

公司研究/公告点评

2020年07月27日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.69
合理价格区间(元): 8.71-9.38

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

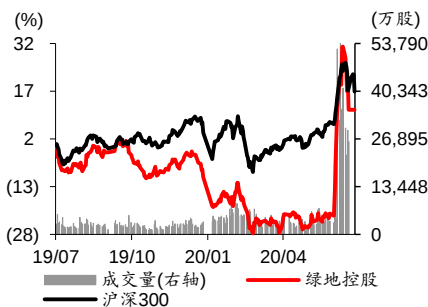
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

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

相关研究

- 1《绿地控股(600606 SH,买入): 地产基建均好, 积极分红回馈》2020.04
- 2《绿地控股(600606 SH,买入): 低成本积极补货, 标杆项目稳推进》2019.12
- 3《绿地控股(600606 SH,买入): 地产基建双轮增长, 财务改善评级提升》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

二次混改启新篇, 经营指标渐改善 绿地控股(600606)

核心观点

公司7月26日公告,上海地产和上海城投集团拟通过公开征集受让方的方式,协议转让合计不超过17.50%的公司股份。公司7月22日发布业绩快报,2020H1实现营收2099亿元,同比+4%;归母净利润80亿元,同比-11%。公司启动二次混改,在保留国资支持的同时引入战略投资者,有望优化股权结构、提升市场化程度,并且带来产业层面的协同机会;二季度多项经营指标明显改善,贸易港有望贡献新的增长点。我们预计20-22年EPS为1.34、1.67、2.05元(前值1.46、1.78、2.18元),目标价8.71-9.38元(前值8.91-9.78元),维持“买入”评级。

改革先行者揭幕二次混改, 保留国资支持的同时引入战略投资者

公司作为“混改样板”上市5年后,再度扮演国资国企改革先行者的角色。2020Q1上海地产和上海城投集团分别持有公司25.82%、20.55%股份,本次股份转让后,我们预计公司仍无控股股东及实际控制人,将继续保有上海国资财务投资者赋予的政府层面支持,同时通过引入战略投资者,进一步优化股权结构、提升市场化程度,并且带来产业层面的协同机会。本次转让股份价格不低于下列较高者: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和最近一个会计年度经审计的每股净资产值。

二季度经营指标明显改善, 地产交付稳增、基建发力拓展

Q2公司积极推动复工复产,主要经营指标明显改善,带动上半年营收自Q1由降转升,归母净利润已超2019全年的50%,资产负债结构总体稳定,继续实现经营性现金流净流入。地产业务方面,2020H1公司合同交付面积903万平,同比+22%;受疫情影响,推货面积和销售金额同比下滑20%、21%,但回款和住宅销售占比继续改善,拿地延续低成本(地售比24%)、优结构(新增货值73%为住宅、51%位于一二线)的态势。基建业务方面,公司抓住市场机遇发力拓展,新签合同2673亿元,同比+49%,着力拓展大客户、承揽大项目,稳步推进济南城建、广西建工等战略性混改并购。

绿地全球商品贸易港有望贡献新的增长点

2020H1公司商贸业绩再创新高:贸易港集团实现营收45亿元,同比+52%,形成“绿地贸易港模式”,已在天津、西安、济南、哈尔滨、宁波、贵阳、成都、昆明等城市落地贸易港项目10余个,快速推进全国化延伸布局,有望成为公司新的增长点;国际贸易实现营收27亿元,进口规模创历史新高;零售超市逆势加快门店拓展,6城新开门店7家,新签开业项目9个。

二次混改启新篇, 维持“买入”评级

考虑到疫情的影响,我们调低公司毛利率,调整20-22年EPS至1.34、1.67、2.05元(前值1.46、1.78、2.18元),参考可比公司2020年6.7倍PE估值(Wind一致预期),我们认为公司2020年合理PE估值水平为6.5-7.0倍,目标价8.71-9.38元(前值8.91-9.78元),维持“买入”评级。

风险提示:疫情风险,行业政策风险,行业销售下行风险,资金链风险。

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)	5.22-9.45
总市值(百万元)	93,573
总资产(百万元)	1,130,399
每股净资产(元)	6.50

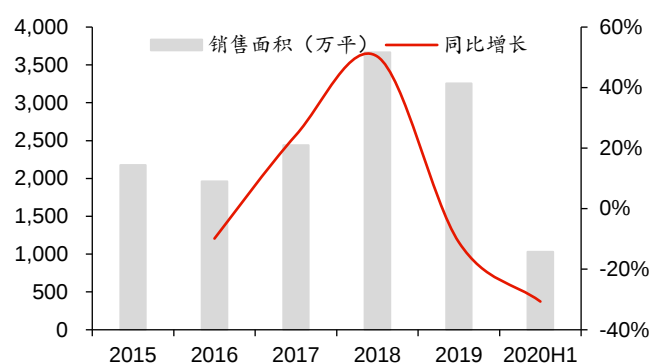
资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	348,426	427,823	530,577	658,015	786,624
+/-%	20.07	22.79	24.02	24.02	19.55
归属母公司净利润(百万元)	11,375	14,743	16,264	20,367	24,952
+/-%	25.86	29.61	10.31	25.23	22.51
EPS(元,最新摊薄)	0.93	1.21	1.34	1.67	2.05
PE(倍)	8.23	6.35	5.75	4.59	3.75

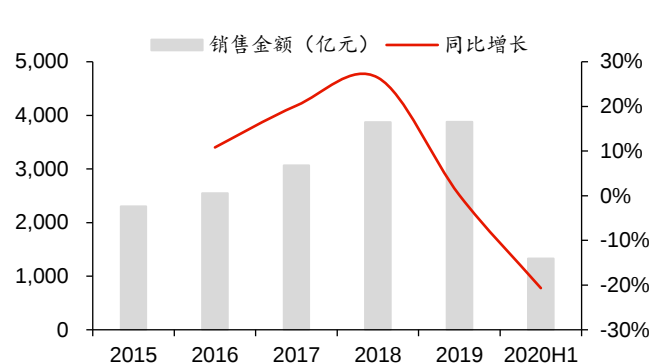
资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 公司销售面积和同比增速



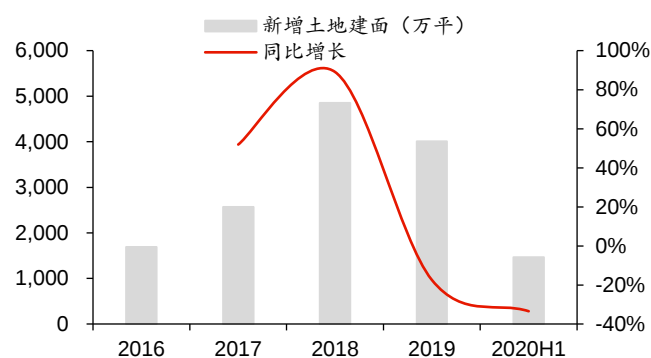
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2： 公司销售金额和同比增速



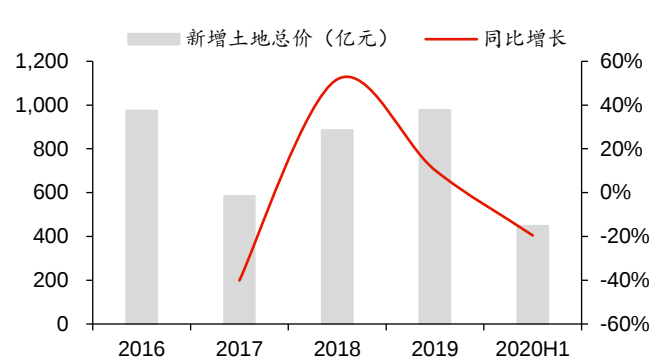
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 公司新增土地建面和同比增速



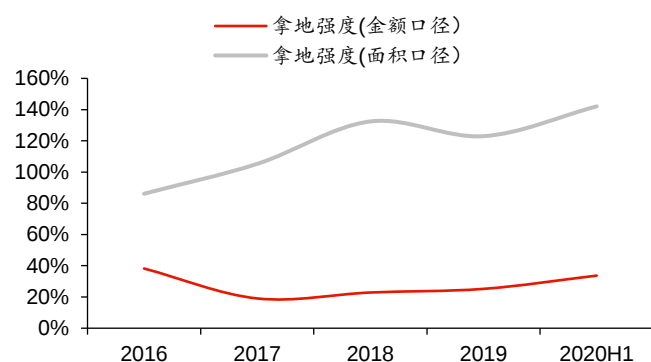
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 公司新增土地总价和同比增速



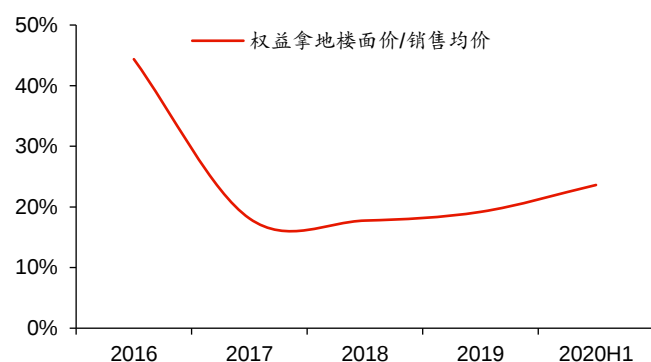
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5： 公司拿地强度



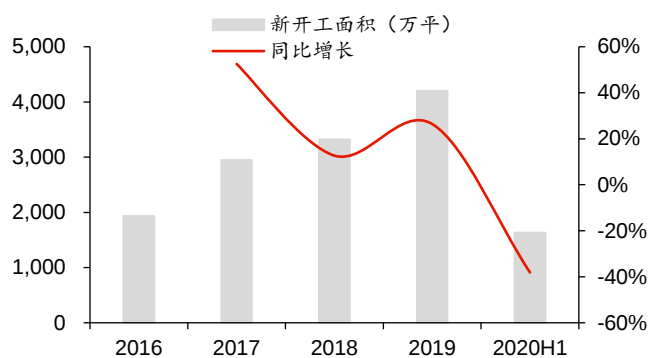
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 公司地售比



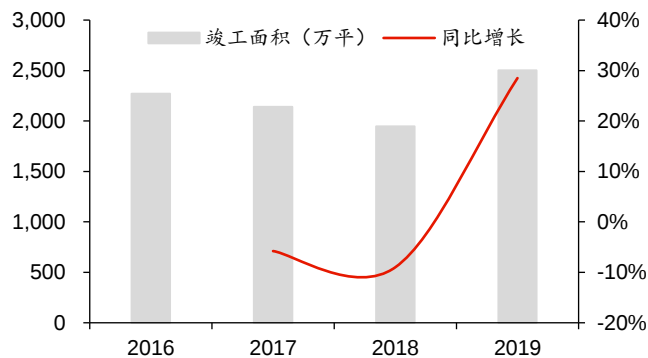
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 公司新开工面积和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 公司竣工面积和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

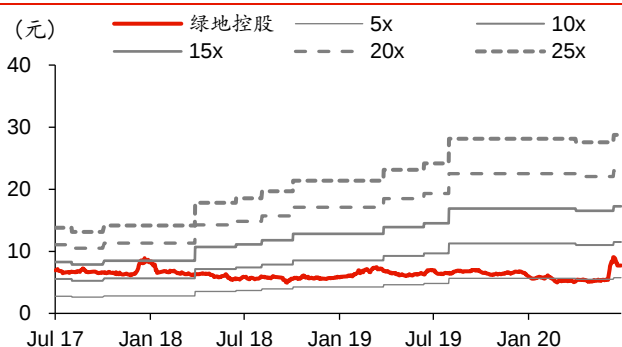
图表9: 可比公司估值表 (截至 2020 年 7 月 26 日, 盈利预测数据来自 Wind 一致预期)

彭博代码	股票名称	华泰评级	目标价 (元)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
						2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000002 CH	万科 A	买入	37.71-39.97	3,140.27	27.03	3.47	3.91	4.56	5.21	7.79	6.91	5.93	5.19
600048 CH	保利地产	未评级	-	1,893.96	15.87	2.35	2.76	3.24	3.81	6.75	5.76	4.89	4.16
001979 CH	招商蛇口	未评级	-	1,353.13	17.08	1.99	2.34	2.76	3.22	8.58	7.29	6.18	5.30
	平均									7.71	6.65	5.67	4.88

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

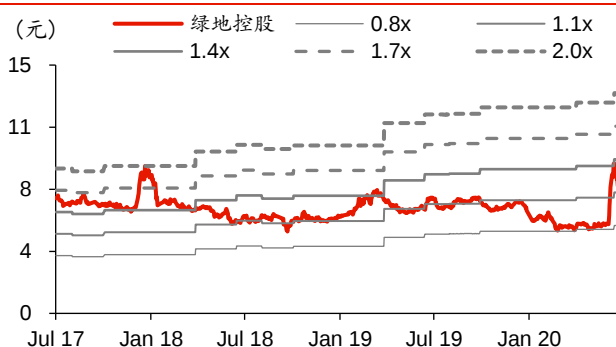
PE/PB - Bands

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

疫情发展不确定性。海外疫情蔓延、国内疫情反复、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。

行业政策风险。中央对房地产的定调, 融资政策变化的节奏、范围、力度, “一城一策”落地的节奏、范围、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, 三四线城市尤甚。

公司资金链可能面临一定压力。1) 公司短债覆盖率仍然偏低; 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) 公司基建和综合业务资金沉淀较大。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	927,463	1,013,21	1,226,63	1,325,95	1,579,45
现金	81,020	88,902	95,504	111,862	125,912
应收账款	61,410	89,929	70,203	136,991	111,663
其他应收账款	96,765	85,467	140,762	143,782	193,925
预付账款	52,441	35,090	85,884	61,662	112,894
存货	595,497	669,912	780,855	807,596	959,410
其他流动资产	40,330	43,914	53,427	64,061	75,652
非流动资产	109,082	132,494	158,206	187,367	217,271
长期投资	18,624	22,115	27,950	33,808	39,690
固定资产投资	25,409	41,992	46,371	52,377	58,926
无形资产	1,565	1,897	2,010	1,749	1,658
其他非流动资产	63,484	66,490	81,875	99,433	116,998
资产总计	1,036,54	1,145,70	1,384,84	1,513,32	1,796,72
流动负债	747,216	829,776	1,044,83	1,145,13	1,390,00
短期借款	18,166	29,685	61,322	55,116	29,685
应付账款	165,550	199,624	256,657	306,792	364,584
其他流动负债	563,500	600,467	726,856	783,224	995,739
非流动负债	180,404	184,538	191,049	196,007	204,987
长期借款	174,392	176,773	181,419	184,064	190,709
其他非流动负债	6,012	7,765	9,630	11,943	14,277
负债合计	927,620	1,014,31	1,235,88	1,341,13	1,594,99
少数股东权益	38,822	52,491	58,660	66,385	75,850
股本	12,168	12,168	12,168	12,168	12,168
资本公积	10,073	10,119	10,119	10,119	10,119
留存公积	48,968	57,859	72,886	91,704	114,758
归属母公司股东权益	70,104	78,901	90,297	105,797	125,882
负债和股东权益	1,036,54	1,145,70	1,384,84	1,513,32	1,796,72

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	42,172	19,261	41,540	42,737	53,514
净利润	16,023	20,950	22,432	28,092	34,416
折旧摊销	1,920	2,723	3,497	4,078	4,802
财务费用	4,032	5,431	5,671	7,321	7,678
投资损失	(2,983)	(8,864)	(4,344)	(4,367)	(4,391)
营运资金变动	24,783	(1,957)	20,242	13,764	17,199
其他经营现金	(1,604)	978.20	(5,959)	(6,151)	(6,190)
投资活动现金	(10,775)	(15,519)	(20,445)	(24,232)	(25,752)
资本支出	7,693	8,119	10,135	11,182	12,319
长期投资	(257.77)	(4,492)	(5,835)	(5,858)	(5,882)
其他投资现金	(2,824)	(2,909)	(4,475)	(7,192)	(7,552)
筹资活动现金	(26,901)	5,034	(46,130)	4,060	11,718
短期借款	(2,281)	11,519	31,637	(6,207)	(25,431)
长期借款	(173.32)	2,381	4,645	2,645	6,645
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,073	45.84	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(25,520)	(8,912)	(82,413)	7,621	30,503
现金净增加额	4,695	8,953	(25,035)	22,565	39,480

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	348,426	427,823	530,577	658,015	786,624
营业成本	294,934	361,662	449,738	555,958	662,627
营业税金及附加	9,654	14,804	18,570	23,031	29,105
营业费用	7,398	8,449	10,930	13,555	16,204
管理费用	9,390	11,106	13,795	17,108	20,452
财务费用	4,032	5,431	5,671	7,321	7,678
资产减值损失	(1,257)	(3,002)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
公允价值变动收益	(278.23)	2,236	1,565	939.11	939.11
投资净收益	2,983	8,864	4,344	4,367	4,391
营业利润	24,680	31,661	33,826	42,091	51,325
营业外收入	817.05	863.52	863.52	863.52	863.52
营业外支出	1,228	1,932	1,932	1,932	1,932
利润总额	24,269	30,593	32,757	41,022	50,257
所得税	8,246	9,643	10,325	12,930	15,841
净利润	16,023	20,950	22,432	28,092	34,416
少数股东损益	4,649	6,207	6,169	7,725	9,464
归属母公司净利润	11,375	14,743	16,264	20,367	24,952
EBITDA	35,778	43,576	44,075	53,621	62,737
EPS (元, 基本)	0.93	1.21	1.34	1.67	2.05

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	20.07	22.79	24.02	24.02	19.55
营业利润	24.88	28.29	6.84	24.43	21.94
归属母公司净利润	25.86	29.61	10.31	25.23	22.51
获利能力 (%)					
毛利率	15.35	15.46	15.24	15.51	15.76
净利率	4.60	4.90	4.23	4.27	4.38
ROE	14.71	15.94	15.06	16.32	17.06
ROIC	11.48	13.05	13.86	17.55	21.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	89.49	88.53	89.24	88.62	88.77
净负债比率 (%)	174.86	159.52	133.59	111.86	87.90
流动比率	1.24	1.22	1.17	1.16	1.14
速动比率	0.33	0.33	0.31	0.36	0.32
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.39	0.42	0.45	0.48
应收账款周转率	6.73	5.53	5.53	5.53	5.53
应付账款周转率	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.21	1.34	1.67	2.05
每股经营现金流(最新摊薄)	3.47	1.58	3.41	3.51	4.40
每股净资产(最新摊薄)	5.60	6.32	7.26	8.53	10.18
估值比率					
PE (倍)	8.23	6.35	5.75	4.59	3.75
PB (倍)	1.37	1.22	1.06	0.90	0.76
EV_EBITDA (倍)	8.82	7.91	7.69	6.32	5.29

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、韩笑，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师陈慎、刘璐、韩笑本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司