

野蛮人事件后，万科为何做起了绿景二股东？

2015 年 10 月 15 日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/朱一鸣、傅一辰

10 月 13 日晚，绿景中国地产公告称，万科企业将按认购价每股 2.20 港元认购其 3 亿股新股份，总价 6.6 亿港元，约占绿景中国新股上市后总股本的 17.81%。交易完成后，万科将成为绿景中国的第二大股东，仅次于持股 60.02% 的控股股东黄康境。

对于万科来说，这是否是笔划算的买卖呢？下面就来扒一扒绿景中国的资产情况，以及万科入股的动机。

以下为简单的企业背景描述的分割线

说到绿景中国地产（HK.00095），不少人会和 A 股上市的绿景控股（SZ.000502）混淆，但这两家企业间并不存在关联。

绿景控股是广州房企，大股东为天誉房地产开发有限公司，旗下另有香港上市平台天誉置业。绿景控股平台内项目已寥寥无几，正酝酿医疗转型，有沦为壳资源的可能，在此就不深扒。

绿景中国则是深圳房企，实际控制人黄康境，旗下业务主要包括房地产开发和商业运营，项目大多位于深圳，另在香港、茂名和益阳也有土地储备。

2014 年初，绿景中国借壳新泽控股在港上市，耗资 9.45 亿港元。2015 年 6 月，绿景中国宣布反向收

购，即其旗下全资子公司城隆控股向控股股东黄康境收购绿景控股有限公司全部已发行股份，代价 137.85 亿港元，并同步配售最多约 16.46 亿股新股。按照港交所规则，此次收购交易构成反收购条件，因此该公司将进行内部重组后，重新申请新上市。

这样的操作手法，主要是**由于借壳上市须两年后才能注资，而通过反收购重新上市更为快捷。**

以下为绿景中国招股说明书解读的分割线

绿景中国的土地储备质量较高。

其项目**大部分位于深圳**，截至 15 年 4 月 30 日，包括 16 个竣工项目，5 个在建项目，2 个待建项目和 2 笔交易中的土地收购。其中，竣工未售建筑面积共 4.88 万平方米；在建项目中，剩余可售建筑面积包括深圳 23.67 万平方米和茂名 14.42 万平方米；待建或收购中的项目均只公布了占地面积，未公布容积率，包括深圳 28.51 万平方米，茂名 71.45 万平方米和益阳 2.74 万平方米。

此外，绿景中国今年 7 月还通过收购聪劲发展，获取了其**位于香港新界的若干物业**，目前为农业用途，正在申请原址换地。

值得注意的是，绿景中国**有获取旧改项目的的能力**，自成立以来共获取占地面积 19.78 万方的旧改项目，占有所有项目的 15.3%。在深圳，对城市更新的参与度也是衡量企业资源能力的重要标准。

投资物业为绿景中国带来稳定收入。

绿景中国旗下已产生收益的包括两个社区购物中心香颂佐岭中心和 1866 佐岭中心，可租面积分别为 2.47 万平方米和 4.33 万平方米，2014 年出租率均为 96%；位于福田区的 NEO 都市商务综合体，可租面积 10.59 万平方米；另有两个佐岭中心在建。

从租户情况来看，佐岭中心的大客户包括华润万家、中国银行、光大银行、迪卡侬等，租约有 44.7%

在 2018 年前到期，55.3% 将于 2018 年后到期。**也就是说，绿景中国投资物业的租赁情况较为稳定，无需在招商方面投入过多精力。**

收益数据亦证明了这一点：2012-2014 年，绿景中国的商业物业投资营收分别为 1.88 亿元、2.62 亿元和 3.43 亿元，毛利分别为 1.38 亿元、2.10 亿元和 2.70 亿元，总体**租金收益稳中有升**，毛利率则维持在 80% 左右。

表：绿景中国近年各业务收入及毛利情况（单位：亿元）

	2012 年				2013 年			
	收入	毛利	毛利占比	毛利率	收入	毛利	毛利占比	毛利率
房地产开发	1.37	0.33	24.1%	24.2%	14.70	5.04	64.5%	34.3%
商业物业投资	1.88	1.38	59.3%	73.0%	2.62	2.10	26.9%	80.1%
综合服务	1.44	0.61	26.4%	42.7%	1.70	0.67	8.6%	39.4%
	2014 年				2015 年 1-4 月			
	收入	毛利	毛利占比	毛利率	收入	毛利	毛利占比	毛利率
房地产开发	43.01	19.93	84.9%	46.4%	1.03	0.53	29.1%	51.8%
商业物业投资	3.43	2.70	11.5%	78.7%	1.29	1.02	55.7%	79.0%
综合服务	1.94	0.85	3.6%	43.6%	0.62	0.28	15.3%	45.0%

数据来源：绿景中国招股说明书

绿景中国盈利和负债情况较出色。

在持有物业收入稳定的同时，绿景中国的开发业务使其**业绩出现爆发式增长**：12-14 年的总营业收入从 4.85 亿元增长至 48.51 亿元，增幅超过 900%，主要是由于开发项目结转数量的增加。

盈利能力方面，绿景中国的核心净利润提升较快，从 12 年的亏损 1.58 亿元，上升至 14 年的 10.57 亿元；14 年的毛利率 48.6%，核心净利率 21.8%，ROE28.4%，**均高于同业。**

债务情况方面，截至 2015 年 4 月 30 日，绿景中国共有现金 22.36 亿元，短期负债为 16.23 亿元，偿债压力不大；现金短债比 1.38，长短债务 4.02，**负债结构较理想。**绿景中国的净负债率近几年维持在 85% 左右，平均借贷利率（利息资本化前）在 5%-9%，**均处行业中等水平。**

表：绿景中国财务数据（单位：亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-4 月
总营业额	4.85	19.71	48.51	2.08
毛利率	50.2%	41.1%	48.6%	66.5%
股东净利润	3.31	6.80	17.28	0.76
股东净利润（核心）	-1.58	2.37	10.57	0.09
净利率	68.3%	34.5%	35.6%	37.1%
净利润率（核心）	-32.5%	12.0%	21.8%	4.2%
现金短债比	0.24	1.01	1.04	1.38
长短期债务比	1.22	4.34	3.55	4.02
平均借贷利息	18.7%	7.8%	8.7%	5.2%
净负债与资本比率	81.5%	85.2%	88.8%	85.1%
ROE	7.3%	13.9%	28.4%	2.2%
ROE（核心）	-3.5%	4.9%	17.4%	0.3%

数据来源：绿景中国招股说明书

——以下为万科入股原因分析的分割线——

从价值层面考量，绿景地产是较为理想的财务投资对象。

如上文所述，绿景地产的土地储备大部分位于一线城市，市场和贬值风险较小。对于房企来说，土地资产有保值作用，尤其是在深圳等地土地稀缺、获取难度大的情况下，通过入股持有不失为一种聪明的选择。

绿景地产未来的分红收益也具想象空间，除了稳定的租金收益外，开发业务方面今年 1-4 月预收账款为 12.85 亿元。根据 12 年起企业每年预收账款和次年结转营收间的关系，预计 15 年末的结转营收较 14 年会有一定幅度下降，但 16 年会有所回升，且结转项目所在区域较历年变化不大，因此利润应当也较为丰厚。

股价方面，根据香港资本市场偏好，财务稳健的企业股价波动风险也较小。

从万科自身需求来看，主要有三方面原因：

1、万科年中已确立了物业服务、物流地产、租赁公寓、教育营地等转型方向。除了物业服务外，其他业务尚需一定的培育时间。股东应占净利润此前未达预期，**股权投资是在短时间内提高盈利的方法之一。**

2、万科账面的资金十分充裕，截至 2015 年 6 月共有 446 亿元现金，7-9 月销售理想也将带来更多回款，**若能找到合适的投资方向将为股东创造更大收益。**可以看到，万科 8 月起明显加大了拿地力度（**有关万科拿地，我们即将推出相关分析**），股权投资同样是一大方向，能使利润来源更多元。

3、万科的**大本营位于深圳，更清楚深圳起家、项目大部分在深圳的绿景中国的“底细”**，对于企业运营和开发进度能随时掌握和监督。同时，**绿景中国获取旧改项目的能力或也为万科所看重，双方未来有合作的可能。**

在万科入股事件背后，我们能看到的是万科在两方面压力下，正在积极做出改变：一方面是介于内部对转型的需求日益强烈，万科既在巩固住宅开发优势，又对持续发展有所思考；另一方面是“野蛮人”事件后，万科管理层对股东关系更重视，也希望通过更多方式为股东带来利润回报。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

关于克而瑞信息集团 (CRIC)

克而瑞信息集团，隶属于易居（中国）控股有限公司。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞信息集团拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。