

房企中报季之业绩快评

绿地控股：1.1 亿方储备的大地主如何做野蛮人？

如何定义一家房企的价值？现金流崇拜者和概念投机者会给出不同答案。前者忧国忧民忧负债，一言不合就甩你一脸 xx 疲软；后者则表示，360 行中，我最看好主业外的那 359 行。

而我们则习惯于把逻辑埋在心里，将干货献给大家——市场需要什么，我们就告诉你们什么——深藏功与名。

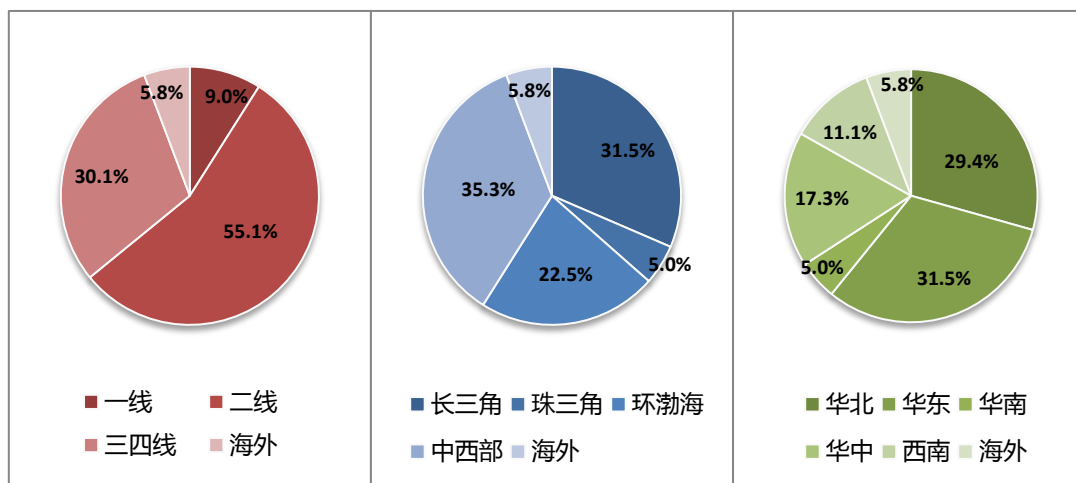
当下流行的观点，一家优质的上市房企，必须既会炒地，又要炒股。因此，本篇半年报点评，就来扒一扒绿地的资产和投资。

土地储备：可售面积 11480.7 万方，存货价值 4064.8 亿元

绿地控股的土地储备丰富，根据 cric 测算，截至 2016 年中报，绿地待开发项目总建面 4692.8 万平方米，已开工项目中未竣工和预售部分的总建面 6787.9 万平方米，合计可售建面 11480.7 万平方米，在上市房企中居第二，仅次于恒大。

若按城市能级划分，绿地的土储中一线城市及海外（英、美、澳、韩等）占 14.8%，二线城市占比过半为 55.1%，三四线城市占 30.1%。**若按经济圈划分**，则长三角和中西部占比较高，分别为 31.5%和 35.3%；**若按区域划分**，则华东占 31.5%，华北占 29.4%，明显高于其他区域。

绿地控股土地储备分布



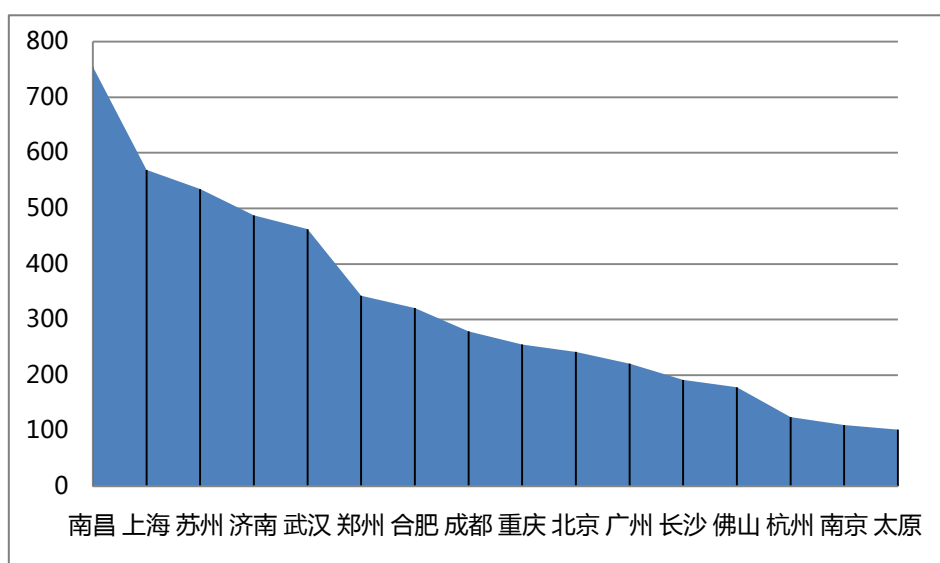
数据来源：企业财报、cric

房企中报季之业绩快评

当前，土地储备成为了投资者判断房企价值的重要依据，而绿地的土储主要有以下特点：

1) 重点城市土地储备丰富。一线城市中，绿地在大本营上海的土储建面高达 569.2 万平方米，广泛分布在市中心和郊区新城，在北京和广州的土储分别达 241.7 和 220.7 万平方米；二线城市中，绿地在热门城市苏州有 534.8 万平方米土储，武汉 462.7 万平方米、郑州 342.8 万平方米、合肥 320.6 万平方米，均十分可观，在南昌和济南拿地成本较低。

绿地在热门城市的土地储备情况



数据来源：cric

2) 成本低，并购能力强。绿地当前已极少在招拍挂市场上抢地王，渠道优势具可持续性。在上海最为明显，主要依靠并购、招拍挂有条件出让和招挂复合三种渠道，2016 年新增的六幅地块总建面 41.5 万平方米，平均楼板价仅 9605 元 / 平方米，和不断被刷新的地王纪录对比明显；在南京有一幅体量超过百万方的地块为收购获得，在苏州吴江、武汉光谷、广州花都等地的地块均为底价获得，在北京获得了市中心的旧改项目。

绿地 2015 年 12 月至今在部分城市的拿地情况

(单位：万平方米、亿元、元/平方米)

城市	数量	建面	总价	平均楼板价
上海	6	41.5	39.9	9605
北京	5	60.4	109.4	18116
苏州	5	45.0	54.0	12015
南京	2	136.1	103.2	7583
武汉	4	153.8	53.7	3493
合肥	4	77.0	27.5	3565

数据来源:cric

房企中报季之业绩快评

3) 拿地时机把握出色。2015 年末至 2016 年初，绿地曾因在合肥和北京拿下的多幅地块溢价率高而受质疑。但此后，合肥新房供不应求的问题开始显现，新推地块成交价屡创新高，部分溢价率超过 400%，远高于绿地 3565 万元 / 平方米的拿地成本；而北京市场 2016 年土地供应量极少，预计一有新地块推出便会引发多家房企围抢，楼板价超过绿地 18116 元 / 平方米的成本是大概率事件。

4) 中西部量大但成本低。一线和二线核心城市的竞争激烈，大型房企要维持当前的规模，进入三四线城市是必然选择。若要以投资土地的角度衡量企业价值，则包括万科在内的千亿房企均存在一定量的三四线土储，不会像部分地方国企一般每一幅都是精品，但客观而言，绿地优点是拿地的价格极低，因此不会在超过四千亿按成本计价的存货中占据明显的位置；缺点则是和恒大相比，绿地三四线城市的项目的去化速度还有待提升。

资本运作：瞄准国企改革和创投，低调潜伏上市企业

绿地旗下共有两大金融平台：绿地控股直属的绿地金控，和绿地香港平台下的绿地金服。绿地金控暂时没有在二级市场买入上市企业的案例，但进行了多次一级市场投资，并持股多家非上市企业。根据 2016 年中报，除了杭州工商信托、贵州建工、江苏省建、博大绿泽等大动作外，还包括蚂蚁金服、360 私有化、Wework 投资、五矿金融重组等市场热点项目。

绿地控股部分参股企业情况（单位：亿元）

企业	投入成本	持股比例	资本运作
贵阳银行股份有限公司	0.02	0.25%	a 股 ipo
上海农村商业银行	2.00	4.00%	有 ipo 计划
国开精诚（北京）投资基金有限公司	2.00	2.92%	参股 tcl（已退出）
深圳金石金成投资合伙企业	2.00	13.22%	参股云南矿业
弘毅贰零壹伍(上海)技资中心	0.20	2.78%	新奥股份重组
新疆盛世信金股权投资合伙企业	3.00	未披露	同济堂医药重组
江苏银行	0.53	未披露	a 股 ipo
铜山信用社	0.09	未披露	-
徐州淮海银行	0.40	未披露	有 ipo 计划
北京中邮投资中心（有限合伙）	2.16	18.23%	参股蚂蚁金服
光大金控（天津）创业投资有限公司	0.30	2.75%	-
中金瑞德（上海）股权投资管理有限公司	0.20	20.00%	-
wework companies	0.66	0.06%	-

数据来源:企业财报、cric

房企中报季之业绩快评

从上述标的来看，绿地的投资方向主要包括：

1) 国企改革（关于国企改革的顶层推动和重要性，请参考我们此前的报告《【重磅】地方国企改革骚动：不为刀俎，就成鱼肉》）。由于绿地自身为国企混合所有制改革的标杆，模式有参考价值，再加上股东中有三家企业为上海国企，因此一方面有望纳入产业链上下游的企业成为“绿地系”扩大中绿建平台，贵州建工和江苏省建即是如此；另一方面在参与一些涉资规模较大、关注度较高的国企重组案例时也更有准入优先性；参与国企改革资本运作能带来较高收益。

2) 城商行 ipo。和国企改革一样，城商行的资本化亦是大势，2016 年上半年江苏银行和贵阳银行 ipo 等重要突破绿地均有参与，上海农商行等绿地持股比例较高的企业也有 ipo 计划。值得注意的是，绿地早在 2008 年左右便参股了多家城商行，因此更有资源和对行业的经验。

3) 与地产结合的热门行业投资，绿地当前部分投向与主业有一定关联，如 wework 和绿地办公、创客空间，蚂蚁金服和绿地金融业务等，有助丰富产业链，也有望导入绿地在国内外的产业新城。

最后，在绿地参与的产业和项目中，我们认为较具潜力、并有望成为热门的方向包括：1) 城市建设、基建、旧改，如高速公路和桥梁、轨交、污水处理厂、体育公园等，并与周边房地产开发相结合；2) 消费型产业新城的运营，当前已签约的包括京津区域的文化影视主题，成都的文旅和健康主题等；3) 海外房地产市场，有望受益于中产及以上阶层的资产配置需求爆发。

绿地控股 2016 年中报财务数据（单位：亿元）

总资产	6171.4	同比	2.8%
营业收入	1081.5	同比	25.6%
净利润	47.8	同比	21.5%
归母公司净利润	46.0	同比	16.9%
毛利率	15.9%	现金短债比	0.6
房地产毛利率	22.5%	长短债务比	3.1
净利率	4.4%	资产负债率	88.4%
ROE	8.4%	净负债率	312.3%

数据来源:企业财报、cric