

年报点评 6 | 绿城中国：销售、投资双目标 2500 亿，盈利能力待提升

克而瑞研究中心 房玲、陈家凤

【可售货值充足，2500 亿目标可期】2019 年绿城实现销售金额 2018 亿元（自投项目 1354 亿元，代建 664 亿元），顺利完成期内销售目标 2000 亿元，全年销售回款率约为 87%。2020 年绿城销售目标同比增长 25%至 2500 亿元，可售货值 3583 亿（其中自投可售货值 2674 亿元，代建 909 亿元），若算上 2020 年新增土地当年可转化的销售货值，预计全年完成销售目标压力不大。

【加大收并购力度，计划新增货值 2500 亿元】2019 年绿城拿地比较积极，拿地销售金额比约为 0.63，全年新增土储建面 1236 万平，新增货值 2057 亿元，权益货值占比约为 53%，合作比例依然较大。此外，绿城 2019 年加大了收并购拿地力度，收并购拿地建面约为 520 万平米，对应货值约为 858 亿元，同比增长 332%。2020 年绿城计划新增货值 2500 亿元，权益投资金额不低于 600 亿元，前两月已经新增货值约为 586 亿元，占到全年计划的 23.4%，预计绿城还将继续保持相对积极的拿地态度。

【减值拨备及永续债严重稀释净利，盈利能力有待提升】2019 年绿城实现营业总收入 615.93 亿元，同比增长 2.14%；其中，物业销售收入 544.33 亿元，同比减少 1.52%，主要是前几年自投项目销售增长放缓所致。综合毛利率为 25.39%，同比增长 2.6 个百分点。受减值拨备及永续债的影响，剔除永续债分红后的实际归母净利约 11.93 亿元，对应实际归母净利率不到 2%，盈利不及预期。

【融资能力尽显优势，加大杠杆但风险可控】2019 年绿城融资成本仅 5.3%，融资优势持续凸显。融资渠道通畅，绿城以低息的银行及其他贷款、公司债为主，以永续债为

辅，另以境外优先票据作少量补充。2019 年绿城净负债率为 63.2%，若将永续债记为负债，调整后净负债率则同比增长 26.63pct 至 135.44%，期内绿城加大了杠杆。现金短债比为 1.49，长短债务比为 1.74，较 2019 中期有所下滑，但是短期流动性与债务结构并不忧虑，整体风险可控。

1 销售

可售货值充足，2500 亿目标可期

2019 年，绿城中国实现合同销售金额为 2018 亿元（自投项目销售 1354 亿元，代建销售 664 亿元），实现合同销售面积 1027 万平，分别同比增长 29.03%和 26.48%，销售回款率 87%。重资产方面，2019 年绿城自投项目实现合同销售金额和面积分别为 1354 亿元、522 万平，分别同比增长 33.79%和 31.16%，销售增速明显高于 TOP30 的平均销售金额增速 14.37%。尤其下半年，绿城实现高达 60%的销售金额增速，主要是下半年加大供货节奏，全年近六成可售货值都集中在三四季度。受一二线限价政策影响，绿城自投项目的销售均价从 2018 年的 25455 元/平微增至 25939 元/平，基本与前期持平，虽处于行业前列，但对于以产品溢价为护城河的绿城而言，对下游议价优势逐渐减弱。

图：2016-2019 年绿城销售金额及销售均价



数据来源：企业业绩公告、CRIC

此外，2019 年绿城自投项目整体去化率为 68%（其中新增去化率达 71%，一二线去化率 70%），与 2018 基本持平。权益方面，按销售金额计，绿城 2019 年销售权益比同比增加 1.68pct 至 56.72%，逐年回升。

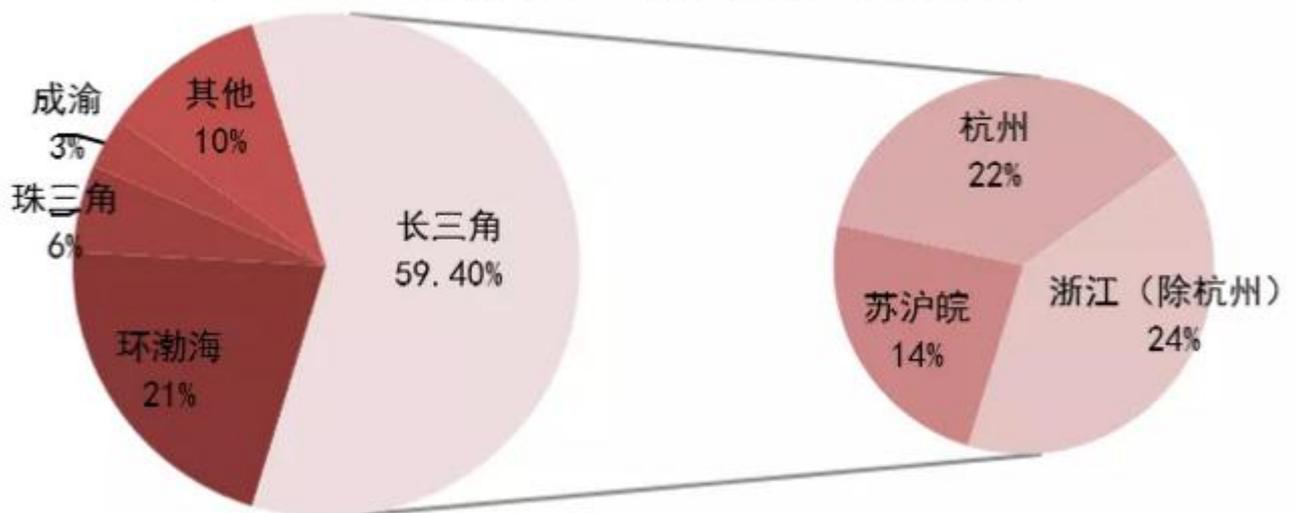
图：2016-2019 年绿城自投项目整体去化率及销售权益比



数据来源：企业业绩公告、CRIC

2019 年绿城自投项目在一二线合同销售金额为 1021 亿元，占比达 75%。区域分布方面，战略重点区域长三角销售贡献达 59.4%，其中浙江贡献 45.3%（大本营杭州占比 21.7%），而苏沪皖占比 14.1%。另外，环渤海、珠三角、中部成渝占比分别为 21.1%、5.6%和 3.3%。

图：2019 年绿城销售区域分布情况（按金额）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

2020 全年绿城拥有可售货值 3583 亿元，其中自投项目约 2674 亿元，代建项目 909 亿元。76%的可售货值中将来源于 2020 年新推盘项目，且近八成来源于一二线项目，加上目前绿城自投和代建项目开盘率已恢复至 80%以上，长三角重仓区域复工率实现 100%，预计全年去化率能有保障。假设实现销售目标 2500 亿元，自投项目占比七成，则对应自投的整体去化率为 65%（2019 年自投项目去化率 68%）即可。此外，还有 2020 年当年新增可转化销售的货值（计划当年转化比例 30-40%），预计全年目标压力不大。

2 **代建合作助推规模增长，分拆上市未来可期** 2019 年初，绿城将原先“11+5”架构调整至“8+3”的同时，战略导向也从原来“轻重并举”的业务模式改为“轻重并举，以重促轻”，突出重资产的领先地位。轻资产方面，代建业务对销售金额贡献率逐渐走低。2019 年，绿城实现代建销售金额和面积分别为 664 亿元、505 万平，同比分别增长 20.29%和 21.98%；代建项目对销售金额的贡献率 32.9%，同比减少 2.39pct。2020 年代建项目可售货值为 909 亿元，再加上当年新增可转化的部分，预计还将继续保持较快

图：2017-2019 年绿城自身及代建业务对销售金额的贡献



数据来源：企业业绩发布、CRIC

增长。

2019年绿城新增代建项目72个，合计拥有260个代建项目，管理总建面约6754万平，预计对应总可售金额3689亿元，是代建行业的绝对龙头。目前，绿城代建已经形成了“绿城4.0模式+星级标准”体系，通过与合营及第三方公司大规模开展合作代建，撬动更大的规模发展，近年来绿城合作代建占比一直维持40%以上。但合作代建模式在外拓规模、增大营收的同时，相应也会稀释代建毛利率。2020年2月底，绿城分拆旗下代建板块绿城管理冲刺港股IPO，拟募集约2.5亿美元。假如绿城管理首发上市成功，有望成为港股代建稀缺标的，大概率会获取可观的估值，为集团募资的同时，也能提升自身代建品牌效应。上市之后，也能进一步推动企业资本代建的业务扩张。

图：2017-2019年绿城代建项目的管理建面及合作占比



备注：合作占比=来源于合营及第三方代建管理建面/管理总建面，2019年合作占比数值为2019Q3。
数据来源：企业业绩发布、招股书、CRIC

3 **土储加大收并购力度，一二线可售货值超七成** 2019年绿城投资拿地比较积极，全年累计新增54个项目，新增土储建面约1236万平方米，同比增长71.89%，对应新增货值2057亿元，土地成交金额691亿元，同比增加33.54%。2019年全年绿城拿地销售比0.63，高于同梯队TOP30平均值0.32。预计42%的可售货值于2020年实现转

化，贡献约 860 亿销售额。拿地成本方面，2019 年绿城平均拿地成本 6923 元/平，同比大幅减少 39%，占同期销售均价的 27%，较 2018 年下滑 18pct，土地成本大幅降低，且期内城市能级布局与前期相差不多，主要由于绿城采取多元化投拓渠道，加大合作开发力度和收并购力度。2019 年绿城收并购获取 17 个项目，建面占比 42.09%，较 2018 年全年的 16.3%提高 25.8pct，收并购项目新增货值 858 亿元，同比增长 332%。此前，绿城市场化并购能力相对薄弱，近年来通过优化组织架构，推行“扁平化”管控，压缩行政审批链条，持续拓展收并购占比。值得关注的是，绿城并购倾向于小股权收购项目，收购 17 个项目中就有 13 个收购股权占比不及 51%，介于绿城较好产品力和操盘能力，这些项目大概率由集团操盘，属小股操盘合作范畴。在此推动下，绿城全年拿地建面权益占比约为 61%，新增货值权益占比约为 53%。

图：2016-2019 年绿城新增土储情况



注：拿地金额中，招拍挂为总土地成本（权益前），收并购为收购成本（应付兑价）。

数据来源：企业业绩发布、CRIC

绿城始终坚持“区域聚焦、城市深耕”战略，贯彻“五大城市群+中心城市”的布局战略，持续加大长三角战略区域投资占比。2019 全年绿城新增已确权的土地货值为 2057 亿元，其中一二线可售货值占比达 76%；按区域来看，长三角作为战略重点，可售货值达 60%，

其中杭州、除杭州以外的浙江和苏沪皖货值占比分别为 10.9%、28.1%和 21.2%，珠三角

图：2019 年绿城新增土储货值区域分布



数据来源：企业业绩公告、CRIC

和成渝占比 10%。

截至 2019 年底，绿城土地储备累计建面达 3873 万平（权益比 57.84%），可售面积约为 2648 万平米，可售货值约 5960 亿元；此外，代建项目可售货值 3689 亿元。可满足未来两三年的发展需求，但若按照绿城 2020 年 2500 亿元、2025 年 5000 亿元的销售目标来看，未来还要继续加大土地拓展力度。按货值分布来看，一二线可售货值占比 73%；按建面计，区域分布上，长三角土储分布占比 46.8%，苏沪皖、杭州和浙江（除杭州）占比分别达 10%、9.4%和 27.4%，而成渝、珠三角和环渤海区域占比稍上升。

图：2016-2019 年绿城土地储备情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

值得关注的是，疫情期间绝大部分房企持谨慎观望态度时，1-2 月绿城拿地积极性显著提升，期内实现拿地金额 312.8 亿元，新增土储货值 585.6 亿元，摘得“新增货值排行榜”和“新增土地价值排行榜”双料第一。2020 年绿城计划新增货值 2500 亿元，权益投资金额不低于 600 亿元，前两月新增货值占到全年计划的 23.4%，预计绿城还将继续保持相对积极的拿地态度。

4 盈利

减值拨备及永续债严重稀释净利

盈利不及预期

2019 年，绿城实现营业总收入 615.93 亿元，同比增长 2.14%。其中，物业销售收入 544.33 亿元，同比减少 1.52%，占比同比减少 3.28pct 至 88.38%，非房板块对收入贡献的比例持续增长。期内物业销售收入同比增速下滑，主要是由于前几年自投项目增速放缓，导致 2019 年结转面积 297 万平，同比减少 12.5%。2019 年绿城实现毛利润 156.4 亿元，同比增长

13.7%，综合毛利率为 25.39%，同比增加 2.58pct，其中物业毛利率 24.8%，同比微增 3.5%，但仍低于行业平均水平，企业的成本控制还有待进一步加强。净利润方面，绿城 2019 年依旧计提若干资产减值，计提约 13.76 亿元，对绿城而言已经计提资产减值三年。减值拨备稀释企业净利润，2019 年绿城实现净利润为 39.35 亿元，同比增长 65.63%，其中过多永续债吞噬净利，导致剔除永续债后的实际归母净利约 11.93 亿元，对应实际归母净利率不到 2%，盈利能力有待加强。扣除汇兑损益、收购收益、减值拨回、公允价值变动后，2019 年实现核心归母净利润 43.36 亿元，同比增长 14.2%，对应核心归母净利率 7.04%，同比增长 0.75pct。剔除永续债的分派收益，核心归母净利润约为 30.5 亿元，同比减少 4%。

图：2016-2019 年绿城盈利能力指标



数据来源：企业业绩公告、CRIC

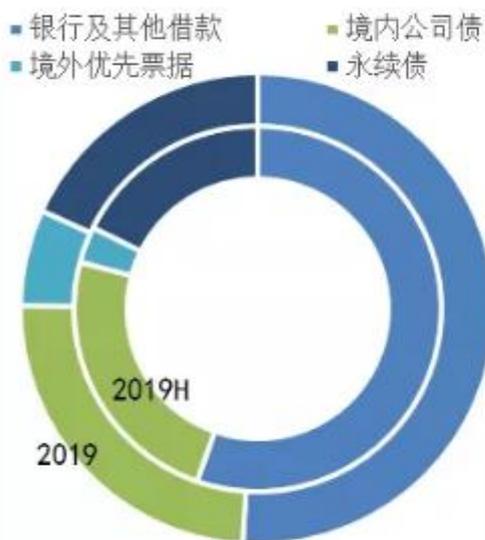
5 偿债

融资能力尽显优势，杠杆加大但风险可控

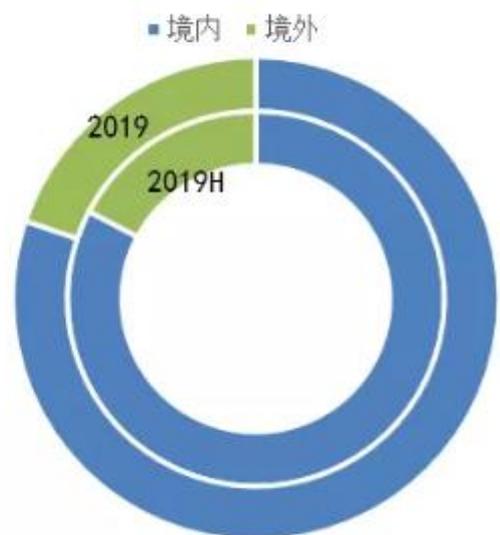
2019 年绿城融资成本仅 5.3%，同比微降 0.1 个百分点，融资能力较强。在 2019 年融资环境严峻的背景下，借助大股东中交信用背书，绿城融资渠道通畅，2019 年绿城有息负债为

955.77 亿（同比增长 10.42%），若算上永续债 212.3 亿（同比增长 14.31%），有息负债规模将达到 1168.07 亿元。需要注意的是，永续债加权平均利率约为 7%，显著高于其他融资渠道，吞噬绿城净利。融资渠道上，绿城以低息的银行及其他贷款、公司债为主，近期合计占比近八成，以永续债为辅，占比约 18%，另以境外优先票据作少量补充。截至 2019 年底，绿城累计获取金额机构授信 2384 亿元，其中尚未使用额度 1457 亿元，备用流动性充足。

图：（计永续债）融资渠道占比



图：（不计永续债）融货币种占比



数据来源：企业业绩公告、CRIC

从借货币种来看，美元走强下，外债存在外汇风险敞口。2019 年绿城境外借款 189 亿，占总借贷比例为 19.8%（不计永续债），考虑近期受疫情影响资本市场避险情绪上升，资本外流下美元持续走强，人民币汇率不确定增强，外债存在外汇风险敞口。2019 年，绿城净负债率为 63.2%，较期初增加 7.91pct，若将永续债计为负债，调整后的净负债率则同比增长 26.63pct 至 135.44%，高于行业平均水平。至 2019 年底，绿城持有现金为 518.94 亿元，较期初仅上升 7.62%；现金短债比为 1.49，长短债务比为 1.74，较 2019 中期有所下滑，但是短期流动性与债务结构并不忧虑，整体风险可控。

图：2016-2019 年绿城债务结构及杠杆率指标



数据来源：企业业绩公告、CRIC

附表 1：绿城中国（3900.HK）近期券商目标价

券商名称	日期	目标价
花旗 Citi	2020/3/1	11.4
瑞信 Credit Suisse	2019/9/1	6.5
麦格理 Macquarie	2019/8/1	9.09

数据来源：CRIC 整理

附表 2: 2017-2019 年绿城中国财务指标

指标分类	指标体系	2017	2018	2019	同比/变动
规模性指标	自投销售金额 (亿元)	1033	1012	1354	33.79%
	代建销售金额 (亿元)	430	552	664	20.29%
	物业结转收入 (亿元)	379	553	544	-1.52%
	新增土储建面 (万平)	859	719	1236	71.97%
	拿地权益比	69%	66%	64%	-1.66pct
	总土储建面 (万平)	3,032	3,247	3873	19.28%
	土储平均成本 (元/平)	5,098	5,878	6119	4.10%
盈利性指标	毛利润	80.76	137.55	156.4	13.70%
	净利润	26.72	23.76	39.35	65.63%
	归母净利润	21.90	10.01	24.80	147.78%
	归母净利润(核心)	23.41	37.93	43.36	14.32%
	毛利率	19.25%	22.81%	25.39%	+2.58pct
	净利率	6.37%	3.94%	6.39%	+2.45pct
	归母净利率	5.22%	1.66%	4.03%	+2.37pct
	归母净利率 (核心)	5.58%	6.29%	7.04%	+0.75pct
	每股基本盈利 (元)	0.77	0.18	0.55	205.56%
抗风险指标	现金 (亿元)	359.77	482.19	518.94	7.62%
	现金短债比	2.03	2.76	1.49	-46.19%
	长短期债务比	2.26	3.66	1.74	-52.59%
	净负债率	46.43%	55.29%	63.20%	+7.91pct
	净负债率(永续债为负债)	79.42%	108.81%	135.44%	+26.63pct
	平均借贷利率	5.40%	5.40%	5.30%	-0.1pct
运营效率指标	ROA	1.08%	0.39%	0.87%	+0.48pct
	ROE	8.56%	3.71%	9.17%	+5.46pct
	股东权益回报率	8.56%	3.70%	8.98%	+5.28pct
	资产杠杆率	504%	535%	487%	-47.56pct
	营销及管理费用率	3.06%	3.67%	3.17%	-0.5pct

注: 核心净利率为扣除汇兑损益、收购收益、若干资产减值亏损计提与拨回、若干资产公允价值调整后的税后净利;

股东权益回报率=归母净利润/期内平均归母权益;

销管费用率=销售及管理费用/期内操盘金额; 资产杠杆率=总资产/净资产

数据来源: 企业业绩报、CRIC 研究中心整理