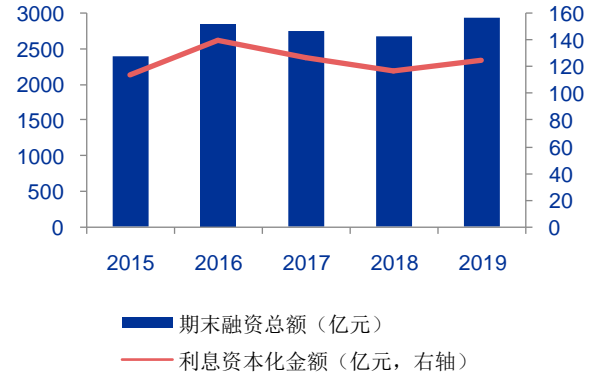
从融资结构来看，公司债务融资方式以长期借款及债券融资为主，占有息负债口径总债务 76.4%，其中长期借款 1373.0 亿元，占比 46.8%。从公司的短期偿债能力来看，由于短期债务增长较快，货币资金与短期债务的比值 2016-2018 年不断提升，然而 2019 年该比值下降至 0.76。

同比 2018 年，公司 2019 年货币资金与短期债务的比值下降 0.1 个百分点，公司自身受到限制的资产比重较高。根据公司 2019 年年报披露，受限资产总额达 2592.5 亿元，其

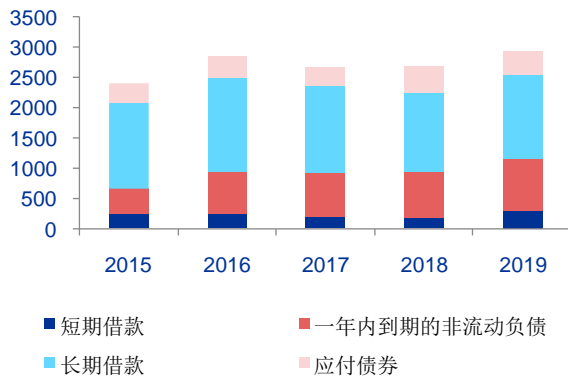
中受到限制的货币资金为 102.5 亿元。除货币资金以外，其于受限资产包括存货、固定资产、应收账款等，受限原因均是用于借款抵押和质押。

**图 57：2019 年公司整体平均融资成本略有提升**


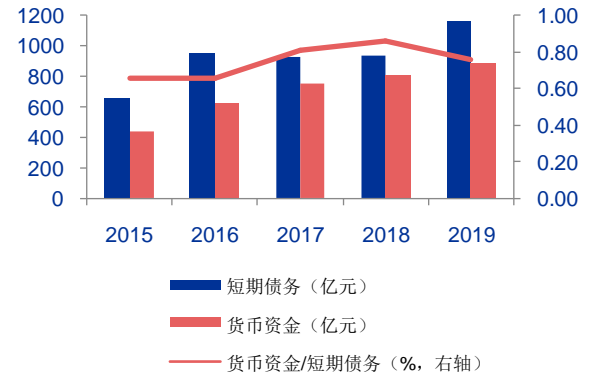
资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 58：期末融资总额 19 年上升单位：亿元**


资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 59：公司负债以长期借款为主 单位：亿元**


资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 60：货币资金/短期债务下降单位：亿元**


资料来源：Wind、申万宏源研究

**表 11：所有权或使用权受到限制的资产（单位：亿元）**

资产类别	期末账面价值	受限原因
货币资金	102.5	-
存货	2112.3	用于借款抵押质押
固定资产	184.3	用于借款抵押质押
无形资产	0.6	用于借款抵押质押
交易性金融资产	19.4	用于借款抵押质押
应收账款	22.9	用于借款抵押质押
长期股权投资	131.7	用于借款抵押质押
投资性房地产	17.4	用于借款抵押质押
其他权益工具投资	1.4	用于借款抵押质押
合计	2592.5	

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 7. 盈利预测与投资建议

**首次覆盖，给予买入评级，2020年目标价10.2元。**公司作为上海国改的标杆企业，混合所有制经营优势显著，房地产主业业绩进入释放期，利润率不断改善，土地储备以都市圈内二三线城市为主，长三角一体化受益标的。结合大基建业务低成本拿地优势独特。大金融业务严控风险的情况下稳步推进，大消费业务把握消费升级趋势，着力挖掘科技创新项目，推动房地产与科创“双向赋能”，并与上海教育、医疗机构等积极合作，力争成为上海资源输出的航空母舰。

我们预计公司2020-2022年归母净利润为173.7/214.9/259.2亿元，同比增速为17.8%/23.7%/20.6%。对应EPS分别为1.43/1.77/2.13元。预测2020-2022年营业收入为4820.9/5646.5/6160.0亿元，同比增速为12.6%/17.1%/9.1%。

**表 12：公司 2020-22 年收入分类预测**

单位：亿元

年度	2015	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021	2022
营业收入	2075	2474	2904	3487	4281	4818	5644	6157
同比增速		19%	17%	20%	23%	13%	17%	9%
房地产及相关产业	995.8	1,450.8	1,504.7	1,614.6	1,943.3	2156.6	2688.3	2941.1
同比增速		46%	4%	7%	20%	11%	25%	9%
建筑及相关产业	426.6	765.9	1,048.1	1,481.3	1,884.9	2167.6	2427.7	2670.5
同比增速		80%	37%	41%	27%	15%	12%	10%
商品销售	341.7	159.4	201.5	305.4	472.8	520.0	561.6	589.7
同比增速		-53%	26%	52%	55%	10%	8%	5%
其他业务	311.2	97.9	149.8	86.0	-20.0	-26.1	-33.9	-44.0
同比增速		-69%	53%	-43%	-123%	30%	30%	30%
营业成本	1,766.7	2,098.1	2,485.5	2,949.3	3,616.6	4009.6	4654.7	5099.6
毛利率	15%	15%	14%	15%	16%	17%	18%	17%
房地产及相关产业	754.1	1,151.2	1,153.2	1,178.5	1,407.3	1,490.0	1,864.8	2,075.0
毛利率	24%	21%	23%	27%	28%	30.9%	30.6%	29.4%
建筑及相关产业	400.3	729.9	1,008.8	1,426.2	1,803.6	2080.9	2330.6	2563.7
毛利率	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
商品销售	340.4	158.3	198.7	298.2	456.3	504.4	544.8	572.0
毛利率	0%	1%	1%	2%	3%	3%	3%	3%
其他业务	272.0	58.6	124.8	46.5	-50.5	-65.7	-85.4	-111.0
毛利率	13%	40%	17%	46%	-152%	-152%	-152%	-152%

资料来源：Wind、申万宏源研究

公司地产规模排名行业第六，且除了住宅开发外，拥有商业、酒店等多项产业业态，因此我们主要选取同样业务多元、销售规模排名前十的龙头房企：万科、华润置地、世茂集团、保利地产以及同样重仓长三角、地产和基建业务双主业的中南建设、同样拥有金融及投资业务、土储位于长三角的新湖中宝来进行比较，可比公司估值法下2020年PE为7.1x，合理市值约为1235.6亿元，当前市值为994亿元，对应空间24%。

表 13 : 公司 2020 年 PE7.1 倍

公司	代码	最新价格(元)					每股收益(元)					市盈率			
		2020/7/31	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
万科 A	000002.SZ	26.84	3.47	4.28	5.24	6.12	7.73	6.27	5.12	4.39					
新湖中宝	600208.SH	3.41	0.25	0.39	0.48	0.51	13.64	8.74	7.10	6.69					
中南建设	000961.SZ	9.45	1.12	1.88	2.40	2.85	8.47	5.03	3.94	3.32					
华润置地	1109.HK	32.30	4.02	4.12	4.71	5.35	8.03	7.84	6.86	6.04					
保利地产	600048.SH	15.60	2.35	2.76	3.24	3.81	6.64	5.65	4.81	4.09					
世茂集团	0813.HK	32.85	3.31	3.78	4.59	5.45	9.92	8.69	7.16	6.03					
	最大值						13.64	8.74	7.16	6.69					
	最小值						6.64	5.03	3.94	3.32					
	平均数						9.07	7.04	5.83	5.09					
	调整后平均						8.54	7.11	5.97	5.14					

资料来源：Wind、申万宏源研究

备注：调整后平均是剔除可比公司 2020PE 中最高值和最低值后的 PE 平均数

## 8.风险提示

**政策调控影响地产销售去化率**，因城施策背景下地方政府调控自主权加大，不排除部分地方政府持续收紧调控，叠加融资等政策约束，对公司销售造成较大压力。

**业务协同性推进不及预期**。公司高铁沿线布局战略与公司大基建业务推进程度息息相关，基建业务的成果如何具体落实为地产业务布局的优势、大金融业务如何与地产业务协同发展还有待探索。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	348,732	428,083	482,091	564,650	615,999
营业收入	348,426	427,823	481,821	564,371	615,729
营业总成本	326,740	402,470	451,904	525,520	572,323
营业成本	294,934	361,662	400,961	465,472	509,964
税金及附加	9,654	14,804	19,766	22,586	22,176
销售费用	7,398	8,449	11,088	12,422	12,936
管理费用	9,390	11,106	12,534	15,246	16,632
研发费用	62	1,013	1,141	1,336	1,457
财务费用	4,032	5,431	6,400	8,443	9,144
其他收益	71	316	316	316	316
投资收益	2,983	8,864	9,307	9,772	10,945
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-278	2,236	0	0	0
信用减值损失	0	-2,349	0	0	0
资产减值损失	-1,257	-3,002	0	0	0
资产处置收益	-88	-15	-15	-15	-15
营业利润	24,680	31,661	39,794	49,203	54,921
营业外收支	-411	-1,068	0	0	0
利润总额	24,269	30,593	39,794	49,203	54,921
所得税	8,246	9,643	13,719	17,034	17,898
净利润	16,023	20,950	26,075	32,169	37,023
少数股东损益	4,649	6,207	8,709	10,680	11,107
归母净利润	11,375	14,743	17,366	21,489	25,916

资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	16,023	20,950	26,075	32,169	37,023
加：折旧摊销减值	3,177	5,726	3,850	3,850	3,850
财务费用	3,558	5,397	6,400	8,443	9,144
非经营损失	-5,395	-13,214	-11,944	-11,680	-13,045
营运资本变动	24,783	-1,957	-24,880	-7,157	11,603
其它	26	2,360	11,105	3,291	-5,895
经营活动现金流	42,172	19,261	10,606	28,916	42,680
资本开支	7,493	7,626	15	15	15
其它投资现金流	-3,282	-7,894	916	2,526	3,339
投资活动现金流	-10,775	-15,519	901	2,511	3,324
吸收投资	3,951	10,816	0	0	0
负债净变化	-32,263	-4,074	36,810	16,489	24,808
支付股利、利息	19,745	20,623	11,265	14,521	16,665
其它融资现金流	21,157	18,915	10,000	10,000	8,000
融资活动现金流	-26,901	5,034	35,545	11,968	16,143
净现金流	4,695	8,953	47,053	43,395	62,147

资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	927,463	1,013,213	1,133,514	1,295,273	1,423,660
现金及等价物	88,436	100,014	150,756	197,841	263,678
应收款项	212,412	212,320	222,771	235,266	234,342
存货净额	595,497	669,912	729,020	831,200	894,673
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	31,118	30,967	30,967	30,967	30,967
长期投资	27,582	34,953	39,654	43,211	47,128



固定资产	27,013	43,746	40,946	38,147	35,347
无形资产及其他资产	54,488	53,795	55,396	56,268	57,332
资产总计	1,036,545	1,145,707	1,269,511	1,432,899	1,563,467
流动负债	747,216	829,776	897,217	1,023,412	1,108,904
短期借款	93,794	116,569	128,226	143,613	160,847
应付款项	533,506	623,590	668,269	775,786	849,940
其它流动负债	119,916	89,617	100,722	104,013	98,117
非流动负债	180,404	184,538	219,692	230,794	246,368
负债合计	927,620	1,014,314	1,116,908	1,254,206	1,355,272
股本	12,168	12,168	12,168	12,168	12,168
其他权益工具	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
资本公积	10,073	10,119	10,119	10,119	10,119
其他综合收益	-3,106	-3,893	-3,893	-3,893	-3,893
盈余公积	4,443	4,948	5,544	6,281	7,170
未分配利润	44,526	52,911	64,816	79,490	96,997
少数股东权益	38,822	52,491	61,200	71,880	82,987
股东权益	108,926	131,392	152,602	178,693	208,195
负债和股东权益合计	1,036,545	1,145,707	1,269,511	1,432,899	1,563,467

资料来源：wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。