

买入 (维持)

0337.HK 绿地香港

目标价: 3.50 港元

现价: 2.19 港元

中期业绩不及预期, 互联网金融业务表现出色

2016年09月02日

预期升幅: 60%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016.09.02

收盘价(港元)	2.19
总股本(亿股)	27.94
总市值(亿港元)	61.18
股东净资产(亿元)	70.3
总资产(亿元)	507.4
每股净资产(元)	2.96

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,802	12,443	17,496	23,557
同比增长(%)	104	114	41	35
净利润(百万元)	220	1,015	1,675	2,506
同比增长(%)	104	361	65	50
毛利率(%)	19.7	19.0	20.0	20.0
净利润率(%)	3.8	8.2	9.6	10.6
净资产收益率(%)	3.2	13.0	17.8	21.2
每股收益(元)	0.08	0.31	0.51	0.77

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

投资要点

- **中期业绩不及预期:** 2016年上半年绿地香港营业收入为52.32亿元人民币(下同), 同比增长456%; 毛利为4.7亿元, 同比增长135%, 毛利率由去年同期的21%下降到9%, 主要由于结算的项目中有一半来自原来盛高的项目, 如无锡西水东、宁波碧湖国际等, 随着下半年更多新项目进入结算, 毛利率将会有所回升。上市公司股东应占净利润为1.01亿元, 同比增长14.8%, 中期业绩不及预期。
- **互联网金融业务表现出色:** 截止于2016年上半年, 由公司自主开发的移动互联网金融平台“绿地广财”发行及推介发行理财产品规模总计人民币36.12亿元, 平台注册客户突破50万, 总交易量过百亿, 客户人均投资额超过15万元, 目前坏账率为0。未来绿地金服的三大核心战略为以绿地广财为核心的在线的财富管理平台, 以道整资产管理公司为核心的资产管理平台, 以及以大数据挖掘为基础的数据信息服务。
- **我们的观点:** 绿地香港是绿地集团在香港的上市平台, 目前有两大主营业务, 分别是房地产开发与销售和互联网金融, 前者受益于母公司的强大实力, 由原来30多亿的销售规模迅速扩张, 2016年有望实现200亿元的销售额。互联网金融打造了绿地广财手机APP, 试图成为一个在线财富管理平台, 目前注册用户超过50万人。我们预测公司2016-2018年营业收入分别为124.4、175.0和235.6亿元人民币(下同), 股东应占利润分别为10.2、16.7和25.1亿元, 按年分别同比增长361%、65%和50%。由于中期业绩不及预期, 我们下调12个月目标价至3.5港元, 相当于2016年9倍PE, NAV折让59%, 较现价有60%的上升幅度, 仍然维持买入评级。
- **风险提示:** 宏观经济增速放缓; 行业政策转向。

相关报告

《地产+互联网+金融综合平台》20160322 业绩点评
《地产+互联网金融双轮驱动》20160526 深度报告
《5月份销售略低于预期, 下半年加速推盘》20160614 跟踪报告

海外房地产研究

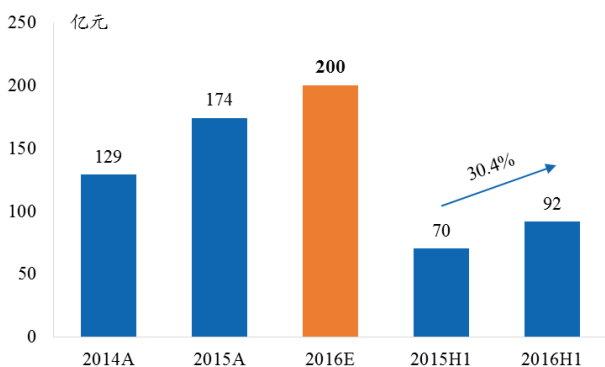
高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

联系人: 宋健
songjian@xyzq.com.cn

报告正文

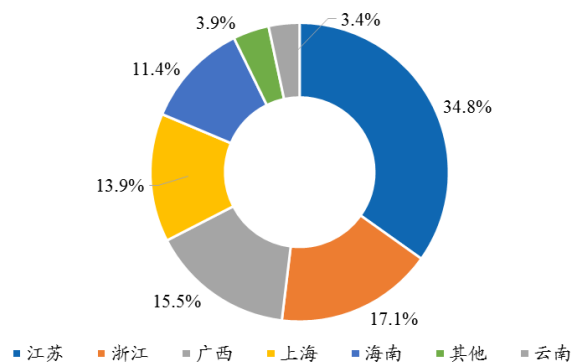
- **中期业绩不及预期:** 2016 年上半年绿地香港营业收入为 52.32 亿元人民币(下同), 同比增长 456%; 毛利为 4.7 亿元, 同比增长 135%, 毛利率由去年同期的 21% 下降到 9%, 主要由于结算的项目中有一半来自原来盛高的项目, 如无锡西水东、宁波碧湖国际等, 随着下半年更多新项目进入结算, 毛利率将会有所回升。上市公司股东应占净利润为 1.01 亿元, 同比增长 14.8%, 中期业绩不及预期。
- **互联网金融业务表现出色:** 截止于 2016 年上半年, 由公司自主开发的移动互联网金融平台“绿地广财”发行及推介发行理财产品规模总计人民币 36.12 亿元, 平台注册客户突破 50 万, 总交易量过百亿, 客户人均投资额超过 15 万元, 目前坏账率为 0。未来绿地金服的三大核心战略为以绿地广财为核心的在线的财富管理平台, 以道堃资产管理公司为核心的资产管理平台, 以及以大数据挖掘为基础的数据信息服务。
- **合约销售稳步增长:** 公司 1-6 月份实现合同销售金额约人民币 91.6 亿元, 同比增长 30%; 合同销售面积约 69.6 万平方米, 同比下降约 21%。平均销售单价为 13,160 元/平方米。长三角地区是合约销售额的主要来源, 包括江苏、浙江及上海项目的合约销售额总占比为 65.6%, 其他核心项目如广西项目占比 15.5%, 海南项目占比 11.4%。

图 1、合约销售



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

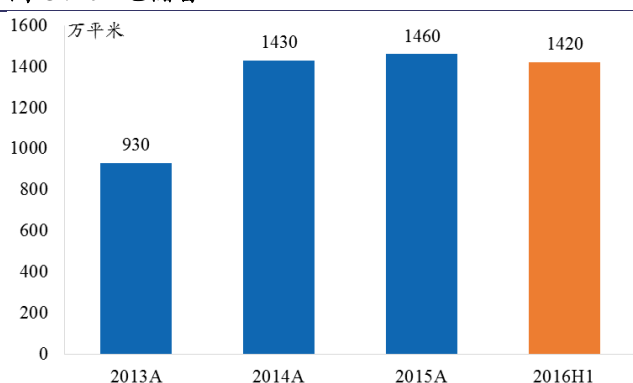
图 2、合约销售金额按区域划分



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

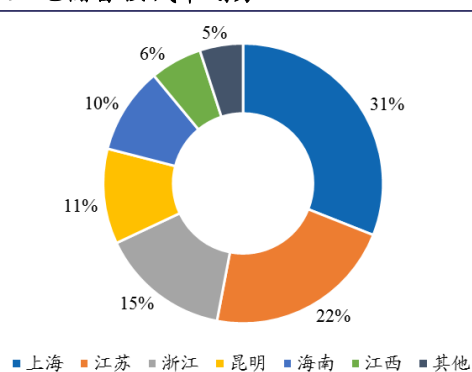
- **土地储备优质:** 截止于 2016 年 6 月 30 日, 公司拥有土地储备面积约 1,420 万平方米, 策略性分布在长三角及南中国沿海地区主要城市, 按土地价值计算, 上海、江苏、浙江三地的占比达到 68%。公司的土地储备能够支持未来三至五年的发展。公司于期内以总价为 15.23 亿购得苏州吴江地块, 计划建筑面积约 17 万平方米, 平均楼面地价约为 8,800 元/平方米, 增强了公司该区域的布局。

图 3、土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

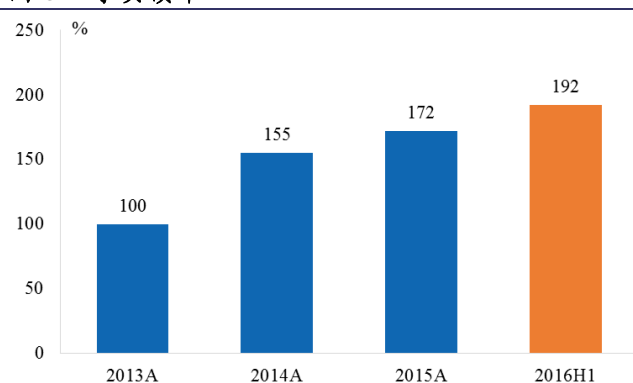
图 4、土地储备按城市划分



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

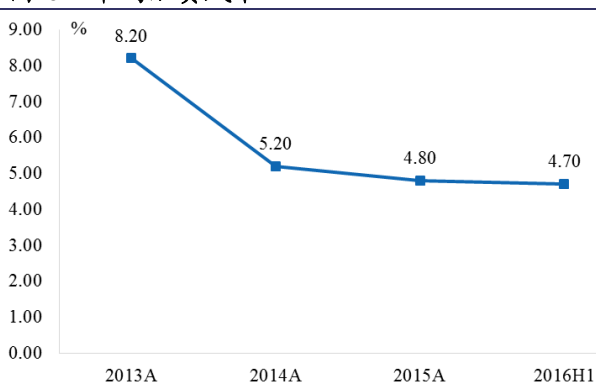
- **财务状况有待改善：**公司的净负债率进一步增加至 192%，财务杠杆偏大。截至 6 月底，公司持有现金 42.92 亿元，平均融资成本仍然维持在较低水平的 4.7%。上半年公司通过再融资获得 5.7 亿美元的资金，分别为 1.2 亿美元的高级永久资本证券，以及 4.5 亿美元的票据，其中票据的成本仅为 3.875%，公司获得的资金将用于偿还 10 月到期的美元债券。

图 5、净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 6、平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **我们的观点：**绿地香港是绿地集团在香港的上市平台，目前有两大主营业务，分别是房地产开发与销售和互联网金融，前者受益于母公司的强大实力，由原来 30 多亿的销售规模迅速扩张，2016 年有望实现 200 亿元的销售额。互联网金融打造了绿地产财手机 APP，试图成为一个在线财富管理平台，目前注册用户超过 50 万人。我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 124.4、175.0 和 235.6 亿元人民币（下同），股东应占利润分别为 10.2、16.7 和 25.1 亿元，按年分别同比增长 361%、65% 和 50%。由于中期业绩不及预期，我们下调 12 个月目标价至 3.5 港元，相当于 2016 年 9 倍 PE，NAV 折让 59%，较现价有 60% 的上升幅度，仍然维持买入评级。

表 1、NAV 计算

类型	NAV 细则			
	百万人民币	百万港币	每股	占比
开发物业				
住宅	18,365	21,863	6.72	50%
商业	4,987	5,937	1.83	14%
办公	9,426	11,222	3.45	26%
持有物业				
酒店	2,560	3,048	0.94	7%
商业	1,205	1,434	0.44	3%
总资产	36,542	43,503	13.37	100%
减去:				
净负债	13,264	15,791	4.85	
净资产	23,278	27,712	8.52	
总股数		3,253		
NAV	7.16	8.52		

数据来源：公司资料，兴业证券研究所

- **风险提示：**宏观经济增速放缓；行业政策转向。

业绩会 Q&A

Q1: 公司对市场的看法?

A: 从去年下半年开始行业进入分化，一些热点城市如南京、合肥、苏州等地的房价上涨，上海周边的地价都超过了黄浦江边的地价。公司已经采取了谨慎的拿地策略，不会在公开市场疯狂拍地。一些城市的调控政策已经出来，公司会调整好节奏，采取合理方式获取土地。公司也成立了相应的地产基金，对拿地会有准备。

Q2: 公司会不会私有化?

A: 从绿地集团的定位来看，绿地香港是其他香港的一个平台，要把这个平台做好，相信香港和全球投资者会有一定偏好。确实有些行业在香港估值偏低，宁可私有化。并且汇率波动的影响也比较大。公司并没有私有化的想法。公司会加强轻资产业务的布局，增大对投资者的吸引。

Q3: 中期毛利率较低，全年的利润率情况?

A: 上半年结算的项目中 80% 还是遗留项目，特别是无锡宁波市场情况比较糟糕。算上永续债，中期是亏损的。下半年将以新的项目结算为主，毛利率会有比较大的提升。

Q4: 道堃资产管理公司的资金来源和投向的资产类别是怎样的?

A: 资金的来源有两个，一是来自互联网金融平台，二是来自机构投资者的资金，三是来自其他互联网金融平台，后两者至主要来源。目前的投向主要为债，之后会考虑股加债，再做主动管理，最后可以发基金。现在公司平台上的存量资产有53个亿了。短期内还以投向房地产为主。

Q5: 土地储备中有 25%的面积商业性质，而商业和办公楼的去化都不好，公司有什么计划?

A: 公司在投资策略上会有一些转变，另外也会调整产品结构，比如做一些青年创业中心，产业园区，企业服务中心等，这些也能得到地方政府的支持，可以有效提升去化率。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	24,789	28,570	32,807	37,737
货币资金	5,207	7,266	7,367	8,160
发展中物业	8,717	10,026	12,031	14,037
应收账款	4,917	5,656	6,787	7,918
其他流动资产	1,062	622	622	622
存货	4,886	5,000	6,000	7,000
非流动资产	25,197	27,889	32,191	36,570
物业、厂房及设备	1,547	1,471	1,393	1,312
无形资产	76	73	71	69
投资物业	7,246	7,971	8,768	9,644
发展中物业	15,588	17,929	21,515	25,101
其他非流动资产	471	175	175	175
递延税项资产	270	270	270	270
资产总计	49,986	56,458	64,998	74,307
流动负债	30,104	30,836	35,819	40,804
短期借款	7,801	5,266	5,266	5,266
应付账款	21,472	24,697	29,636	34,576
应付税项	831	873	917	962
非流动负债	12,194	16,938	18,757	20,411
长期借款	11,292	15,908	17,600	19,126
长期应付款	26	29	32	35
递延所得税负债	875	1,000	1,125	1,250
负债合计	42,298	47,774	54,576	61,216
股本	1133	1133	1133	1133
股份溢价	3417	3917	4417	4917
储备	829	912	1004	1104
保留溢利	1551	1866	2841	4646
少数股东权益	759	857	1028	1292
股东权益合计	7,688	8,685	10,422	13,092
负债及权益合计	49,986	56,458	64,998	74,307

现金流量表

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	32	914	1507	2255
折旧和摊销	114	128	130	133
公允价值变动损失	-1115	-700	-700	-700
财务费用	372	259	148	0
所得税开支	545	779	1233	1608
营运资金的变动	-3106	-1994	-3916	-4260
经营活动产生现金流量	-2696	-502	-1486	-815
投资活动产生现金流量	-520	160	187	209
融资活动产生现金流量	3386	2400	1400	1400
现金净变动	170	2059	101	793
现金的期初余额	5033	5207	7266	7367
现金的期末余额	5,207	7,266	7,367	8,160

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,802	12,443	17,496	23,557
营业成本	-4,658	-10,079	-13,997	-18,846
其它收益	178	200	200	200
销售费用	-319	-400	-480	-560
管理费用	-510	-600	-720	-840
营业利润	493	1,564	2,499	3,511
财务费用	-785	-372	-259	-148
其它经营开支	-245	-200	-200	-200
公允价值变动	1,115	700	700	700
投资收益	-1	0	0	0
税前盈利	577	1,693	2,740	3,863
所得税	-545	-779	-1233	-1608
税后盈利	32	914	1,507	2,255
少数股东损益	-189	102	167	251
归属母公司净利润	220	1,015	1,675	2,506
EPS(元)	0.08	0.31	0.51	0.77

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性(%)				
营业收入增长率	104.3	114.5	40.6	34.6
营业利润增长率	192.8	450.1	68.5	44.0
净利润增长率	104.5	361.1	64.9	49.6
盈利能力(%)				
毛利率	19.7	19.0	20.0	20.0
净利率	3.8	8.2	9.6	10.6
ROE	3.2	13.0	17.8	21.2
偿债能力(%)				
净资产负债率	173	153	143	119
流动比率	2.0	1.7	1.7	1.8
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力(次)				
资产周转率	11.61	22.04	26.92	31.70
应收帐款周转率	1.55	2.35	2.81	3.20
每股资料(元)				
每股收益	0.08	0.31	0.51	0.77
每股净资产	2.48	2.40	2.88	3.62
估值比率(倍)				
PE	23.3	5.9	3.6	2.4
PB	0.7	0.8	0.6	0.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元或	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。