

03900.HK 绿城中国

未评级

## 土地储备换仓进行中

2016年09月02日

## 市场数据

|           |            |
|-----------|------------|
| 报告日期      | 2016.09.02 |
| 收盘价(港元)   | 6.39       |
| 总股本(亿股)   | 21.63      |
| 总市值(亿港元)  | 138.19     |
| 股东净资产(亿元) | 244.6      |
| 总资产(亿元)   | 1628.0     |
| 每股净资产(元)  | 16.21      |

数据来源: Wind

## 主要财务指标

| 会计年度: 31/12 | 2012A  | 2013A  | 2014A  | 2015A  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万人民币) | 35,393 | 28,991 | 32,049 | 26,047 |
| 增长率(%)      | 61.1%  | -18.1% | 10.5%  | -18.7% |
| 毛利          | 10,714 | 8,775  | 8,133  | 5,421  |
| 毛利率         | 30.3%  | 30.3%  | 25.4%  | 20.8%  |
| 净利润         | 4,851  | 4,886  | 2,072  | 813    |
| 增长率(%)      | 88.4%  | 0.7%   | -57.6% | -60.7% |
| 净利率         | 13.7%  | 16.9%  | 6.5%   | 3.1%   |
| 每股收益(元)     | 2.57   | 2.18   | 0.80   | 0.25   |
| 每股股息(元)     | 0.50   | 0.43   | 0      | 0      |

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

## 相关报告

《业绩大幅倒退, 转型之路任重道远》2015年业绩点评 20160405  
《完成代建业务的全面整合》跟踪报告 20160628

## 投资要点

- **中期业绩符合预期:** 2016年上半年绿城中国营业收入96.82亿元人民币(下同), 同比减少10.0%; 毛利为23.77亿元, 同比减少7.2%, 毛利率上升到24.6%。净利润为8.13亿元, 同比增长9%; 上市公司股东应占核心净利润为7.61亿元, 同比增长23.7%, 核心净利率为8%, 中期业绩符合预期。
- **代建业务全面整合:** 今年6月公司收购蓝城代建业务, 并与去年收购绿城鼎益及绿城时代后成立的绿城管理集团合并, 成为新的绿城管理集团, 全面负责公司的代建业务, 管理项目达到166个, 规划建筑面积约5225万平方米, 是中国规模最大的房地产轻资产运营平台。手头项目预计可以产生超过150亿元的营业收入, 可在未来5-6年的时间实现。代建业务将公司绿城中国未来重要的业绩增长点。
- **土地储备换仓进行中:** 公司的土地储备进一步优化, 总建筑面积在减少, 达到2976万平方米, 权益面积为1748万平方米。按区域划分, 杭州占比14%, 浙江其他区域占比为28.9%, 环渤海占比35.9%, 长三角区域(除浙江以外)占比为3.8%, 其他区域为17.4%。上半年公司仅新增北京及杭州的三块土地, 总计建筑面积为27.4万平方米, 总土地款为99.69亿元, 公司应付土地款为30.37亿元。其中北京项目也是公司和大股东中交集团合作的项目。公司将继续执行新的土地收购政策, 即仅集中在15个核心一、二线城市拿地, 继续去化三四线城市的项目, 土地储备换仓进行中。
- **我们的观点:** 绿城中国仍然在转型过程之中, 公司目前已经理清了股权架构、管理模式、产品定位和结构、未来发展方向等重要问题, 代建业务也完成了整合, 接下来将继续完善土地储备的布局。从估值来看, 目前公司的PE较高, NAV的折让也达到50%, 今年有望在两年没派息后开始派息, 加大对股东的回报, 建议关注。
- **风险提示:** 宏观经济增长放缓, 行业政策转向。

## 海外房地产研究

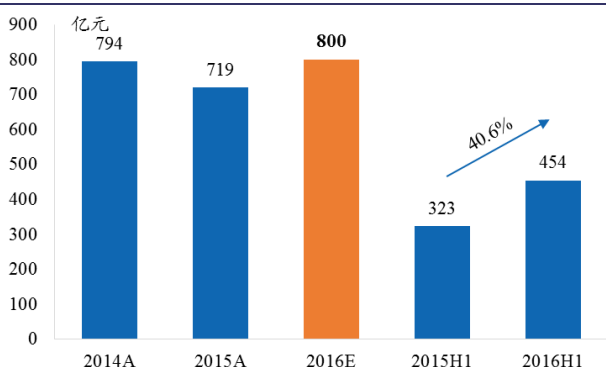
高级分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
luhj@xyzq.com.hk  
SFC: AZF126  
SAC: S0190515010004

联系人: 宋健  
songjian@xyzq.com.cn

## 报告正文

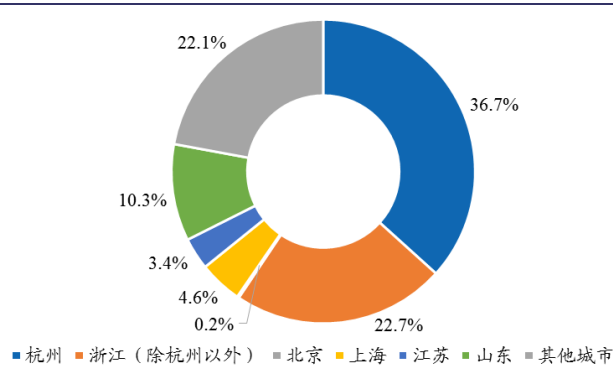
- **中期业绩符合预期：**2016 年上半年绿城中国营业收入 96.82 亿元人民币（下同），同比减少 10.0%；毛利为 23.77 亿元，同比减少 7.2%，毛利率上升到 24.6%。净利润为 8.13 亿元，同比增长 9%；上市公司股东应占核心净利润为 7.61 亿元，同比增长 23.7%，核心净利率为 8%，中期业绩符合预期。
- **合约销售保持增长：**1-6 月份公司累计合约销售金额约 454 亿元，合约销售面积约 235 万平方米，同比分别增长 41%和 26.3%，销售单价为 19,281 元/平方米。从合约销售的区域来看，杭州仍然是公司主要的销售地，占比 36.7%，北京、上海合计贡献了 4.8%，合约销售的分布得到改善。2016 年下半年将新增可售货值 270 亿，加上上半年留存的 744 亿，预计下半年公司可售货值总计 1,014 亿，全年有望实现千亿销售。

图 1、合约销售额



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、权益合约销售额及占比

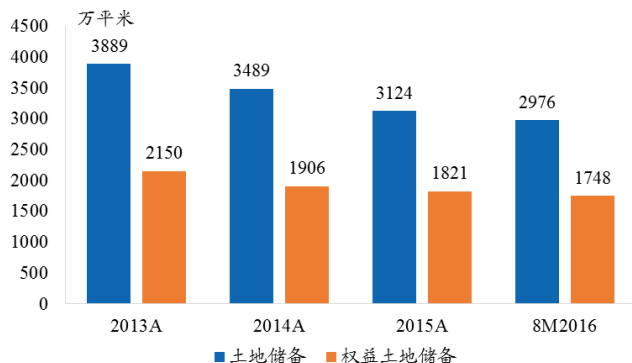


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **管理组织架构完成调整：**上半年对公司的管控体系进行了优化调整，确立了“一体四翼”的管理组织架构和业务发展格局，即以绿城中国为主体，下设绿城房产、绿城管理、绿城资产、绿城小镇四个子集团。其中，绿城中国定位于战略型集团管控模式，立足于定战略、定标准、树品牌、做支持，四大子集团立足于重经营、重业务、重操作、重执行的实施主体。
- **代建业务全面整合：**今年 6 月公司收购蓝城代建业务，并与去年收购绿城鼎益及绿城时代后成立的绿城管理集团合并，成为新的绿城管理集团，全面负责公司的代建业务，管理项目达到 166 个，规划建筑面积约 5225 万平方米，是中国规模最大的房地产轻资产运营平台。手头项目预计可以产生超过 150 亿元的营业收入，可在未来 5-6 年的时间实现。代建业务将公司绿城中国未来重要的业绩增长点。
- **土地储备换仓进行中：**公司的土地储备进一步优化，总建筑面积在减少，达到 2976 万平方米，权益面积为 1748 万平方米。按区域划分，杭州占比 14%，浙

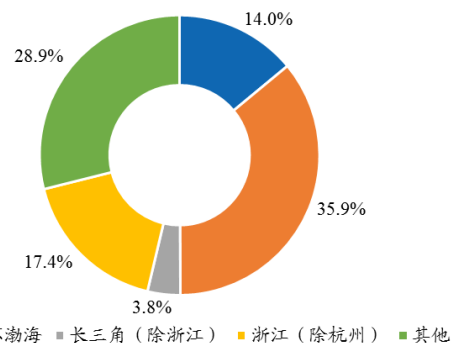
江其他区域占比为 28.9%，环渤海占比 35.9%，长三角区域（除浙江以外）占比为 3.8%，其他区域为 17.4%。上半年公司仅新增北京及杭州的三块土地，总计建筑面积为 27.4 万平方米，总土地款为 99.69 亿元，公司应付土地款为 30.37 亿元。其中北京项目也是公司和大股东中交集团合作的项目。公司将继续执行新的土地收购政策，即仅集中在 15 个核心一、二线城市拿地，继续去化三四线城市的项目，土地储备换仓进行中。

图 3、土地储备及权益土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

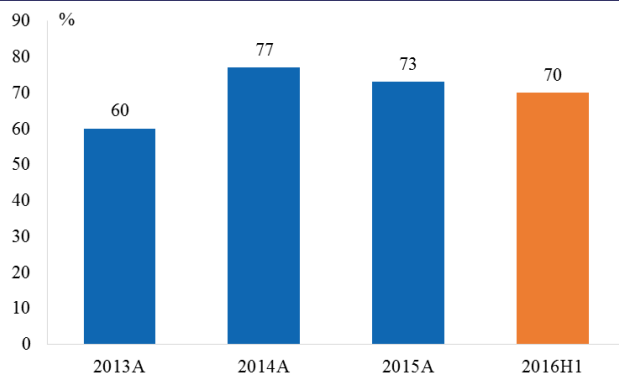
图 4、土地储备按区域划分



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

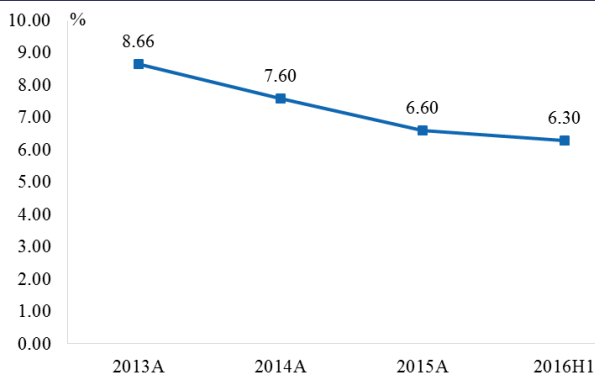
- **融资成本进一步下降：**公司通过债务置换将融资成本进一步降低至 6.3%，降低了 1.2 个百分点，未来有望进一步下降。截至 2016 年中期，公司持有现金 229 亿元，净负债率为 70%，财务风险可控。公司总计有息负债 506 亿元，其中仅 27.5% 为境外负债，受汇率波动的影响有限。

图 5、净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 6、融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **我们的观点：**绿城中国仍然在转型过程之中，公司目前已经理清了股权架构、管理模式、产品定位和结构、未来发展方向等重要问题，代建业务也完成了整合，接下来将继续完善土地储备的布局。从估值来看，目前公司的 PE 较高，NAV 的折让也达到 50%，今年有望在两年没派息后开始派息，加大对股东的回报，建议关注。
- **风险提示：**宏观经济增长放缓，行业政策转向。

**业绩会 Q&A****Q1: 公司的利润率如何保证?**

**A:** 公司的服务品质和建筑品质都是行业内第一的,但盈利能力不是最高,公司的经营策略发生了变化,在产品方面,提出了 262 的计划,即 20%做高端产品、标杆产品,60%做市场主流性价比产品,另外 20%则是做社会责任感的安置房和保障房产品。公司将战略重心放在这 60%的产品上。公司将注重产品的性价比,控制产品的成本。

**Q2: 公司如何支持在核心城市拿地和发展?**

**A:** 当前一线城市的土地价格和房价,我是看不懂的。人们的实际购买能力是在下降的,但是房价和地价还是在涨。对公司的发展,主要解决两个问题,第一就是投资的方向,公司未来会集中在一二线城市,不管如何调控,资产都是保值和增值的,第二就是低成本资金的稳定来源。要有金融地产的概念,所以公司成立了金融资产管理公司,可以确保公司能在市场不好的时候拿地。

**Q3: 问一下代建业务的李总,现在的代建的 166 个项目未来的结算收入有多大规模?**

**A:** 代建业务还在整合阶段,目前有 166 个项目,其中 33 个项目是政府委托,占比 20%,54 个由地方性国企委托,占比 32%,剩余 79 个有民企、私企和地方合作伙伴委托,占比 48%。总计建筑面积 5000 多平米,在建的规模是 1224 万平米,预计总的收入为 150 亿元,可在未来 5-6 年内确认。

**Q4: 代建业务未来的发展规划?**

**A:** 代建业务仍然是起步阶段,也是国内最大的轻资产建筑公司。公司的独特性在于公司只做代建,公司要把代建做成一个现代服务项目。公司对于金融在房地产中的作用有不一样的理解。公司正在打造“代建 4.0”平台,将引入更多的合作伙伴。

## 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](http://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。