

## 金地集团 (600383.SH) 销售靛眼，深耕核心城市，持有物业蓄势待发

2020年07月09日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

陈鹏（联系人）

qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520060001

证书编号：S0790120060038

日期	2020/7/8
当前股价(元)	16.60
一年最高最低(元)	17.77/11.14
总市值(亿元)	749.42
流通市值(亿元)	749.42
总股本(亿股)	45.15
流通股本(亿股)	45.15
近3个月换手率(%)	39.94

### ● 地产开发持续发力，两翼锦上添花，给予“买入”评级

金地集团销售持续提速，品牌效应明显；土储总量丰富，同时战略布局“一线+核心二线”城市，深耕能力突显；公司融资杠杆水平持续低位，融资优势较为明显。此外，“商业+金融”两翼锦上添花，内在价值大幅低估。我们预计2020-2022年公司归母净利润115.89、133.06、152.84亿元，同比增速分别为15.0%、14.8%、14.9%，对应EPS为2.57、2.95、3.39元，当前股价对应PE为6.5、5.6、4.9倍。首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 销售扩张，拿地积极，权益回升，坚持布局一二线重点城市

销售持续扩张，2019年销售金额达2106亿元，同比增长30%，跨越两千亿台阶。投资端，公司2017年后拿地力度持续加大，土储增长迅猛。从城市布局看，公司深耕一二线城市的同时，适当布局强三线城市。截至2019年，公司已布局全国61个城市，总土储达5233万平方米。

### ● 着力打造“一体两翼”发展，积极布局持续物业运营、物管和房地产金融

1) 持有物业运营：通过子公司金地商置运作，2019年实现物业出租收入9.69亿元，毛利率高达79%；2) 物业管理：金地物业2019年公司合同管理面积突破2.1亿平米，客户满意度高达99%；3) 房地产金融：稳盛投资是专注于国内外房地产投资管理的私募股权投资基金管理人，致力于为全球投资者打造稳健、专业的投资平台。

### ● 盈利能力强，杠杆空间充裕，融资优势明显

公司2019年销售毛利率高达40.5%，净利率为24.5%，盈利能力显著高于行业内其他龙头公司；杠杆稳健，净负债率为60.24%，处于行业低位。融资方面，公司2019年债务融资加权平均成本仅为4.99%，融资优势明显。

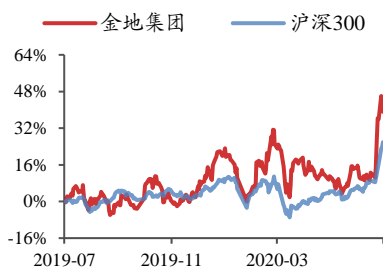
**风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险（调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、利率调整等）；企业运营风险（人员变动、施工、拿地等）。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	50,699	63,420	73,449	84,974	98,524
YOY(%)	34.6	25.1	15.8	15.7	15.9
归母净利润(百万元)	8,098	10,075	11,589	13,306	15,284
YOY(%)	18.4	24.4	15.0	14.8	14.9
毛利率(%)	43.1	40.8	41.8	40.9	41.4
净利率(%)	16.0	15.9	15.8	15.7	15.5
ROE(%)	18.2	18.8	18.3	17.8	17.3
EPS(摊薄/元)	1.79	2.23	2.57	2.95	3.39
P/E(倍)	9.3	7.4	6.5	5.6	4.9
P/B(倍)	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

## 目 录

1、三十余载蓬勃发展，“一主两翼”稳健前行.....	4
2、销售扩张，拿地积极，未来可持续性.....	5
2.1、住宅地产开发业务仍是公司主要收入来源.....	5
2.2、销售逆势上涨，品牌效应明显.....	5
2.3、加仓拿地，权益比例持续回升，盈利高位企稳.....	6
2.4、土储充沛，以一二线城市为主，价值可观.....	8
3、深化“商业+金融”两翼宏图，前瞻布局、多元成长.....	9
3.1、物业出租发展迅猛，盈利能力强.....	9
3.2、物业管理全方位、高品质.....	10
3.3、房地产金融业务持续拓展.....	11
4、盈利能力强，杠杆空间充裕.....	12
4.1、高盈利、高分红，业绩确定性强.....	12
4.2、杠杆水平持续低位，融资优势明显.....	13
5、盈利预测与投资建议.....	14
5.1、盈利预测.....	14
5.2、投资建议.....	15
6、风险提示.....	16
附：财务预测摘要.....	17

## 图表目录

图 1：金地集团秉持“科学筑家”理念，三十余载稳健发展.....	4
图 2：金地集团无控股股东及实际控制人.....	4
图 3：金地集团营收增长可观.....	5
图 4：金地集团地产开发业务仍是主要收入来源.....	5
图 5：金地集团 2019 年销售金额跨越两千亿新台阶.....	5
图 6：金地集团 2019 年销售面积突破千万平米.....	5
图 7：金地集团 2019 年销售均价处于行业中高水平.....	6
图 8：金地集团 2019 年拿地面积同比增长 57%.....	7
图 9：金地集团 2019 年拿地金额同比增长 20%.....	7
图 10：金地集团 2017 年后积极补土储.....	7
图 11：金地集团投资额主要集中在核心一二线区域.....	7
图 12：金地集团拿地均价/销售均价比例略有回升.....	8
图 13：2019 年金地集团拿地权益比例稳步提升至 52%.....	8
图 14：金地集团土地储备增长迅猛.....	8
图 15：金地集团土储权益比例稳定在 54%.....	8
图 16：金地集团单城土储充沛.....	9
图 17：金地集团 2019 年深耕全国 61 座城市.....	9
图 18：金地集团一体两翼发展战略.....	9
图 19：金地集团物业出租收入高速增长.....	10
图 20：金地集团可供出租物业主要为商业、写字楼.....	10
图 21：金地集团 2019 年物业出租毛利率维持 79% 水平.....	10

图 22: 金地集团 2019 年物业管理收入增长迅猛.....	11
图 23: 2010 年以来金地物业客户满意度保持行业领先.....	11
图 24: 金地集团物业管理毛利率底部持续回升中.....	11
图 25: 金地集团盈利能力持续提升.....	12
图 26: 金地集团业绩增长靓丽.....	12
图 27: 金地集团预收账款规模扩张.....	12
图 28: 金地集团分红比例稳居 30% 以上.....	12
图 29: 金地集团 2019 年有息负债达 948 亿元.....	13
图 30: 金地集团杠杆水平持续低位.....	13
图 31: 金地集团平均融资成本不到 5%.....	13
表 1: 金地集团八大产品系列覆盖全客户类型.....	6
表 2: 稳盛投资部分已投案例展示.....	11
表 3: 2020 年以来金地集团发债情况.....	14
表 4: 可比主流房企 2020/2021 年 PE 估值均值在 5.7、4.8 倍.....	14
表 5: 可比主流房企 2020/2021 年 PB 估值均值在 1.19、0.99 倍.....	15

## 1、三十余载蓬勃发展，“一主两翼”稳健前行

金地集团创立于1988年，总部位于深圳。1993年公司开始切入房地产行业，同年设立子公司金地物业开展物业管理业务，2001年在上交所上市，2011年公司确立“以住宅业务为核心，以商业地产和金融业务为两翼”的发展战略。目前公司业务主要涵盖住宅开发、商业地产开发与持有运营、房地产金融、物业服务与社区经营等领域。2019年公司实现销售金额2106亿元，同比增长30%，位列CRIC发布的2019年度百强房企销售排行榜第14位。

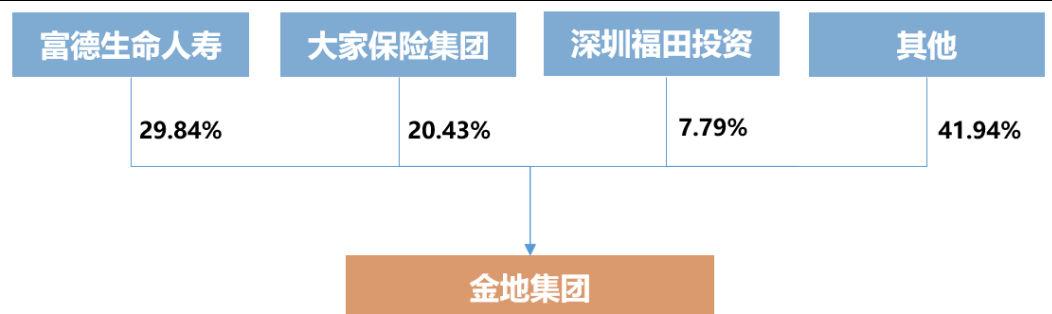
图1：金地集团秉持“科学筑家”理念，三十余载稳健发展



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司无控股股东及实际控制人。截至2020年一季度末，公司第一大股东为富德生命人寿，其持有公司13.47亿股，持股比例29.84%。此外大家保险集团持股20.43%，深圳福田投资持股7.79%，其余股权为公众持股。

图2：金地集团无控股股东及实际控制人



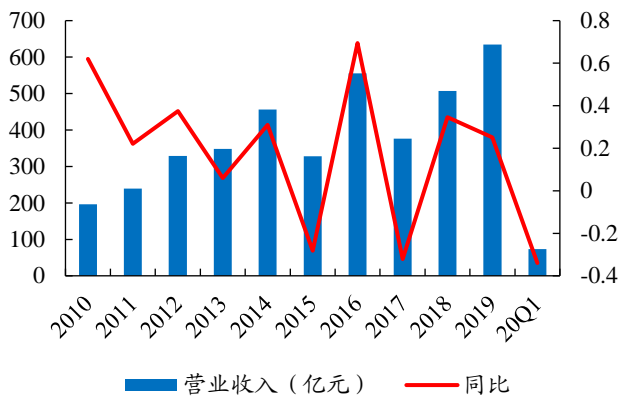
资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、销售扩张，拿地积极，未来可持续性

### 2.1、住宅地产开发业务仍是公司主要收入来源

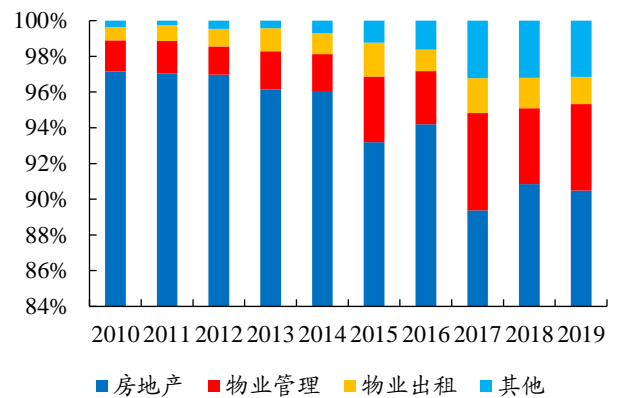
公司于2010年提出以住宅地产开发为主体，商业地产和房地产金融为两翼的“一体两翼”发展战略。2019年，公司房地产开发业务收入574亿元，同比增长25%，占公司总营收比重为90.5%，目前地产开发业务目前仍是公司营收的主要来源。

图3：金地集团营收增长可观



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：金地集团地产开发业务仍是主要收入来源

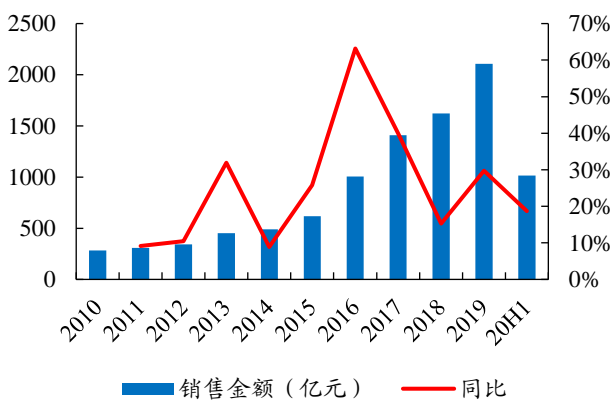


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.2、销售逆势上涨，品牌效应明显

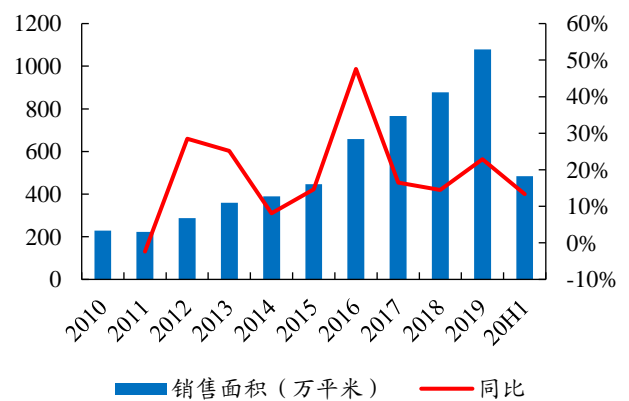
公司销售规模实现逆势扩张。2019年公司实现销售面积1079万平方米，同比增长22.9%，销售金额2106亿元，成功跨越两千亿新台阶，同比增长29.7%。面对严峻复杂的市场环境，公司制定合理的销售策略，实现了规模的稳定增长。由于公司前瞻的城市布局和积极推货，2020H1公司销售规模逆势上升，实现销售金额1016亿元，同比增长18.7%。

图5：金地集团2019年销售金额跨越两千亿新台阶



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：金地集团2019年销售面积突破千万平方米

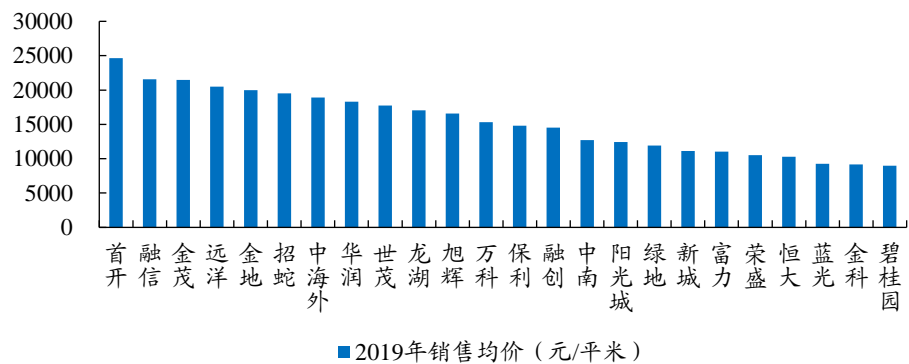


数据来源：公司公告、开源证券研究所

在城市深耕战略的指引下，公司所在城市市场份额得到进一步稳固和提升，2019年公司在上海、杭州、天津、南京、东莞、海口、沈阳、昆明、嘉兴等十几个城市的市场排名均位列前十。从销售均价看，金地集团销售均价处于行业中高水平，主要源于公司定位城市以核心一二线城市为主，城市能级较高，且产品具备一定品牌效应。

目前公司主要有八大产品系列，包括格林、褐石、名仕、天境、世家、风华、未来、峯汇系列，覆盖了首置、首改、二次改善等不同阶段的客户群体，满足不同消费价值观、不同家庭生命周期的客户需求。

**图7：金地集团 2019 年销售均价处于行业中高水平**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表1：金地集团八大产品系列覆盖全客户类型**

系列	产品特质	定位
格林系	自然、温馨、舒适、活力	追寻舒适生活的城市大众
褐石系	经典的立面、质朴典雅的景观	追逐藏于光阴背后美好的中产
名仕系	注重精致细节，体现典雅格局的同时，缔造舒适空间	成功道路上一路向前的新富
天境系	享受、内敛、自在、创新	善于发现真我价值的智富精英
世家系	以人为主旨的创新，将时代的生命力注满每个空间和细节	志在传承百年的中国世家
风华系	融入东方风格，糅合时尚现代感和中式传统	高于褐石系列
未来系	注重年轻人的偏好和需求	用活力绽放青春梦想的青年
峯汇系	融合创新价值体验的国际化豪宅	针对高净值城市新贵的高端改善住宅

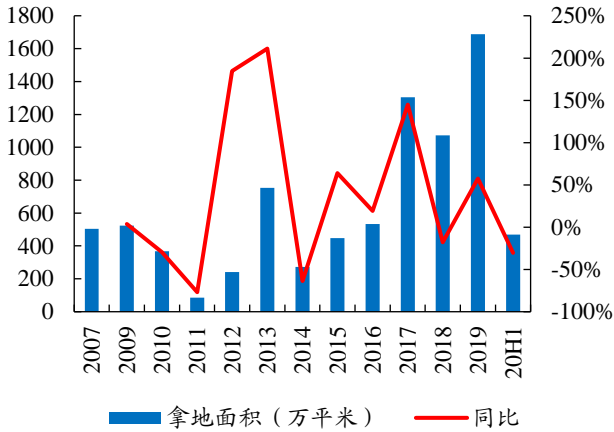
资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

### 2.3、加仓拿地，权益比例持续回升，盈利高位企稳

公司自 2017 年后拿地力度持续回升，拿地以一二线城市为主。2017-2019 年公司投资强度有所回升，拿地金额占同期销售金额比例分别达到 71%、62%、57%；2020

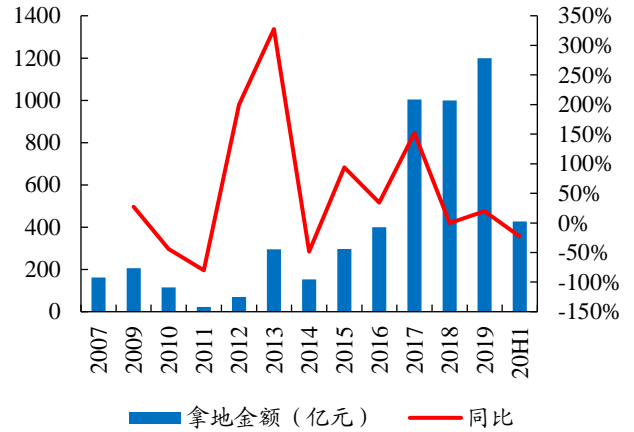
年上半年,公司拿地金额427亿元,同比下降23%,占销售金额比例依然维持在42%;公司处于积极补土储过程中。从结构看,公司深耕一、二线城市的的同时,适当下沉部分强三线城市,2019年总投资额中,一二线城市占比65%,三四线城市占比35%。

图8: 金地集团 2019 年拿地面积同比增长 57%



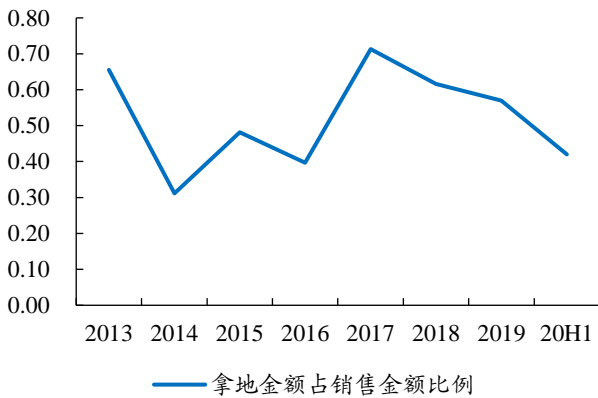
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图9: 金地集团 2019 年拿地金额同比增长 20%



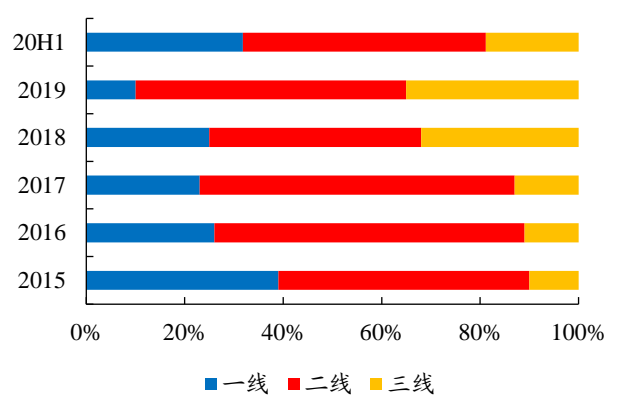
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 金地集团 2017 年后积极补土储



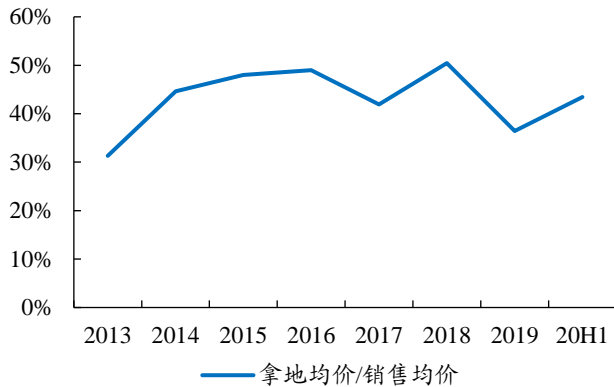
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 金地集团投资额主要集中在核心一二线区域

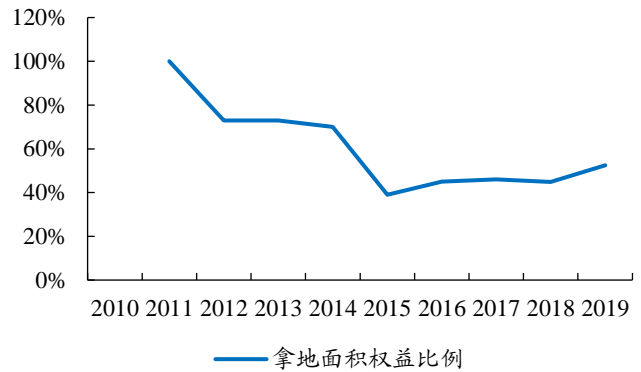


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

严控地价, 拿地权益比例保持稳定。公司 2019 年拿地均价 7109 元/平米, 占当年销售均价的 36%, 2016-2018 年平均拿地均价占比销售均价为 47%; 2019 年地价占销售均价比例略有下降, 一方面在布局上略有下沉, 但拿地相对理性情况下, 后续利润率水平更高, 也更加稳定。从拿地面积权益比例来看, 公司从 2015 年的 39% 的低位稳步提升至 2019 年的 52%, 2016-2018 年稳定在 45% 左右水平, 公司仍然较为注重合作方式开发, 但也逐渐提升权益比例。

**图12: 金地集团拿地均价/销售均价比例略有回升**


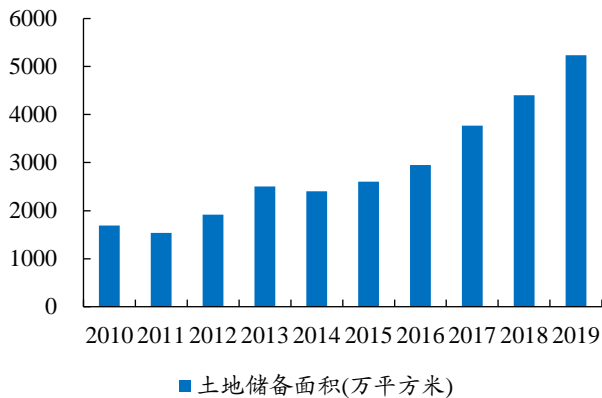
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图13: 2019年金地集团拿地权益比例稳步提升至52%**


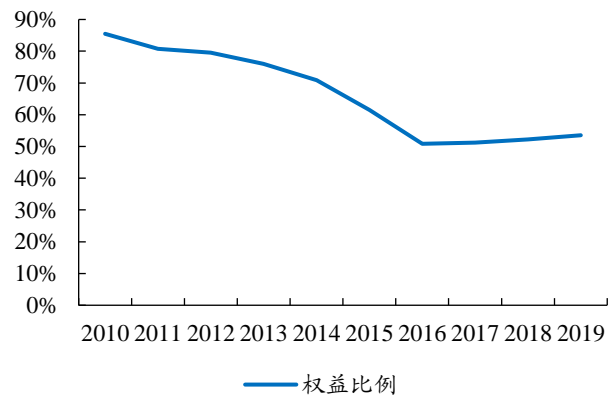
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.4、土储充沛，以一二线城市为主，价值可观

公司土储充沛，权益比例保持稳定。截至2019年，公司已布局全国61个城市，总土地储备达5233万平方米，经历2017-2018年的加仓拿地，公司土地储备增长较为迅猛。从土储权益比例看，公司2010-2016年权益比例下降较为明显，公司持续注重合作开发，2016年后公司土储权益比例缓慢提升，2019年达54%左右，目前公司土地储备可满足公司3年左右开发需求。

**图14: 金地集团土地储备增长迅猛**


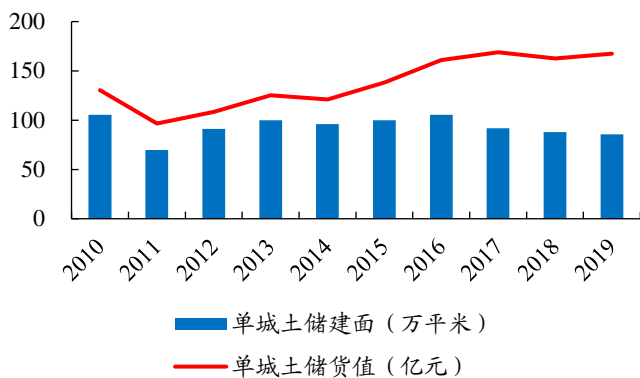
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图15: 金地集团土储权益比例稳定在54%**


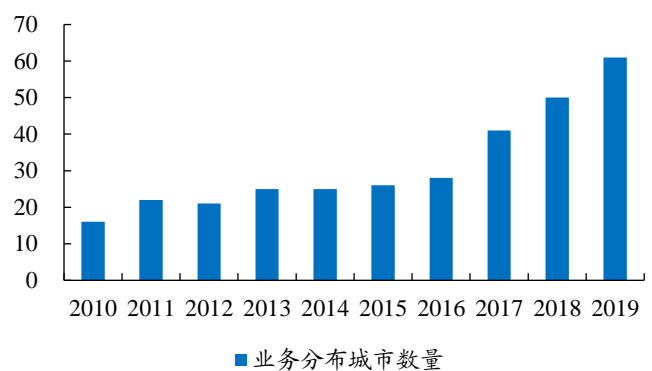
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司重点布局一二线城市，深耕战略凸显。2019年公司在一二线城市土储占比75%。目前，公司已形成华南、华东、华北、华中、西部、东北、东南七大区域的全国化布局，精耕全国61座城市，单城市土地储备面积达86万平方米，若以2019年销售均价计算，公司单城市土储货值达167亿元。



**图16: 金地集团单城土储充沛**


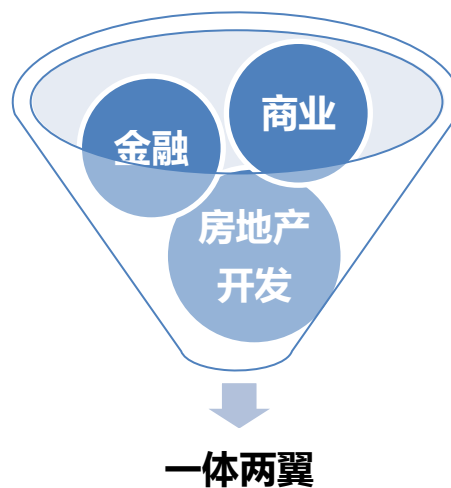
数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (货值=建面\*销售均价)

**图17: 金地集团 2019 年深耕全国 61 座城市**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、深化“商业+金融”两翼宏图，前瞻布局、多元成长

除房地产开发与销售外，公司还积极探索商业地产及房地产金融领域，挖掘新的盈利增长点。公司具体的业务板块分为住宅地产开发、商业地产和产业地产开发及运营、房地产金融及物业管理服务等。

**图18: 金地集团一体两翼发展战略**


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

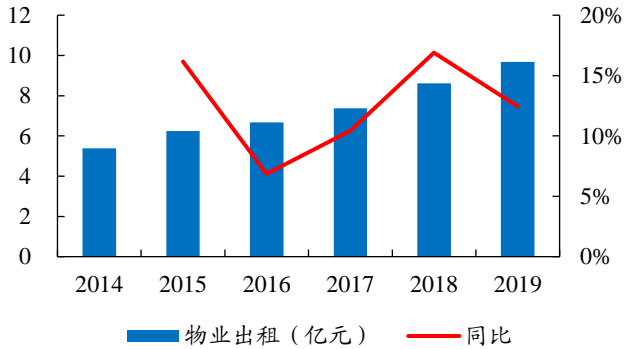
#### 3.1、物业出租发展迅猛，盈利能力强

公司物业出租业务主要是通过子公司金地商置进行开发、运营，其运行业态包括城市综合体、写字楼、产业园和酒店等。金地商置持有的商业地产主要位于一线城市的核心地段，同时产业园已经形成良好的聚集效应，运营情况整体良好。金地商置旗下代表项目包括北京金地中心、深圳威新科技园、西安金地中心等。

截至 2019 年底，公司持有可供出租物业面积累计 82.5 万平方米，同比增长 39%；

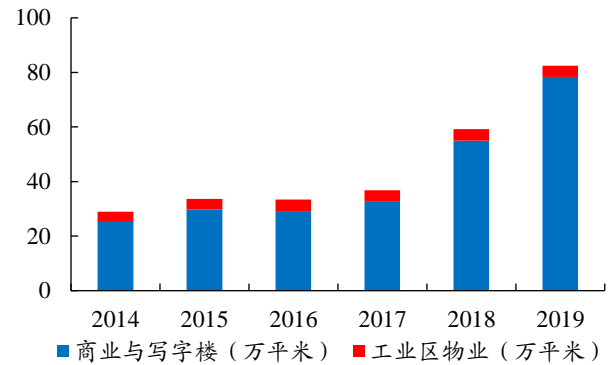
其中商业与写字楼 78.4 万平方米，工业区物业 4.1 万平方米。2019 年公司物业出租收入达 9.69 亿元，同比增加 12%，毛利率维持在 79%，高毛利水平推动公司整体盈利能力更上一个阶梯。

图19: 金地集团物业出租收入高速增长



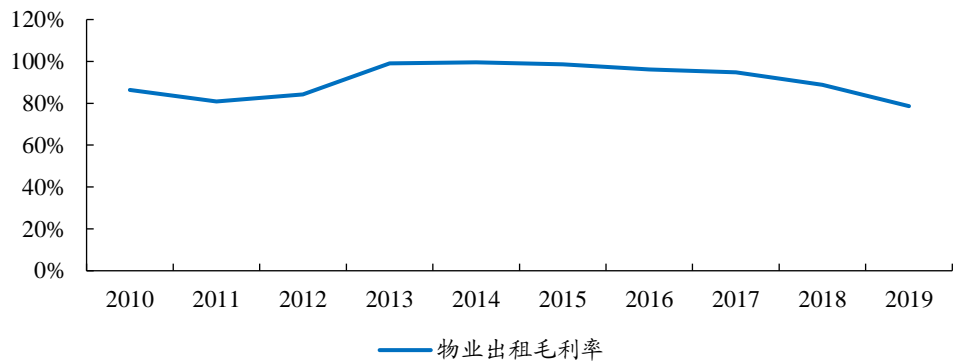
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 金地集团可供出租物业主要为商业、写字楼



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

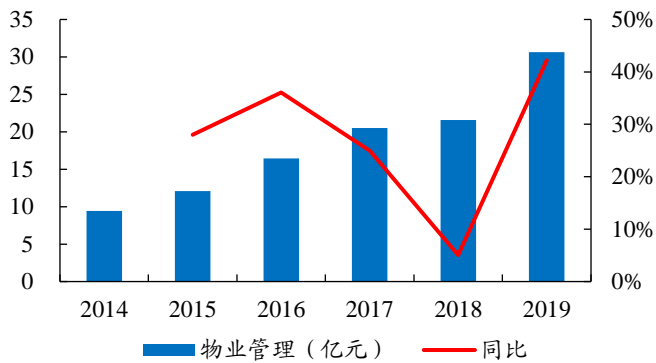
图21: 金地集团 2019 年物业出租毛利率维持 79% 水平



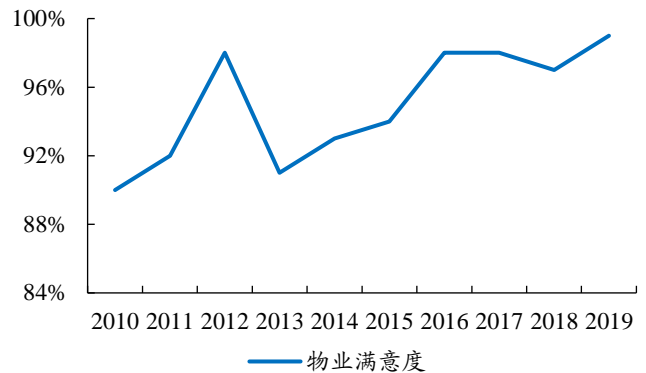
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.2、物业管理全方位、高品质

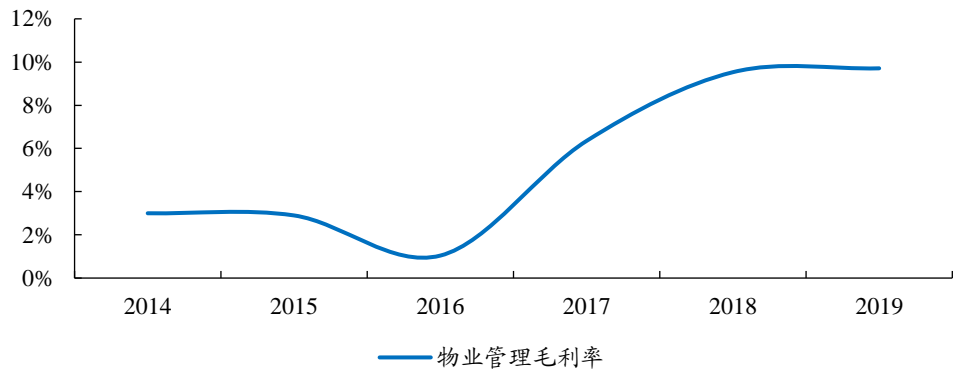
金地物业成立于 1993 年，是金地集团旗下提供物业管理服务、资产和客户资源运营的平台。金地集团在 2013 年对物业进行了全面整合，下辖各个物业公司、楼宇工程公司、社区商业、房屋配套升级、二手房、养老、社区教育等各专项业务板块。截至 2019 年末，金地集团合同管理面积突破 2.1 亿平方米。

**图22: 金地集团 2019 年物业管理收入增长迅猛**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图23: 2010 年以来金地物业客户满意度保持行业领先**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图24: 金地集团物业管理毛利率底部持续回升中**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.3、 房地产金融业务持续拓展

公司旗下稳盛投资早在 2006 年开启国内房地产金融业务的探索,是较早专注于中国房地产市场投资的私募基金管理公司。2017 年 5 月,稳盛投资与嘉实资本合作,顺利取得上交所核发的“嘉实金地八号桥资产支持证券”发行无异议函,这是国内 ABS 历史上首单文化创意园区资产证券化产品。在未来业务规划上,公司将继续在稳步推进住宅投资业务的同时,加大对创新业务的研发及投资力度,比如城市更新、资产证券化业务等。

**表2: 稳盛投资部分已投案例展示**

项目名称	物业类型	投资规模 (亿元)	建筑面积 (万平方米)
武汉项目	住宅、商业	9	38.54
温州项目	住宅、商业	7.2	34
上海 8 号桥项目 ABS	创意产业园	4.2	6
南京项目	小高层住宅	0.78	8.0
青岛项目	高层、小高层住宅	0.91	18.3
深圳项目	高层住宅、写字楼	2.0	51

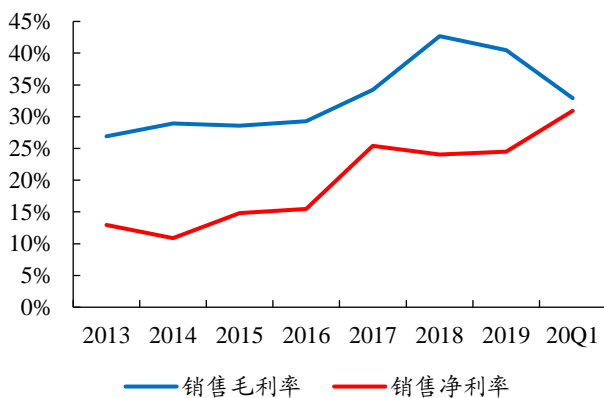
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

## 4、盈利能力强，杠杆空间充裕

### 4.1、高盈利、高分红，业绩确定性强

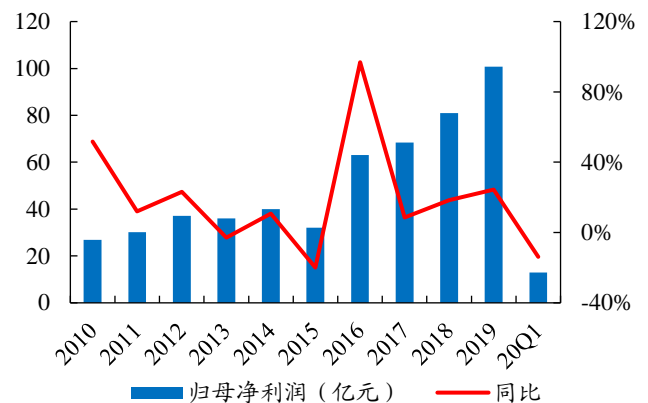
得益于 2015-2017 年房地产销售价格的快速上涨，对应 2017-2019 年项目结算毛利率有大幅提升。2019 年公司销售毛利率为 40.5%，同比下降 2.2 个百分点；投资收益 60 亿元，公司净利率为 24.5%，显著高于行业内其他龙头公司。公司的毛利率与净利率在行业内均处于上游，主要系公司销售房产主要位于一线、二线城市，同时金地品牌具有较好的市场知名度和良好的产品规划，在市场中有较强竞争力。

图25：金地集团盈利能力持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

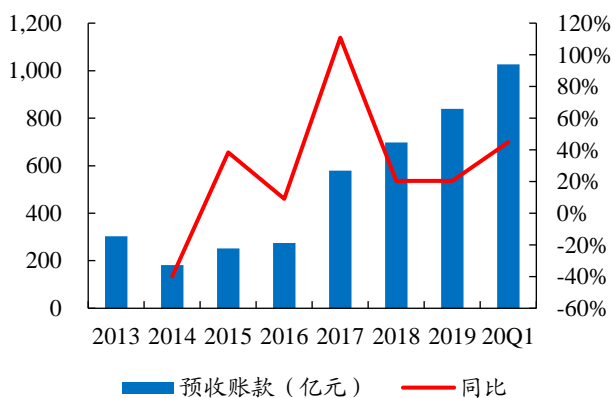
图26：金地集团业绩增长靓丽



数据来源：公司公告、开源证券研究所

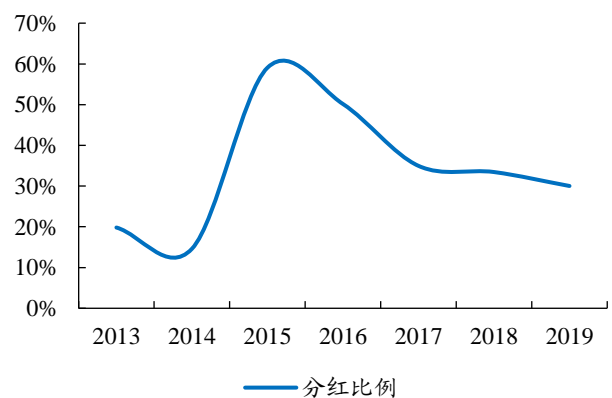
预收账款确保业绩释放，高分红符合股东利益。得益于连续两年销售规模的高速增长，2020 年一季度公司预收账款 1027 亿元，同比增长 45%，有力保障公司未来业绩增长。

图27：金地集团预收账款规模扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：金地集团分红比例稳居 30%以上



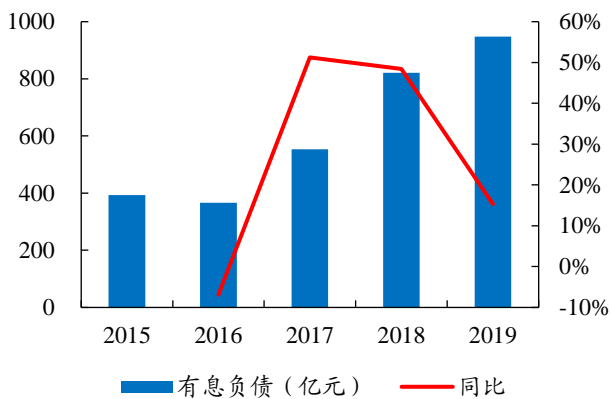
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司连续五年分红比例超过 30%。2019 年分红率分别为 30.02%，按照当前股价计算（截至 2020 年 7 月 7 日），公司股息率达 3.5%。

#### 4.2、杠杆水平持续低位，融资优势明显

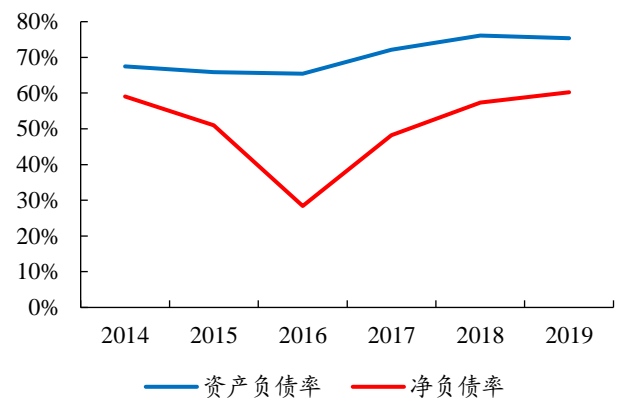
融资成本低，杠杆空间充裕。2019 年公司有息负债为 947.58 亿元，同比增长 15.4%；债务融资加权平均成本为 4.99%，较前值略提升 0.2 个百分点，仍处于行业低位。公司资产负债率为 75.40%，同比下降 0.7 个百分点；净负债率为 60.24%，同比提升 2.9 个百分点。

图29：金地集团 2019 年有息负债达 948 亿元



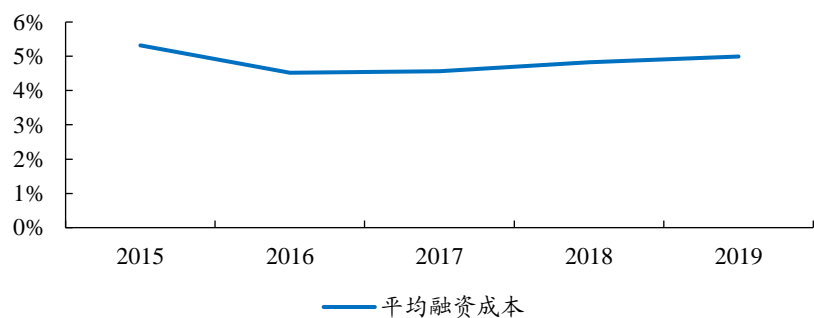
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：金地集团杠杆水平持续低位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：金地集团平均融资成本不到 5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020 年以来，公司累计发行中票 40 亿元、超短融 40 亿元，加权票面利率低至 2.96%，发债成本持续创新低。

**表3: 2020年以来金地集团发债情况**

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	票面利率
20金地 MTN002	中票	2020-06-05	2023-06-05	20.00	3.30%
20金地 MTN001A	中票	2020-04-03	2023-04-03	15.00	3.05%
20金地 MTN001B	中票	2020-04-03	2025-04-03	5.00	3.55%
20金地 SCP004	超短融	2020-03-20	2020-12-15	10.00	2.60%
20金地 SCP003	超短融	2020-03-16	2020-12-11	10.00	2.63%
20金地 SCP002	超短融	2020-03-06	2020-12-01	10.00	2.69%
20金地 SCP001	超短融	2020-02-20	2020-11-16	10.00	2.83%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、盈利预测

金地集团自 2015 年后销售规模增速持续高位, 但公司自 2010-2016 年持续加大合作开发比例, 权益比例有所下降, 2019 年公司土地储备权益比例仍然维持在 54% 低位; 考虑到销售至结算的 2-3 年滞后期, 进一步导致了公司业绩增速不及销售规模增速。我们判断未来 3 年 T 期结算额/T-2 期销售额指标将筑底回升, 预计 2020-2022 年该指标为 40.8%、36%、36%, 对应房地产开发业务收入增速为 15.8%、15.7%、15.9%;

金地物业 2019 年合同管理面积突破 2.1 亿平方米, 目前毛利率处于低位, 仅 9.71%, 从 2016 年后持续好转, 预计后续改善空间仍然较大; 2019 年该业务收入增速达 41%, 未来 2020-2022 年收入增速均保持在 30%、30%、25% 水平;

物业出租业务收入规模相对较小, 且收入增速一般, 预计 2020-2022 年收入增速保持 12%、12%、10% 水平。

最终我们测算出, 2020-2022 年公司营收分别为 734.49、849.74、985.24 亿元, 同比增速分别为 15.8%、15.7%、15.9%; 归母净利润 115.89、133.06、152.84 亿元, 对应 EPS 为 2.57、2.95、3.39 元, 当前股价对应 PE 为 6.5、5.6、4.9 倍。对比主流房企 2020/2021 年 PE 均值在 5.7、4.8 倍, 公司作为老牌龙头房企, 销售规模仍能保持行业内较高增速, 且经营情况稳健; 同时“商业+金融”两翼多元发展, 物业管理业务管理面积破两亿平米, 持有物业价值可观, 因此享受一定龙头溢价较为合理, 与龙头公司万科 A、保利地产等属于同一水平。

**表4: 可比主流房企 2020/2021 年 PE 估值均值在 5.7、4.8 倍**

上市公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE 估值			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
万科 A	000002.SZ	3442	389	454	530	605	8.86	7.58	6.49	5.69
中南建设	000961.SZ	407	42	71	90	107	9.78	5.75	4.50	3.79
金科股份	000656.SZ	512	57	71	88	105	9.01	7.16	5.81	4.85

上市公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE 估值			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
阳光城	000671.SZ	314	40	54	69	81	7.80	5.76	4.51	3.86
蓝光发展	600466.SH	181	35	50	61	70	5.22	3.61	2.97	2.59
荣盛发展	002146.SZ	420	91	113	133	153	4.61	3.70	3.15	2.74
绿地控股	600606.SH	1045	147	175	204	235	7.09	5.98	5.11	4.46
保利地产	600048.SH	2123	280	330	390	459	7.59	6.43	5.45	4.62
<b>可比公司均值</b>							<b>7.50</b>	<b>5.75</b>	<b>4.75</b>	<b>4.08</b>
<b>金地集团</b>	<b>600383.SH</b>	<b>749</b>	<b>101</b>	<b>116</b>	<b>133</b>	<b>153</b>	<b>7.44</b>	<b>6.47</b>	<b>5.63</b>	<b>4.90</b>

数据来源：上市公司公告、Wind、开源证券研究所（除保利地产、金地集团外，其余为 Wind 一致预期）

从市净率角度看，公司 2020/2021 年市净率分别为 1.20、1.03 倍，主流公司分别为 1.19、0.98 倍，公司与行业主流公司相当，仍有一定提升空间。

表5：可比主流房企 2020/2021 年 PB 估值均值在 1.19、0.99 倍

上市公司	代码	收盘价 (元)	每股净资产(元)				PB 估值			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
万科 A	000002.SZ	30.40	16.64	19.56	23.27	27.42	1.83	1.55	1.31	1.11
中南建设	000961.SZ	10.82	5.71	7.28	9.34	11.79	1.90	1.49	1.16	0.92
金科股份	000656.SZ	9.58	4.98	6.10	7.30	8.85	1.93	1.57	1.31	1.08
阳光城	000671.SZ	7.66	5.33	7.79	9.22	10.95	1.44	0.98	0.83	0.70
蓝光发展	600466.SH	5.95	5.06	8.65	10.37	11.79	1.18	0.69	0.57	0.50
荣盛发展	002146.SZ	9.66	9.40	11.41	13.84	16.69	1.03	0.85	0.70	0.58
绿地控股	600606.SH	8.59	6.32	7.72	9.12	10.75	1.36	1.11	0.94	0.80
保利地产	600048.SH	17.79	11.76	13.71	16.47	19.76	1.51	1.30	1.08	0.90
<b>可比公司均值</b>							<b>1.52</b>	<b>1.19</b>	<b>0.99</b>	<b>0.82</b>
<b>金地集团</b>	<b>600383.SH</b>	<b>16.60</b>	<b>11.96</b>	<b>13.86</b>	<b>16.18</b>	<b>18.96</b>	<b>1.39</b>	<b>1.20</b>	<b>1.03</b>	<b>0.88</b>

数据来源：上市公司公告、Wind、开源证券研究所（除保利地产、金地集团外，其余为 Wind 一致预期）

## 5.2、投资建议

金地集团销售持续提速，品牌效应明显；加仓拿地确保土储总量丰富，同时战略布局“一线+核心二线”城市，深耕能力突显；此外，“商业+金融”两翼锦上添花，内在价值大幅低估。公司盈利可观，高分红比例确保高投资回报率，杠杆水平持续低位，融资优势较为明显。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 115.89、133.06、152.84 亿元，同比增速分别为 15.0%、14.8%、14.9%，对应 EPS 为 2.57、2.95、3.39 元，当前股价对应 PE 为 6.5、5.6、4.9 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大: 行业销售规模整体下滑, 房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险: 按揭贷款利率大幅上行, 购房者购房按揭还款金额将明显上升; 税收政策持续收紧, 房地产销售将承压, 带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧: 银行贷款额度紧张, 债券发行利率上行, 加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险: 企业高管及核心业务骨干人员变动, 施工进度变缓, 拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	227637	270823	283340	317430	345068
现金	44010	45142	52131	61611	67125
应收票据及应收账款	103	288	300	380	408
其他应收款	63742	77742	76888	96528	104541
预付账款	920	556	1154	824	1469
存货	112117	139783	145347	149812	162428
其他流动资产	6746	7313	7521	8275	9096
<b>非流动资产</b>	50718	63993	81636	100357	119865
长期投资	24787	35955	50855	66858	83590
固定资产	1060	1249	1529	1962	2521
无形资产	40	32	34	38	35
其他非流动资产	24830	26758	29217	31499	33720
<b>资产总计</b>	278355	334816	364975	417787	464933
<b>流动负债</b>	140613	188330	197037	228591	256057
短期借款	2646	3296	2971	3133	3052
应付票据及应付账款	14132	19776	20957	24658	25572
其他流动负债	123835	165259	173109	200800	227433
<b>非流动负债</b>	71265	64116	70806	74460	73417
长期借款	65020	56589	63398	66897	65834
其他非流动负债	6244	7528	7408	7563	7582
<b>负债合计</b>	211877	252447	267843	303051	329473
少数股东权益	20027	28275	34475	41593	49769
股本	4515	4515	4515	4515	4515
资本公积	3313	3712	3712	3712	3712
留存收益	38151	45491	56672	70173	85745
<b>归属母公司股东权益</b>	46451	54094	62658	73143	85690
负债和股东权益	278355	334816	364975	417787	464933

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-1828	7899	31431	14961	15606
净利润	12105	15465	17788	20425	23461
折旧摊销	162	196	244	304	379
财务费用	-653	101	305	323	423
投资损失	-4084	-5976	-6418	-7281	-8265
营运资金变动	-10374	-4381	20465	1944	517
其他经营现金流	1016	2494	-953	-754	-909
<b>投资活动现金流</b>	-5211	-9641	-10699	-10899	-10759
资本支出	856	1142	1121	902	1029
长期投资	-5709	-8042	-14900	-10034	-16732
其他投资现金流	-10064	-16541	-24478	-20030	-26462
<b>筹资活动现金流</b>	21330	5114	-13744	5419	667
短期借款	295	650	-325	163	-81
长期借款	25618	-8432	6809	3500	-1063
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-143	399	0	0	0
其他筹资现金流	-4440	12496	-20228	1756	1811
<b>现金净增加额</b>	14398	3412	6989	9481	5514

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	50699	63420	73449	84974	98524
营业成本	28836	37533	42769	50177	57764
营业税金及附加	6124	6172	7148	8270	9589
营业费用	1417	2110	2444	2827	3278
管理费用	3267	3958	4584	5304	6149
研发费用	44	61	67	80	91
财务费用	-653	101	305	323	423
资产减值损失	962	-218	570	184	489
其他收益	50	65	78	86	95
公允价值变动收益	341	501	421	461	441
投资净收益	4084	5976	6418	7281	8265
资产处置收益	1	2	1	2	1
<b>营业利润</b>	15178	19716	22480	25639	29541
营业外收入	84	101	110	300	250
营业外支出	151	307	150	173	195
<b>利润总额</b>	15111	19509	22440	25766	29596
所得税	3006	4044	4652	5341	6135
<b>净利润</b>	12105	15465	17788	20425	23461
少数股东损益	4006	5390	6199	7118	8176
<b>归母净利润</b>	8098	10075	11589	13306	15284
EBITDA	17336	21345	23481	26796	30521
EPS(元)	1.79	2.23	2.57	2.95	3.39

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	34.6	25.1	15.8	15.7	15.9
营业利润(%)	30.2	29.9	14.0	14.1	15.2
归属于母公司净利润(%)	18.4	24.4	15.0	14.8	14.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	43.1	40.8	41.8	40.9	41.4
净利率(%)	16.0	15.9	15.8	15.7	15.5
ROE(%)	18.2	18.8	18.3	17.8	17.3
ROIC(%)	11.0	11.2	12.4	12.6	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	76.1	75.4	73.4	72.5	70.9
净负债比率(%)	51.3	61.5	34.3	28.2	22.6
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	613.1	324.2	250.0	250.0	250.0
应付账款周转率	2.4	2.2	2.1	2.2	2.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.79	2.23	2.57	2.95	3.39
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.41	1.75	6.96	3.31	3.46
每股净资产(最新摊薄)	10.27	11.96	13.86	16.18	18.96
<b>估值比率</b>					
P/E	9.3	7.4	6.5	5.6	4.9
P/B	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.4	7.2	6.1	5.6	5.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835