

评级: 买入 (首次)

市场价格: 12.16 (HKD)

分析师: 陈立

执业证书编号: S0740520080008

Email: chenli@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	24.94
流通股本(亿股)	24.94
市价(元)	12.16
市值(亿港元)	290
流通市值(亿港元)	290

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	61,592.9	65,782.5	83,741.8	107,511.3	139,939.0
增长率 yoy%	2.1	6.8	27.3	28.4	30.2
净利润	2,480.2	3,796.5	4,369.5	5,112.3	6,166.5
增长率 yoy%	147.2	53.1	15.1	17.0	20.6
每股收益(元)	0.55	1.04	1.24	1.53	1.96
P/E	17.8	9.7	8.2	6.6	5.2
P/B	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6

备注: 采用 2021 年 7 月 16 日收盘价

报告摘要

核心观点: 市场对绿城中国的认知大部分停留在其创始人宋卫平时代的绿城中国, 专注于开发高端住宅, 受到调控政策影响冲击明显。但我们认为, 公司在进入中交时代后, 不断提升项目标准化水平, 建筑成本与融资成本的持续下降带来企业经营质量与周转速度的快速提升。从 2019 年至今年上半年, 公司销售规模已经持续三年高增长。当前公司核心利润触底, 未来三年交付项目的高速增长将驱动核心利润的持续提升。

■ 公司介绍: 坚持高品质理念的生活综合服务商

绿城中国成立于 1995 年, 经过 27 年的发展, 成长为中国领先的优质房产开发及生活服务综合服务商。

作为品质地产缔造者, 绿城在各类业态的物业品质上有口皆碑。在房地产开发商中, 受创始人宋卫平先生影响, 绿城中国始终秉持产品主义, 传承“品质为先, 兼顾其他”的工匠精神, 着力打造“理想生活综合服务商”的第一品牌。

■ 经营情况: 降成本提周转, 销售规模快速增长

销售方面, 2020 年, 绿城中国投资项目销售 2147 亿, 同比增长 58.6%; 2021 年上半年销售额 1369 亿, 同比增长 107.1%。土地方面, 公司拿地力度大幅上升。2020 年新增项目建筑面积 2041 万方, 同比增长 65.1%; 拿地成本管控较好, 平均拿地楼面价 7089 元每平方米。整体土地可售资源充沛、利润空间充足。

■ 财务分析: 从销售到拿地, 未来业绩释放可期

绿城中国收入维持稳定增长, 2020 年, 公司实现归属母公司净利润 38.0 亿, 同比增长 53.1%。盈利能力提高, 2020 年毛利率为 23.7%, 净利率率达 8.8%, 是近 5 年的最高点。2020 年 ROE 提升至 11.8%, 创造历史新高。2020 年, 扣除预收账款及合同负债后的资产负债率为 71%, 净负债率 64%, 公司现金短债比为 2.0, 满足三道红线监管下黄档要求, 财务结构持续优化。

■ 盈利预测及投资建议

我们预计, 公司 2021 年至 2023 年, 实现营业收入 837.42 亿、1075.11 亿、1399.39 亿, 同比增长 27.3%、28.4%及 30.2%, 实现归属母公司净利润 43.70 亿、51.12 亿及 61.66 亿, 同比增长 15.1%、17.0%及 20.6%; 摊薄后每股收益 1.24、1.53 及 1.96, 对应 PE 为 8.2 倍、6.6 倍及 5.2 倍。

目前 Wind 香港房地产管理与开发指数在市盈率 10.03 倍交易, 当前股价对应 2021 年业绩为 8.2 倍, 相比同等销售规模可比房企, 公司未来三年业绩增速较高, 估值具备一定优势。

我们认为, 中交时代下的绿城中国, 凭借自身强大的房地产开发实力、房地产项目高美誉度, 通过积极的推盘销售策略以及不断提升的标准化产品体系, 周转持续提速, 带动销售回款的快速增长, 形成了良性的内生增长循环。当前房地产行业竞争激烈, 绿城凭借其良好的产品品质以及不断提升的周转速度, 取得了超越行业平均的增长速度。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示: 融资环境收紧超预期、房地产调控政策收紧超预期、双集中出让规则变更、引用数据滞后或不及时。

投资主题

报告亮点

本篇报告从公司股东变更的角度切入，从创始人宋卫平时代到中交时代前后进行对比，阐述公司从一个专注于高端住宅开发的顺周期资源型房企，演变为一家兼顾产品品质和周转速度的成长性企业，通过对其经营情况的详细梳理以及土地储备的详细拆分，对未来公司的利润提升做出定性和定量的分析。

投资逻辑

长期来看，房地产市场头部企业竞争格局越发激烈，在同质化经营的行业中，绿城中国依靠优秀的产品品质塑造的高端品牌形象将成为公司独特的核心竞争力。短期上来看，市场对绿城中国的认知大部分停留在其创始人宋卫平时代的绿城中国，专注于开发高端住宅，受到调控政策影响冲击明显。但我们认为，公司在进入中交时代后，不断提升项目标准化水平，建筑成本与融资成本的持续下降带来企业经营质量与周转速度的快速提升。从 2019 年至今年上半年，公司销售规模已经持续高增长。当前公司核心利润触底，未来三年交付项目的高速增长将驱动核心利润的持续提升。

关键假设、估值与盈利预测

核心假设：

1. 销售到结算周期维持稳定：假设绿城中国 2019 年至 2021 年销售项目到结算保持在 2 年左右的平均水平，销售增速对应 2021 年至 2023 年结算收入增速。
2. 人民币汇率维持稳定：公司为境外上市公司，境外美元债存量规模较大，假设汇率水平维持平稳，汇兑损益维持平稳。
3. 房地产市场平稳，需求保持稳定：假设核心城市住房需求维持稳定，一二手房价格倒挂的情况下，新房销售速度维持在较高水平，带动公司拿地到销售的顺利转化，进而驱动中长期公司业绩释放。

我们预计，公司 2021 年至 2023 年，实现营业收入 837.42 亿、1075.11 亿、1399.39 亿，同比增长 27.3%、28.4% 及 30.2%，实现归属母公司净利润 43.70 亿、51.12 亿及 61.66 亿，同比增长 15.1%、17.0% 及 20.6%；摊薄后每股收益 1.24、1.53 及 1.96，对应 PE 为 8.2 倍、6.6 倍及 5.2 倍。

目前 Wind 香港房地产管理与开发指数在市盈率 10.03 倍交易，当前股价对应 2021 年业绩为 8.2 倍，相比同等销售规模可比房企，公司未来三年业绩增速较高，估值具备一定优势。

我们认为，中交时代下的绿城中国，凭借自身强大的房地产开发实力、房地产项目高美誉度，通过积极的推盘销售策略以及不断提升的标准化产品体系，周转持续提速，带动销售回款的快速增长，形成了良性的内生增长循环。当前房地产行业竞争激烈，绿城凭借其良好的产品品质以及不断提升的周转速度，取得了超越行业平均的增长速度。首次覆盖给予“买入”评级。

内容目录

一、公司介绍：坚持高品质理念的生活综合服务商	- 5 -
二、股东背景：背靠中交引入新湖，业务协同发展	- 6 -
（一）中交集团：央企背景，实力强大	- 7 -
（二）新湖集团：资源充沛，强强联合	- 8 -
三、经营情况：降成本提周转，销售规模快速增长	- 10 -
（一）销售规模：自投、代建三年销售持续高增长	- 10 -
（二）新增土储：周转提速，低成本拿地快速补货	- 11 -
（三）土地储备：储备充沛，隐含可释放利润充沛	- 13 -
四、财务分析：从销售到拿地，未来业绩释放可期	- 14 -
（一）利润快速增长，降本增效效果显著	- 14 -
（二）财务结构稳健，负债水平管控优秀	- 18 -
五、盈利预测及投资建议	- 19 -
六、风险提示	- 20 -

图表目录

图表 1：绿城成都川菜小镇效果图	- 5 -
图表 2：绿城中国业务板块	- 5 -
图表 3：公司主要股东（截至 2020 年底）	- 6 -
图表 4：绿城中国董事会情况	- 6 -
图表 5：绿城中国股东结构图（截至 2021 年 6 月 30 日）	- 7 -
图表 6：中交集团收入结构（亿）	- 7 -
图表 7：中交地产集团及附属公司 2020 年主要情况（亿、%）	- 8 -
图表 8：绿城中国拿地面积及同比（万方，%）	- 8 -
图表 9：绿城中国综合融资成本（%）	- 8 -
图表 10：新湖中宝房地产销售情况（万平方米、亿元、元每平方米）	- 9 -
图表 11：新湖中宝土地储备建筑面积（万方）	- 9 -
图表 12：新湖中宝 2020 年土地储备区域占比（%）	- 9 -
图表 13：绿城收购新湖房地产项目情况（亿、万平方米、元每平方米）	- 10 -
图表 14：新湖明珠城项目周边新房竞品	- 10 -
图表 15：青蓝国际项目周边新房竞品	- 10 -
图表 16：绿城中国销售规模（亿元、%）	- 11 -
图表 17：投资项目销售量价（万方、元/m ² ）	- 11 -
图表 18：代建项目销售量价（万方、元/m ² ）	- 11 -
图表 19：绿城中国销售拿地面积（万方）	- 12 -

图表 20: 绿城中国拿地量价 (万方、元/m ²)	- 12 -
图表 21: 绿城中国拿地城市分布 (万方)	- 12 -
图表 22: 绿城不同渠道拿地建筑面积 (万平方米)	- 13 -
图表 23: 绿城不同拿地渠道楼面价 (元/m ²)	- 13 -
图表 24: 绿城中国不同渠道拿地面积 (万方)	- 13 -
图表 25: 绿城中国不同渠道拿地均价 (元/m ²)	- 13 -
图表 26: 绿城中国 2020 可售资源区域分布	- 14 -
图表 27: 绿城可售资源情况 (万方, %)	- 14 -
图表 28: 绿城可售资源地价及城市占比 (元/m ² , %)	- 14 -
图表 29: 绿城中国收入情况 (亿元, %)	- 15 -
图表 30: 绿城中国利润情况 (亿元, %)	- 15 -
图表 31: 绿城中国利润率水平 (%)	- 15 -
图表 32: 绿城中国 ROE (%)	- 15 -
图表 33: 绿城中国成本拆解 (元每平方米, %)	- 16 -
图表 34: 绿城中国各项成本占比变化 (%)	- 16 -
图表 35: 绿城中国房地产产品线标准化建设	- 16 -
图表 36: 绿城中国报表角度的项目施工节奏分布 (亿, %)	- 17 -
图表 37: 绿城中国历史减值情况拆分 (亿)	- 17 -
图表 38: 绿城中国减值占相应会计科目比例 (%)	- 17 -
图表 39: 绿城中国房地价差 (元/m ² , %)	- 18 -
图表 40: 绿城融资成本及资本化利息占售价比例 (%)	- 18 -
图表 41: 绿城中国 2020 年底债务结构 (亿)	- 18 -
图表 42: 绿城中国债务到期分布 (亿)	- 18 -
图表 43: 绿城中国负债率情况 (%)	- 19 -
图表 44: 绿城中国现金短债比	- 19 -
图表 45: 绿城中国主要财务数据预测 (百万元、万方、元每平方米、%)	- 20 -
图表 46: 可比公司估值 (未覆盖企业盈利预测为万得一致预期)	- 20 -
图表 47: 公司盈利预测表	- 22 -

一、公司介绍：坚持高品质理念的生活综合服务商

绿城中国成立于 1995 年，经过 27 年的发展，成长为中国领先的优质房产开发及生活综合服务供应商。

作为品质地产缔造者，绿城在各类业态的物业品质上有口皆碑。在房地产开发商中，受创始人宋卫平先生影响，绿城中国始终秉持产品主义，传承“品质为先，兼顾其他”的工匠精神，着力于打造“理想生活综合服务商”的第一品牌。

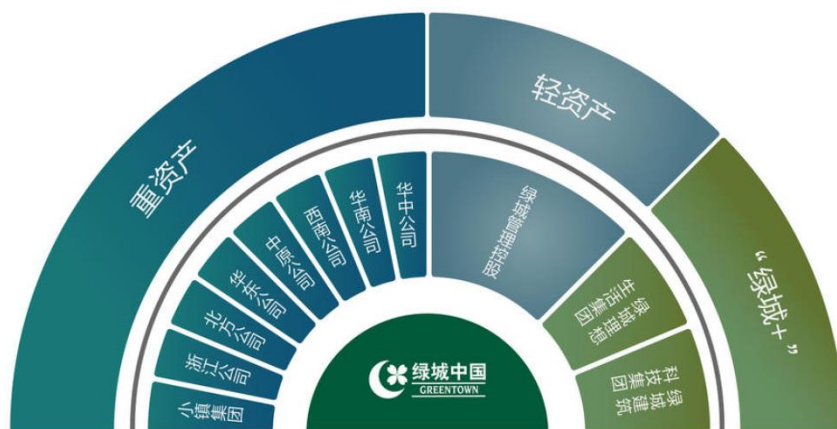
图表 1：绿城成都川菜小镇效果图



来源：公司公告、中泰证券研究所

业务布局上，绿城中国以房地产开发业务为核心，布局产业上下游业务，重资产板块、轻资产板块及[绿城+]板块三大业务协同发展。其中，重资产业务板块指传统房地产开发业务；轻资产板块则是公司房地产代建业务；绿城+方面，公司通过绿城生活集团及建筑科技集团，加强上下游业务整合，提升房地产后端服务内容，助力开发代建业务板块健康发展。

图表 2：绿城中国业务板块



来源：公司官网、中泰证券研究所

截至 2020 年底，公司总资产规模超 4000 亿。受益于公司积极进取的开发策略及优秀的城市储备布局，2020 年公司销售规模 2892 亿，其中重

资产自投项目销售额 2147 亿。公司排名持续提升，2020 年位列克而瑞中国房企操盘榜第 8 名，较 2019 年提高 3 名。

央企中交集团、香港九龙仓集团和新湖中宝为公司的前三大股东，实力雄厚。2006 年，公司实现港交所上市；2012 年，九龙仓入股绿城成为战略股东；2014 年，中国交建集团与公司签订战略合作协议，目前已成为绿城中国第一大股东；2020 年，绿城中国再次引入战略投资者新湖中宝，交易完成后，新湖中宝占绿城中国总股份数的 12.95%，成为仅次于中交集团（持股 25.05%）和九龙仓（持股 22.35%）的第三大股东。

图表 3：公司主要股东（截至 2020 年底）

股东名称	直接持股数量（亿股）	占已发行普通股比例（%）
CCCG	6.25	25.05
The Wharf (Holdings) Limited	5.58	22.35
香港新湖投资有限公司	3.23	12.95
宋卫平先生	2.25	9.01

来源：公司 2020 年报、中泰证券研究所

公司董事会及高管成员主要来自于绿城及中交集团，管理经验丰富。董事会主席及执行董事张亚东先生，曾任中交集团全资子公司董事总经理，中共辽宁省大连市委常委、大连市委统战部部长等，为资深管理人员。

图表 4：绿城中国董事会情况

姓名	职务	任职日期	简介
张亚东	董事会主席、 执行董事	2018/08/01	曾任大连大汽企业集团总经理助理、副总经理、总经理，大连高新区管委会主任助理、副主任，辽宁省普兰店市市委副书记、市长，大连经济技术开发区党工委副书记、管委会副主任，大连市城建局党委书记、局长，大连市建委党组书记、主任，大连市政府副市长，大连市委市委常委、统战部部长，中国城乡建设发展有限公司（为中交集团全资附属公司）董事、总经理。
郭佳峰	行政总裁、 执行董事	2019/07/11	自 2000 年 4 月加入绿城，从 2006 年 7 月至 2015 年 3 月曾担任本公司执行董事，并担任绿城房地产集团有限公司执行总经理。自 2020 年 12 月 17 日起担任行政总裁。
吴文德	执行董事	2021/03/22	自 2021 年 3 月加入绿城。曾任中房地产股份有限公司董事长，中国交通建设股份有限公司投资事业部副总经理，中国交通建设集团有限公司暨中国交通建设股份有限公司投资管理部副总经理。
耿忠强	执行董事	2019/07/11	2015 年至 2018 年任中国房地产开发集团有限公司总经理、副董事长、党委副书记。
李骏	执行董事	2018/04/06	2008 年加入绿城，历任绿城中国全资附属公司大连绿城房地产开发有限公司总经理、绿城房产东北区域、北京区域总经理、绿城房产副总经理，目前担任绿城中国副总裁，主要负责公司运营管理工作。
洪蕾	执行董事	2021/03/22	2021 年 3 月加入绿城。彼曾任中住地产开发有限公司副总经理，中国交通建设集团有限公司董事会办公室副主任，中国交通建设集团有限公司暨中国交通建设股份有限公司董事会办公室副主任。

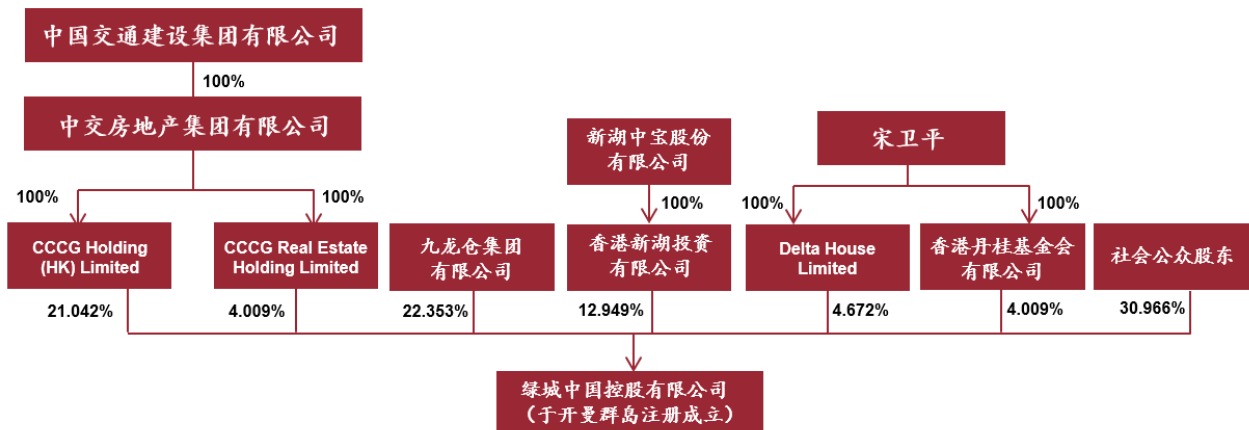
来源：公司公告、中泰证券研究所

二、股东背景：背靠中交引入新湖，业务协同发展

成立至今，绿城中国先后引入三轮战略投资者，目前大股东包括中交集

团、九龙仓集团及新湖集团，股东背景实力强大，在房地产业务方面相互协同，进一步增强了公司综合实力。

图表 5: 绿城中国股东结构图 (截至 2021 年 6 月 30 日)



来源：公司公告、中泰证券研究所

(一) 中交集团：央企背景，实力强大

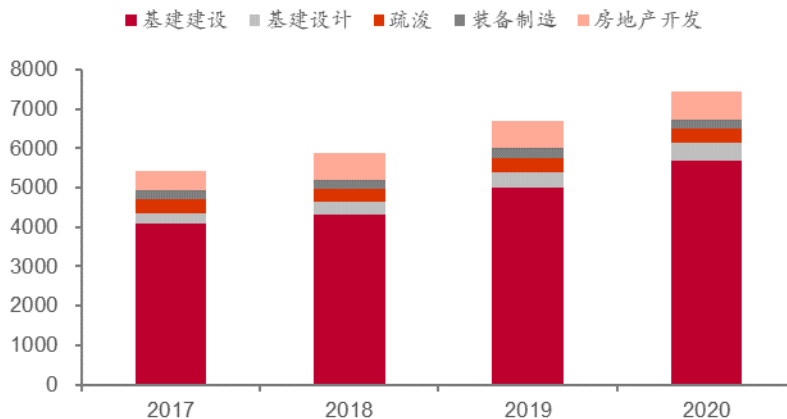
2014 年 12 月，中交集团以约 60.15 亿港币的代价，收购宋卫平、行政总裁寿柏年以及夏一波合共 24.288% 的股权。交易完成后，中交和九龙仓并列绿城第一大股东。

中交集团是我国领先的交通基建企业。2014 年，中交集团明确自身顶层设计，定位为“五商中交”，即把中交打造成全球知名的工程承包商、城市综合体开发运营商、特色房地产商、基础设施综合投资商、海洋重型装备与港口机械制造及系统集成总成承包商。

集团业务范围包括交通基建的设计、投资、建设等，此外，集团内子公司同时涉及房地产开发、装备制造等业务。

从业务结构来看，中交集团主营业务以基建为主，包括港口、码头、航道、公路、桥梁等细分业务。2020 年中交集团基建业务实现营业收入 5678.84 亿，占收入及毛利的比重超过 60%。

图表 6: 中交集团收入结构 (亿)



来源: Wind、中泰证券研究所

房地产开发业务为第二大业务,主要由中交集团旗下中交房地产集团进行开发。中交房地产集团为中交集团全资子公司,中交房地产集团下属房地产开发平台则包括,绿城中国(3900.HK)及中交地产(000736.SZ),集团对绿城及中交的持股比例分别为25.05%及53.32%。

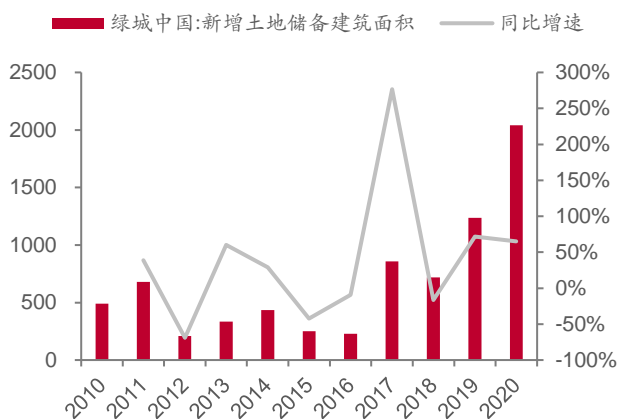
图表 7: 中交地产集团及附属公司 2020 年主要情况 (亿、%)

公司名称	集团持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
中交房地产集团	100.00	5409.47	80.92	811.91	67.37	-216.22
绿城中国	25.05	4142.82	79.58	657.83	37.96	-31.04
中交地产	53.32	995.03	87.04	123.00	8.95	-187.40

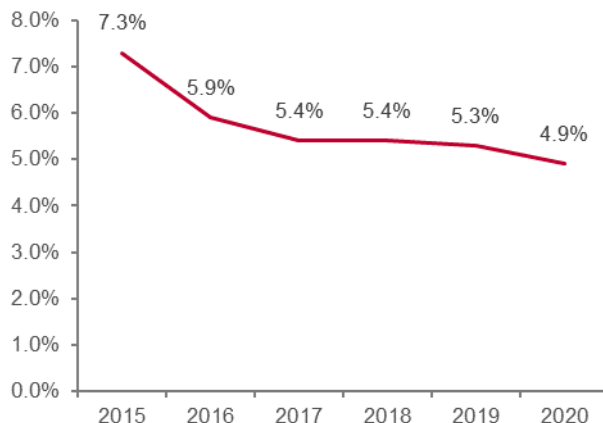
来源: 公司公告、中泰证券研究所

中交助力绿城中国经营改善。2014 年入主绿城中国后,中交对绿城中国经营治理的改善主要体现在两个方面:其一为在新项目获取上,中交集团强大的综合建设实力拓宽了公司的拿地渠道,拿地规模快速提升;另一方面,中交地产集团成为绿城唯一最大股东后,绿城中国整体融资成本下行明显。

项目获取方面,2018 年至 2020 年,绿城中国新增土地建筑面积分别为 719 万方、1236 万方及 2041 万方,相比 2015 年至 2017 年同比增长 199%。融资成本方面,公司加权融资成本从 2015 年高点 7.3%快速下降至 2020 年的 4.9%。

图表 8: 绿城中国拿地面积及同比 (万方, %)


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 9: 绿城中国综合融资成本 (%)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

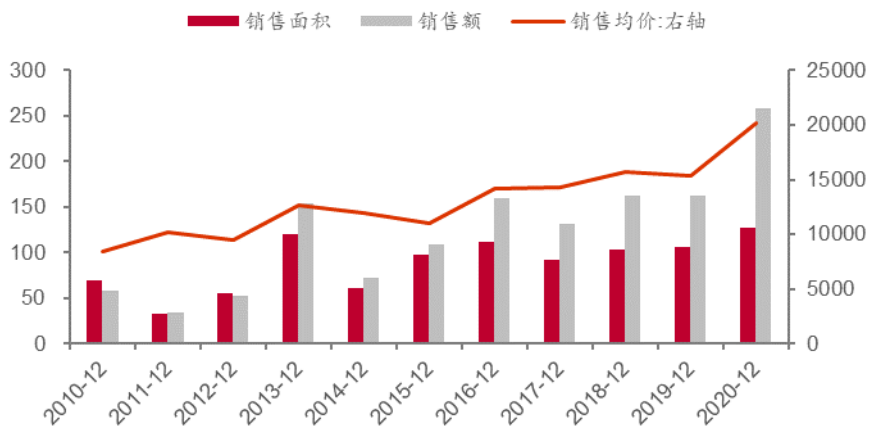
(二) 新湖集团: 资源充沛, 强强联合

2020 年 5 月,新湖中宝以 9.50 港元/股的价格认购绿城中国 3.23 亿股 H 股股份,认购总金额 30.685 亿港元;交易完成后,新湖中宝占绿城中国总股份数的 12.95%,成为在中交集团及九龙仓之后,绿城中国的第三大股东。

新湖中宝主营业务包括地产、金融等,房地产业务主要集中在长三角区

域。2016 年来，新湖中宝销售规模保稳健，2016 年至 2020 年房地产业务销售面积分别为 112 万方、92 万方、104 万方、106 万方及 128 万方，销售均价保持在 14000-20000 元每平方米之间。

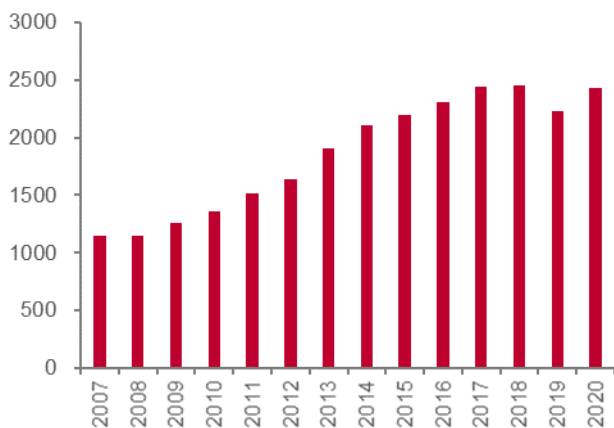
图表 10: 新湖中宝房地产销售情况 (万平方米、亿元、元每平方米)



来源: Wind、中泰证券研究所

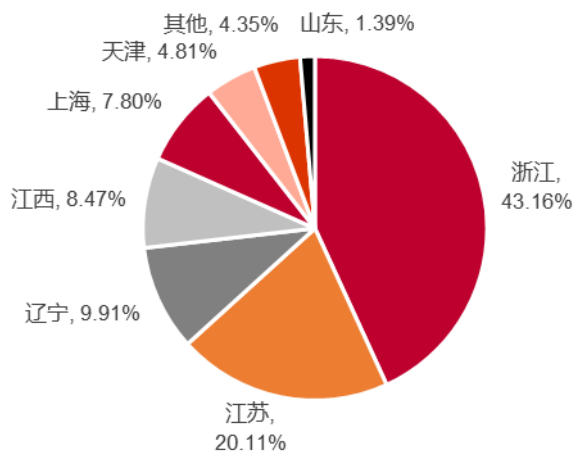
新湖中宝销售增速相对稳健，但整体资源储备异常充沛，2020 年房地产项目储备建筑面积合计 2432 万方，相对每年接近 130 万方的销售规模，土地储备约为当前销售规模的 19 倍。

图表 11: 新湖中宝土地储备建筑面积 (万方)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 12: 新湖中宝 2020 年土地储备区域占比 (%)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

2019 年底以来，绿城中国与新湖中宝通过项目合作开发的方式强强联合、实现共赢。新湖项目以旧改项目及大盘开发为主，土地拿地成本较低。对绿城中国而言，通过收并购的形式，土地储备能够快速扩张，以满足自身销售快速增长背景下进一步的成长要求。对新湖中宝而言，依托绿城中国在房地产开发方面强大的操盘能力，其可以将大量优质的土地储备顺利转化为销售，将存量资产盘活变现，有效提升资产的周转速度。

2019 年 12 月，绿城首次采取了项目收购的方式，入股新湖旗下上海新

湖明珠城。在此之后，绿城又继续通过收并购的方式，获得新湖中宝位于上海、南通及沈阳的五个项目。

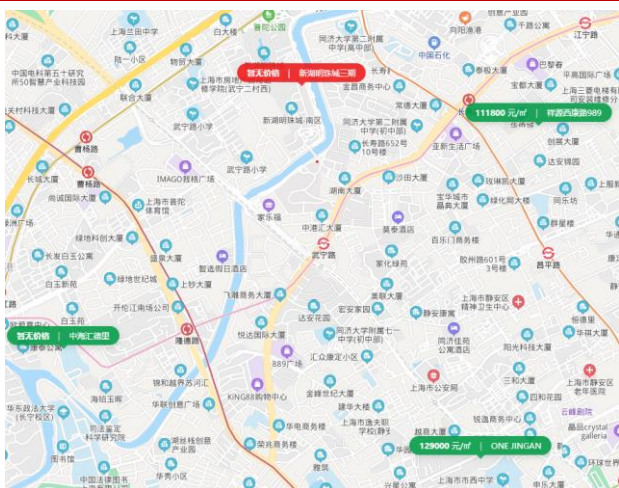
图表 13：绿城收购新湖房地产项目情况（亿、万平方米、元每平方米）

公告日期	项目	城市	权益	收购成本	总建筑面积	楼面单价
2019/12/17	上海新湖明珠城	上海	35%	36.00	20	22801
2020/4/19	沈阳沈北新区仙林金谷项目	沈阳	35%	2.06	59	701
2020/4/19	沈阳于洪区美丽洲项目及新湖湾项目	沈阳	35%	1.72	48	1259
2020/4/19	上海静安区青蓝国际二期	上海	35%	19.00	18	23493
2020/4/24	南通启东海上明珠城项目	南通	50%	18.24	251	1043

来源：公司公告、中泰证券研究所（注：收购成本含财务资助）

以上海新湖明珠城及上海青蓝国际两个项目为例，项目周边相同品质、类似地段的新开盘项目 2020 年销售均价皆超过十万元。而项目楼面价约两万元，项目利润空间较高。

图表 14：新湖明珠城项目周边新房竞品



来源：房天下、中泰证券研究所

图表 15：青蓝国际项目周边新房竞品



来源：房天下、中泰证券研究所

三、经营情况：降成本提周转，销售规模快速增长

（一）销售规模：自投、代建三年销售持续高增长

从创始人宋卫平时代到中交时代，绿城中国经营策略逐渐从专注于高端产品转向兼顾品质的快周转策略，在产品标准化提升的同时，通过灵活的激励机制，销售规模快速增长。

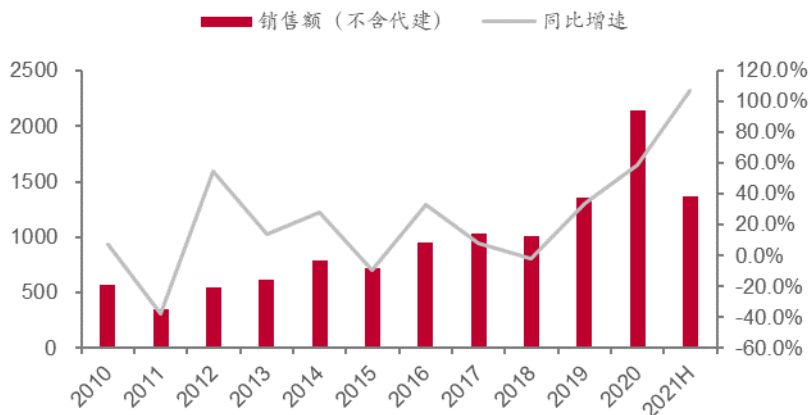
在创始人宋卫平时代，公司追求极致的产品品质，专注开发高端房地产项目。2015 年，中交集团入股绿城中国后，不断完善公司运营流程及经营效率。

2018 年开始，绿城中国组织架构不断优化，下属单位由 16 个整合为 11 个，职能中心由 9 个整合为 7 个，增设 4 个事业部，统筹发展绿城中国特色业务，运营效率和决策效率持续提升。

同时，中交时代的绿城中国，利用混合所有制下灵活的管理机制，不断完善员工激励措施。中高管层面实施股份/股权激励计划；员工层面实施全员跟投计划，其中中高管及特定职能负责人需强制参与跟投，其他员工可自愿跟投，经营层与公司利益绑定。

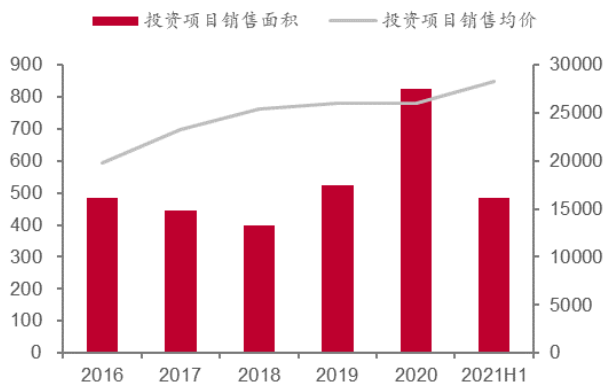
2019 年以来，在高效的组织架构与完善的激励机制作用之下，公司销售规模增长明显。2020 年，绿城中国投资项目销售 2147 亿，同比增长 58.6%；2021 年上半年销售额 1369 亿，同比增长 107%。

图表 16: 绿城中国销售规模 (亿元、%)



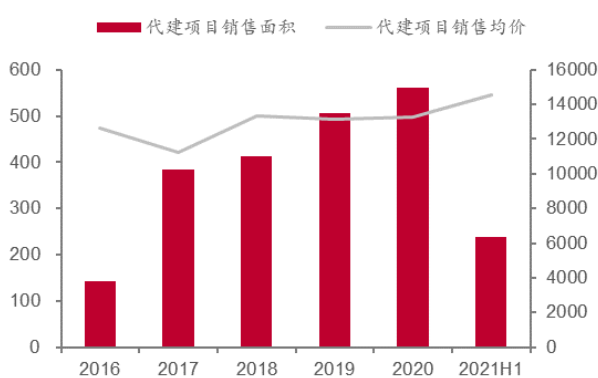
来源：克而瑞、公司公告，中泰证券研究所

图表 17: 投资项目销售量价 (万方、元/m²)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 18: 代建项目销售量价 (万方、元/m²)



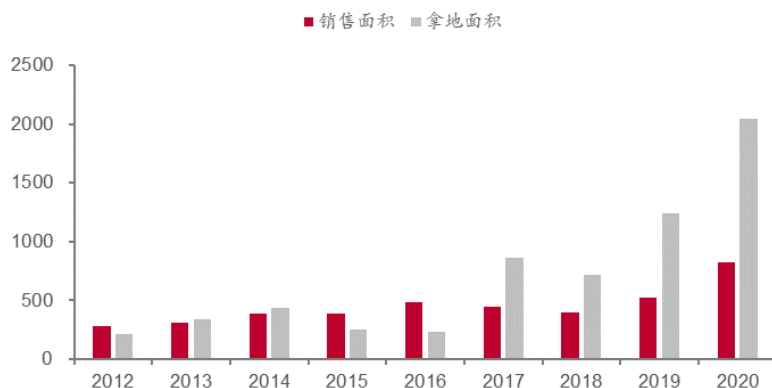
来源：公司公告、中泰证券研究所

总体来看，房地产销售规模的快速上涨主要来自三方面原因，其一是成功的土地拓展策略；其二为管理效率的持续提升以及产品线的规划调整，资金周转速度显著提升；其三为中交集团作为股东，优质的信用背书助力公司低成本融资规模快速增长。

(二) 新增土储：周转提速，低成本拿地快速补货

经历 2015-2016 年拿地规模收缩后，2017 年来拿地强度大幅上升，绿城中国通过招拍挂及收并购等多渠道拿地，在行业销售增速下行的背景之下，公司整体规模快速扩张。

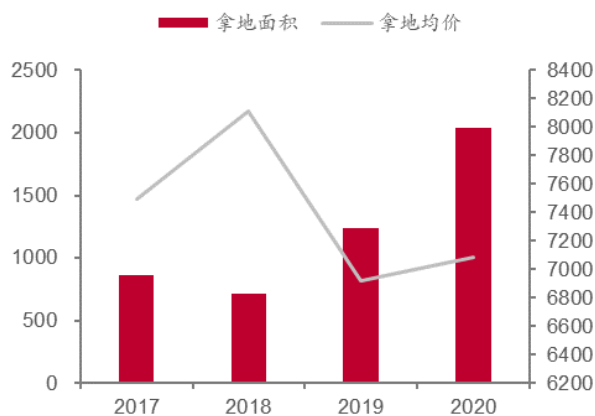
2020 年绿城中国新增项目建筑面积 2041 万方，同比增长 65.1%，远超当年投资项目销售面积 825 万方。投资拿地力度大幅上升主要受益于三方面：首先，绿城中国前期主要布局的长三角、环渤海等重点一二线城市销售去化良好，公司回款管理严格，现金流相对充裕，销售增长带动货源补充。其次，公司投资团队的收并购能力提升，去年以新湖中宝收购项目为代表的收并购项目占新增货值比 40%。此外，公司内部对投资体系和决策流程进行了梳理和优化，投资强度、效率及项目兑现度均有较大提升。

图表 19: 绿城中国销售拿地面积 (万方)


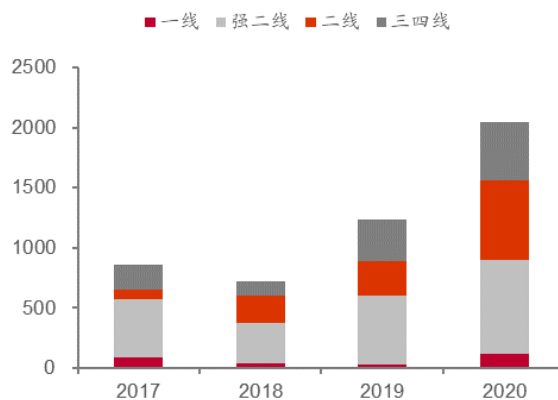
来源：公司公告、中泰证券研究所

绿城中国拿地价格保持在合理区间，2020 年，公司新增土储面积 2041 万方，平均拿地楼面价 7089 元每平方米，拿地权益比例保持在 60% 附近。

城市布局方面，2020 年，一二线城市新增土储货值占比达到 72%，拿地策略上持续聚焦核心区域、核心城市。

图表 20: 绿城中国拿地量价 (万方、元/m²)


来源：公司公告、中泰证券研究所（注：2017-18 年公司披露楼面价以“地上建面”为分母计算，此处数据参考行业惯例，分母调整为“总建面”）

图表 21: 绿城中国拿地城市分布 (万方)


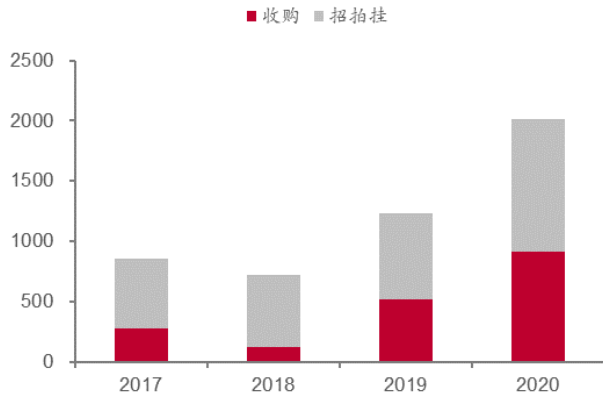
来源：公司公告、中泰证券研究所

2019 年以来，绿城中国持续加大以收并购方式拿地的比例。通过收并购，

公司在重点核心城市低成本快速扩张，项目储备也进一步快速增长。相比招拍挂公开市场拿地，收并购渠道具有项目成本低、单项目体量大、项目地段相对优质等多重优点。

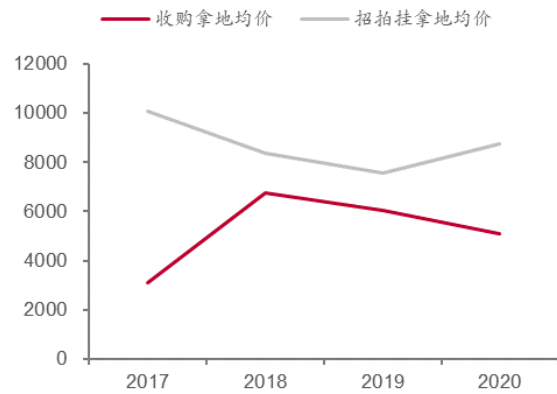
2020 年，公司收并购项目建筑面积合计 926 万方，同比增长 78%，通过收并购途径获取的新项目建筑面积占总新增土储面积的 45%，相比 2019 年提升 3pct。

图表 22：绿城不同渠道拿地建筑面积（万平方米）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 23：绿城不同拿地渠道楼面价（元/m²）



来源：公司公告、中泰证券研究所

收并购项目集中于二线城市，价格优势尤为突出。2020 年，二线城市收并购项目占比大幅提升。以建筑面积计算，在公司统计口径下，二线城市并购项目占总并购项目的 66%。通过收购成本/总建筑面积计算可得，强二线城市收购项目平均拿地成本为 5280 元每平方米，二线城市为 2891 元每平方米，大幅低于 2020 年二线市场招拍挂市场拿地价格。

图表 24：绿城中国不同渠道拿地面积（万方）

		一线	强二线	二线	三四线
招拍挂	2017	86	307	80	107
	2018	41	245	201	115
	2019	12	367	172	165
	2020	63	384	264	391
收购	2017	-	176	-	103
	2018	-	92	24	2
	2019	20	200	121	179
	2020	51	401	401	61

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 25：绿城中国不同渠道拿地均价（元/m²）

		一线	强二线	二线	三四线
招拍挂	2017	15,314	10,632	7,300	6,475
	2018	14,536	7,092	10,089	5,878
	2019	10,247	9,009	7,343	4,444
	2020	22,861	12,087	7,340	4,577
收购	2017	-	2,812	-	837
	2018	-	1,107	1,172	4,296
	2019	17,762	3,640	966	1,566
	2020	28,407	5,280	2,891	4,814

来源：公司公告、中泰证券研究所

（三）土地储备：储备充沛，隐含可释放利润充沛

受益于 2019 年来快速、良好的拿地扩张策略，绿城中国目前可售资源充沛，一二线城市土储占比超过 70%，充足的房地价差隐含了较高的可

释放利润。

空间布局方面，公司储备项目集中于长三角区域，其余分部在环渤海、大湾区以及部分中西部区域。从城市等级结构来看，按照货值口径计算，土储中 73%位于一、二线城市。

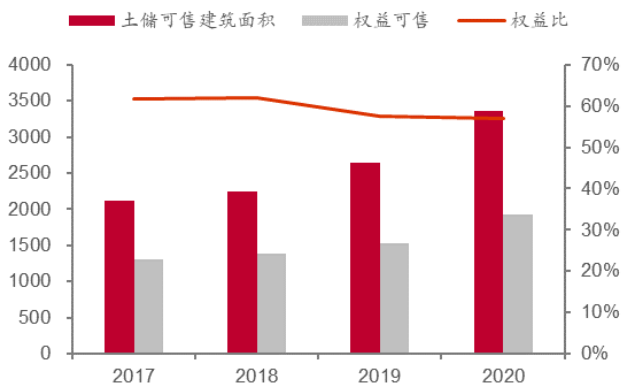
利润空间方面，公司房地产销售权益比例维持在 60%附近，整体可售资源平均楼面价达 6500 元每平方米，相对于 26000 元左右的整体销售均价，可售资源未来有较为充足的可释放利润。

图表 26：绿城中国 2020 可售资源区域分布



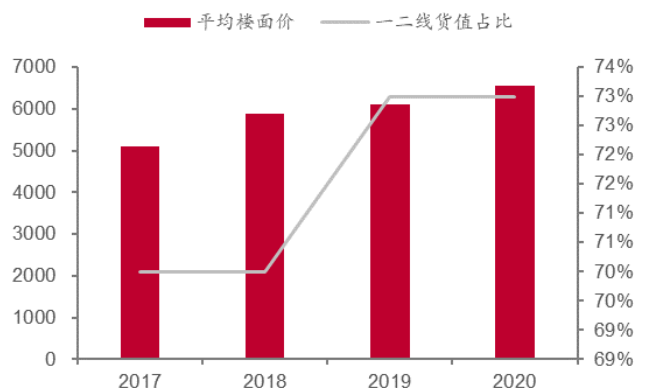
来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 27：绿城可售资源情况（万方，%）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 28：绿城可售资源地价及城市占比（元/m²，%）



来源：公司公告、中泰证券研究所

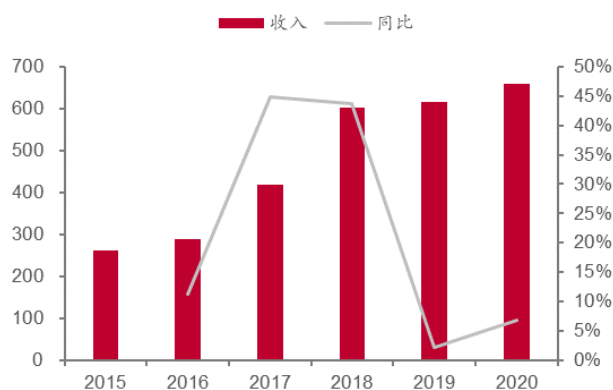
四、财务分析：从销售到拿地，未来业绩释放可期

（一）利润快速增长，降本增效效果显著

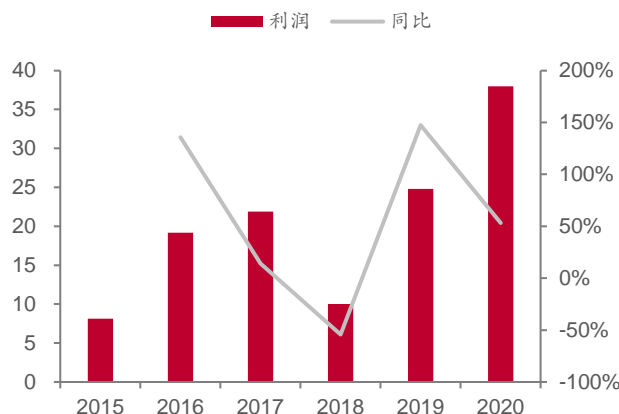
营收方面，绿城中国收入维持稳定增长。伴随着历史销售项目逐渐交付

结转，2020 年，公司实现营业收入 657.83 亿，同比增长 6.8%，结算项目主要对应的是 2018 年至 2019 年销售项目的交付。2020 年公司房地产销售持续快速、高质量增长，为公司未来收入结算的高增长提供了保证。

利润方面，绿城中国利润转降为升。2018 年，受部分高价地项目减值计提以及土地增值税计提的影响，公司利润有所下滑。受到基准期较低的影响，2019 年实现净利润 24.8 亿，同比增长 147.2%。2020 年，公司实现归属母公司净利润 38.0 亿，同比增长 53.1%。

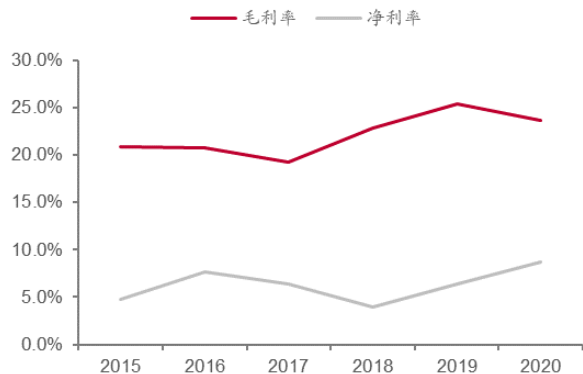
图表 29：绿城中国收入情况（亿元，%）


来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

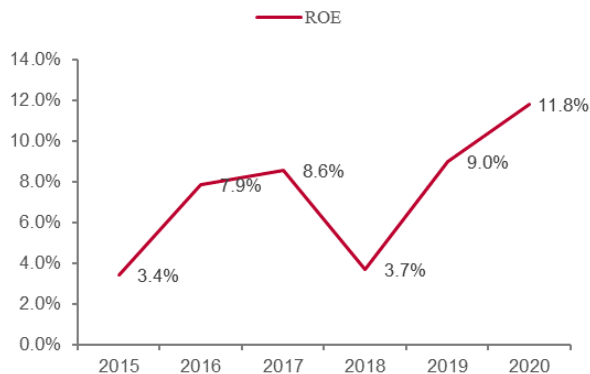
图表 30：绿城中国利润情况（亿元，%）


来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

2018 年后，绿城中国利润率水平整体提升明显，2020 年毛利率为 23.7%，净利润率 8.8%。宋卫平时代的绿城专注于开发高端住宅的策略下，产品标准化较低，虽然销售均价较高但利润率水平有限。2018 年来，公司不断提升产品标准化程度，降本增效，带来毛利率改善。伴随着利润率的回升以及绿城中国目前的 ROE 水平整体持续改善，2020 年 ROE 提升至 11.8%。

图表 31：绿城中国利润率水平（%）


来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 32：绿城中国 ROE（%）


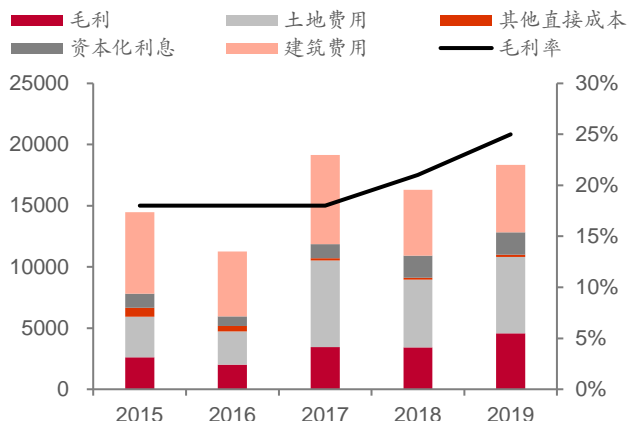
来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

受益于产品标准化率提升带来的建筑成本下降，拿地成本管控良好带来的房地价差扩大，以及中交集团入股后带来的融资成本持续下行，绿城

中国成本结构持续优化，利润率持续上行可期。

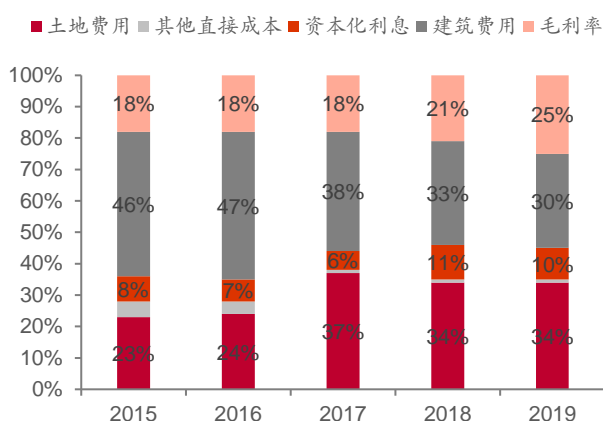
绿城中国成本结构中，建筑相关成本占比较高，而土地成本占比则相对较低。2015 年，公司土地成本占比仅占房地产业务结算均价的 23%，但建筑成本占比则高达 46%。2019 年，公司结算项目建筑费用占比下降至 30%，毛利率水平提升至 25%。

图表 33: 绿城中国成本拆解 (元每平方米, %)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

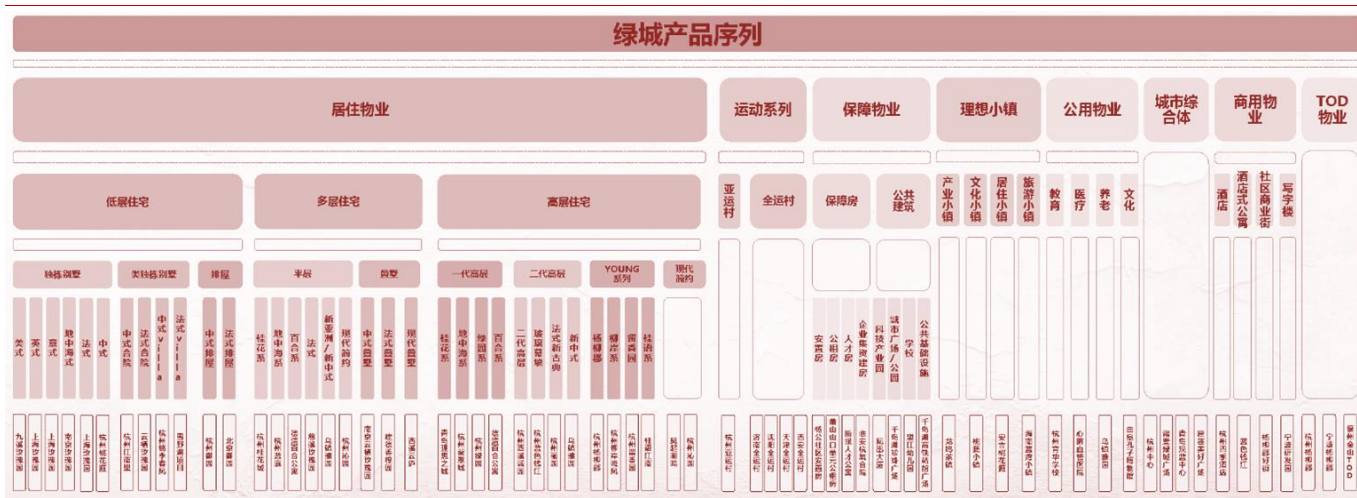
图表 34: 绿城中国各项成本占比变化 (%)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

绿城中国项目标准化程度持续提升。公司形成了 12 套产品配置标准、23 档精装修成本标准、60 套区域配置标准和 998 套区域成本数据库。2016 年前，绿城项目高端品质住宅为主，而高端住宅在房地产周期波动之中，相对于低总价刚需产品，抗周期能力较弱，在整体地产市场下行周期中房价下行的压力下，对表内项目形成减值压力，冲击结算利润。产品线标准化建设丰富了风格与品类，保障了产品适配性，提升了管控效率。同时，公司集采应用率持续上升，2020 年提升至 97%，对于整体建筑成本的控制起到了重要作用。

图表 35: 绿城中国房地产产品线标准化建设



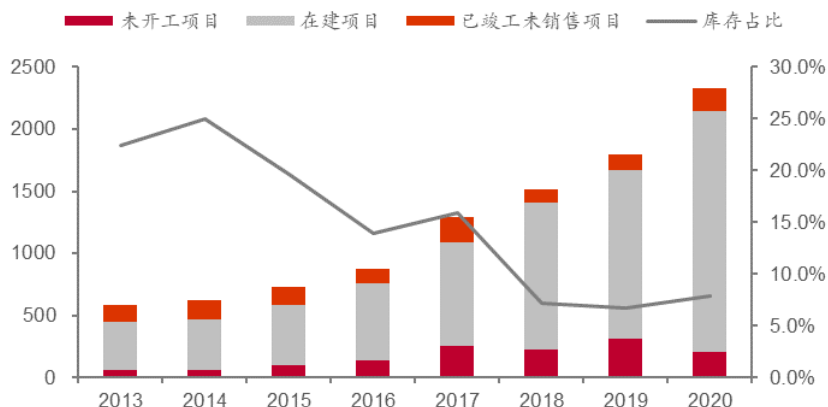
来源: 公司公告、中泰证券研究所

产品线标准化的提升也提高了运营效率。通过标准化的产品线体系，公

司从拿地到开工到推盘的效率明显提升，现金流改善的同时，未开工项目占比下降、资金占用效率提升。

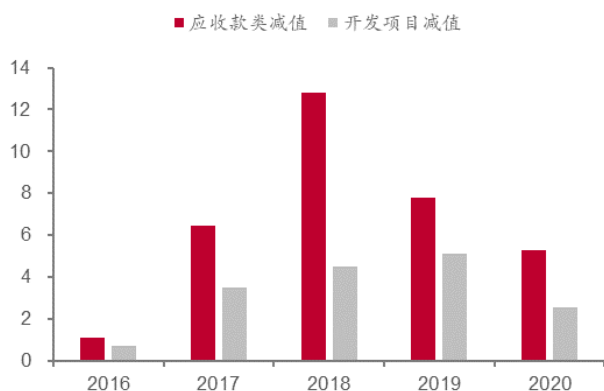
此外，伴随着产品线标准化不断提高，绿城中国周转速度持续加快，存量项目不断去化的，整体经营效率的持续改善。2020 年底，已竣工未销售项目报表金额占整体储备项目为 7.9%，库存压力保持低位。

图表 36: 绿城中国报表角度的项目施工节奏分布 (亿, %)



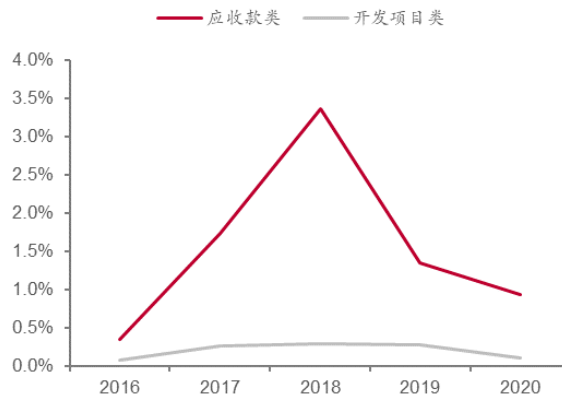
来源：中泰证券研究所

图表 37: 绿城中国历史减值情况拆分 (亿)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 38: 绿城中国减值占相应会计科目比例 (%)

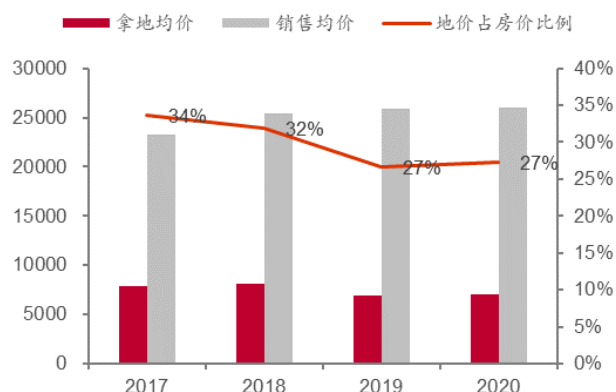


来源：公司公告、中泰证券研究所

绿城中国房地价差及建筑成本的持续改善，使毛利率基本保持稳定，减值计提有望进一步控制。从拿地平均楼面价占当期销售均价比例来看，2017 年以来，平均拿地楼面价占当期销售均价的比例均保持在 30% 以内。

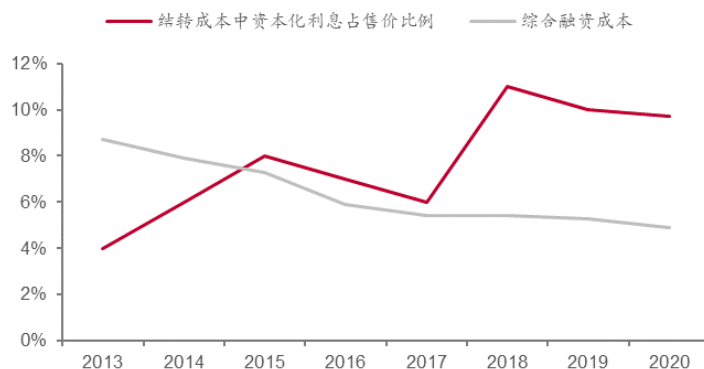
自引入中交集团后，绿城中国综合融资成本持续下降，由 2013 年高点的 8.3% 下降至 2020 年的 4.9%，2020 年 10 月，绿城中国发行五年期公司债，发行规模 9.5 亿，票面利率 3.82%，当年融资成本进一步降至 4.9%。

图表 39: 绿城中国房地价差 (元/m², %)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

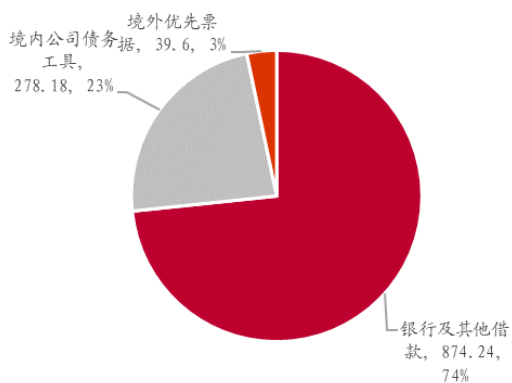
图表 40: 绿城融资成本及资本化利息占售价比例 (%)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

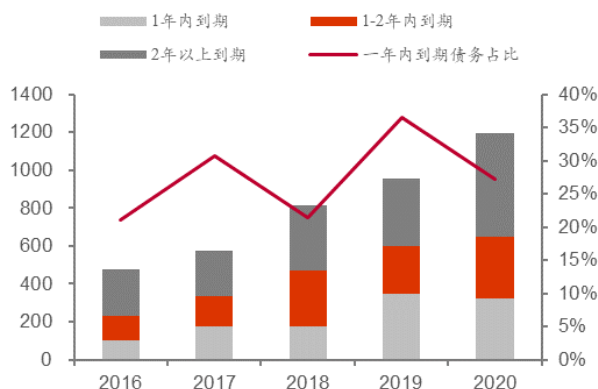
截至 2020 年底, 绿城中国债务结构稳健, 融资渠道较广。2020 年末, 公司银行及其他借款占比达到 73.3%, 为主要融资手段。一年内到期债务占总债务的 27%, 维持在较低水平。

图表 41: 绿城中国 2020 年底债务结构 (亿)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

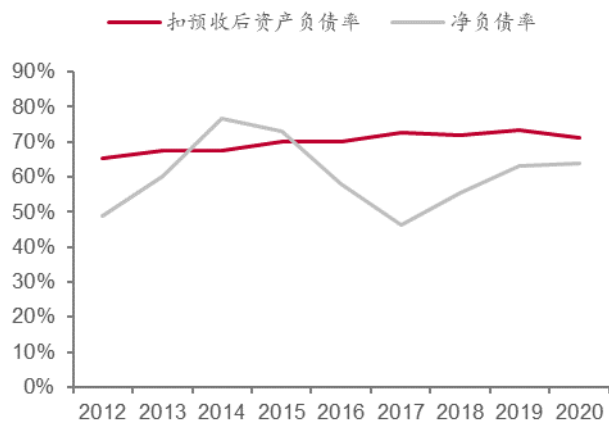
图表 42: 绿城中国债务到期分布 (亿)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

(二) 财务结构稳健, 负债水平管控优秀

在经营模式上, 绿城中国财务结构保持稳健。同时, 通过自身房地产项目开发的周转提速带来公司良性的内生增长。公司净负债率维持在合理水平, 2020 年, 扣除预收账款及合同负债后的资产负债率为 71%, 净负债率 64%, 公司现金短债比为 2.0, 满足三道红线监管下黄档要求。

图表 43: 绿城中国负债率情况 (%)


来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 44: 绿城中国现金短债比


来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

五、盈利预测及投资建议

从拿地到销售到结算的房地产开发周期来看,绿城中国 2019 年开始周转速度大幅提升,销售规模持续增长,带动 2021 年到 2023 年报表层面的业绩改善。同时,房地产项目标准化率不断提升,建筑成本持续改善。叠加中交集团入股后,融资成本持续下行,驱动利润率水平企稳回升。我们预计,公司 2021 年至 2023 年,实现营业收入 837.42 亿、1075.11 亿、1399.39 亿,同比增长 27.3%、28.4%及 30.2%,实现归属母公司净利润 43.70 亿、51.12 亿及 61.66 亿,同比增长 15.1%、17.0%及 20.6%;摊薄后每股收益 1.24、1.53 及 1.96,对应 PE 为 8.2 倍、6.6 倍及 5.2 倍。

核心假设:

1. 销售到结算周期维持稳定: 假设绿城中国 2019 年至 2021 年销售项目到结算保持在 2 年左右的平均水平,销售增速对应 2021 年至 2023 年结算收入增速。
2. 人民币汇率维持稳定: 公司为境外上市公司,境外美元债存量规模较大,假设汇率水平维持平稳,汇兑损益维持平稳。
3. 房地产市场平稳,需求保持稳定: 假设核心城市住房需求维持稳定,一二手房价格倒挂的情况下,新房销售速度维持在较高水平,带动公司拿地到销售的顺利转化,进而驱动中长期公司业绩释放。

图表 45: 绿城中国主要财务数据预测 (百万元、万方、元每平方米、%)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	60303	61593	65783	83742	107511	139939
YoY	43.7%	2.1%	6.8%	27.3%	28.4%	30.2%
物业开发	55274	54433	57334	72982	93808	122486
YoY	45.7%	-1.5%	5.3%	27.3%	28.5%	30.6%
结算面积	339	297	291	353	444	562
YoY	71.2%	-12.5%	-1.9%	21.0%	26.0%	26.4%
结算均价	16290	18325	19673	20696	21112	21809
YoY	-14.9%	12.5%	7.4%	5.2%	2.0%	3.3%
其他业务	5028	7160	8448	10760	13704	17453
YoY	25.2%	42.4%	18.0%	27.4%	27.4%	27.4%
成本	46550	45953	50210	63307	80307	103193
YoY	37.4%	-1.3%	9.3%	26.1%	26.9%	28.5%
归母净利	1,003	2,480	3797	4370	5112	6166
YoY	-54.2%	147.2%	53.1%	15.1%	17.0%	20.6%
EPS	0.18	0.55	1.04	1.24	1.53	1.96

来源: Wind、中泰证券研究所

目前 Wind 香港房地产管理与开发指数在市盈率 10.03 倍交易, 当前股价对应 2021 年业绩为 8.2 倍, 相比同等销售规模可比房企, 公司未来三年业绩增速较高, 估值具备一定优势。

我们认为, 中交时代下的绿城中国, 凭借自身强大的房地产开发实力、房地产项目高美誉度, 通过积极的推盘销售策略以及不断提升的标准化产品体系, 周转持续提速, 带动销售回款的快速增长, 形成了良性的内生增长循环。当前房地产行业竞争激烈, 绿城凭借其良好的产品品质以及不断提升的周转速度, 取得了超越行业平均的增长速度。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 46: 可比公司估值 (未覆盖企业盈利预测为万得一致预期)

公司名称	股价(港元)	eps				PE			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
世茂集团	18.16	3.61	4.17	4.82	5.29	4.2	3.6	3.1	2.9
华润置地	31.80	4.18	4.46	5.00	5.71	6.3	5.9	5.3	4.6
龙湖集团	41.85	3.34	4.16	4.88	5.58	10.4	8.4	7.1	6.2
绿城中国	12.16	1.04	1.24	1.53	1.96	9.7	8.2	6.6	5.2

来源: Wind、中泰证券研究所 (采用 7 月 16 日收盘价)

六、风险提示

- **融资环境收紧超预期:** 房地产行业属于资本密集型行业, 融资环境超预期收紧将对房地产的增速及盈利能力产生负面冲击。一方面, 融资量的下降将导致开发商放慢拿地、推盘、销售、施工及竣工的经营速度, 导致总体的增速下行; 另外一方面, 融资产生的利息支出是除了土地价格以外, 影响房企利润率的最重要因素, 融资环境收紧导致融资成本上行将显著侵蚀公司盈利能力。

力，对业绩增速产生负面冲击。

- **房地产市场高位回落：**2020 年新冠疫情后，全国商品房市场复苏明显，重点城市土地市场热度快速上升，部分城市销售及土地市场出现过热现象，热点城市调控政策存在不确定性。热点城市调控政策收紧，将对房地产销售产生负面冲击，进而影响公司销售去化率及回款率。经营现金流将收到负面影响，进而缩减拿地规模或这施工规模，对公司的成长及正常经营产生负面影响。
- **双集中出让规则变更：**当前热点城市采取双集中供地规则，公司土地储备及战略布局以一二线城市为主，在集中供地环境下，如果土地出让规则发生变化，将导致公司新增土地储备不确定性增加。
- **引用数据滞后或不及时：**报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时，存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。

图表 47: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	59,547	48,191	52,429	52,753	营业收入	65,783	83,742	107,511	139,939
应收账款	1,211	1,395	1,868	2,440	营业成本	50,210	63,307	80,307	103,193
其他	75,179	76,926	79,303	82,546	管理费用	4,323	5,025	5,913	6,997
流动资产合计	369,072	377,738	413,425	559,474	财务费用	330	349	457	526
权益性投资	24,369	30,462	38,077	39,981	利润总额	10,754	13,589	19,079	26,760
固定资产合计	9,077	8,600	8,068	7,574	税项	4,991	6,307	8,855	12,419
无形资产	925	925	925	925	净利润	5,763	7,283	10,225	14,341
商誉	769	769	769	769	归属于母公司净利润	3,796	4,370	5,112	6,166
其他非流动资产	4,437	5,310	6,499	8,120					
非流动资产合计	45,209	70,729	80,281	84,656					
资产总计	414,282	448,468	493,706	644,129					
应付账款	35,709	43,592	58,910	76,679					
应交税费	22,824	29,671	38,572	50,144					
其他流动负债	134,176	166,291	171,045	180,774					
流动负债合计	238,214	266,487	300,312	434,773					
递延所得税负债	0	0	0	0					
其他非流动负债	4,791	5,665	6,853	8,475					
负债合计	329,692	358,839	393,852	529,935					
股东权益合计	84,590	89,629	99,854	114,194					
负债和股东权益总计	414,282	448,468	493,706	644,129					
现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E					
净利润	3,796	4,370	5,112	6,166					
折旧摊销	481	547	562	544					
营运资金变动	-10,060	26,823	-2,475	-106,656					
其它非现金调整	0	0	0	0					
经营活动现金流	175	31,740	3,199	-99,945					
投资活动现金流	-6	-11	-8	-8					
筹资活动现金流	28,069	-18,921	4,394	94,866					
汇率变动影响	17	-31	16	11					
现金净增加额	28,255	12,777	7,601	-5,076					
					主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
					成长能力				
					营业收入	7.00%	27.30%	28.38%	30.16%
					营业利润	8.04%	26.37%	40.40%	40.25%
					归属于母公司净利润	53.07%	15.09%	17.00%	20.62%
					获利能力				
					毛利率	24.23%	24.40%	25.30%	26.26%
					净利率	5.73%	5.22%	4.76%	4.41%
					ROE	11.78%	12.72%	12.96%	13.51%
					偿债能力				
					资产负债率	79.58%	80.01%	79.77%	82.27%
					流动比率	1.55	1.42	1.38	1.29
					速动比率	0.57	0.47	0.44	0.32
					营运能力				
					应收账款周转率	58.22	64.27	65.89	64.96
					总资产周转率	0.18	0.19	0.23	0.25
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.04	1.24	1.53	1.96
					每股经营现金流	0.07	12.72	1.28	-40.07
					市盈率 (P/E)	9.74	8.20	6.60	5.18
					市净率 (P/B)	0.78	0.74	0.64	0.55

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。