

公司研究/季报点评

2019年10月30日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 12.50
合理价格区间(元): 13.32~15.54

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

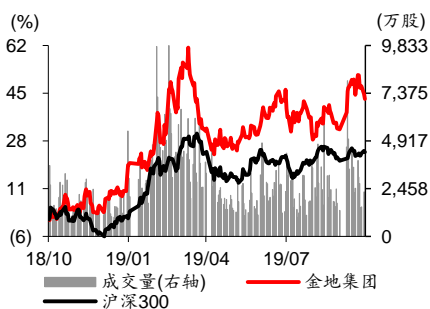
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《金地集团(600383 SH,买入): 业绩释放期, 规模有望再上新台阶》2019.08
- 2《金地集团(600383,买入): 进入集中结算周期, 低估值高分红标杆》2019.08
- 3《金地集团(600383,买入): 一二线广积粮, 稳步迈向新高度》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

费用影响业绩, 待 Q4 结算高峰

金地集团(600383)

核心观点

公司发布三季报, 前三季度实现营收 425.32 亿元, 同比+26.91%; 归母净利润 54.25 亿元, 同比+3.41%, EPS1.20 元; 因扩张战略下三费增幅较大, 业绩略低于预期。随着四季度结算高峰来临, 全年业绩增速预计得以恢复。连续两年强拓展积累充沛一二线城市货值, 2019 年可售货值充沛, 有望助公司销售冲刺 2000 亿; 高分红属性凸显低估。我们维持公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.22、2.66、3.19 元的业绩预测, 维持“买入”评级。

扩张周期下费用提升影响业绩释放

前三季度竣工面积 532 万方, 推动营收同比+26.91%, 但业绩增速低于营收, 核心在于报告期内期间费用率 10.12%, 较去年同期+2.6pct。其中销售管理费用增加主要源于销售规模增长, 销售金额口径下的销售管理费用率 2.6%, 较去年全年反而-0.3pct。财务费用增速较快, 由去年同期-2.9 亿增至 5.6 亿, 主要因为: 1.扩张战略下公司杠杆率有所提升, 有息负债规模+130 亿; 2. 当期资本化率有所下降, 由去年全年的 53%降至 40%左右。但我们认为四季度竣工规模占全年的比重达 39%, 意味着四季度将迎来结算高峰, 营业利润的提升将稀释期间费用的影响, 为全年业绩保驾护航。

销售保持高增速, 充沛货值助力规模再上新台阶

1-9 月销售金额 1418.5 亿元, 同比+33.71%; 销售面积 710.26 万平, 同比+22.44%。中期公司将全年新开工目标上调 52%, 足见其加速去化的决心。目前公司滚存货值 1200 亿, 四季度月均新推货值 300 亿, 即四季度总货值达 2100 亿, 如若四季度去化率达 27%, 全年销售额即可冲刺 2000 亿元目标。充沛货值支撑下, 预计公司强劲的销售势头可持续。

积极布局一二线, 杠杆略有扩张但融资优势依旧显著

公司保持积极拿地力度, 前三季度拿地面积 714.7 万方, 同比+23.6%, 拿地额 517.81 亿元, 拿地额占销售额比重达 37%, 其中一二线城市占比达 76%。公司前三季度小幅加杠杆, 净负债率较去年年底提升了 12.1 个百分点, 达 60.1%, 但依然处于行业稳健水平。货币资金对短期有息负债覆盖倍数达 2.05 倍。公司对信托融资和境外债券的依赖程度较低, 平均融资成本控制在 4.9%, 较去年全年仅提升 0.1 个百分点。在行业融资渠道逐渐收窄的环境下, 公司融资优势将愈加明显。

高分红属性强化配置价值, 维持“买入”评级

公司 2019 年可售货值充足, 看好公司在主流城市聚焦策略下持续施展弹性。假设分红率不变, 今年股息率有望超 6%, 高分红属性凸显配置价值。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 2.22、2.66、3.19 元。可比公司 2019 年平均 PE6.3 倍, 公司在较高销售增速和股息率支撑下, 具备一定估值溢价, 2019 年合理 PE 估值 6-7 倍, 目标价 13.32-15.54 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性; 市场热度下滑可能拖累公司销售; 土储权益比例较低放缓归母净利润增速。

公司基本资料

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(百万股) | 4,515 |
| 流通 A 股(百万股) | 4,515 |
| 52 周内股价区间(元) | 9.14-14.77 |
| 总市值(百万元) | 56,432 |
| 总资产(百万元) | 321,692 |
| 每股净资产(元) | 10.88 |

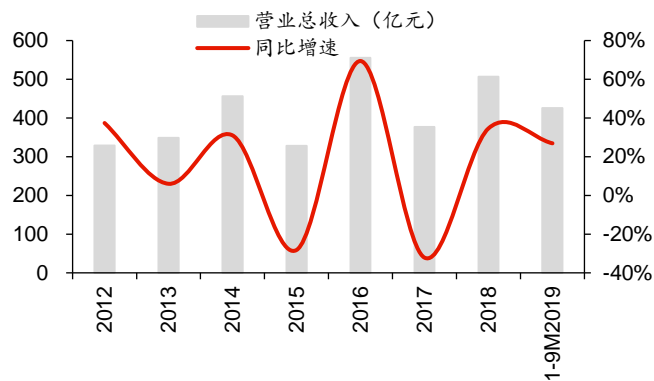
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 37,662 | 50,699 | 70,431 | 90,496 | 112,261 |
| +/-% | (32.15) | 34.62 | 38.92 | 28.49 | 24.05 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 6,843 | 8,098 | 10,002 | 12,030 | 14,420 |
| +/-% | 8.61 | 18.35 | 23.51 | 20.27 | 19.87 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 1.52 | 1.79 | 2.22 | 2.66 | 3.19 |
| PE (倍) | 8.25 | 6.97 | 5.64 | 4.69 | 3.91 |

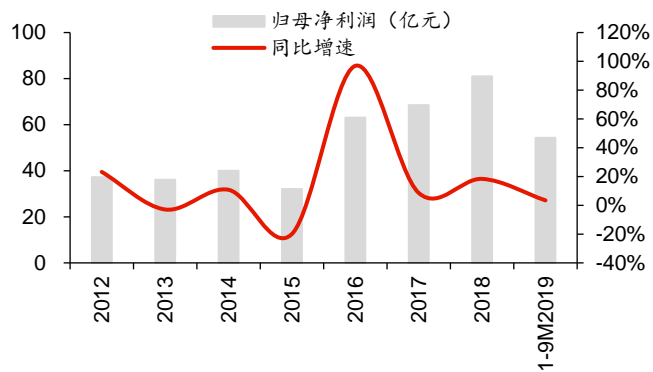
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 营业收入及同比增速



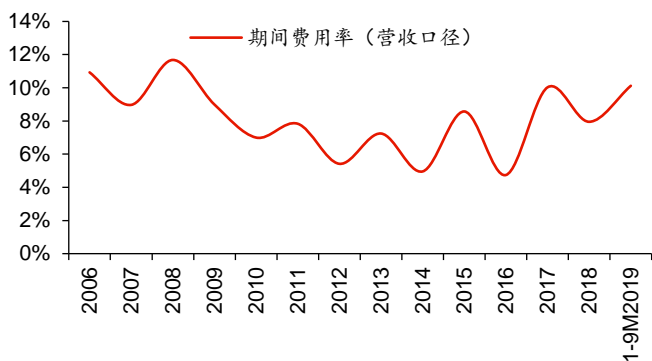
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 归母净利润及同比增速



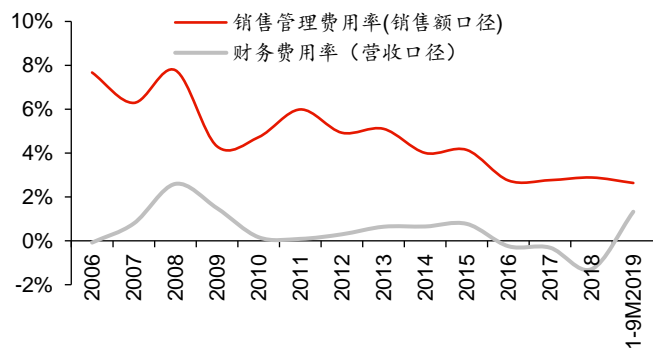
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 期间费用率



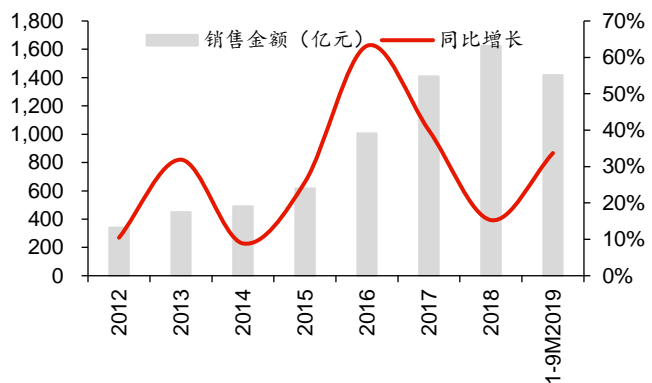
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 期间费用率拆分情况



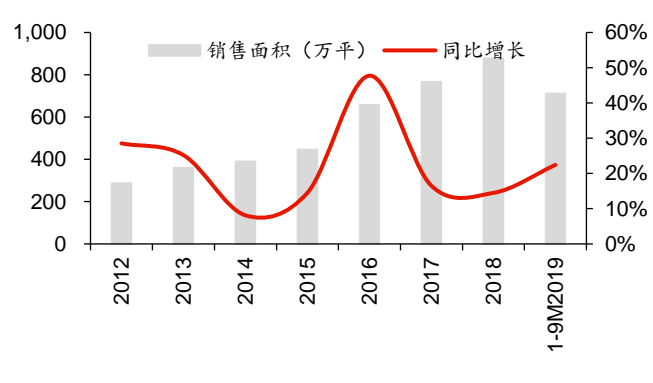
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 销售额及同比增速



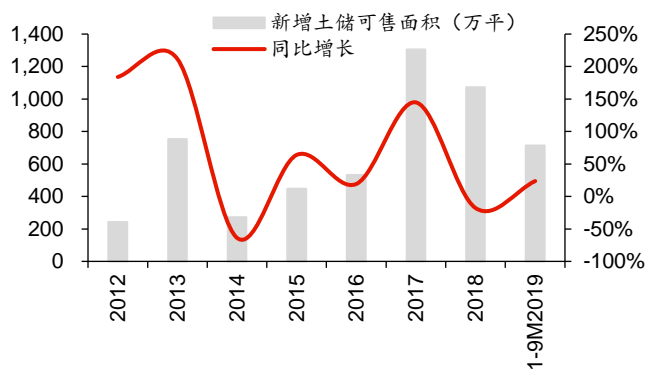
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 销售面积及同比增速



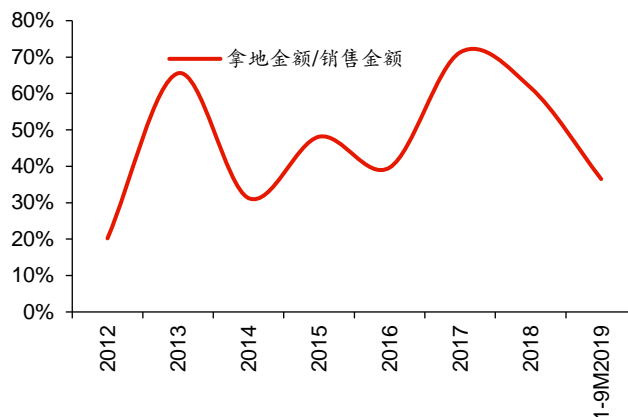
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 新增土储建面及同比增速



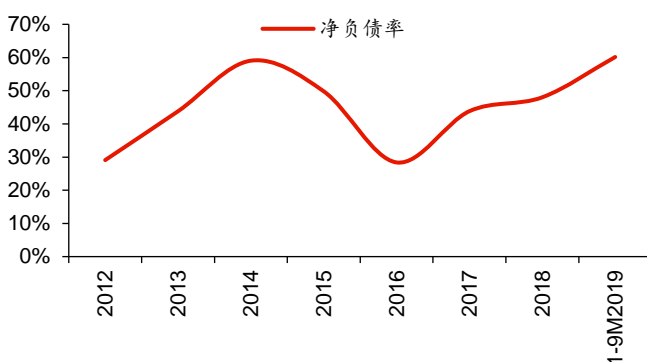
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 拿地额占销售额比重



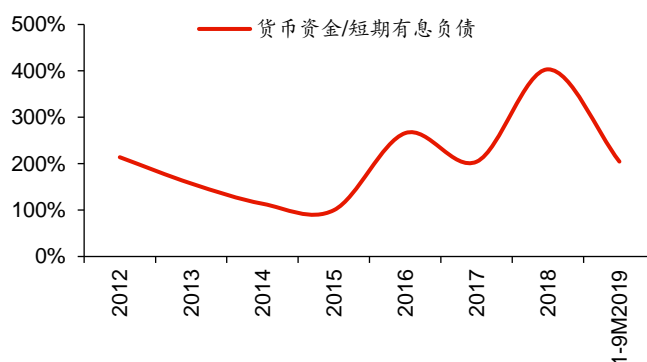
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 净负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 货币资金/短期有息负债



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

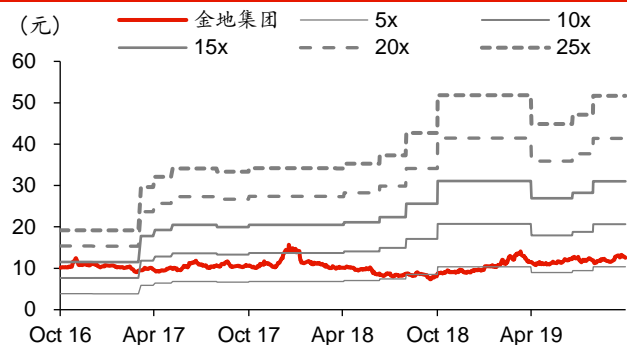
图表11: 可比公司估值表 (截至2019年10月29日, 盈利预测数据来自Wind一致预期)

| 股票名称 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元) | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|------|-------------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 万科A | 3,014.28 | 26.67 | 3.06 | 3.65 | 4.32 | 5.11 | 8.72 | 7.31 | 6.17 | 5.22 |
| 保利地产 | 1,752.68 | 14.69 | 1.59 | 2.06 | 2.50 | 2.97 | 9.24 | 7.14 | 5.87 | 4.94 |
| 绿地控股 | 842.04 | 6.92 | 0.93 | 1.19 | 1.47 | 1.80 | 7.44 | 5.80 | 4.71 | 3.85 |
| 华夏幸福 | 870.44 | 29.00 | 3.79 | 4.98 | 6.42 | 8.14 | 7.65 | 5.82 | 4.52 | 3.56 |
| 新城控股 | 744.72 | 33.00 | 4.69 | 6.16 | 8.16 | 10.45 | 7.04 | 5.35 | 4.05 | 3.16 |
| 招商蛇口 | 1,532.17 | 19.36 | 1.89 | 2.36 | 2.88 | 3.48 | 10.24 | 8.19 | 6.72 | 5.57 |
| 泰禾集团 | 146.60 | 5.89 | 2.05 | 1.25 | 1.52 | 1.84 | 2.87 | 4.73 | 3.86 | 3.21 |
| 中南建设 | 314.96 | 8.49 | 0.59 | 1.09 | 1.88 | 2.40 | 14.36 | 7.77 | 4.52 | 3.54 |
| 阳光城 | 251.51 | 6.21 | 0.66 | 1.03 | 1.39 | 1.83 | 9.41 | 6.03 | 4.46 | 3.39 |
| 荣盛发展 | 382.20 | 8.79 | 1.74 | 2.21 | 2.71 | 3.30 | 5.05 | 3.97 | 3.24 | 2.67 |
| 首开股份 | 225.20 | 8.73 | 1.07 | 1.44 | 1.66 | 1.94 | 8.19 | 6.05 | 5.27 | 4.50 |
| 蓝光发展 | 194.14 | 6.45 | 0.62 | 1.13 | 1.68 | 2.13 | 10.36 | 5.73 | 3.84 | 3.03 |
| 金科股份 | 368.44 | 6.90 | 0.72 | 0.98 | 1.25 | 1.54 | 9.58 | 7.05 | 5.52 | 4.48 |
| 滨江集团 | 131.61 | 4.23 | 0.39 | 0.56 | 0.70 | 0.88 | 10.85 | 7.52 | 6.08 | 4.82 |
| 平均 | | | | | | | 8.64 | 6.32 | 4.92 | 3.99 |

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

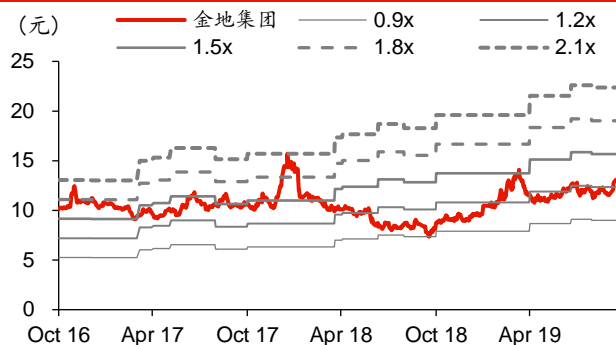
PE/PB-Bands

图表12: 金地集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表13: 金地集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

房地产行业销售存在下滑风险,公司销售可能受到行业拖累。若调控政策未出现较大力度放松,行业经历 2008 年以来最长上行周期后,需求存在一定透支,叠加居民加杠杆空间和能力的收窄,本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能。未来市场环境变化可能拖累公司销售。

公司土储权益比例较低,且近期新增土储权益维持在相对较低水平,可能会放缓归母净利润增速。

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 169,976 | 227,637 | 261,744 | 295,543 | 328,897 |
| 现金 | 27,406 | 44,010 | 48,521 | 60,993 | 70,906 |
| 应收账款 | 0.00 | 103.27 | 113.60 | 124.96 | 137.45 |
| 其他应收账款 | 49,716 | 63,742 | 70,116 | 77,128 | 84,840 |
| 预付账款 | 3,469 | 920.12 | 1,012 | 1,113 | 1,225 |
| 存货 | 84,183 | 112,117 | 134,540 | 147,994 | 162,793 |
| 其他流动资产 | 5,202 | 6,746 | 7,441 | 8,190 | 8,995 |
| 非流动资产 | 37,966 | 50,718 | 55,592 | 61,609 | 67,950 |
| 长期投资 | 15,406 | 24,787 | 27,266 | 29,993 | 32,992 |
| 固定投资 | 1,123 | 1,060 | 1,729 | 2,325 | 2,849 |
| 无形资产 | 48.08 | 39.85 | 29.18 | 16.58 | 4.62 |
| 其他非流动资产 | 21,388 | 24,830 | 26,569 | 29,275 | 32,104 |
| 资产总计 | 207,942 | 278,355 | 317,336 | 357,152 | 396,847 |
| 流动负债 | 104,494 | 140,613 | 161,649 | 181,999 | 200,198 |
| 短期借款 | 2,351 | 2,646 | 2,910 | 3,201 | 3,521 |
| 应付账款 | 9,954 | 13,873 | 15,261 | 16,787 | 18,465 |
| 其他流动负债 | 92,189 | 124,094 | 143,478 | 162,011 | 178,212 |
| 非流动负债 | 45,492 | 71,265 | 76,769 | 81,429 | 85,257 |
| 长期借款 | 17,363 | 27,425 | 30,425 | 32,425 | 33,425 |
| 其他非流动负债 | 28,129 | 43,839 | 46,343 | 49,004 | 51,832 |
| 负债合计 | 149,986 | 211,877 | 238,418 | 263,428 | 285,456 |
| 少数股东权益 | 17,192 | 20,027 | 24,834 | 30,614 | 37,544 |
| 股本 | 4,515 | 4,515 | 4,515 | 4,515 | 4,515 |
| 资本公积 | 3,456 | 3,313 | 3,313 | 3,313 | 3,313 |
| 留存公积 | 32,445 | 38,151 | 45,916 | 54,601 | 64,997 |
| 归属母公司股东权益 | 40,764 | 46,451 | 54,085 | 63,110 | 73,848 |
| 负债和股东权益 | 207,942 | 278,355 | 317,336 | 357,152 | 396,847 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | (6,989) | (1,828) | 2,215 | 11,854 | 10,472 |
| 净利润 | 9,477 | 12,105 | 14,809 | 17,810 | 21,350 |
| 折旧摊销 | 140.84 | 162.21 | 191.09 | 265.33 | 336.73 |
| 财务费用 | (117.61) | (653.35) | 403.79 | 676.26 | 425.40 |
| 投资损失 | (4,950) | (4,084) | (4,696) | (5,166) | (5,682) |
| 营运资金变动 | (11,562) | (10,374) | (9,810) | (2,328) | (6,719) |
| 其他经营现金 | 23.02 | 1,016 | 1,317 | 595.31 | 761.22 |
| 投资活动现金 | 745.74 | (5,211) | (562.33) | (533.89) | (502.31) |
| 资本支出 | 500.81 | 856.21 | 800.00 | 800.00 | 800.00 |
| 长期投资 | 398.75 | 5,709 | 4,410 | 4,851 | 5,336 |
| 其他投资现金 | 1,645 | 1,355 | 4,647 | 5,117 | 5,633 |
| 筹资活动现金 | 12,471 | 21,330 | 2,858 | 1,152 | (56.32) |
| 短期借款 | 1,490 | 294.57 | 264.55 | 291.01 | 320.11 |
| 长期借款 | 7,254 | 10,063 | 3,000 | 2,000 | 1,000 |
| 普通股增加 | 0.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (160.16) | (142.63) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | 3,886 | 11,116 | (406.19) | (1,139) | (1,376) |
| 现金净增加额 | 6,127 | 14,398 | 4,511 | 12,472 | 9,913 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|----------|----------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 37,662 | 50,699 | 70,431 | 90,496 | 112,261 |
| 营业成本 | 24,547 | 28,836 | 42,730 | 56,212 | 71,355 |
| 营业税金及附加 | 3,487 | 6,124 | 7,395 | 9,050 | 10,665 |
| 营业费用 | 1,243 | 1,417 | 1,690 | 2,081 | 2,470 |
| 管理费用 | 2,625 | 3,267 | 4,226 | 5,204 | 6,174 |
| 财务费用 | (117.61) | (653.35) | 403.79 | 676.26 | 425.40 |
| 资产减值损失 | (39.77) | 961.73 | 500.00 | 500.00 | 500.00 |
| 公允价值变动收益 | 784.21 | 340.97 | 340.97 | 340.97 | 340.97 |
| 投资净收益 | 4,950 | 4,084 | 4,696 | 5,166 | 5,682 |
| 营业利润 | 11,656 | 15,178 | 18,524 | 22,281 | 26,696 |
| 营业外收入 | 107.75 | 84.02 | 91.93 | 89.30 | 90.18 |
| 营业外支出 | 83.51 | 151.39 | 128.76 | 136.30 | 133.79 |
| 利润总额 | 11,680 | 15,111 | 18,487 | 22,234 | 26,652 |
| 所得税 | 2,203 | 3,006 | 3,678 | 4,423 | 5,302 |
| 净利润 | 9,477 | 12,105 | 14,809 | 17,810 | 21,350 |
| 少数股东损益 | 2,635 | 4,006 | 4,807 | 5,781 | 6,929 |
| 归属母公司净利润 | 6,843 | 8,098 | 10,002 | 12,030 | 14,420 |
| EBITDA | 11,679 | 14,687 | 19,119 | 23,222 | 27,458 |
| EPS (元, 基本) | 1.52 | 1.79 | 2.22 | 2.66 | 3.19 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | (32.15) | 34.62 | 38.92 | 28.49 | 24.05 |
| 营业利润 | 4.88 | 30.22 | 22.04 | 20.28 | 19.82 |
| 归属母公司净利润 | 8.61 | 18.35 | 23.51 | 20.27 | 19.87 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 34.82 | 43.12 | 39.33 | 37.89 | 36.44 |
| 净利率 | 18.17 | 15.97 | 14.20 | 13.29 | 12.85 |
| ROE | 16.79 | 17.43 | 18.49 | 19.06 | 19.53 |
| ROIC | 17.74 | 21.01 | 23.06 | 26.82 | 28.70 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 72.13 | 76.12 | 75.13 | 73.76 | 71.93 |
| 净负债比率 (%) | 20.52 | 18.09 | 17.80 | 17.32 | 16.80 |
| 流动比率 | 1.63 | 1.62 | 1.62 | 1.62 | 1.64 |
| 速动比率 | 0.82 | 0.82 | 0.78 | 0.81 | 0.83 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.21 | 0.21 | 0.24 | 0.27 | 0.30 |
| 应收账款周转率 | 1,176 | 923.75 | 627.64 | 733.13 | 826.78 |
| 应付账款周转率 | 2.10 | 2.42 | 2.93 | 3.51 | 4.05 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 1.52 | 1.79 | 2.22 | 2.66 | 3.19 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | (1.55) | (0.41) | 0.49 | 2.63 | 2.32 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 9.03 | 10.29 | 11.98 | 13.98 | 16.36 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 8.25 | 6.97 | 5.64 | 4.69 | 3.91 |
| PB (倍) | 1.38 | 1.21 | 1.04 | 0.89 | 0.76 |
| EV_EBITDA (倍) | 5.50 | 4.38 | 3.36 | 2.77 | 2.34 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com