

公司研究/深度研究

2019年12月23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): 13.73
合理价格区间(元): 18.62~19.95

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

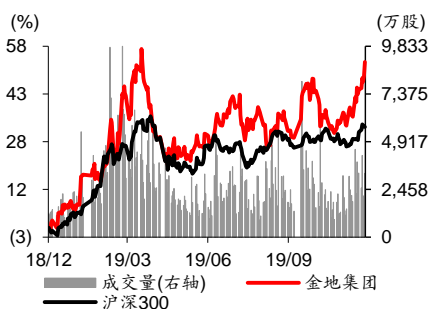
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

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

相关研究

- 1《金地集团(600383 SH,买入): 费用影响业绩, 待 Q4 结算高峰》2019.10
- 2《金地集团(600383 SH,买入): 业绩释放期, 规模有望再上新台阶》2019.08
- 3《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

一年内股价走势图



资料来源: Wind

平衡孕育新成长, 而立之年再出发

金地集团(600383)

核心观点

融资管控背景下, 以金地为代表的低杠杆、低融资成本、融资渠道通畅的优质房企享受财务稳健和杠杆空间的优势; 聚焦核心一二线城市的深耕策略有望受益于需求侧调控下一二线城市的强销售韧性。我们认为公司兼具稳健性和成长性优势, 维持 2019-2021 年 EPS 为 2.22、2.66、3.19 元的盈利预测, 维持“买入”评级。

销售: 践行精耕战略, 深度布局核心城市群

2006 年公司推进全国化布局, 2019 年布局城市数量达到 54 个, 1-11 月全国销售金额排名第 15。公司坚持深耕一二线主流城市的投资策略, 2016 年突破千亿之后规模效应和深耕效应进一步凸显, 2018 年单城项目数量达到有数据统计以来新高的 3.3 个, 单城销售金额提升至 30 亿元以上, 处于龙头房企前列。我们预计全年有望顺利突破 2000 亿大关, 2020 年预计继续保持 20% 左右平稳增长步伐。

扩张: 17 年后开启稳步扩张之旅

公司 2014 年后投资节奏趋于平稳, 2017 年以来逐步开启稳步扩张, 近 3 年年均新增土储可售面积均突破 1000 万平, 面积口径投资强度保持 100% 以上, 同时地价房价比维持低位, 库存、拿地权益比逐步回升, 进一步保障业绩质量。公司的均衡战略和融资优势逐渐累积逆周期拓展优势, 为销售弹性的延续打下资源基础。

管控: 战略构筑融资优势, 利润率处于行业领先

公司始终坚守规模与效益平衡的稳健发展战略, 负债率长期保持行业低位, 长短期债务安全可控, 融资以中长期公开市场融资为主, 融资成本优于大多数龙头房企。2015 年开始实施跟投机制, 为公司提效降费带来助力, 现金流口径的销售+管理费用率显著优化。均衡发展 and 利润导向的经营思路下, 业绩持续稳健增长, 盈利质量保持行业高位, 推动 ROE 优异表现。

产业链多元化布局, 低估值、高股息率提升长期配置价值

公司布局产业链多元转型, 与旗下金地商置、金地物业及稳盛投资形成商业、物业、金融的全面协同。公司历史 PE 估值稳定, 在 2019 年业绩增速 23.5% 的假设下, 2019 年预期股息率 5.4% 左右 (2019 年 12 月 20 日收盘价计算), 在 A 股房企中处于领先。

平衡孕育新成长, 而立之年再出发, 维持“买入”评级

公司可售货值充足, 看好公司在主流城市聚焦策略下持续施展弹性。我们估算公司重估后每股净资产 21.10 元, 当前股价相比每股 RNAV 折价 34.92%。维持公司 2019-2021 年 EPS 为 2.22、2.66、3.19 元的盈利预测。可比公司 2020 年平均 PE 5.3 倍, 公司在较高销售增速和股息率预期下, 具备一定估值溢价, 我们认为公司 2020 年合理 PE 估值 7-7.5 倍, 目标价 18.62-19.95 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业销售下滑风险; 市场环境变化; 土储权益比例较低。

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)	9.36-14.77
总市值 (百万元)	61,985
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	10,003	12,030	14,421
+/-%	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)	9.06	7.65	6.20	5.15	4.30

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心逻辑	5
金地集团：深耕核心城市群，开启新一轮周期	6
业务架构：以住宅业务为主体，以商业地产和金融业务为两翼	6
股权结构：无实际控制人，管理层拥强话语权	7
销售：践行精耕战略，深度布局核心城市群	9
销售稳居行业前 20，稳步迈向 2000 亿大关	9
坚持一二线城市深耕策略，单城产出规模居前	10
扩张：17 年后开启稳步扩张之旅	11
2017 年开启稳步扩张	11
精准投拓和成本控制能力突出	11
库存拿地权益比逐步回升	12
土储充沛，满足 3 年左右开发需求	12
管控：战略构筑融资优势，利润率处于行业领先	15
融资：杠杆空间及融资成本占优	15
管理：跟投机制激发管理红利	17
盈利：业绩持续稳健增长，深耕战略构筑盈利优势	18
多元化：产业链多元化布局，商业、物业、金融全面协同	22
金地商置：商业、园区开发管理一体化综合平台	22
金地物业：初具规模优势，盈利潜力仍可挖掘	23
稳盛投资：国内领先的私募基金管理平台，优势互补协同发展	24
高分享属性：低估值、高股息率提升长期配置价值	25
投资建议：平衡孕育新成长，而立之年再出发	27
风险提示	29
PE/PB - Bands	29

图表目录

图表 1: 金地集团发展历程	6
图表 2: 2019 年 1-11 月房地产全口径销售金额排名	6
图表 3: 2019 年 1-11 月房地产权益销售金额排名	6
图表 4: 公司业务架构图	7
图表 5: 公司股权结构图 (截至 2019 年 3 季报)	8
图表 6: 公司股权变动图 (2011 年至 2019 年 3 季度)	8
图表 7: 公司国内业务布局	9
图表 8: 公司销售金额及同比增速	9
图表 9: 公司销售均价及同比增速	9
图表 10: 公司权益销售额及同比增速	10
图表 11: 公司全口径、权益口径销售金额全国排名 (克而瑞)	10
图表 12: 公司布局城市数量、单城市销售额、单城市项目数	10
图表 13: 2018 龙头房企单城产出对比	10
图表 14: 公司新增土储建面及同比增速	11
图表 15: 公司新增土储总价及同比增速	11
图表 16: 公司投资强度 (金额、面积口径)	11
图表 17: 公司 2019 年 1-11 月拿地城市能级分布	11
图表 18: 公司新增土储楼面地价、百城土地成交楼面地价及溢价率	12
图表 19: 公司地价房价比	12
图表 20: 公司新增土储权益比例 (面积口径)	12
图表 21: 公司存量土储权益比例 (面积口径)	12
图表 22: 公司土地储备建面及权益土地储备建面	13
图表 23: 2019 年 3 季末公司主要项目可租售面积按城市能级分布	13
图表 24: 2019 年 3 季末公司主要项目可租售面积前 10 城市占比	13
图表 25: 2019H1 主流房企土储规模及结构对比	14
图表 26: 公司货币资金/短期有息负债	15
图表 27: 公司净负债率	15
图表 28: 公司扣除预收账款的资产负债率	15
图表 29: 公司融资总额、整体融资成本	15
图表 30: 公司融资结构	16
图表 31: 公司长短期债务比重	16
图表 32: 2018 年以来公司主要直接融资明细 (截至 2019 年 11 月)	16
图表 33: 主流上市房企平均融资成本对比	17
图表 34: 公司期间费用率 (营业收入口径)	17
图表 35: 公司期间费用率 (销售商品、提供劳务收到的现金流口径)	17
图表 36: 期间费用率对比 (营业收入口径)	18
图表 37: 期间费用率对比 (销售商品、提供劳务收到的现金流口径)	18
图表 38: 公司跟投机制项目情况	18
图表 39: 公司营业收入及同比增速	19

图表 40: 公司归母净利润及同比增速	19
图表 41: 公司营业收入构成	19
图表 42: 公司毛利润构成	19
图表 43: 2019H1 公司营业收入地区分布	19
图表 44: 2019H1 公司毛利润地区分布	19
图表 45: 公司毛利率、归母净利率	20
图表 46: 公司毛利率与行业对比	20
图表 47: 公司投资收益及同比增速	20
图表 48: 公司少数股东损益占比	20
图表 49: 公司公允价值变动净收益及占投资性房地产期末值比重	20
图表 50: 公司预收账款规模及对营收的覆盖率	20
图表 51: 公司 ROE 及行业对比	21
图表 52: 公司销售净利率、资产周转率、权益乘数	21
图表 53: 龙头房企 ROE	21
图表 54: 龙头房企销售净利率	21
图表 55: 公司权益乘数	21
图表 56: 公司财务杠杆、运营杠杆、权益杠杆	21
图表 57: 公司股权结构图 (截至 2019 年半年报)	22
图表 60: 金地商置资产及归母净资产	22
图表 61: 金地商置营业收入及归母净利润	22
图表 62: 2019H1 主流物业公司合约面积 (万平)	23
图表 63: 2019H1 主流物业公司营收 (亿元)	23
图表 64: 公司物业管理业务收入及同比增速	23
图表 65: 公司物业管理业务毛利及同比增速	23
图表 66: 稳盛投资的主要业务及产品	24
图表 67: 重点 A 股房企 PE (TTM)	25
图表 68: 重点 A 股房企 PB (LF)	25
图表 69: 重点 A 股房企股息率	26
图表 70: A 股重点房企现金分红率	26
图表 71: 盈利预测关键假设表 (亿元)	27
图表 72: 公司 RNAV 估值	28
图表 73: 可比公司估值表	28
图表 74: 金地集团历史 PE-Bands	29
图表 75: 金地集团历史 PB-Bands	29

核心逻辑

“稳房价、稳地价、稳预期”目标叠加房地产供给侧改革思路下，我们认为房地产行业弱周期化渐成市场共识，过去企业之间博弈资产快速升值、逆周期大幅加杠杆的竞争将逐步演变成，围绕区域深耕、品牌溢价、成本控制、融资能力、投资节奏等综合竞争能力的比拼。

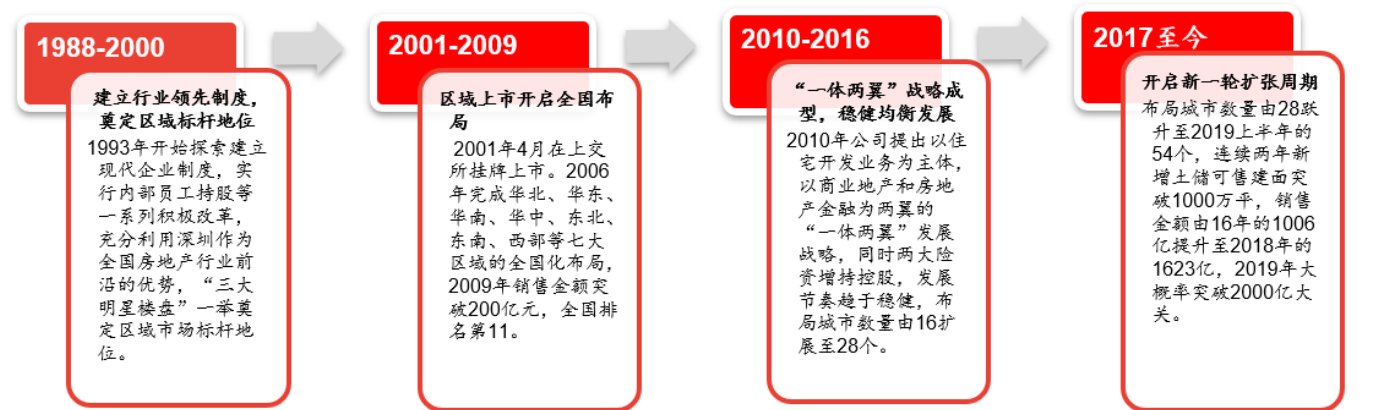
作为“招保万金”传统四大老牌房企之一，金地集团追求“平衡发展观”，这点限制了其在行业周期大幅波动时代的加杠杆能力，但在弱周期的环境下，我们认为公司一以贯之的经营战略将兼具稳健性和成长性优势。

1、我们认为今年以来融资持续管控的环境下，以金地为代表的低杠杆、低融资成本、融资渠道通畅的优质房企享受财务稳健和杠杆空间的优势。2、“因城施策”环境下，全国房地产市场有望延续韧性，我们认为一二线城市前景强于三四线城市，城市圈发展、人才政策升级和因城施策的体系下更加稳健。金地作为深耕一二线城市的典范，核心资产的安全性也将为估值提供支撑。3、随着行业周期的弱化，我们认为地产股投资价值中短期的博弈性和高增长将慢慢让步于长期成长和回报的稳定性，预期公司股息率长期保持行业领先。

金地集团：深耕核心城市群，开启新一轮周期

金地集团1988年初创于中国深圳，1993年开始经营房地产业务，2001年在上交所上市，是中国最早一批上市并实现全国化布局的房地产企业。公司秉持“科学筑家”的经营理念，追求规模与利润均衡的平衡发展观，自成立以来实现穿越周期的稳健发展。公司销售规模长期位居行业前20行列，2019年1-11月全国销售金额排名第15，权益销售金额排名第17。

图表1：金地集团发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表2：2019年1-11月房地产全口径销售金额排名

排名	企业名称	销售金额 (亿元)
1	碧桂园	7515.4
2	中国恒大	5854.8
3	万科地产	5743.1
4	融创中国	5004.3
5	保利发展	4203.0
6	中海地产	3050.5
7	绿地控股	3015.5
8	新城控股	2460.4
9	世茂房地产	2277.3
10	华润置地	2261.0
11	龙湖集团	2227.2
12	招商蛇口	1972.0
13	阳光城	1819.0
14	旭辉集团	1778.0
15	金地集团	1752.2
16	中南置地	1702.2
17	金科集团	1513.2
18	中国金茂	1482.2
19	华夏幸福	1351.0
20	中梁控股	1310.0

资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表3：2019年1-11月房地产权益销售金额排名

排名	企业名称	销售金额 (亿元)
1	中国恒大	5568.0
2	碧桂园	5423.3
3	融创中国	3454.0
4	万科地产	3445.9
5	中海地产	2850.4
6	保利发展	2774.0
7	绿地控股	2714.0
8	新城控股	1804.7
9	世茂房地产	1594.1
10	龙湖集团	1559.1
11	华润置地	1559.0
12	招商蛇口	1396.4
13	金科集团	1293.0
14	阳光城	1236.0
15	华夏幸福	1234.3
16	富力地产	1201.9
17	金地集团	1086.4
18	中南置地	1038.4
19	中国金茂	1022.7
20	旭辉集团	977.9

资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

业务架构：以住宅业务为主体，以商业地产和金融业务为两翼

公司业务布局涵盖住宅开发与销售、商用地产开发与销售及持有运营、房地产金融、物业服务与社区经营、以网球为核心的体育产业集群运营等。公司官网显示，2019年开发及持有的住宅及商用地产项目已覆盖中国7大区域，54座城市，并在美国覆盖东西海岸的6个不同城市和地区，拥有13个项目。

图表4：公司业务架构图



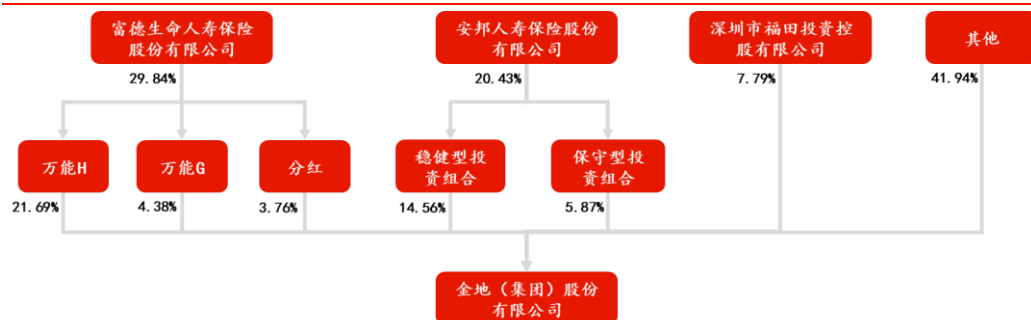
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

股权结构：无实际控制人，管理层拥强话语权

2011年以来富德生命人寿和安邦人寿保险陆续增持公司股份，其中富德生命人寿2013年持股比例由5.41%升至11.76%，2014年进一步增持至29.99%；安邦人寿2013年持股比例由4.61%升至9.94%，2014年、2015年分别增至20.00%、20.50%。因减持、持股比例被动稀释等原因，截至2019年3季末，公司第一大股东富德生命人寿保险股份有限公司持股比例29.84%，第二大股东安邦人寿保险股份有限公司持股比例20.43%，第三大股东深圳市福田投资控股有限公司持股比例7.79%。

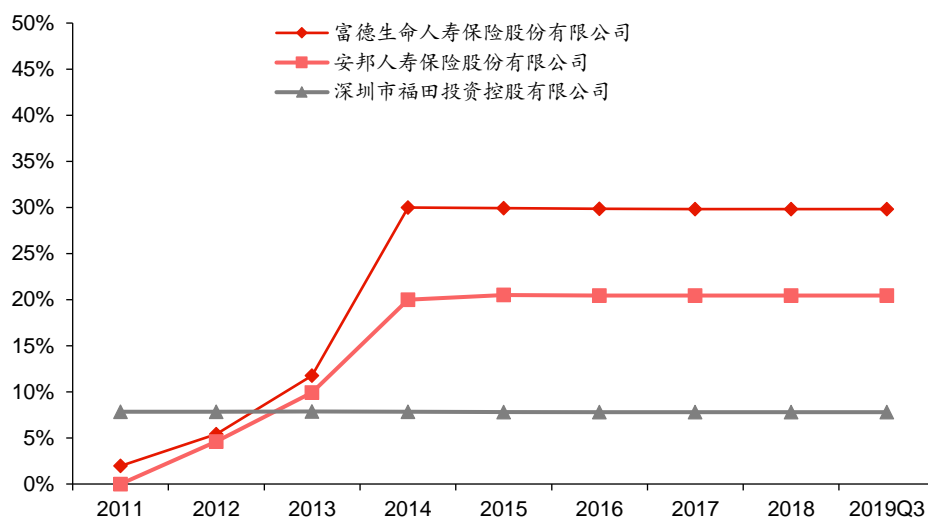
富德生命人寿在公司董事会14位董事席位中仅占一席，第一大股东与公司在业务、人员、资产、组织机构、财务等方面均严格分开，保证独立运营管理。公司无实际控制人且前3大股东董事会中各占据一个席位，管理层占据9个非独立董事席位中的6个，管理层具备独立经营决策权。

图表5：公司股权结构图（截至2019年3季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：公司股权变动图（2011年至2019年3季度）



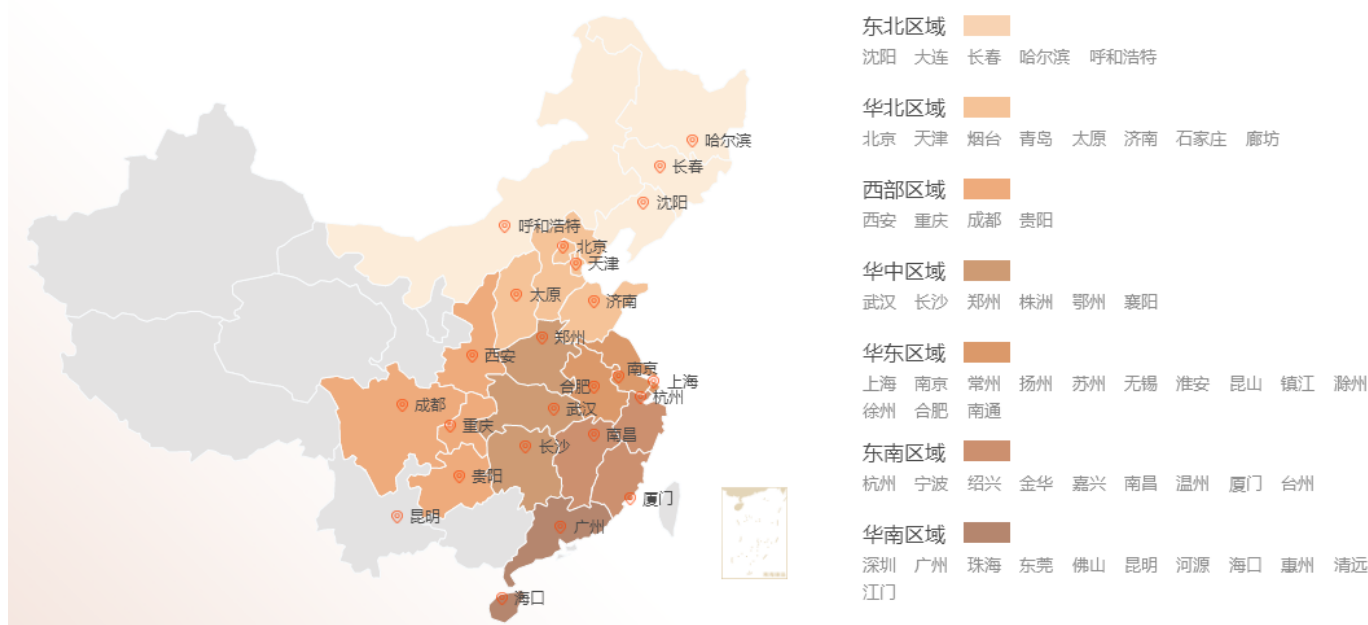
资料来源：Wind，华泰证券研究所

销售：践行精耕战略，深度布局核心城市群 销售稳居行业前20，稳步迈向2000亿大关

2006年公司从一个区域企业扩张完成全国化布局，由此开启规模化发展历程。我们根据年报数据整理发现：1、2006-2009年为快速扩张期，布局城市数量由7增长至13个，销售规模突破210亿，全国排名第11(克而瑞口径)，期间销售金额复合增长率高达60.4%；2、2010-2016年为均衡发展阶段，布局城市数量上升至28，销售规模突破1000亿，全国排名第12，期间复合增长率高达23.5%；3、2017年以来开启新一轮拓展周期，布局城市数量跃升至54个。2017、2018年销售增速分别为39.9%、15.3%。

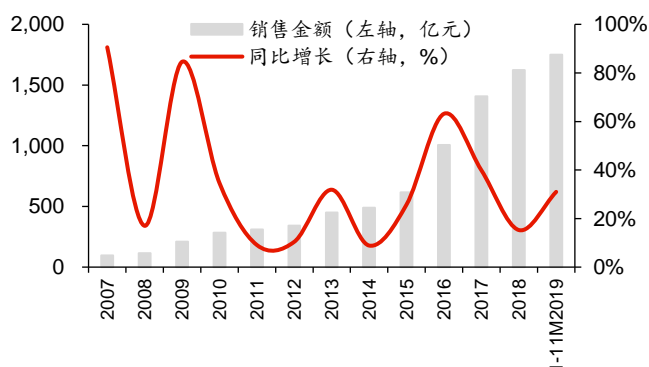
2019年1-11月累计实现销售金额1751.1亿元，同比增长31%，增速位居主流上市房企前列，2019年1-11月克而瑞全口径销售金额排名全国第15，与去年同期持平；权益口径销售金额排名全国第17，同比上升一名。我们预计全年有望顺利突破2000亿大关，2020年预计继续保持20%左右平稳增长步伐。

图表7：公司国内业务布局



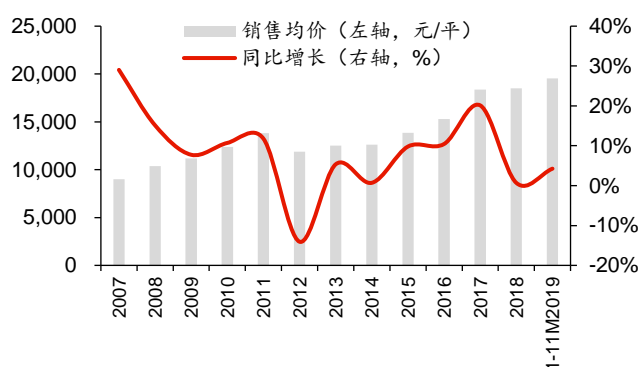
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表8：公司销售金额及同比增速



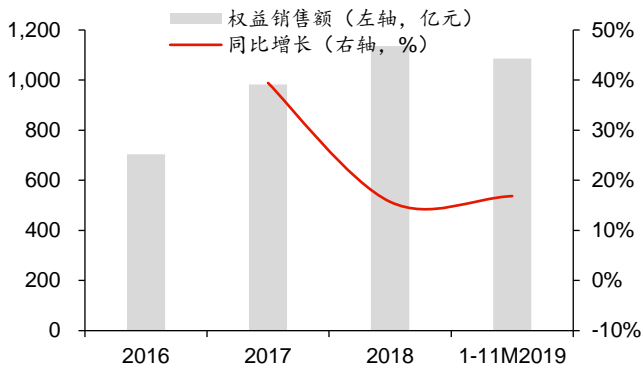
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9：公司销售均价及同比增速



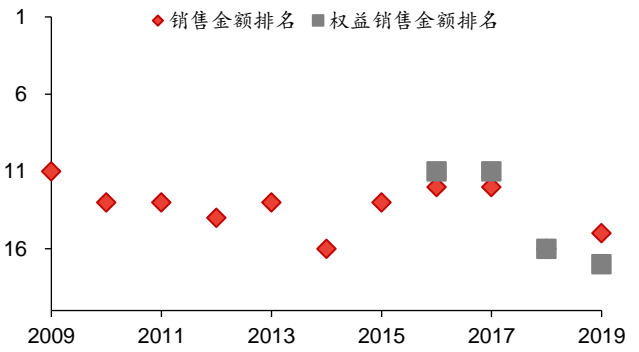
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10: 公司权益销售额及同比增速



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

图表11: 公司全口径、权益口径销售金额全国排名(克而瑞)



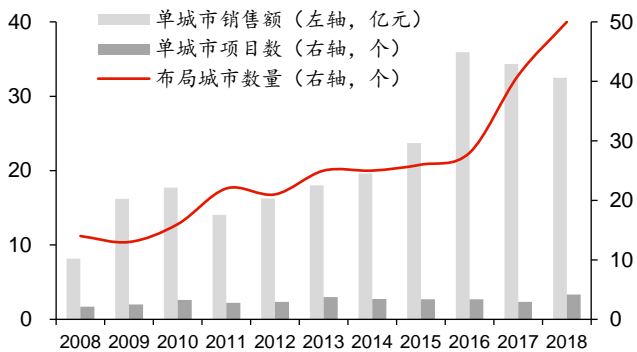
资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

坚持一二线城市深耕策略, 单城产出规模居前

公司坚持深耕一二线主流城市的投资策略, 逐步形成以京津冀都市圈、长三角都市圈、粤港澳大湾区以及中西部和东北三省核心城市为主的区域布局。2018 年报显示公司在上海、北京、广州、天津、武汉、海口、沈阳、大连、东莞、嘉兴等十几个城市的市场排名均位列前十。

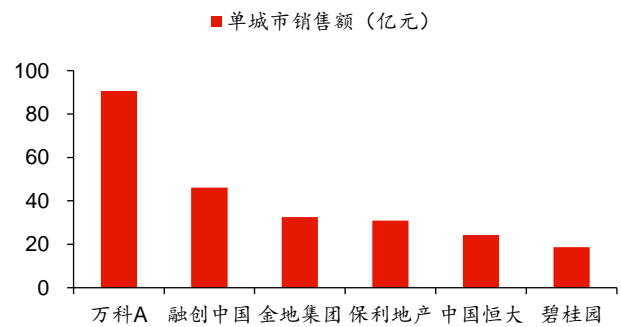
公司的成长不仅仅来自于布局区域的扩张, 也来自于单城市产能的增长。我们根据公司公告数据整理发现: 1、2006-2008 年单城在建拟建项目数量在 1.4-3.0 之间, 单城销售金额保持 10 亿以下; 2、2009-2015 年单城项目数量区间为 2.0-3.0, 单城销售金额由最低 14 增长至 24 亿; 3、2016 年突破千亿之后规模效应和深耕效应进一步凸显, 2018 年单城项目数量达到有数据统计以来新高的 3.3 个, 单城销售金额提升至 30 亿以上, 处于龙头房企前列。

图表12: 公司布局城市数量、单城市销售额、单城市项目数



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 2018 龙头房企单城产出对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

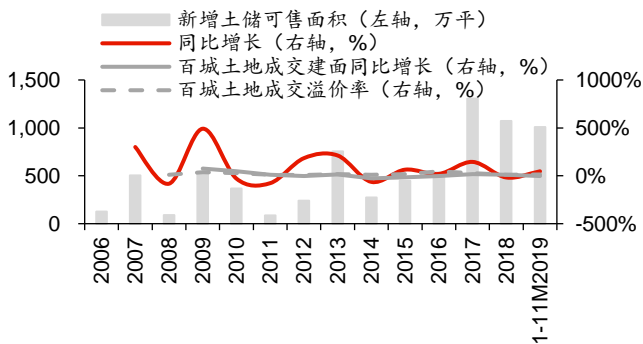
扩张：17年后开启稳步扩张之旅

2017年开启稳步扩张

“三十年时间里，金地走出了一条不为周期性利益诱惑、不为盲目性扩张而裹挟，坚持平衡发展的独特道路”(2018年致股东信)。2014年之前公司拿地更为顺周期，2006至2013年出现两次拿地高峰，2009、2013年金额口径投资强度分别高达98%、66%，对应同期百城土地成交金额和成交溢价率的高点。

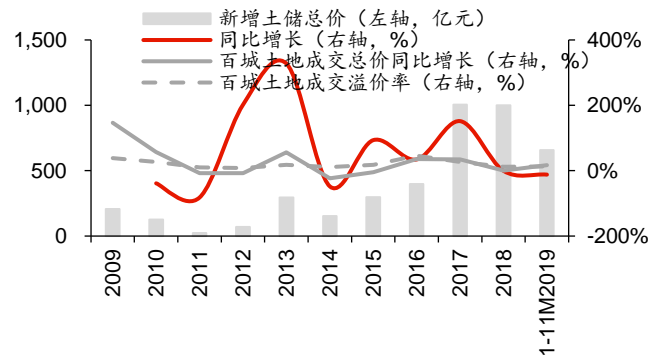
2014年以后由于股权结构变化等多种原因，公司拿地节奏趋于平稳，而2017年以来，公司逐步开启逆周期稳步扩张。从绝对值来看，近3年年均新增土储可售面积均突破1000万平，面积口径投资强度保持100%以上。2017、2018年新增土地投资金额分别为1004和1000亿，分别同比增长151.6%、-0.4%。全国重点城市土地成交面积、总价增速和溢价率自2016-2017年的高点平稳回落，公司的均衡战略和融资优势逐渐累积逆周期拓展优势，为销售弹性的延续打下资源基础。

图表14：公司新增土储建面及同比增速



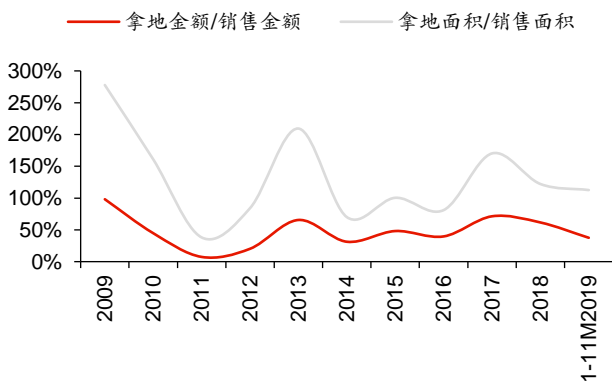
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表15：公司新增土储总价及同比增速



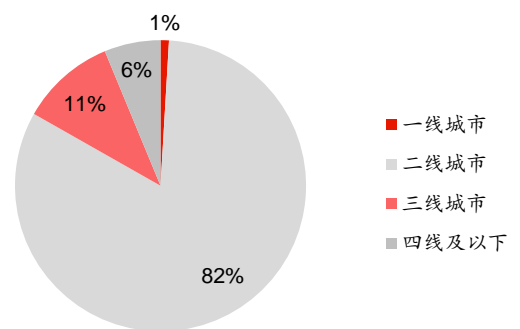
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表16：公司投资强度 (金额、面积口径)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表17：公司2019年1-11月拿地城市能级分布

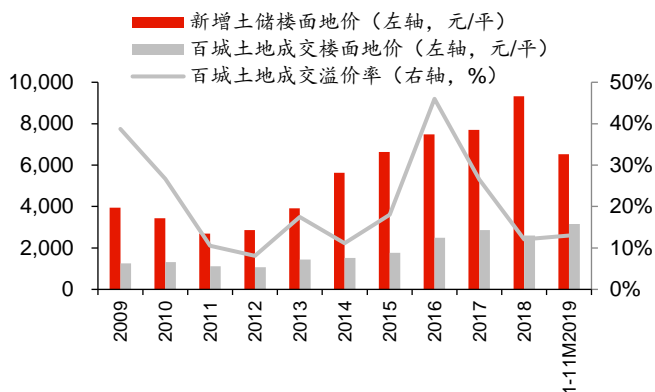


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

精准投拓和成本控制能力突出

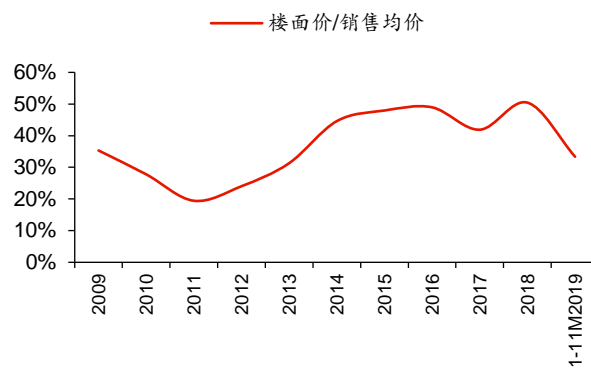
公司2014年之前新增土储楼面地价同百城土地成交楼面均价趋势基本保持一致，地价房价比区间19.4%-35.3%；2014年之后随着核心城市布局力度的加大，拿地成本虽然由5623元/平上升至2018年的9328元/平，但是地价房价比依然控制在41.9%-50.4%之间，继续表现出精准投拓和成本控制能力。2019年1-11月公司地价房价比进一步降至2014年以来最低的33.4%，继续保障盈利质量。

图表18: 公司新增土储楼面地价、百城土地成交楼面地价及溢价率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表19: 公司地价房价比

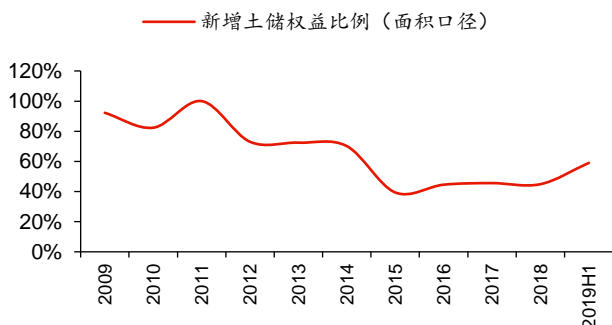


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

库存拿地权益比逐步回升

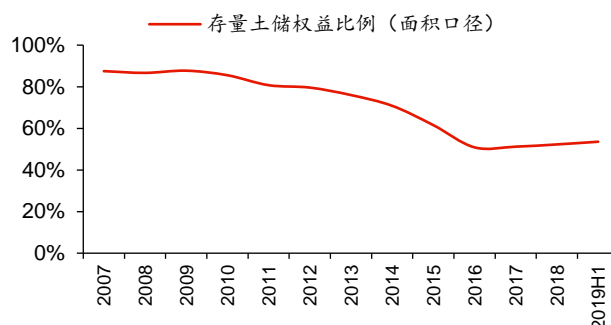
公司在过去拓展中的一个问题在于权益比例的下降, 由于合作开发力度的提升叠加并表子公司金地商置开发业务规模的扩大, 公司新增土储权益比例由 2011 年之前 80% 以上的水平逐渐下滑至 2015 年的 39%, 带动存量土储权益比例降至 2016-2017 年 51% 的历史低点。但这一点也逐步在好转, 2018 年以来公司拿地权益比重新回升, 2019 上半年新增土储权益比例大幅回升至 59%, 带动存量土储权益比较 2017 年低点提升 3 个百分点至 54%, 进一步保障业绩质量。

图表20: 公司新增土储权益比例 (面积口径)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表21: 公司存量土储权益比例 (面积口径)

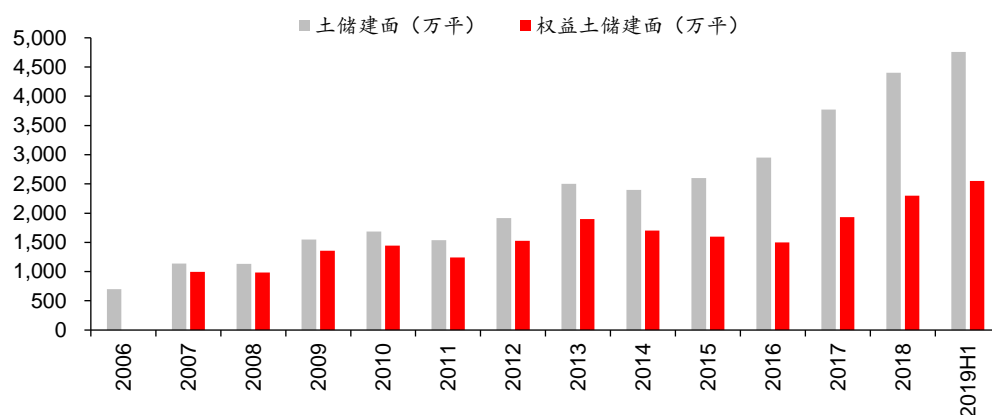


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

土储充沛, 满足 3 年左右开发需求

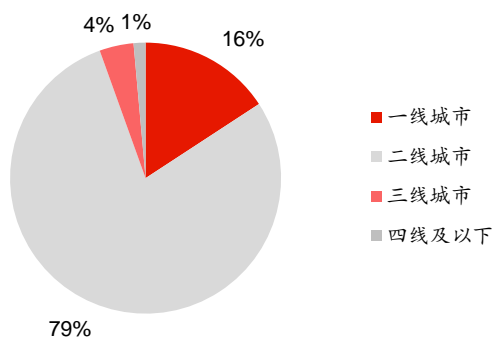
2006 年公司全国化布局以来土储规模稳步提升, 2019 年三季报显示公司主要在建项目的可租售面积 4990.8 万平, 我们统计计算其中一、二线城市占比分别达 16%、79%, 可租售面积排名前 10 的城市为沈阳 9.6%、西安 8.5%、广州 6.7%、武汉 5.2%、重庆 5.1%、天津 4.5%、东莞 4.1%、上海 4%、杭州 3.4%、绍兴 3.2%。2019 年上半年公司未结算土储 4760 万平, 我们估算未售货值约 6800 亿元, 满足 3 年左右的销售需求。

图表22: 公司土地储备建面及权益土地储备建面



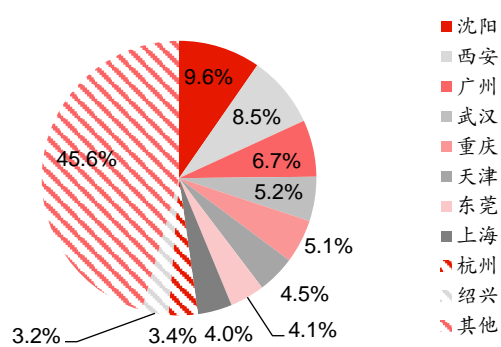
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表23: 2019年三季度末公司主要项目可租售面积按城市能级分布



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表24: 2019年三季度末公司主要项目可租售面积前10城市占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表25：2019H1 主流房企土储规模及结构对比

房企	土地储备面积 (万平)	未售土储 (万平)	2018 销售面积 (万平)	去化周期 (年)	土储布局
碧桂园	26,314	16,925	5,416	3.1	广东 21%，江苏 9%，湖南 8%，河南 7%，安徽 6%，山东 6%，广西 5%，浙江 4%，湖北 4%，贵州 4%，其他 26%
中国恒大	31,900	30,343	5,244	5.8	土地储备原值为 5227 亿元，其中一二线城市土地储备原值 3455 亿元，占比 66.1%；三线城市土地原值为 1772 亿元，占比 33.9%
万科地产	15,340	10,274	4,038	2.5	一线：2632 万平，占 26%；二线：5575 万平，占 56%；三线：803 万平，占 8%；四线及以下：983 万平，占 10%
融创中国	20,400	18,339	3,028	6.1	一线：793 万平，占 4%；二线：14023 万平，占 69%；三线：1433 万平，占 7%；四线及以下：4170 万平，占 20%
保利地产	12,456	9,199	2,766	3.3	一线：1860 万平，占 10%；二线：11329 万平，占 61%；三线：3430 万平，占 18%；四线及以下：2065 万平，占 11%
中海地产	9,175	8,566	1,593	5.4	截至 2018 年底，总土地储备为 9144 万平方米；其中，一线占 15%，二线占 65%，中海宏洋占 20%
绿地控股	15,395	11,069	3,575	3.1	一线：2.79%；二线：17.88%；三线：28.04%；四线及以下：46.96%；海外：4.33%
新城控股	13,400	11,348	1,812	6.3	长三角占 47%，环渤海占 17%，珠三角占 5%，中西部地区占 31%
龙湖集团	7,093	5,713	1,236	4.6	环渤海地区、西部地区、长三角地区、华中地区、华南地区及香港地区的土地储备分别占土地储备总面积的 31.8%、28.8%、21.5%、10.1%、7.7%及 0.1%
华润置地	6,737	5,037	1,199	4.2	土地储备超过 80%位于一二线城市
世茂房地产	6,407	6,000	1,069	5.6	权益前土储货值超 10500 亿元，长三角城市群及粤港澳大湾区可售货值分别达 2850 亿元、2600 亿元
招商蛇口	5,300	4,667	827	5.6	大部分分布在一线及强二线城市，其中，长三角占 29%，粤港澳大湾区占 28%
阳光城	4,396	3,562	1,266	2.8	一二线面积占比 76.87%（预计未来可售货值占比 85.80%）
金地集团	4,760	3,600	878	4.1	一、二线城市占比约为 80%

注：详见 11 月 25 日《华泰证券房地产行业 2020 年度策略：平稳孕育分化，拥抱存量价值》

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们认为一二线市场自 17 年起周期轧平，近三年销售维持相对低位，为后续需求释放的持续性予以支撑，与此同时，因宏观流动性持续宽松，远期房贷利率有望进一步下行，一二线城市对于流动性更为敏感，因此我们认为 2020 年一二线城市销售还能有优于行业的表现。公司当前货值相对充裕且布局质量较高，支撑销售弹性的持续释放。

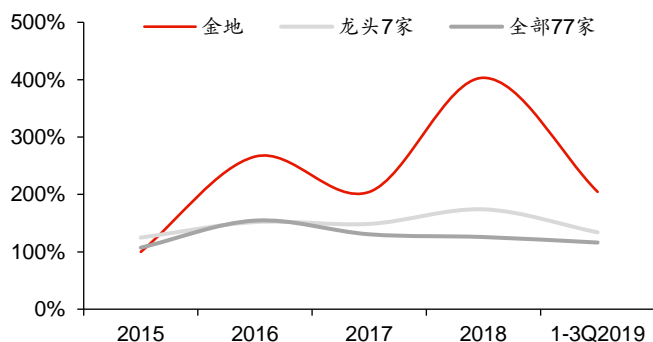
管控：战略构筑融资优势，利润率处于行业领先

融资：杠杆空间及融资成本占优

公司始终坚守规模与效益平衡的稳健发展战略，经历 30 余年的行业变革保持高度的风险意识。近 5 年现金覆盖倍数（货币资金/短期借款+一年内到期非流动负债）保持行业高位，2019 三季度末 205% 水平远高于同期龙头 134%、77 家主流房企 116% 的水平，短期流动性保持高度充裕。

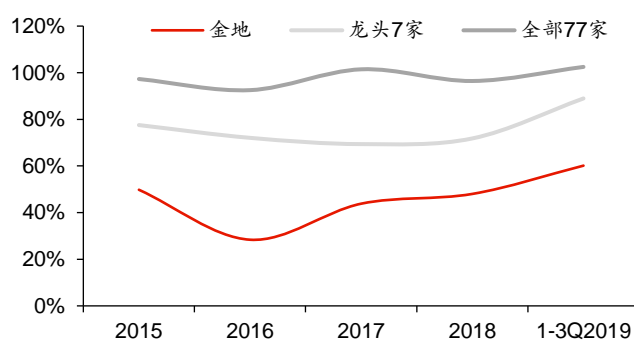
公司近 5 年净负债率基本保持 60% 以下，2019 三季度末较 2018 年上升 12 个百分点，同样远低于龙头房企 89% 和 77 家主流房企 103% 的总体水平。受益于稳健的投资节奏和良好的销售回款，公司 2019 三季度末扣除预收账款的资产负债率较 2018 年末微降 1.2 个百分点至 50%，处于行业低位。行业偏低的净负债率与介于平均的扣除预收款的资产负债率同样体现公司撬动无息负债杠杆的能力。公司经营杠杆（无息负债/所有者权益）2015 年以来大幅提升 91 个百分点至 2018 年的 197%，其中预收款贡献 105%、应付款及其他应付款贡献 74%。

图表26：公司货币资金/短期有息负债



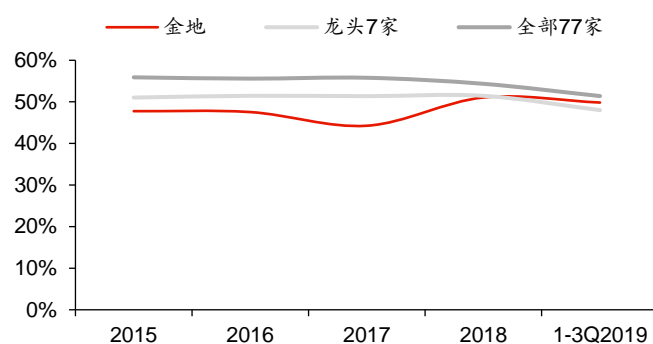
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表27：公司净负债率



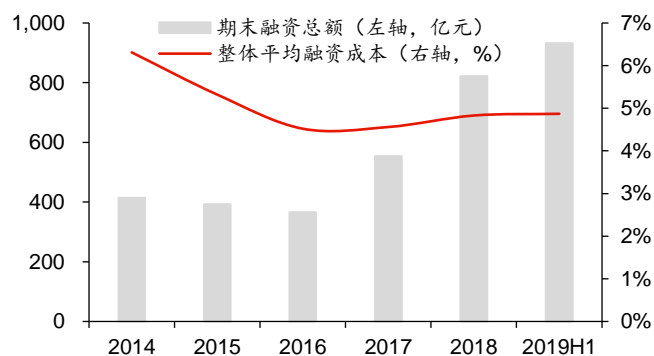
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表28：公司扣除预收账款的资产负债率



资料来源：wind，华泰证券研究所

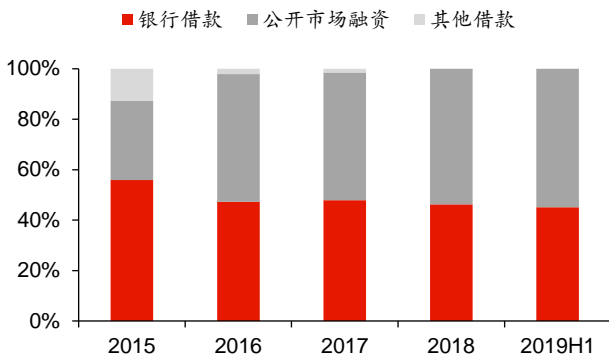
图表29：公司融资总额、整体融资成本



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

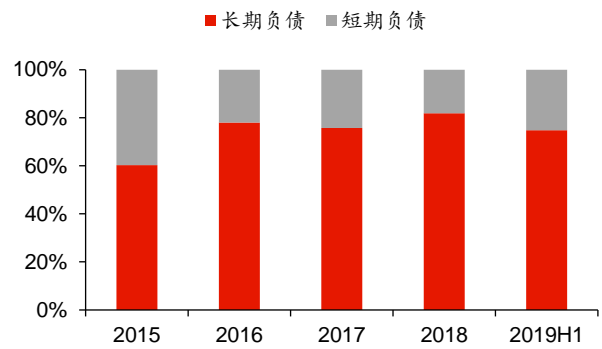
2019 年上半年末公司有息负债余额 932.19 亿元，其中银行借款占比 45.1%（由 2015 年的 55.91% 平稳回落），公开市场融资占比 54.9%，其他非标准化融资占比由 2015 年的 12.7% 快速回落至 2017 年的 1.4%，2018 年以来基本为零。公司融资渠道以公开市场标准化融资为主，持续推动成本改善。2019 年上半年末长短期债务比值为 74.8%:25.2%，长期债务占比延续 2016 年以来的高位水平，长期资金更加匹配行业开发周期特性。

图表30: 公司融资结构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表31: 公司长短期债务比重



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表32: 2018年以来公司主要直接融资明细(截至2019年11月)

发行起始日	发行规模	发行期限(年)	票面利率(%)
18金地 MTN001	15 亿元	5.0	5.9%
18金地 SCP001	30 亿元	0.7	5.3%
18金地 01	30 亿元	5.0	5.7%
18金地 MTN002	20 亿元	3.0	5.2%
18金地 03	10 亿元	3.0	5.3%
18金地 04	20 亿元	5.0	5.4%
18金地 05	10 亿元	3.0	5.6%
18金地 06	10 亿元	5.0	5.7%
18金地 07	10 亿元	5.0	5.0%
18金地 SCP002	10 亿元	0.7	3.8%
18金地 MTN003	20 亿元	3.0	4.8%
金地永隆 6% B2021	1.5 亿美元	3	6.0%
18金地 SCP003	30 亿元	0.7	4.1%
19金地 SCP001	30 亿元	0.7	3.2%
金地永隆 6% B2021	3 亿美元	2.5	6.0%
威新软件 2019 年第一期 资产支持票据	14 亿元	10.0	4.5%
金地永隆 5.6% B2022	2.5 亿美元	3	5.6%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

从债务到期期限分布来看,公司2019年、2020年、2021年的到期规模分别为155.25亿、332.68亿、262.03亿元,总体压力可控。在融资较为受限的2019年,公司依然完成30亿元超短期融资券、14亿元资产支持票据、5.5亿美元境外债的发行,始终将负债规模和融资成本保持在较低水平。截止6月末,债务融资加权平均成本仅4.87%,与2018年末基本持平,延续2016年以来的低位水平。2018年全年平均融资成本在主流房企中排名第4,仅低于央企中海地产的4.28%、华润置地的4.45%,以及龙湖集团的4.55%,充分体现出公司融资成本的优越性。无论是从杠杆率、负债结构、融资渠道还是资金成本来看,公司均展现出较强的行业优势,未来有望受益于融资集中度提升。

图表33: 主流上市房企平均融资成本对比

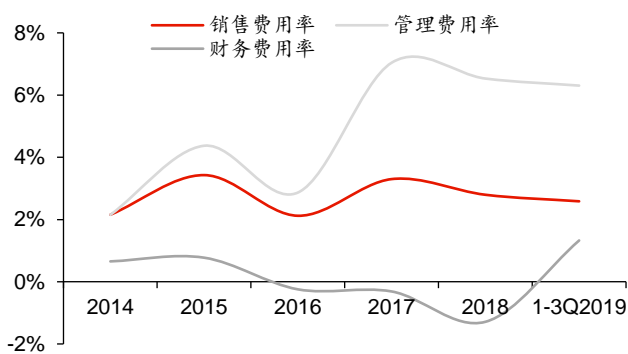
	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
中海地产	4.30%	4.23%	4.76%	4.27%	4.30%	4.28%
华润置地	4.47%	4.63%	4.23%	4.16%	4.47%	4.45%
龙湖集团	6.40%	5.74%	4.70%	4.50%	4.55%	4.56%
金地集团	6.31%	5.32%	4.52%	4.56%	4.83%	4.87%
招商蛇口	5.10%	4.93%	4.50%	4.80%	4.85%	4.91%
保利地产	6.50%	5.20%	4.69%	4.82%	5.03%	4.99%
万科A	9.39%	6.53%	5.32%	5.14%	5.28%	5.21%
首开股份	7.79%	7.53%	6.43%	5.15%	5.36%	5.38%
绿地控股		5.98%	5.45%	5.19%	5.40%	
滨江集团			4.56%	5.00%	5.80%	5.60%
华发股份	9.55%	9.17%	6.85%	5.75%	5.87%	6.37%
碧桂园	7.50%	6.20%	5.66%	5.22%	6.11%	6.13%
华夏幸福	9.64%	7.92%	6.97%	5.98%	6.42%	7.23%
新城控股	7.70%	7.20%	5.70%	5.30%	6.47%	6.48%
融创中国	9.10%	7.60%	5.98%	6.24%	6.81%	
金科股份				7.04%	7.32%	7.58%
蓝光发展		10.27%	9.06%	7.19%	7.54%	8.30%
荣盛发展		8.56%	7.80%	6.50%	7.88%	8.00%
阳光城	10.90%	9.41%	7.35%	7.08%	7.94%	7.72%
中国恒大	9.74%	9.59%	8.27%	8.09%	8.18%	8.62%
中南建设		11.60%	8.50%	6.57%	8.30%	8.43%
泰禾集团		14.24%	7.62%	8.10%	8.52%	9.30%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

管理: 跟投机制激发管理红利

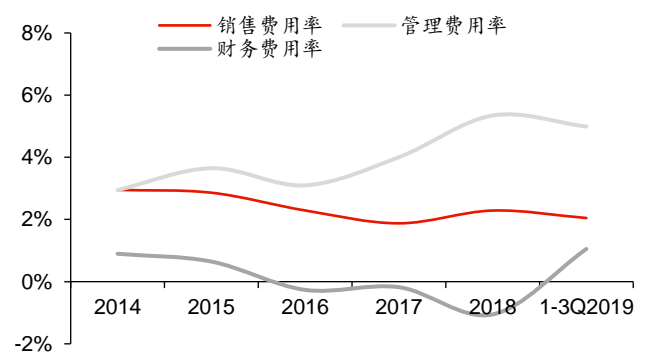
公司近5年期间费用率在5%-10%区间波动, 位居龙头房企和行业平均水平之间。年报数据显示, 公司2017、2018年公司分别新进入13、9个城市, 员工总数分别同比增长25%、27%, 异地扩张提速带动管理费用率有所提升。但是随着管控效率的提升、激励制度红利的释放, 公司现金流口径的销售+管理费用率显著优化, 其中销售费用率自2014年3.0%的高位平稳回落至2019前三季度的2.0%, 现金流口径的管理费用率显著低于营业收入口径, 且经历2017-2018的快速扩张之后回落至5.0%。

图表34: 公司期间费用率(营业收入口径)



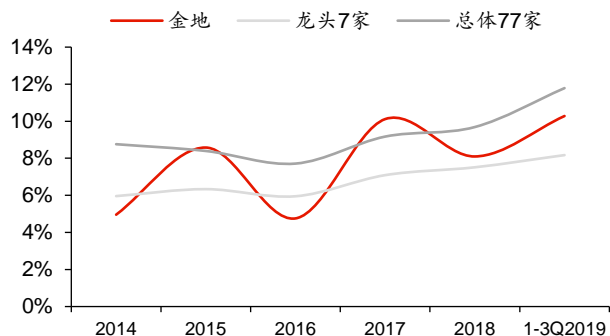
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表35: 公司期间费用率(销售商品、提供劳务收到的现金流口径)



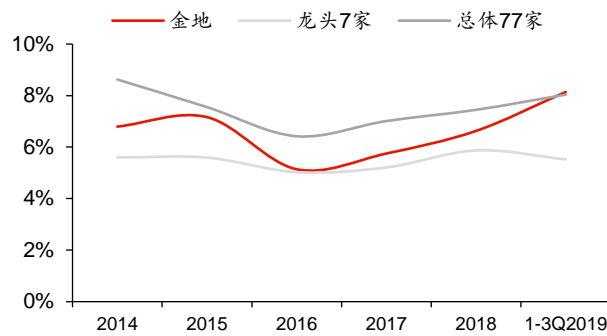
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表36: 期间费用率对比 (营业收入口径)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表37: 期间费用率对比 (销售商品、提供劳务收到的现金流口径)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司于2015年2月发布“核心员工跟投计划”，该计划将项目运营效益和核心员工个人收益直接挂钩，实现收益共享、风险共担，不设本金保障和收益保证机制。参与核心员工投资项目的投资人分强制投资人与自愿投资人。强制投资人为集团主管投资高管、集团投资部门负责人以及区域公司负责人，区域公司主管投资负责人、区域公司主管营销负责人、城市公司负责人、项目负责人以及项目关键人员。自愿投资人则为除公司董事、监事、高级管理人员和区域负责人之外的集团正式员工，均可自愿参与项目投资，为公司提质增效带来助力。

图表38: 公司跟投机制项目情况

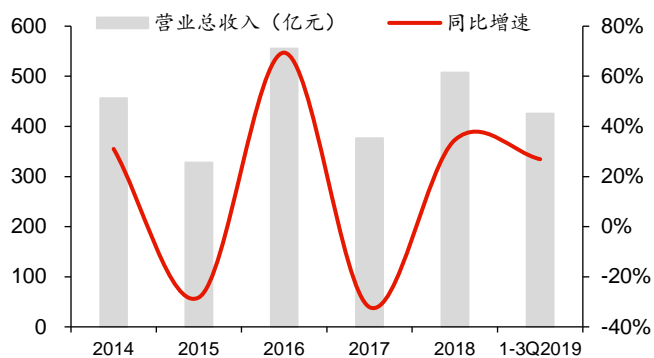
项目名称	核心员工跟投计划
推出时间	2015年2月
强制跟投	集团主管投资高管、集团投资部门负责人；区域公司中的负责人、主管投资负责人、主管营销负责人；城市公司负责人；项目负责人以及项目关键员工
自愿跟投	其他人员
计算基准	项目股权
比例范围	低于10%
跟投机制	合计持有的项目公司股权需小于10%，单个核心员工投资人持股需小于1%
参与模式	以有限合伙企业的“角色”进入跟投，“角色”与项目一一对应
分红时间	核心员工投资人的有限合伙企业受益（亏损）计算与项目IRR挂钩；项目公司累计净现金流为正数，且适当留存。
退出机制	从该项目的销售面积考量，设定已销售达到拟销售的90%这一时间节点，作为有限合伙企业退出启动点。此外，总裁会议有权决定退出启动点最多在此时间节点往后顺延一年。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利: 业绩持续稳健增长, 深耕战略构筑盈利优势

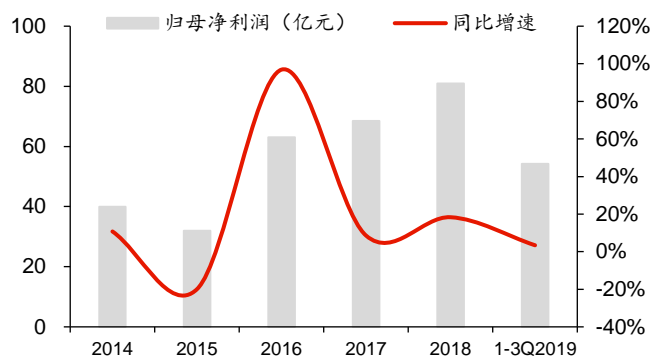
营业收入方面, 公司2015-2018年复合增速为15.7%, 2019前三季度同比增长26.9%; 均衡发展和利润导向的经营思路下, 公司2015-2018年归母净利复合增速达36.3%, 2019前三季度同比增长3.4%, 考虑到四季度结转占比较高, 预计全年增速修复。2019三季度末公司预收账款对2018年营收的覆盖率达到168.7%, 待结转资源充裕, 我们预计随着拿地权益比的提升和期间费用的提前确认, 公司盈利规模和质量有望延续稳健增长。

图表39: 公司营业收入及同比增速



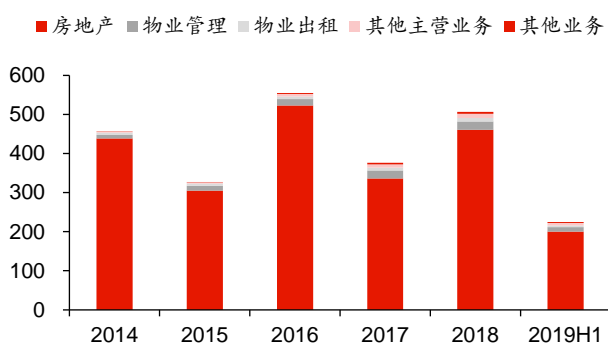
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表40: 公司归母净利润及同比增速



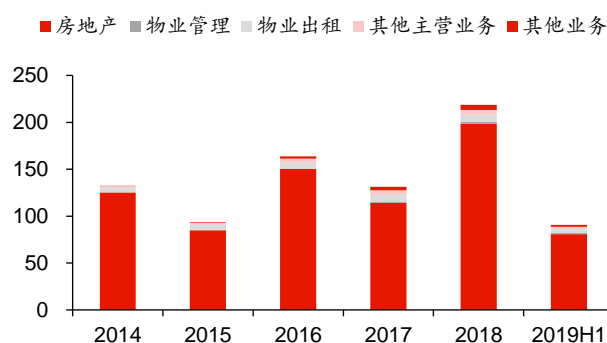
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表41: 公司营业收入构成



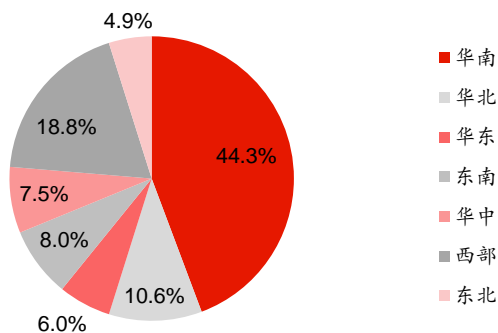
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表42: 公司毛利润构成



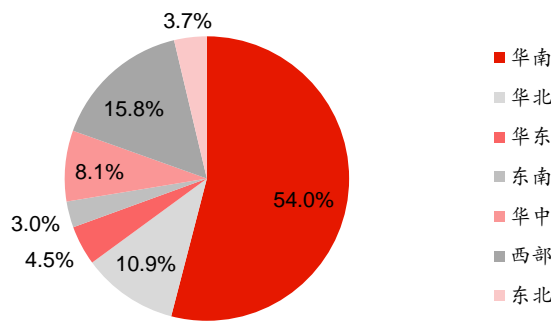
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表43: 2019H1 公司营业收入地区分布



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表44: 2019H1 公司毛利润地区分布

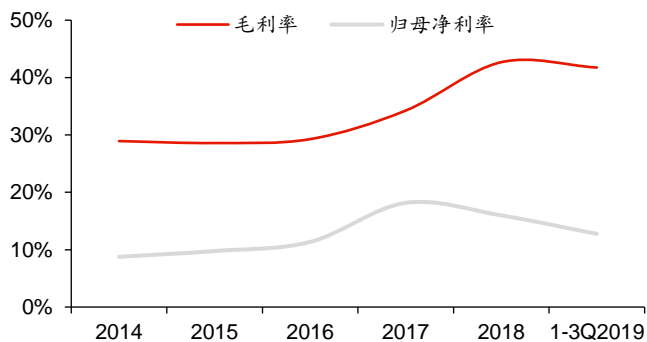


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

随着深耕核心城市进入收获期, 2014年以来公司综合毛利率低位反弹, 由2014年28.9%低位稳步升至2019前三季度的41.8%, 2018-2019Q3毛利率均值42.2%, 相比龙头和行业平均水平明显领先(A股20强上市房企排名第3, 仅次于华侨城和金融街)。而归母净利率2014年以来在9%-18%的区间波动, 主要受合作开发比例的提升以及金地商置规模的快速扩张等影响, 少数股东损益占净利润比重由14年的19.5%升至2019前三季度的34.2%, 同时投资净收益(主要为表外合作开发项目)2017-2018年保持40亿以上。我们认为随着开发业务规模扩张和商业地产租金涨幅趋稳, 投资性房地产公允价值变动收益贡献度预计减弱, 公司盈利质量将进一步优化。

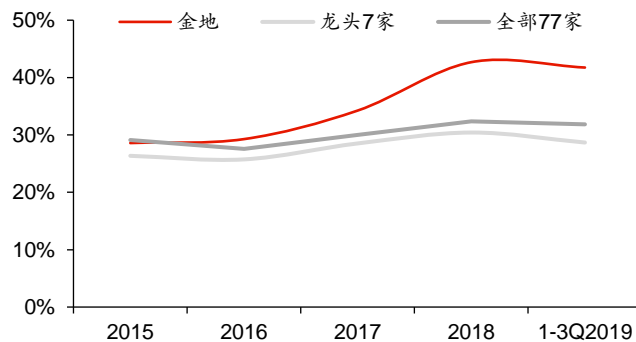
2016-2018年公司ROE保持17.5%-18.6%的历史高位区间，其中2018年ROE创上市以来新高，高于同期总体房企15.8%的水平。其中推动ROE的优势还是体现在公司的盈利能力上，2018年公司归母净利率在A股7家龙头房企中仅低于招商蛇口的17.3%和新城控股的22.6%，主要源于高能级城市的深耕能力、表外项目对投资收益的增厚以及投资性房地产公允价值变动收益的贡献。

图表45: 公司毛利率、归母净利率



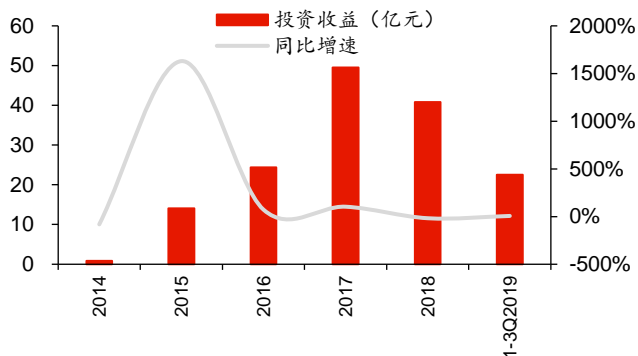
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表46: 公司毛利率与行业对比



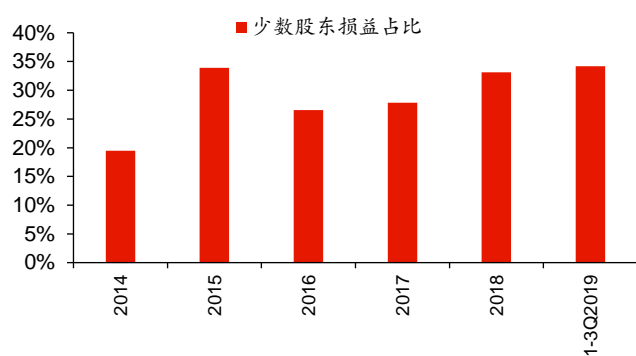
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表47: 公司投资收益及同比增速



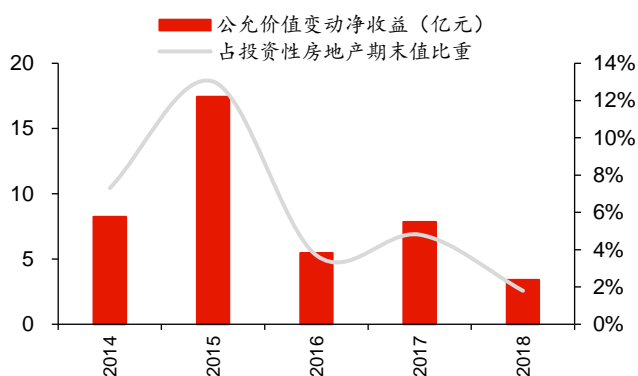
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表48: 公司少数股东损益占比



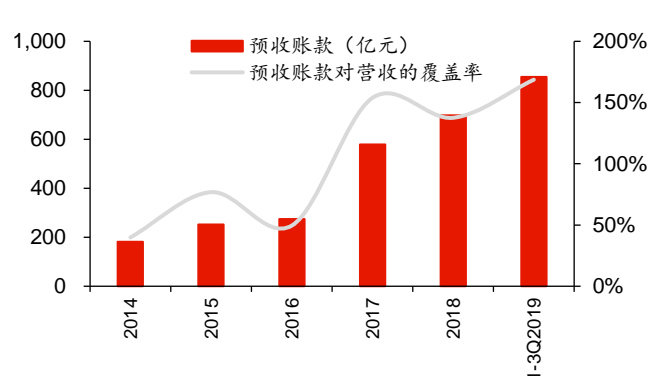
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表49: 公司公允价值变动净收益及占投资性房地产期末值比重



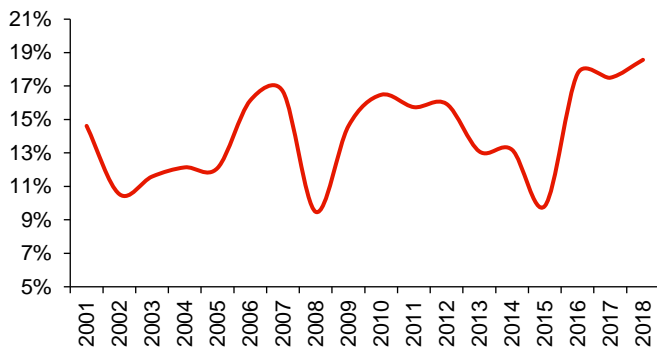
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表50: 公司预收账款规模及对营收的覆盖率



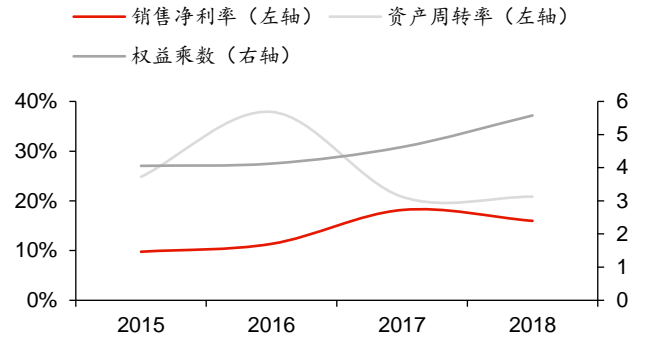
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表51: 公司上市以来 ROE



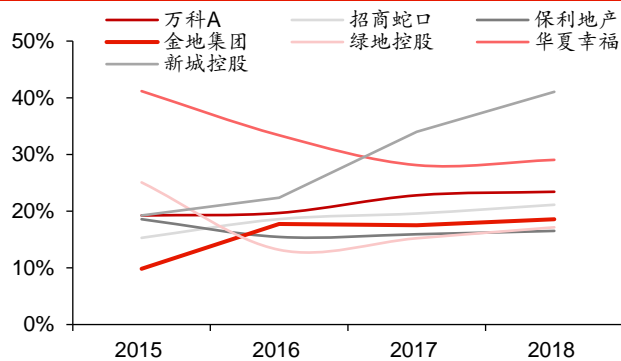
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表52: 公司销售净利率、资产周转率、权益乘数



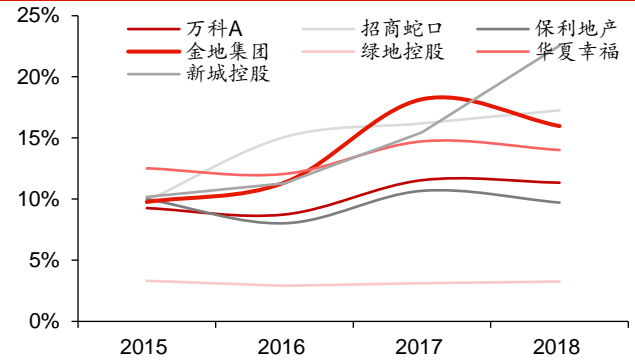
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表53: 龙头房企 ROE



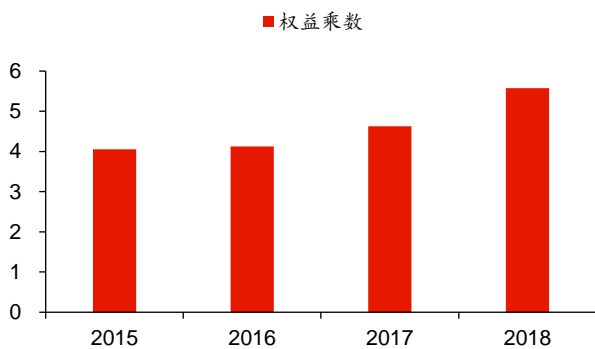
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表54: 龙头房企销售净利率



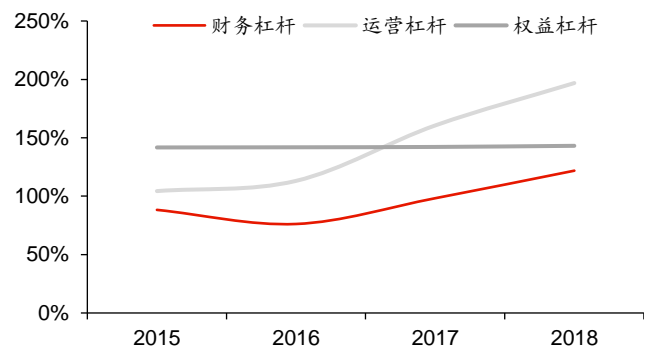
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表55: 公司权益乘数



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表56: 公司财务杠杆、运营杠杆、权益杠杆

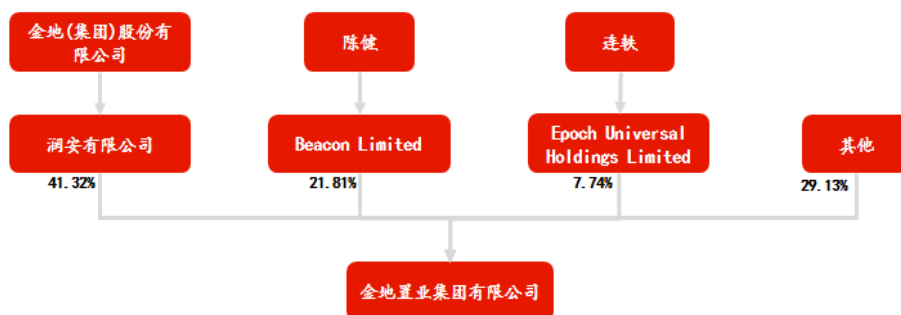


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

多元化：产业链多元化布局，商业、物业、金融全面协同 金地商置：商业、园区开发管理一体化综合平台

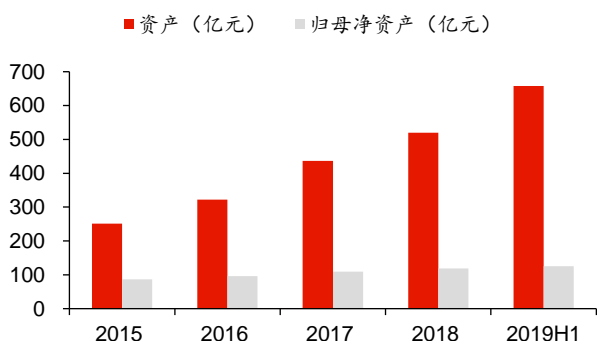
金地商置 (00535.HK) 为金地集团并表子公司 (2019H1 持股比例 41%)，集地产综合开发和资产管理平台为一体，致力于商业中心综合体、产业园镇、精品住宅、长租公寓、星级酒店等多元物业的开发销售、投资管理和服务运营。近年来，金地商置在城市综合体领域保持领先的同时，还在长租公寓、产业发展、战略收并购、资产证券化等领域持续发力。金地商置半年报显示，土地储备共计 1541 万平方米，其中 25% 位于北上广深等一线城市；65% 位于南京、青岛、杭州、武汉、西安、天津等二线城市；10% 位于淮安、徐州、太仓等三线城市。上半年共收购 13 个土地项目，规划总楼面面积约 254 万平。

图表57： 公司股权结构图（截至 2019 年半年报）



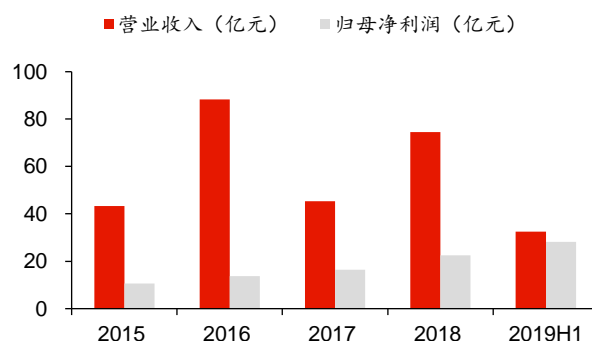
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表60： 金地商置资产及归母净资产



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表61： 金地商置营业收入及归母净利润



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

精品住宅：金地商置在全国三大核心城市群及中西部潜力城市进行住宅开发。2018 和 2019 半年报显示，2018 年金地商置累计销售额达 490.3 亿元，同比增长 8%。受益于可售货值充裕及一二线城市销售复苏，2019 上半年销售额高达 261.7 亿元，同比大幅增长 64%。

商业中心：金地商置官网显示，截至 2018 年底金地商置在北京、上海、深圳、南京等地运营和在建商业综合体项目 23 个，物业形态覆盖超甲级写字楼、大型 Mall、星级酒店、城市公寓等，总建筑面积近 220 万平方米。金地商置 2019 半年报显示，正开发的商业项目包括徐州、南京、济南、北京、淮安的等商业综合体项目，数个上海商业项目及深圳南山区深圳威新科技园第三期，自持面积预计为 130.42 万，金地商置 2019 半年报中预期在建商业物业组合能够带来 15 亿元的租金收入（2018 年已有自持项目租金、管理费总收入约 5.07 亿元）。

产业园镇：金地商置官网显示，截至2018年底自主开发及轻资产运营的纯产业类项目共13个，总建筑面积近130万平方米，布局中国长三角、珠三角、环渤海和美国硅谷等全球产业高地，产品线涵盖智造园、科创园、文创园、特色小镇（拟进入）四大系列，已吸引众多世界500强及目标产业领域的领先企业入驻。金地商置2018年报显示，深圳威新科技园第一、二期共提供总楼面面积12.7万平方米的商业圈，出租率近100%。同时，产业平台金地威新还引入美国阿波罗基金等合作伙伴，并与源创力波士顿、丰元创投、中国产业升级网等全球著名资源平台及孵化器签订战略合作协议，在产业平台发展中深入合作。

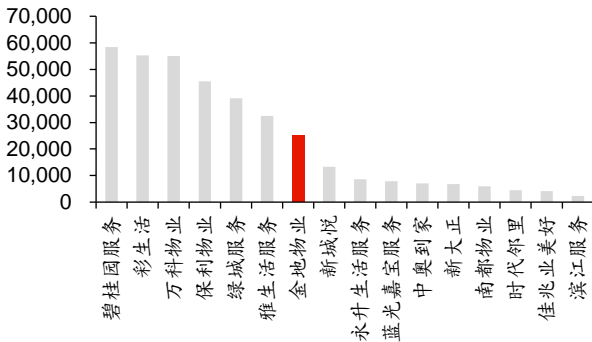
长租公寓：旗下“草莓社区”荣获“2019深圳产业（长租公寓类）优秀房企”称号。草莓社区官网显示，目前金地草莓社区正处于规模扩张化的阶段，截止2018年，金地草莓社区已在深圳、上海、杭州、成都、广州等核心城市获取项目41个，已运营门店达30家。

金地物业：初具规模优势，盈利潜力仍可挖掘

公司旗下的金地物业始创于1993年，经过20余年的发展，金地物业住宅业务与商业项目服务均处于行业领先水平。其中2019上半年公司合约管理面积在主流A+H上市物业公司中排名第7，营业收入排名第8。

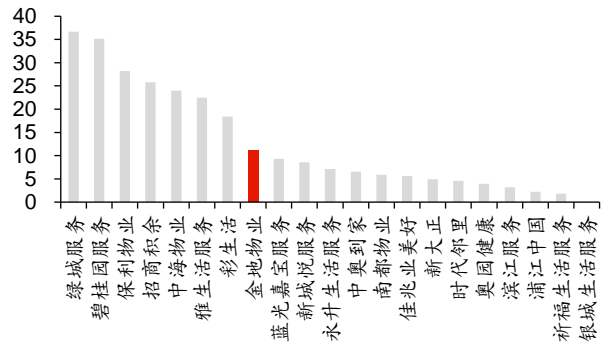
公司官网显示，金地物业管理项目包括中高端住宅、产业园、学校、商写、政府机关等多种业态，服务已覆盖120多个全国大中城市，8座美国东西海岸核心经济门户城市，线下签约面积超过2.5亿平米，SAAS线上服务的面积3亿平米，累计签约全球超过2000个项目。依托物联网、大数据、云技术及人工智能等创新科技，金地物业构建了“智享生态圈”，紧密围绕“资产全生命周期”和“家庭全生命周期”两大主线进行业务布局。金地物业多次获得“中国物业服务百强服务质量领先企业”、“中国房地产500强首选物业管理品牌”等殊荣。

图表62： 2019H1 主流物业公司合约面积（万方）



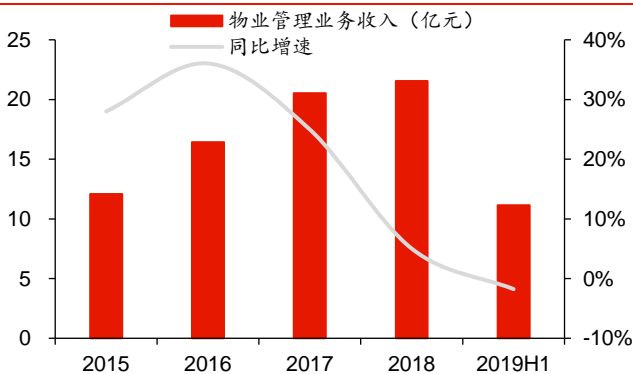
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表63： 2019H1 主流物业公司营收（亿元）



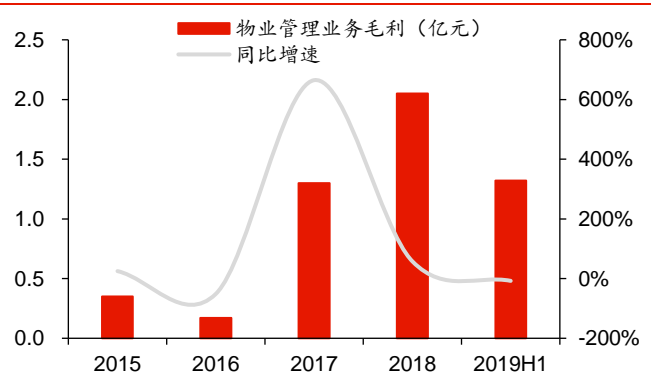
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表64： 公司物业管理业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表65： 公司物业管理业务毛利及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

稳盛投资：国内领先的私募基金管理平台，优势互补协同发展

公司是国内最早涉足金融业务的房地产企业之一，早在2006年开始房地产金融领域的探索，成立了专注于中国房地产市场投资的私募基金管理平台——稳盛投资，成为公司“一体两翼”战略的重要组成部分。2008年与国际知名的瑞银环球资产管理集团（UBS）合作设立美元基金（UG基金），并于2010年开始拓展人民币基金业务。稳盛投资以价值发现和创造为核心理念，致力于为全球投资者打造稳健、专业的投资平台，在北京、上海、深圳、香港等地均设有分支机构。公司官网显示，截至2017年12月末，稳盛投资累计实现人民币资产管理规模327亿元，累计实现美元资产管理规模2亿美元，整体累计管理规模折合人民币341亿元。

2019年上半年，稳盛投资继续发挥在房地产领域的投资和管理优势，协同集团专业代建能力，通过股权合作与中小开发商形成资源互补。在创新业务方面，稳盛投资积极推进金地商置火花公寓储架式ABS产品发行；完成核心增值基金的结构搭建，同步推进项目落地及公募REITs的探索。

图表66： 稳盛投资的主要业务及产品

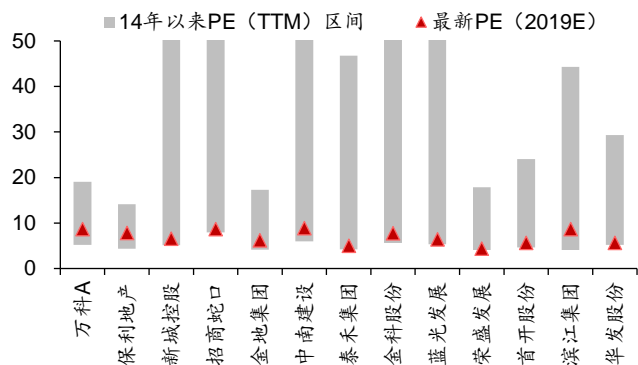
股权投资基金	发挥稳盛在地产开发领域的专业投资能力与丰富经验，遴选优质项目进行投资，并获取股权投资收益。依靠知名品牌开发企业负责房地产项目全过程开发管理服务，提升项目溢价能力。同时，基金可采用结构化形式，为风险和收益需求不尽相同的各类投资者，提供与其匹配的投资方式。
海外投资基金	协同金地美国公司在重点城市和区域，进行开发型及增值改造型物业的收购、建设、运营和销售，物业类型包括写字楼、研发中心、出租型公寓、出售型公寓等优质资产。结合项目具体情况，通过优化基金结构，提升基金投资价值。
核心增值基金	该基金收购标的为具有增值空间的核心型商业物业，包括但不限于商场、写字楼、公寓、产业园等，通过对物业的改造升级、定位调整、管理提升等方式，实现物业价值挖掘与价值提升。
城市更新基金	通过整合金地体系内开发优势、资产管理能力、基金运营经验，嫁接合作方的优势资源，以价值增值为目标策略，针对区域型购物中心、创意办公、长租公寓等城市更新类物业，通过精准投资、精心定位以及精细运营，着力挖掘资产效益，创造基金价值。
资产证券化	稳盛投资与金地各业务线深度联动，通过ABS、CMBS、类REITs、REITs等金融工具，广泛参与到房地产金融创新方面的实践，旨在借助资本平台打造从地产项目收购、融资、管理到退出的完整闭环。
其他增值业务	稳盛投资以股权投资为核心业务并在此基础上致力于为中小开发商等合作伙伴带来优质的增值服务和广泛的合作空间。稳盛投资充分利用其与金地集团及其体系内委托开发公司之间的协同优势，为中小开发商提供委托开发、品牌建设、物业管理、产业链整合等互补的合作机遇，实现各方合作共赢。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

高分享属性：低估值、高股息率提升长期配置价值

根据 Wind 一致预期，当前主流上市房企 PE (TTM)、PB (LF) 大多已处于 2014 年以来的底部区间。金地集团当前 620 亿总市值对应 2019 年业绩预期的 PE 为 6.18 倍、PB 为 1.15 倍，分别对应 2014 年以来的估值分位数 15.5%、19.8%，处于历史低位。且公司历史估值具备较强的稳定性，PE 波动区间同万科、保利相当。

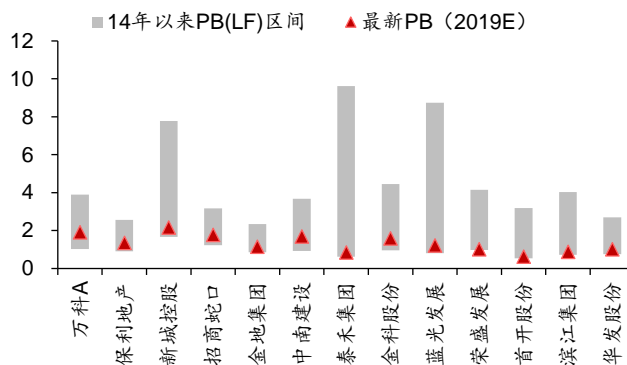
图表67：重点 A 股房企 PE (TTM)



注：最新估值数据截至 2019 年 12 月 20 日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表68：重点 A 股房企 PB (LF)



注：最新估值数据截至 2019 年 12 月 20 日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

重点房企除保利地产、新城控股外，近 5 年现金分红率均有所下降。公司 2015 年以来大幅提升现金分红率（2015 年前长期保持 20% 以下），2018 年现金分红率降至 33.5%，总体依然维持龙头平均水平。公司 2018 年股息率 4.4%，77 家主流上市房企中排名第 14 位，在市值排名前 15 的头部企业中仅次于金科股份（4.74%）、荣盛发展（4.73%）。假设分红率不变，在 2019 年业绩增速 23.5% 的假设下，公司 2019 年预期股息率 5.4% 左右（2019 年 12 月 20 日收盘价计算），高于公司综合资金成本的 4.9% 左右。

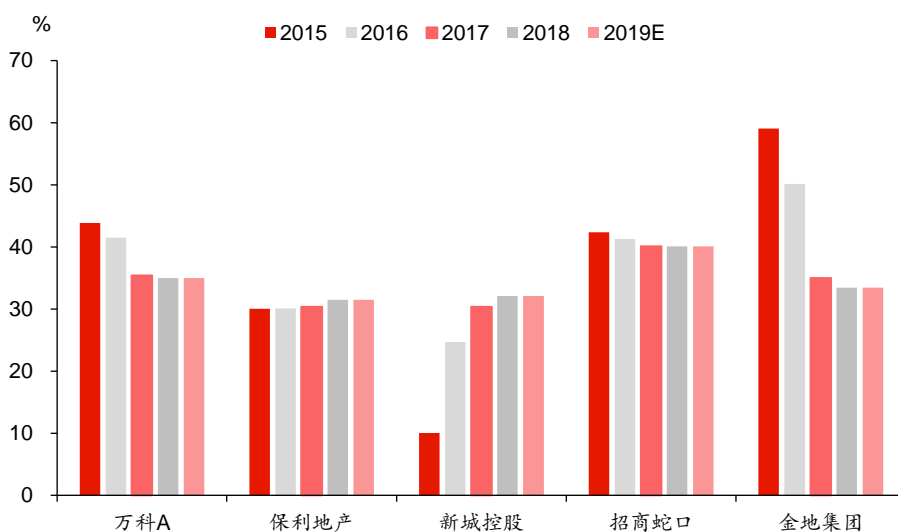
图表69：重点A股房企股息率

股票	市值 (亿元)	2018 归母净利润 (亿元)	2019E 归母净利润 (亿元)	2018 股息率 (%)	2019E 股息率 (%)
首开股份	212	32	38	4.88	5.79
金科股份	405	39	52	4.74	6.40
荣盛发展	414	76	96	4.73	5.99
华发股份	166	23	29	4.45	5.75
金地集团	620	81	99	4.37	5.40
绿地控股	840	114	145	4.35	5.55
华夏幸福	853	117	150	4.22	5.40
新城控股	853	105	130	3.95	4.89
招商蛇口	1,583	152	183	3.86	4.62
蓝光发展	216	22	34	3.60	5.48
万科A	3,547	338	413	3.30	4.04
保利地产	1,909	189	246	3.12	4.05
泰禾集团	154	26	31	1.77	2.15
滨江集团	145	12	17	1.28	1.78
中南建设	358	22	41	1.24	2.30
阳光城	332	30	42	0.68	0.94

注：市值数据截至2019年12月20日，2019年归母净利润除金地集团外来自Wind一致预期，假设2019年分红比例与2018年保持一致

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表70：A股重点房企现金分红率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资建议：平衡孕育新成长，而立之年再出发

盈利预测假设：

(1) 房地产开发：2019 半年报显示公司未结算口径的土地储备约 4760 万平，按照 2016-2018 年销售均价 1.75 万元/平估算的可结算货值约 8330 亿元。考虑到公司项目结转周期 3 年左右，假设 2019-2021 年的收入全部由当前项目来贡献，且 3 年结转完毕。参考 NAV 估值中项目结转节奏，预计 2019-2021 年表内结转总货值 2567 亿元，对应 2019-2021 年房地产开发收入分别为 654、850.3 和 1062.8 亿元。鉴于 2016-2018 年公司拿地成本继续上行，预计 2019-2021 年毛利率由 2018-2019 前三季度 42% 的均值降至 39%、37.5%、36%。

(2) 物业管理：年报及公司官网显示，金地物业管理面积由 2018 年的 1.5 亿平增长至 2019 年的 2.5 亿平左右，开发项目竣工交付对物业管理规模的支撑有望在未来 3 年持续兑现，假设 2019-2021 年物业管理收入能够保持年均 10% 的增长。同时考虑到新交付项目定价偏高，毛利率有望维持近三年高位的 9.5%。

(3) 物业出租：金地商置 2019 半年报中预期在建商业物业组合能够带来 15 亿元的租金收入（2018 年已有自持项目租金、管理费总收入约 5.07 亿元），随着一、二线城市核心区自持物业的交付和培育成熟，公司物业出租收入有望保持快速增长。我们保守假设 2019-2021 年租金收入增速 20%，2021 年达到 14.9 亿元。考虑到增量物业前期成本投入，2019-2021 年毛利率维持近 5 年 88.8% 的低位。

图表71： 盈利预测关键假设表（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	376.63	506.99	704.31	904.96	1,122.61
YoY	-32.15%	34.61%	38.92%	28.49%	24.05%
房地产开发	336.60	460.59	654.04	850.25	1,062.81
YoY	-35.63%	36.84%	42.00%	30.00%	25.00%
物业管理	20.52	21.55	23.71	26.08	28.68
YoY	24.97%	5.02%	10.00%	10.00%	10.00%
物业出租	7.37	8.61	10.33	12.40	14.88
YoY	10.49%	16.82%	20.00%	20.00%	20.00%
其他主营业务	8.28	10.76	10.76	10.76	10.76
YoY	30.39%	29.95%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	3.86	5.48	5.48	5.48	5.48
YoY	42.44%	41.97%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	34.82%	43.12%	39.33%	37.89%	36.44%
房地产开发	33.96%	43.08%	39.00%	37.50%	36.00%
物业管理	6.35%	9.53%	9.53%	9.53%	9.53%
物业出租	94.84%	88.77%	88.77%	88.77%	88.77%
其他主营业务	57.63%	47.49%	47.49%	47.49%	47.49%
其他业务	97.98%	98.60%	98.60%	98.60%	98.60%
销售费用率	3.30%	2.79%	2.40%	2.30%	2.20%
管理费用率	6.97%	6.44%	6.00%	5.75%	5.50%
财务费用率	-0.31%	-1.29%	0.57%	0.75%	0.38%
归母净利润	68.43	80.98	100.02	120.30	144.20
YoY	8.61%	18.35%	23.51%	20.27%	19.87%
EPS	1.52	1.79	2.22	2.66	3.19

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司可售货值充足，看好公司在主流城市聚焦策略下持续施展弹性。我们估算公司重估后每股净资产 21.10 元，当前股价相比每股 RNAV 折价 34.92%。维持公司 2019-2021 年 EPS 为 2.22、2.66、3.19 元的盈利预测。可比公司 2020 年平均 PE 5.3 倍，公司在较高销售增速和股息率预期下，具备一定估值溢价，我们认为公司 2020 年合理 PE 估值 7-7.5 倍，目标价 18.62-19.95 元，维持“买入”评级。

图表72： 公司 RNAV 估值

WACC	6.28%
房地产项目净权益增加值 (百万元)	46,142
2019 年三季度末归母净资产 (百万元)	49,108
RNAV (百万元)	95,250
股本 (百万股)	4,515
每股 RNAV (元)	21.10
当前股价 (元)	13.73
相对 RNAV 折价	34.92%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表73： 可比公司估值表

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	3,538.14	31.03	3.06	3.66	4.33	5.13	10.14	8.49	7.16	6.05
保利地产	1,908.98	15.86	1.59	2.06	2.50	2.97	9.97	7.70	6.34	5.33
绿地控股	839.60	6.87	0.93	1.19	1.47	1.80	7.39	5.75	4.68	3.82
华夏幸福	852.88	27.99	3.79	4.98	6.39	8.06	7.39	5.62	4.38	3.47
新城控股	852.82	37.26	4.69	5.76	7.92	10.35	7.94	6.47	4.70	3.60
招商蛇口	1,583.24	19.87	1.89	2.31	2.82	3.43	10.51	8.61	7.06	5.80
泰禾集团	154.31	6.24	2.05	1.25	1.52	1.84	3.04	5.01	4.09	3.40
中南建设	357.85	9.57	0.59	1.09	1.87	2.39	16.19	8.79	5.12	4.01
阳光城	332.22	7.96	0.66	1.03	1.39	1.84	12.06	7.73	5.72	4.33
荣盛发展	413.51	9.40	1.74	2.20	2.69	3.26	5.40	4.27	3.50	2.88
首开股份	211.52	7.99	1.07	1.46	1.67	1.95	7.49	5.48	4.78	4.09
蓝光发展	215.81	7.08	0.62	1.13	1.69	2.14	11.38	6.28	4.20	3.31
金科股份	405.28	7.46	0.72	0.98	1.25	1.54	10.36	7.59	5.97	4.84
滨江集团	145.30	4.68	0.39	0.54	0.66	0.83	12.00	8.64	7.10	5.64
平均							9.38	6.89	5.34	4.33

注：截至 2019 年 12 月 20 日，盈利预测数据来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

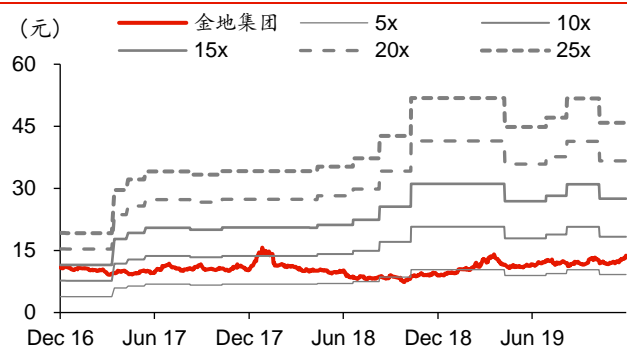
风险提示

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。

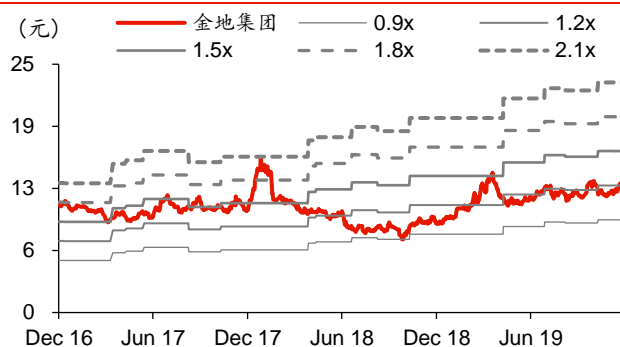
PE/PB - Bands

图表74: 金地集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表75: 金地集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

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	295,544	328,899
现金	27,406	44,010	48,542	61,021	70,924
应收账款	62.11	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	5,140	6,746	7,421	8,163	8,979
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	317,337	357,153	396,848
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	30,615	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	45,917	54,601	64,998
归属母公司股东权益	40,764	46,451	54,085	63,111	73,848
负债和股东权益	207,942	278,355	317,337	357,153	396,848

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)	2,236	11,861	10,460
净利润	9,477	12,105	14,809	17,811	21,350
折旧摊销	140.84	162.21	191.09	265.33	336.73
财务费用	(117.61)	(653.35)	403.47	675.52	424.72
投资损失	(4,950)	(4,084)	(4,696)	(5,166)	(5,682)
营运资金变动	(11,562)	(10,374)	(9,789)	(2,321)	(6,730)
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	2,859	1,153	(55.77)
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	(405.87)	(1,138)	(1,376)
现金净增加额	6,127	14,398	4,532	12,480	9,902

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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)	403.47	675.52	424.72
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	26,653
所得税	2,203	3,006	3,678	4,423	5,302
净利润	9,477	12,105	14,809	17,811	21,350
少数股东损益	2,635	4,006	4,807	5,781	6,930
归属母公司净利润	6,843	8,098	10,003	12,030	14,421
EBITDA	11,679	14,687	19,119	23,222	27,458
EPS (亿元, 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	19.81
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	23.07	26.83	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	597.06	589.95	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)	0.50	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)	9.06	7.65	6.20	5.15	4.30
PB (倍)	1.52	1.33	1.15	0.98	0.84
EV_EBITDA (倍)	5.98	4.76	3.65	3.01	2.54

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