

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.71  
合理价格区间(元): 8.63~9.78

**陈慎** 执业证书编号: S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com

**刘璐** 执业证书编号: S0570519070001  
研究员 liulu015507@htsc.com

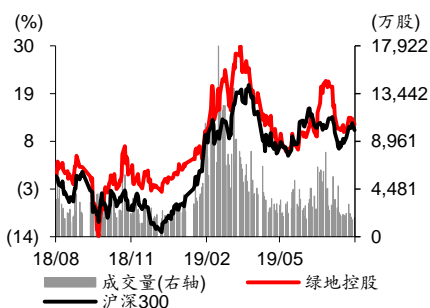
**韩笑** 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 hanxiao012792@htsc.com

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

相关研究

- 1《绿地控股(600606,买入): 利润增速再创新高, 新增货值保质保量》2019.07
- 2《绿地控股(600606,买入): 稳中有进, 开篇万亿新时代》2019.04
- 3《绿地控股(600606,买入): 规模质量双提升, 多元业务共协同》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 盈利质量稳中快进, 土地投资量质兼具

### 绿地控股(600606)

#### 核心观点

公司半年报显示, 2019 上半年实现营收 2014.5 亿元, 同比+27.6%; 归母净利润 89.9 亿元, 同比+48.4%; 加权平均 ROE 为 12.0%, 同比+2.81pct。公司业绩符合预期, 增速创上市以来新高; 新增货值保质保量, 同时财务杠杆继续下降; 多元产业增厚利润; 分红率有望稳步提升。维持 2019-2021 年 EPS 为 1.15、1.38、1.65 元的盈利预测, 维持“买入”评级。

#### 优质资源加速结转, 利润增速创上市以来新高

上半年公司业绩高质量增长, 利润增速创上市以来新高, 主要仍源于结转规模质量的持续改善。1、上半年地产竣工面积同比+47.1%至 593.7 万平, 带动结算收入同比+25.6%至 900.9 亿元; 2、地产结算毛利率延续改善, 同比+1.86pct 至 28.0%。公司上半年加大推货, 新开工 2639.2 万平, 同比+49.1%; 实现销售面积 1487.2 万平, 销售金额 1676.9 亿元, 同比分别+10.2%、3.2%。三四线销售额在城际空间站等优质项目带动下, 逆势增长超五成, 但整体销售较平稳的原因是南京、苏州等二线城市部分项目受一城一策影响, 推货延期至下半年, 下半年销售增速有望平稳修复。

#### 新增货值量质兼具, 负债率延续改善

上半年公司聚焦一线外溢、二线省会、地级市高铁站等重点地区, 新增项目 58 个, 计容建面 2202 万平 (权益建面 1968 万平), 总地价 556 亿元, 同比+26%, 总货值 2622 亿元, 按克而瑞数据排名行业第二。公司土储结构进一步优化, 一二线新增货值超六成, 住宅新增建面超七成; 同时保持拿地成本优势, 楼面价低于 2700 元/平; 城际空间站精准拿地, 新增青岛、宿迁、宿州等 8 个项目, 补充货值约 330 亿元。公司兼顾较高拓展力度和降杠杆, 扣除预收账款的资产负债率较 2018 年末下降 4.5 个百分点至 52.6%, 报告期成功发行 13.5 亿美元债, 积极推进 ABS 融资和银企合作。

#### 升级科创基因, 产业协同矩阵初步成型

公司推进“地产+”产业协同。大基建夯实基础, 上半年新签合同金额 1790 亿元, 同比+16%, 收购河南公路工程公司, 营收和利润总额同比较快增长。大金融强化平台, 升级科创基因, 入股深兰科技、城云国际、涂鸭智能、佰才邦、瑞为技术, 高科技企业及产业协同矩阵初步成型。大消费优化产业内容, 商贸: 西安、天津贸易港开工建设, 新开 4 家 G-Super 门店; 酒店旅游: 新增管理输出 12 家海外酒店, 发布四大长租品牌, 控股上航国旅, 与汉诺威成立合资会展公司; 康养: 探索康养谷新模式, 收购贵州药材。

#### 开篇万亿新时代, 维持“买入”评级

我们维持 2019-2021 年 EPS 为 1.15、1.38、1.65 元的盈利预测。参考可比公司 2019 年 7.6 倍的 PE 估值, 我们认为公司 2019 年合理 PE 估值水平为 7.5-8.5 倍, 目标价 8.63-9.78 元, 未来分红率有望在 2018 年 32% 的基础上稳步提升, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性; 房地产基本面下滑可能拖累公司销售; 行业融资紧张、基建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)	5.40-8.15
总市值 (百万元)	81,648
总资产 (百万元)	1,081,023
每股净资产 (元)	6.13

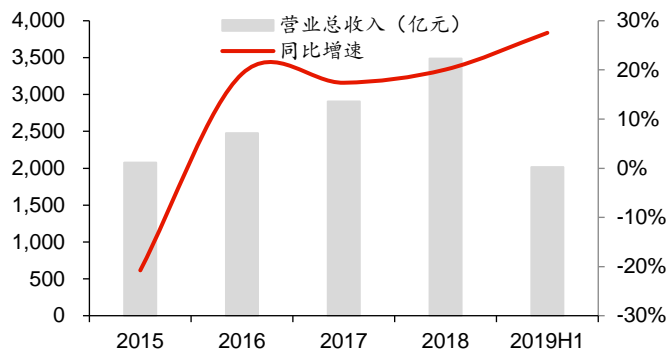
资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	290,418	348,732	435,916	544,894	653,873
+/-%	17.39	20.08	25.00	25.00	20.00
归属母公司净利润 (百万元)	9,038	11,375	13,992	16,792	20,061
+/-%	25.40	25.86	23.01	20.00	19.47
EPS (元, 最新摊薄)	0.74	0.93	1.15	1.38	1.65
PE (倍)	9.03	7.18	5.84	4.86	4.07

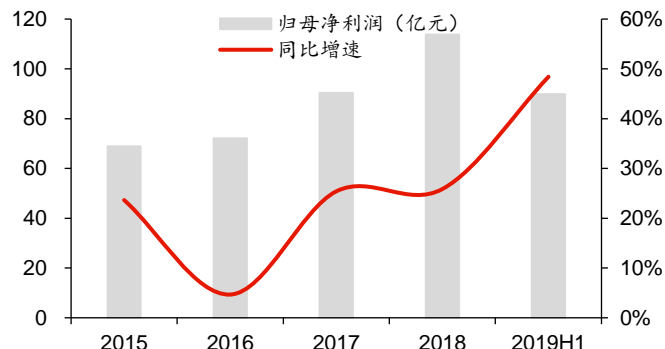
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2015-2019H1 公司营业收入



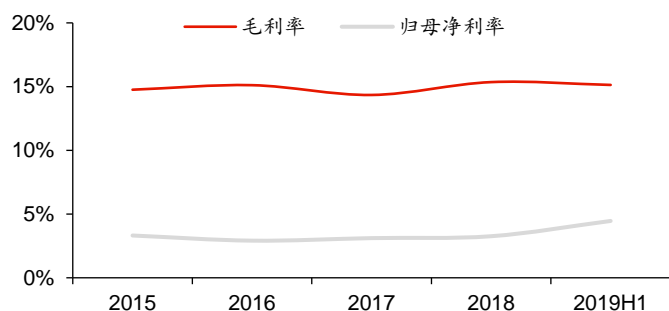
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2015-2019H1 公司归母净利润



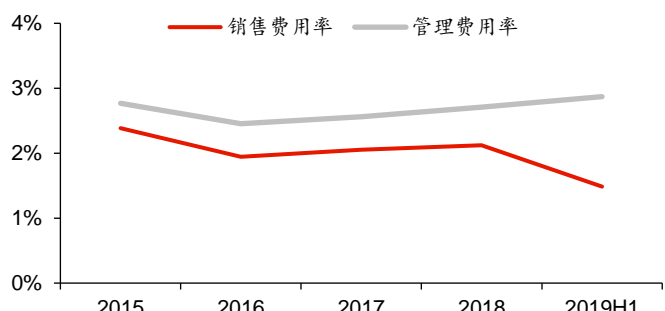
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 2015-2019H1 公司毛利率、净利率



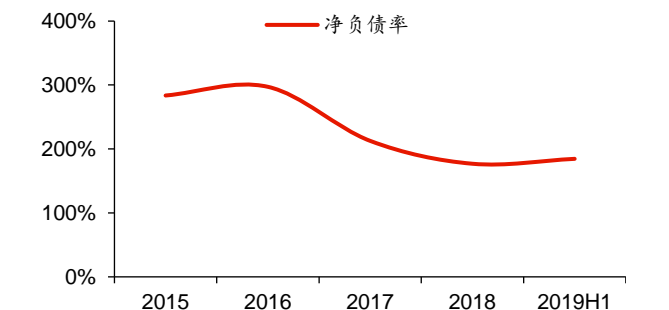
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 2015-2019H1 公司销售、管理费用率



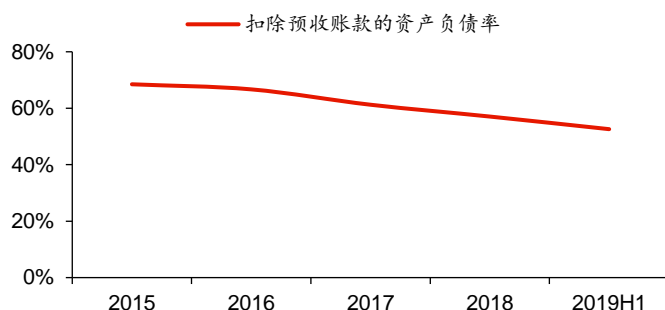
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 2015-2019H1 公司净负债率



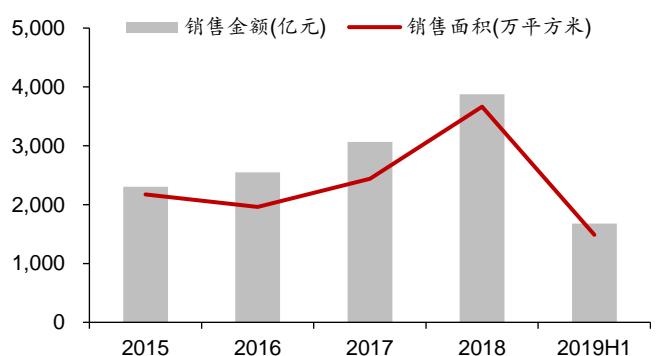
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 2015-2019H1 公司扣除预收款的资产负债率



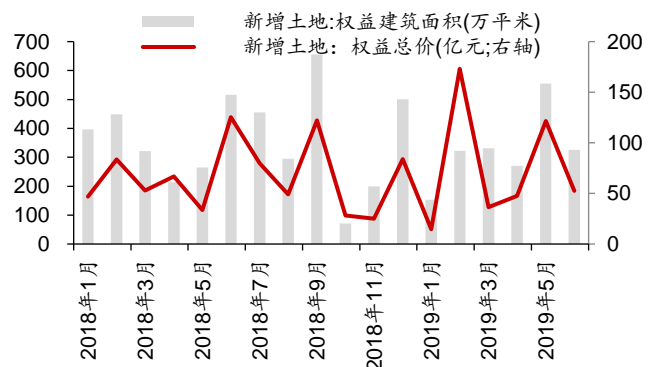
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 2015-2019H1 公司销售



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 2018-2019H1 公司权益拿地



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

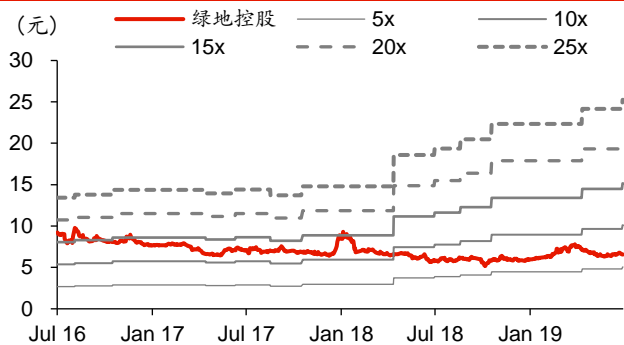
图表9：可比公司估值表（截至2019年8月26日，盈利预测数据来自Wind一致预期）

股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
万科A	2,989.42	26.45	3.06	3.63	4.28	4.98	8.64	7.28	6.18	5.31
保利地产	1,717.82	14.44	1.59	2.03	2.47	2.93	9.08	7.10	5.85	4.93
招商蛇口	1,611.31	20.36	1.89	2.42	2.92	3.47	10.77	8.40	6.97	5.87
平均							9.50	7.59	6.33	5.37

资料来源：Wind，华泰证券研究所

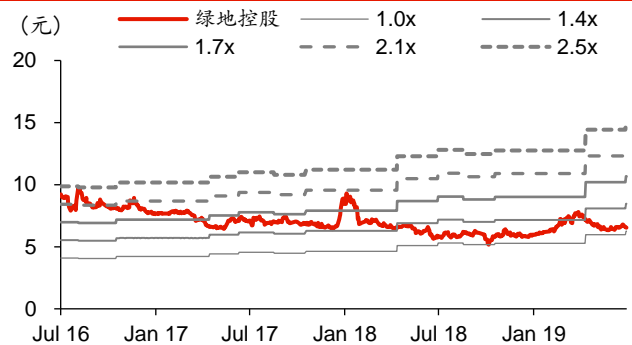
## PE/PB – Bands

图表10：绿地控股历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：绿地控股历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 风险提示

“一城一策”落地的节奏、范围、力度，流动性改善的节奏和力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

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。

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	763,187	927,463	1,040,721	1,162,245	1,276,501
现金	75,376	81,020	109,273	137,834	149,601
应收账款	39,259	61,410	67,552	74,307	81,737
其他应收账款	65,759	96,765	106,441	117,086	128,794
预付账款	38,642	52,441	57,686	63,454	69,800
存货	514,683	595,497	655,046	720,551	792,606
其他流动资产	29,468	40,330	44,723	49,014	53,963
非流动资产	85,346	109,082	117,842	127,438	137,825
长期投资	16,145	18,624	20,487	22,535	24,789
固定投资	13,009	25,409	23,989	22,099	19,989
无形资产	1,417	1,565	2,313	3,065	3,816
其他非流动资产	54,774	63,484	71,053	79,738	89,231
资产总计	848,533	1,036,545	1,158,562	1,289,683	1,414,326
流动负债	576,432	747,216	860,280	977,641	1,090,203
短期借款	20,447	18,166	16,000	14,000	12,000
应付账款	139,052	174,073	191,481	210,629	231,692
其他流动负债	416,933	554,976	652,799	753,012	846,511
非流动负债	178,649	180,404	174,061	169,690	160,352
长期借款	144,150	132,835	122,835	112,835	102,835
其他非流动负债	34,499	47,569	51,226	56,855	57,517
负债合计	755,081	927,620	1,034,341	1,147,331	1,250,555
少数股东权益	30,923	38,822	44,066	49,889	56,573
股本	12,168	12,168	12,168	12,168	12,168
资本公积	9,000	10,073	10,073	10,073	10,073
留存公积	40,935	48,968	58,205	70,799	85,823
归属母公司股东权益	62,529	70,104	80,156	92,463	107,199
负债和股东权益	848,533	1,036,545	1,158,562	1,289,683	1,414,326

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	58,863	42,172	53,616	51,667	43,071
净利润	13,572	16,023	19,237	22,615	26,745
折旧摊销	1,632	1,920	2,666	2,727	2,749
财务费用	1,561	4,032	4,295	4,886	6,372
投资损失	(4,287)	(2,983)	(3,132)	(3,288)	(3,453)
营运资金变动	49,666	24,783	32,008	26,006	12,054
其他经营现金	(3,281)	(1,604)	(1,458)	(1,279)	(1,397)
投资活动现金	(14,433)	(10,775)	(7,108)	(7,621)	(8,174)
资本支出	2,601	7,693	2,500	2,500	2,500
长期投资	8,105	257.77	4,987	5,485	6,034
其他投资现金	(3,727)	(2,824)	378.29	364.19	359.83
筹资活动现金	(36,619)	(26,901)	(18,254)	(15,485)	(23,129)
短期借款	(4,493)	(2,281)	(2,166)	(2,000)	(2,000)
长期借款	(8,882)	(11,315)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(12.39)	1,073	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(23,231)	(14,378)	(6,088)	(3,485)	(11,129)
现金净增加额	7,652	4,695	28,253	28,561	11,768

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	290,418	348,732	435,916	544,894	653,873
营业成本	248,551	294,934	370,528	465,885	559,062
营业税金及附加	9,161	9,654	12,075	15,094	18,112
营业费用	5,967	7,398	9,154	11,443	13,731
管理费用	7,433	9,390	11,552	14,440	17,328
财务费用	1,561	4,032	4,295	4,886	6,372
资产减值损失	1,979	1,257	1,497	1,417	1,444
公允价值变动收益	(315.59)	(278.23)	(290.68)	(286.53)	(287.92)
投资净收益	4,287	2,983	3,132	3,288	3,453
营业利润	19,762	24,680	29,655	34,732	40,990
营业外收入	615.07	817.05	729.75	739.74	749.29
营业外支出	1,116	1,228	1,248	1,219	1,230
利润总额	19,261	24,269	29,137	34,253	40,509
所得税	5,689	8,246	9,900	11,638	13,764
净利润	13,572	16,023	19,237	22,615	26,745
少数股东损益	4,534	4,649	5,245	5,823	6,684
归属母公司净利润	9,038	11,375	13,992	16,792	20,061
EBITDA	22,955	30,632	36,616	42,345	50,111
EPS (元, 基本)	0.74	0.93	1.15	1.38	1.65

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	17.39	20.08	25.00	25.00	20.00
营业利润	29.04	24.88	20.16	17.12	18.02
归属母公司净利润	25.40	25.86	23.01	20.00	19.47
获利能力 (%)					
毛利率	14.42	15.43	15.00	14.50	14.50
净利率	3.11	3.26	3.21	3.08	3.07
ROE	14.45	16.23	17.46	18.16	18.71
ROIC	7.00	8.78	12.17	16.52	21.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	88.99	89.49	89.28	88.96	88.42
净负债比率 (%)	31.45	24.43	20.57	17.53	15.13
流动比率	1.32	1.24	1.21	1.19	1.17
速动比率	0.43	0.44	0.45	0.45	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.37	0.40	0.45	0.48
应收账款周转率	8.48	6.61	6.48	7.36	8.03
应付账款周转率	1.92	1.88	2.03	2.32	2.53
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.93	1.15	1.38	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	4.84	3.47	4.41	4.25	3.54
每股净资产(最新摊薄)	5.14	5.76	6.59	7.60	8.81
估值比率					
PE (倍)	9.03	7.18	5.84	4.86	4.07
PB (倍)	1.31	1.16	1.02	0.88	0.76
EV_EBITDA (倍)	10.55	7.91	6.62	5.72	4.83



## 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