

房企中报季之业绩快评

绿城中国： 短期负债比重下降至31%，聚焦未来三方面转型

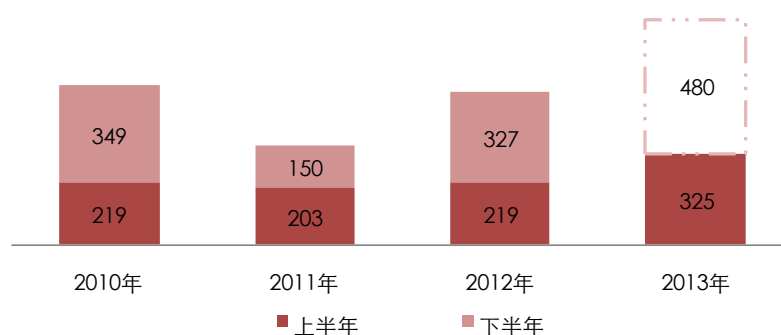
文/CRIC研究中心分析师 朱一鸣、杨晶晶、洪圣奇（香港）

业绩增长进入快车道，全年有望超额完成550亿元销售目标

在全民营销策略实施下，自2012年开始，绿城重塑自己，业绩增长步入快车道。绿城2013年中期业绩显示，上半年企业实现销售金额325亿元，较去年同期220亿元增长48%，已完成全年550亿元销售目标的59%。截止到7月底，绿城已累计销售339亿元，同比增长49%，按照企业目前销售进度，完成预定目标不是难事。同时，参考企业近三年销售规律，除2011年因为限购政策影响较大，企业下半年销售不理想，其他两年来看，下半年往往是重头戏，占比达6成，故预计今年下半年绿城有480亿元业绩，企业销售目标偏保守。此外，按照绿城推货计划，下半年可供货量有253万平米，以上半年销售均价21523元/平米计算，下半年可售金额达545亿元，企业全年有望超额完成销售目标。

图1：绿城2010年-2013年（预测）上半年及下半年销售情况

单位：亿元



数据来源：企业年报，CRIC决策咨询系统

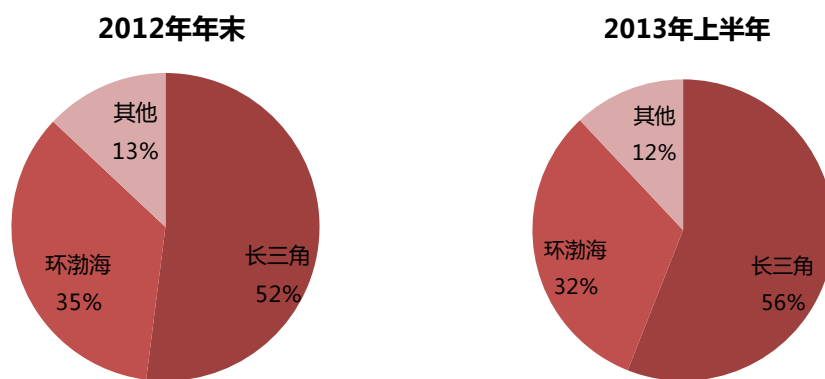
大本营区域深耕细作，携手融创收购项目扩张土储

截止2013年6月底，绿城累积土地储备达到4139万平方米，可满足企业未来5年的发展

需求，在土地储备布局上，这些地块大部分来自大本营长三角区域，占比更从去年年末的52%上升至目前的56%，显示出该区域长期、持续重心地位。新增土地方面，绿城深耕大本营区域决心坚定，今年上半年，企业新增土地储备全部位于长三角，总建筑面积达到131.4万平方米，涉及上海、杭州两大中心城市。

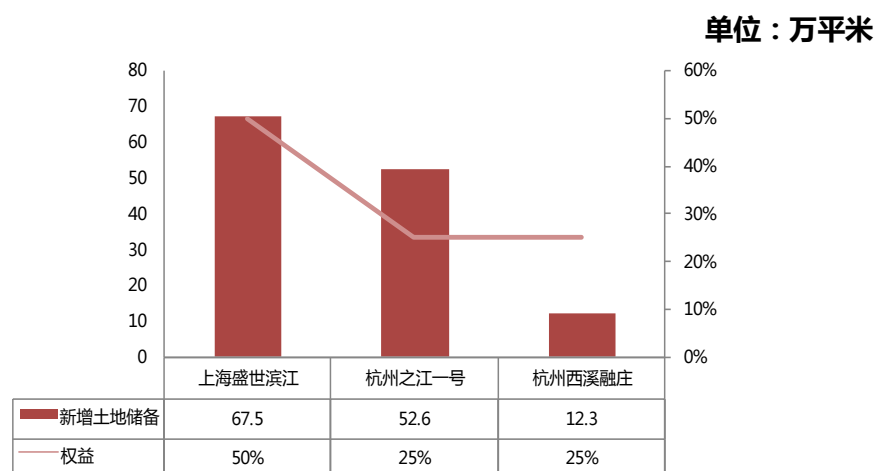
值得注意的是，拿地策略方面，绿城改变了以往专注于招拍挂市场获取土地的方式，而是借道与融创成立的合营公司，伺机收购优质项目，扩充土储。可以看到，在绿城今年上半年新增项目中，绿城所占的权益均在50%及以下，企业所需支付的土地款不过44.5亿元。通过合作模式收购土地，绿城可实现低成本、快速扩张土储。其一，绿城权益较低，即使高价收购，所占的土地成本有限，风险可控；其二，收购让土地获取更为快捷，缩短项目从拿地到入市周期，加速企业周转。不仅如此，鉴于收购项目多属于潜力地块，在绿城、融创双方优势资源运作下，提升产品品牌效应的同时拉升价格，实现预期利润回笼。

图2：2012年年末及2013年上半年绿城中国土地储备区域分布



数据来源：企业年报，CRIC决策咨询系统

图3：2013年1-6月绿城中国合作方式获取新增土地储备情况



数据来源：企业年报，CRIC决策咨询系统

高价项目结转助推毛利率提升，融资渠道畅通负债结构得以改善

今年上半年，绿城毛利率为30%，较去年同期的27%增加了3个百分点，是已公布中期业绩房企中少数毛利率上升的企业之一。毛利率同比小幅上升主要在于高档项目结转，售价较高拉升企业整体销售毛利率，比如杭州蓝色钱江项目，定位于高档住宅，均价37000元/平米，总销售额在交付物业中占比达13.3%，其毛利率高达47.1%。不过，由于去年下半年以来绿城旗下项目平均售价有所降低，我们预计，今年下半年这部分项目进入结转阶段，企业毛利率将有所下滑。

受益企业融资渠道的改善，企业负债结构明显得到优化，绿城短期债务占整体债务的比例大幅下降，从71%降至31%，主要归功于上半年企业多渠道发行债券。上半年，绿城融资金额87.7亿元，货币资金达到103.92亿元，远高于一年内到期负债74.64亿元。在负债结构优化的同时，企业所发行的优先票据利率从2月份的8.5%下降至5月份5.625%。上半年企业融资渠道畅通，一方面改善企业负债结构，改变以往以短期负债为主的负债局面，实现目前手持资金足够覆盖一年内到期债务，有效缓解还贷压力，另一方面企业获得低利率贷款平台，将大幅减少未来融资费用支出，合理控制成本，保障企业盈利。除此，据管理层透露，绿城有意回购当初九龙仓发行的9%高息永续债，只是当初与对方约定还款期为3年(刚过一年)，一旦回购提前完成，企业高息债券将进一步减少，负债结构持续得以改善。可以说，绿城财务已处于一个比较健康的水平。

聚焦三方面转型，绿城步入稳健发展轨道

经历了2011年的生死考验后，没有哪家房企比绿城更看重“稳健”的意义，由此，企业逐步转型，三方面策略实施，打开绿城转型之路，推动着企业前进步伐稳健、有力。

首先，转型轻资产服务运营商，代建优势持续发力。作为国内首个实践“代建”模式的房企，绿城将自身的产品品牌优势充分运用到代建业务中，实现规模与效益双提升。2010年9月，绿城房产建设管理有限公司成立，专注于代建业务发展，而至2013年3月，公司已签约代建项目近80个，总建筑面积近1600万平米，覆盖政府代建、商业代建、资本代建三大模块，蕴含着无限生命力，助涨代建蓬勃发展。

其次，“旅游+养老”双向驱动，带来新的业绩增长点。绿城表示房地产未来的方向在服务，旅游、养老地产成为企业多元化发展的重心，在实际规划中，绿城有意将两种元素结合起来，打造新的业态模式，安吉桃花源便是试点，项目以度假养生为卖点，定位高端客户群，两次开盘两次售罄，受到市场认可。我们认为，这种模式是业态发展趋势，绿城先发制人，将在模式创新中获取新的业绩上升空间。

最后，贯彻全民营销策略，为业绩保驾护航。从2012年3月开始，基于销售不利，绿城放权营销，将传统售楼模式转变为经纪人作业模式，最大化拓宽销售渠道，由此带来立竿见

影效果，3月当月销售环比翻番，当年销售再度突破500亿元。同时，对比今年以来销售金额大幅增长情况，也可见全民营销对企业业绩贡献。

三方面转型下，绿城迎来稳健发展。一方面，全民营销策略推动企业存货去化，库存加速结转，盈利水平提升；另一方面，产品结构更为多元化，企业坐拥更多资金回笼渠道，抗风险能力加强。

附表：2011-2013年企业财务指标

	财务指标	FY11	FY12	1H12	1H13	同比变动%	单位
规模指标	总营业额	21,964	35,393	12,601	10,214	-19%	RMBmn
	物业销售营业额	21,071	34,214	12,011	9,596	-20%	RMBmn
	股东净利润	4,118	6,135	2,260	1,855	-18%	RMBmn
	股东净利润(核心)	2,344	4,335	1,394	1,338	-4%	RMBmn
	总资产	127,977	107,727	126,615	117,580	-7%	RMBmn
盈利及运营指标	毛利率	34%	30%	27%	30%	3pts	
	净利率	19%	17%	18%	24%	6pts	
	净利率(核心)	11%	12%	11%	13%	2pts	
	每股收益	157	257	109	82	-25%	RMBcents/s
	每股收益(核心)	89	182	67	59	-12%	RMBcents/s
	期间费用率	10.3%	7.4%	8.9%	12.5%	3.6pts	
现金及偿债能力指标	现金	5,884	7,898	7,282	10,392	43%	RMBmn
	短期负债	16,064	15,256	18,462	7,701	-58%	RMBmn
	长短期债务比	1.0	0.5	0.4	2.2	--	
	现金短债比	0.4	0.5	0.4	1.4	--	
	平均借债利率	10.7%	13.0%	7.2%	4.3%	--	
	净负债与资本比率	149%	49%	93%	49%	-42pts	
资本效率指标	股东权益回报率	37%	40%	17%	9%	-8pts	
	股东权益回报率(核心)	21%	28%	10%	6%	-4pts	
	资产杠杆比	6.3	3.2	5	3.1	--	

备注：股东净利润(核心) = 股东净利润 - (资产重估增值 + 出售资产收益 + 兑汇损失 + 其它重大调整) * 0.75

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理

补充说明：此报告仅为企业当日业绩发布后的及时快评，后期 CRIC 研究中心还将有详详实的半年报分析报告推出，敬请关注！

分析师简介

朱一鸣，CRIC 研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、融资及财务分析

杨晶晶，CRIC 研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究

洪圣奇 CRIC 研究中心驻香港分析师，专注服务资本市场