

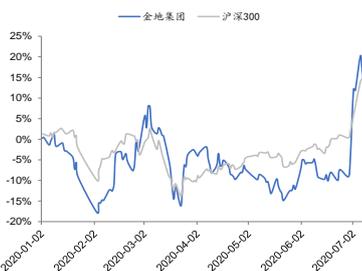


三十余载耕耘，稳健发展逢春

投资评级：增持（首次）

报告日期：	2020-07-13
收盘价(元)	15.26
近12个月最高/最低	17.43/11.23
总股本(百万股)	4515
流通股本(百万股)	4163
流通股比例(%)	92.20
总市值(亿元)	689
流通市值(亿元)	635

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邹坤

执业证书号：S0010520040001

邮箱：zoukun@hazq.com

研究助理：王洪岩

执业证书号：S0010120060026

邮箱：wanghy@hazq.com

主要观点：

行稳致远、厚积薄发，而立之年恰逢“新”机遇

2016年之前，公司在行业市场波动与自身战略调整的双重影响下，扩张力度偏保守，更多篇幅在于探索适合自身发展的路径。2016年后，在重点布局城市复苏的基础上，公司抓住“新”机遇，投资、经营转向积极。2019年在行业销售承压的情况下，公司实现逆势高增，彰显老牌房企稳健经营、无谓周期的风采。

土储充裕且布局合理，有选择下沉丰盛区域架构

2017-2019年，公司新增土储建面均高于同期销售面积，且土地投资总额占同期销售金额的比重维持在55%以上，土地投资较为积极。截至2019年末，公司总土地储备规模达5233万平方米，可满足未来3年的发展需求。其中，一二线城市占比约75%；传统三大都市圈合计占比超五成。公司近几年下沉城市多为主要都市圈内核心城市周边卫星城，市场基础良好，且有望享受区域协同发展带来一二线需求外溢的红利。充裕且布局合理的土地储备，助力公司销售规模稳步提升。

城市深耕、垂直增长是公司销售稳增的内核动力

2016年，公司以1006亿元的销售规模跨过千亿门槛，同比大幅增长63%。2019年，公司累计实现销售面积1079万平方米，同比增长22.9%；实现销售金额2106亿元，同比增长29.7%，逆势高增。2015-2019年销售金额、销售面积复合增速分别为36%和25%。值得注意的是，公司深耕城市单城销售金额从2014年的22.9亿元大幅提升至2019年的52.3亿元。期间随着2016年扩张转向积极，深耕城市的表现依然超过平均水平，印证公司销售规模提升并非单纯依靠布局横向铺开扩张，而是源自城市“精准定位+增强渗透率”的垂直增长。

财务稳健，成本管控能力突出，低杠杆蓄力更多成长空间

公司一直秉承稳健发展的理念。近几年，土地投资力度有所增加，带动2019年净负债率提升至58%，但依然处于行业较低位置。截至2019年末，公司货币资金规模达451.4亿元，综合融资成本4.99%且融资渠道畅通。公司有望凭借低杠杆、低成本、渠道畅通且债务结构合理等优势，在未来适应市场变化及自身发展需求等方面拥有更大的财务调整空间。

持续探索多元化地产新业务，提升主业附加值

(1) 商业地产及产业园区：截至2019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29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280万平方米；

(2) 房地产金融：公司早在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公司—稳盛投资。截至2017年12月，人民币及美元资产管理规模合计达到341亿元。(3) 金地物

业：截至 2019 年末，金地物业管理面积突破 2.1 亿平方米，同比增长 40%。服务已遍及全国 160 座城市。

投资建议

公司始终坚持深耕一二线核心城市及主要都市圈内具备升值潜力的强三线。2016 年以前，公司受外部环境变化及内部战略调整等因素的影响，增速放缓。2016 年后，公司在重点布局城市复苏的基础上，拿地态度转向积极、销售重回快车道。公司土地储备充裕且布局合理，助力未来销售规模稳步提升。当前整体流动性较为宽松，但行业资金面依然呈现松中有紧的局面。公司有望凭借通畅且多元化的融资渠道、较低的借贷成本、较优的杠杆水平，在未来发展过程中具备更多的主动性，为持续发展释放更多空间。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.63、3.09、3.62 元/股，对应当前股价 PE 分别为 5.80、4.94、4.21 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	63420	79135	96545	115536
收入同比(%)	25%	25%	22%	20%
归属母公司净利润	10075	11869	13952	16362
净利润同比(%)	24%	18%	18%	17%
毛利率(%)	40.82%	39.53%	38.54%	37.85%
ROE(%)	19%	18%	17%	17%
每股收益(元)	2.23	2.63	3.09	3.62
P/E	6.50	5.80	4.94	4.21
P/B	1.21	1.04	0.86	0.72

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：行稳致远，赋能美好生活.....	6
1.1 发展历程	6
1.2 股权结构	7
2 深耕核心都市圈，增速重回快车道	11
2.1 销售：开发提效、规模稳增，加强城市渗透率.....	11
2.2 拿地：保守转积极，能级下沉构建纵深和梯度布局	14
2.3 土储：存量丰厚，布局合理	19
2.4 产品：九大系列需求定位全覆盖.....	20
3 产业链纵横构建，主营与多元协同创新.....	21
3.1 金地商置：专业的商业开发及运营商.....	21
3.2 稳盛投资：专业的房地产基金管理平台.....	25
3.3 金地物业：规模稳增、为主业贡献附加值.....	27
4 融资渠道畅通，财务结构稳健.....	29
4.1 成本管控能力突出，净负债率低位运行.....	29
4.2 业绩逐步释放，实现高质量增长.....	32
5 估值与盈利预测.....	35
5.1 绝对估值	35
5.2 投资建议	35
风险提示：	36
财务报表与盈利预测.....	37

图表目录

图表 1 金地集团发展大事记.....	7
图表 2 金地集团股权结构 (截至 2020Q1 末)	7
图表 3 生命人寿、安邦人寿持股比例变动情况.....	8
图表 4 深圳市福田投资控股有限公司持股比例变动情况.....	8
图表 5 金地集团历年现金分红比例	9
图表 6 金地集团历年股息率	9
图表 7 险资入股的主流房企股息率水平 (%，2019)	9
图表 8 公司董事会构成 (2019)	10
图表 9 金地集团非独立董事简介	10
图表 10 金地集团销售金额及其同比.....	11
图表 11 金地集团销售面积及其同比.....	11
图表 12 公司 61 城布局情况 (截至 2019 年末)	12
图表 13 公司部分深耕城市新建住宅价格指数.....	12
图表 14 公司部分深耕城市销售均价 (元/平方米)	12
图表 15 公司深耕城市单城销售贡献.....	13
图表 16 公司提速扩张期深耕城市销售增速高于平均水平.....	13
图表 17 金地集团实际开工面积及其同比.....	14
图表 18 金地集团实际开工完成率.....	14
图表 19 公司月度推盘计划数量统计.....	14
图表 20 金地集团新增土储建面及其同比.....	15
图表 21 金地集团新增土储总地价及其同比.....	15
图表 22 公司拿地力度 (新增土储总地价/同期销售额)	15
图表 23 新增土储权益比	16
图表 24 存量土储权益比	16
图表 25 公司布局历年新增城市数量.....	17
图表 26 公司覆盖不同能级城市数量分布.....	17
图表 27 公司上市后历年新进城市一览.....	17
图表 28 新增土储构成 (按城市能级)	18
图表 29 新增土储构成 (按区域分布)	18
图表 30 南通市 GDP 水平及其占全省比重	19
图表 31 南通市城镇常住人口数量 (万人)	19
图表 32 公司在重点省份落子三四线布局位置	19
图表 33 全口径土地储备规模及其同比.....	20
图表 34 权益口径土地储备规模及其同比.....	20
图表 35 截至 2019 年末全口径土储构成 (按城市能级)	20
图表 36 截至 2019 年末可售面积构成 (按区域)	20
图表 37 公司八大住宅产品系列简介.....	21
图表 38 金地商置股权结构 (2019)	22
图表 39 金地商置营业收入及净利润水平.....	22
图表 40 金地商置毛利率及净利率水平.....	22
图表 41 金地商置土储规模	23

图表 42 金地商置土储构成 (按城市能级)	23
图表 43 金地商置商业中心布局情况	23
图表 44 已开业及筹备中的商业项目介绍	24
图表 45 产业园镇主导产业明细	25
图表 46 稳盛投资管理规模稳步提升	26
图表 47 稳盛产品一览	26
图表 48 稳盛投资已投案例展示	26
图表 49 2020 中国物业服务百强企业 TOP10	27
图表 50 主流物管公司合约管理面积规模 (2019)	27
图表 51 金地集团物业板块营收及其同比	28
图表 52 金地集团物业板块毛利率水平	28
图表 53 主流物管公司毛利率水平 (2019)	28
图表 54 净负债率及资产负债率	29
图表 55 货币资金规模及短债覆盖倍数	29
图表 56 A 股主流房企净负债率及货币短债比一览 (2019)	29
图表 57 公司有息负债规模及其同比	30
图表 58 金地集团债务融资成本	30
图表 59 有息负债构成 (按期限)	30
图表 60 有息负债构成 (按类型)	30
图表 61 主流房企融资成本一览 (2019)	31
图表 62 公司近期发债明细	31
图表 63 营业收入规模及其同比	32
图表 64 归母净利润及其同比	32
图表 65 金地集团房地产结算规模	32
图表 66 金地集团历年营收构成	32
图表 67 A 股主流房企预收账款规模及其覆盖近一年营收倍数	33
图表 68 金地集团销售管理费用率 (销售额口径)	33
图表 69 三费合计占收入比重	33
图表 70 少数股东损益占净利润比重	34
图表 71 房地产结算毛利率	34
图表 72 公司加权 ROE	34
图表 73 ROE 拆分	34
图表 74 A 股主流房企 ROE (加权, %)	35
图表 75 NAV 测算 (基于 2019 年末项目)	35

1 公司概况：行稳致远，赋能美好生活

1.1 发展历程

金地集团成立于1988年，至今发展逾三十载，回顾公司发展历程，大致可分为以下四个阶段：

一、初创期（1988-2000）

金地集团1988年成立于深圳，1993年取得房地产经营权、自营性建设监理权，开始布局房地产业务（开发首个住宅项目——深圳·金地花园），并于同年成立金地物业。1996年公司率先完成了以股份制改造为代表的现代企业制度改革，为后续发展奠定制度基础。这一阶段，公司地产业务展露雏形，“金海湾花园”、“金地海景花园”的陆续推出表明公司在产品方面已开始雕琢。

二、成长期（2001-2009）

公司2001年成功在上海证券交易所上市（股票代码600383.SH），同期开启跨地域发展战略，于2006年完成华南、华北、华东、华中、西部、东北、东南七大区域布局。公司作为国内最早涉足金融业务的房地产企业之一，在2006年就已开始房地产金融领域的探索，2008年与国际知名的瑞银环球资产管理集团（UBS）合作设立了第一支标准化房地产美元基金（UG基金）。这一阶段，公司借力资本市场在业务布局及拓展方面均实现长足发展。

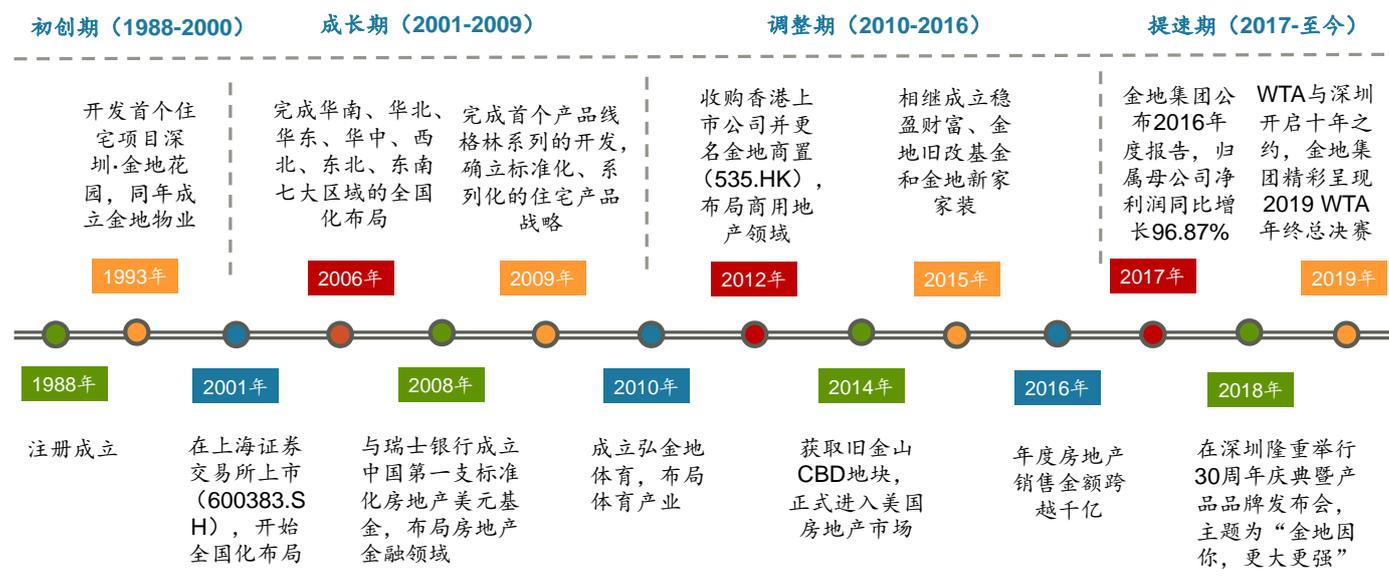
三、调整期（2010-2016）

2010年公司整体战略架构迎来调整：由单一住宅开发业务向“住宅开发为主、商业开发与运营和房地产金融为两翼”的协同发展过渡。2012年，公司收购港交所上市公司星狮地产，并更名为金地商置（0535.HK），进驻商业地产和产业地产领域。2014年，公司通过获取旧金山CBD地块，正式进入美国房地产市场。2016年，公司以1006.3亿元的销售金额成功越过千亿门槛。这一阶段，生命人寿和安邦人寿两大险资分别通过增持流通股股票，成为公司前两大股东，二者所持份额合计超50%。公司业务战略调整的同时，股权结构也形成险资入股的分散式结构。

四、提速期（2017-至今）

公司2017年销售金额和销售面积同比分别增长39.9%和16.5%，位列行业销售排行榜第12位；总合同投资额突破1000亿元，为公司新增约1300万平方米的土地储备，创历史新高。2019年，公司以2106亿元的销售金额成功跃上两千亿的新台阶，归母净利润达100.75亿元，实现规模和利润的平衡增长。截至2019年末，公司已进入全国61个城市，总土地储备约5233万平方米，构建了更具纵深和梯度的城市布局。这一阶段，公司积极推动各项业务的发展进程，在行业整体承压的大背景下实现规模和效益的双增长。

图表 1 金地集团发展大事记

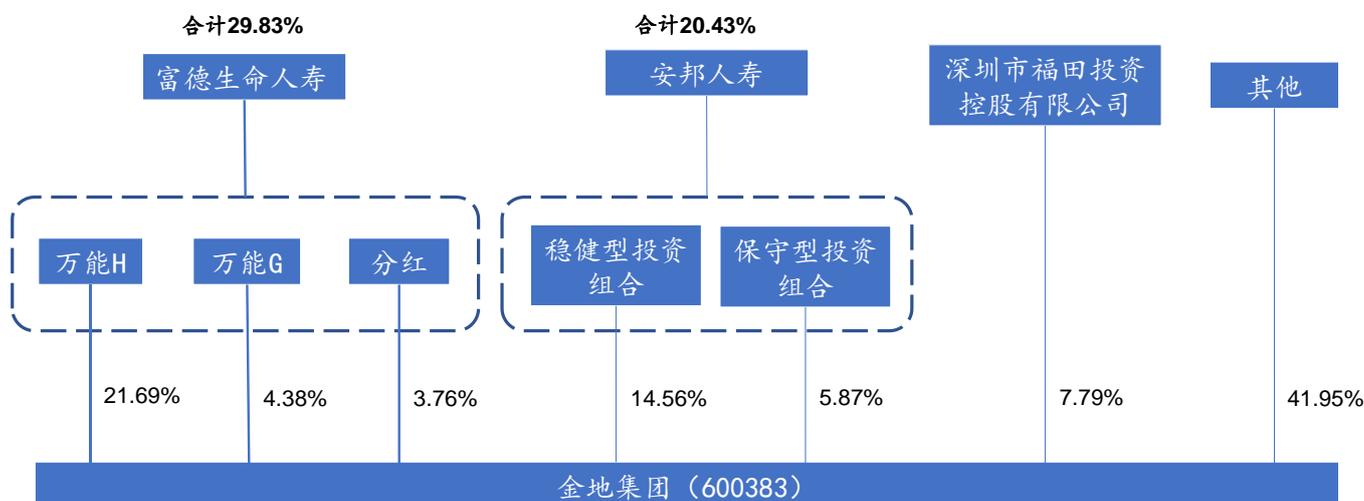


资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

1.2 股权结构

稳健发展受长线资金青睐, 险资持股比例高。截至2020年一季度末, 富德生命人寿通过“富德生命人寿保险股份有限公司-万能H (21.69%)、富德生命人寿保险股份有限公司-万能G (4.38%) 以及富德生命人寿保险股份有限公司-分红 (3.76%)”三个账户合计持有公司29.83%股份, 为公司第一大股东。安邦人寿保险股份有限公司通过“安邦人寿保险股份有限公司-稳健性投资组合 (14.56%)”和“安邦人寿保险股份有限公司-保守型投资组合 (5.87%)”合计持有公司20.43%股份, 为公司第二大股东。而深圳市福田投资发展公司持股比例自上市之初 (2001年) 的24.15%降至7.79%。

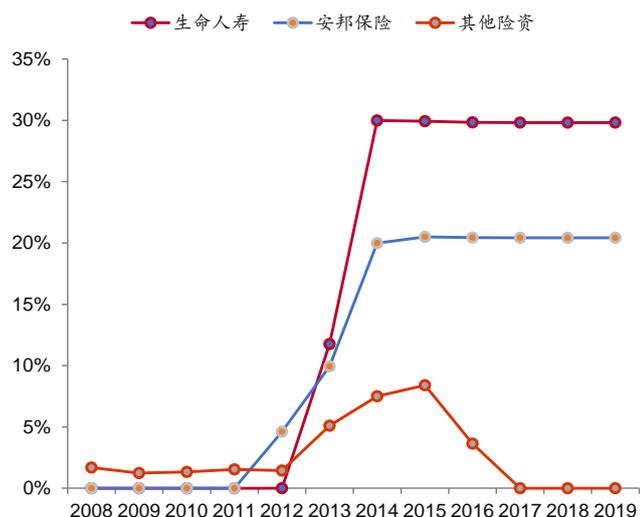
图表 2 金地集团股权结构 (截至2020Q1末)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

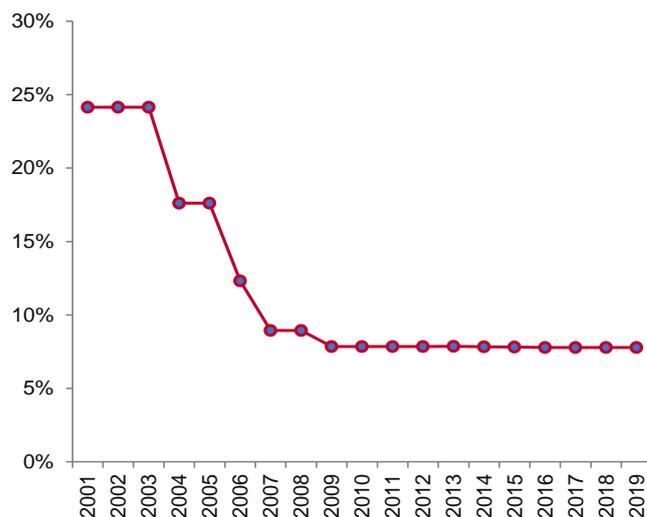
险资入股的发展轨迹：自 2007 年起，公司前十大股东明细中陆续出现险资身影，包括新华人寿、泰康人寿、中国人寿、天安财险、华夏人寿等。其中，生命人寿、安邦人寿分别于 2011 年、2012 年首进前十大股东名单。2013 年，生命人寿仅通过“万能 H”账户增持公司股份次数就达 5 次，同时“分红”账户新进便以 3.61% 的持股比例位列第六。同年，安邦人寿通过“稳健型投资组合”新进前十，持股比例 4.94%。自此，两家险资开启了争相增持的态势，并于 2015 年合计持股比例超过 50%，此后稳定在这一水平。因此，近几年公司的股权结构具有险资持股比例高但相对稳定的特点。

图表 3 生命人寿、安邦人寿持股比例变动情况



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

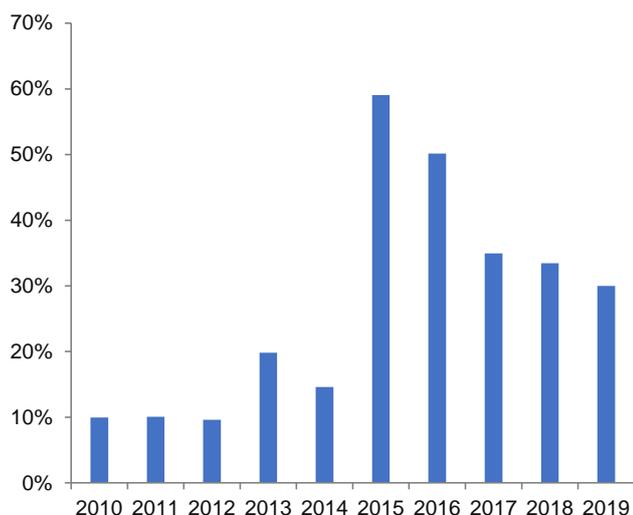
图表 4 深圳市福田区投资控股有限公司持股比例变动情况



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

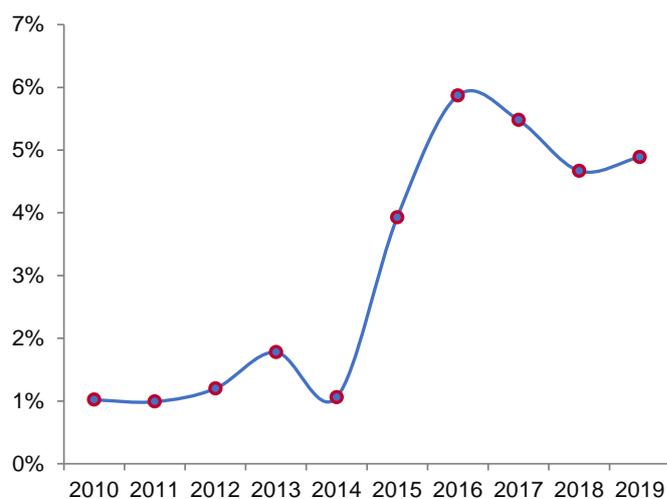
我们认为险资偏爱的房地产企业普遍具备以下特点：**(1) 股权结构分散。**相比股权集中的企业而言，险资入股股权分散的企业更容易在董事会占据席位，以增强在公司决策方面的话语权，以保障自身利益。**(2) 经营风格稳健。**险资投资周期普遍较长，因此在投资对象的筛选过程中，长期稳健经营型的企业更受青睐。**(3) 低估值标的。**金地集团在险资持股比例首次突破 50% 后至今，现金分红比例均在 30% 以上，较 2014 年及之前实现大幅提升，高分红对于长线价值投资者具备更大的吸引力。

图表5 金地集团历年现金分红比例



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

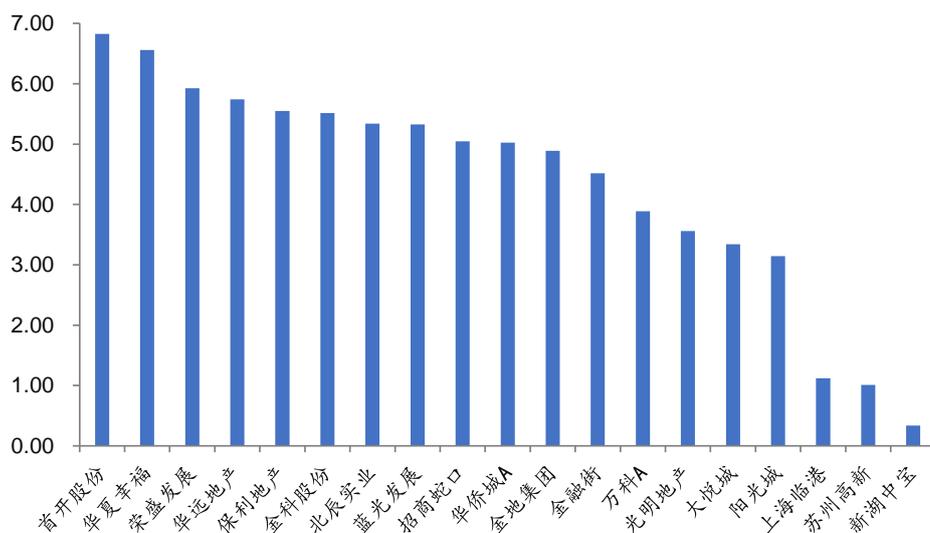
图表6 金地集团历年股息率



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

注: 2019年股息率采取2020年6月30日wind数据计算

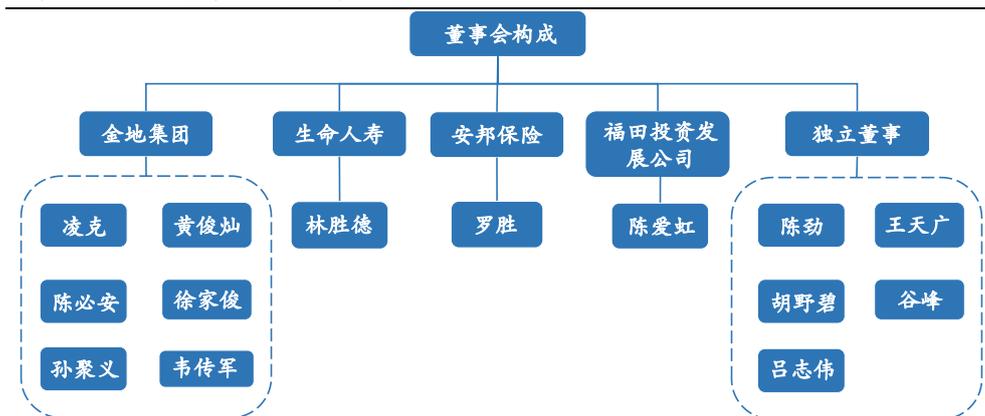
图表7 险资入股的主流房企股息率水平 (% , 2019)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

注: 2019年股息率采取2020年6月30日wind数据计算

图表 8 公司董事会构成 (2019)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 金地集团非独立董事简介

姓名	职务	简介
凌克	董事长	男, 1959 年 12 月生。浙江大学管理工程硕士, 高级经济师。曾任公司常务副总经理、总经理、董事。现任公司第八届董事会董事长。
黄俊灿	董事、总裁	男, 1971 年 2 月生。同济大学工民建专业工学学士, 清华大学五道口金融学院, 金融 EMBA。曾任公司工程部副经理、金地北京公司副总经理、金地深圳公司总经理、监事会职工代表监事、总裁助理、财务总监。现任公司第八届董事会董事、总裁。
陈爱虹	董事	女, 1970 年 11 月生。研究生学历, 会计师, 威尔士大学 MBA。曾任深圳市福田区投资管理公司财务部部长、审计部部长、福田区国资办监事会监事。现任深圳市福田投资控股有限公司董事长, 深圳市福田福安有限公司、深圳市福田福华建设开发有限公司、深圳市福田福兴信息技术产业园有限公司和深圳市福田福华建设开发有限公司董事长, 深圳市新一代信息技术产业园投资有限公司、深圳市福田体育发展有限公司和深圳市福田人才安居有限公司董事。公司第八届董事会董事。
陈必安	董事、高级副总裁	男, 1962 年 6 月生。湖南大学工学硕士, 天津大学管理科学与工程专业博士, 高级经济师。曾任公司常务副总经理, 董事、常务副总裁, 第四届监事会监事长、金地集团武汉公司董事长、华东区域地产公司董事长和总经理。现任公司第八届董事会董事、高级副总裁。
孙聚义	董事	男, 1952 年 4 月生, 天津财经学院经济学硕士, 高级会计师。曾任公司董事、副董事长、独立董事。1982 年至 1991 年任天津财经学院讲师, 1991 年至任任深圳中华会计师事务所所长助理, 1994 年至 2002 年任深业集团董事副总经理、财务总监, 2002 年至 2005 年任骏豪集团副董事长兼财务总监。现任第八届董事会董事。
徐家俊	董事、高级副总裁、董事会秘书	男, 1978 年 6 月生, 上海财经大学管理学硕士。历任金地(集团)股份有限公司行政管理部副总经理、监事会职工代表监事、人力资源部总经理。现任公司第八届董事会董事、高级副总裁、董事会秘书, 兼任金地商置行政总裁。
林胜德	董事	男, 1973 年 8 月生, 汕头大学建筑工程学学士。曾任深圳新亚洲实业发展有限公司总经理助理, 历任合同中心总经理、项目经理、工程技术负责人、技术员, 生命人寿保险股份有限公司资产管理中心物业管理部副总经理、生命人寿保险股份有限公司综合事务部总经理。现任深圳市生命置地发展有限公司总经理、富德生命人寿保险股份有限公司资产管理中心副总经理, 公司第八届董事会董事。
韦传军	董事、高级副总裁、财务负责人	男, 1968 年 10 月生。经济学学士, 上海财经大学 MBA, 中国注册会计师协会会员、英国特许会计师协会资深会员。曾任职深圳大华会计师事务所审计师、万科集团财务部总经理助理等。2003 年加入公司, 任计划财务部总经理。现任公司第八届董事会董事、高级副总裁、财务负责人。
罗胜	董事	男, 1970 年 9 月生, 南开大学商学院公司治理专业博士。曾先后担任中国保险监督管理委员会政策法规部法规处主任科员, 发展改革委市场分析处主任科员, 发展改革委公司治理处副处长、处长, 法规部副主任, 中国保险信息技术管

理有限公司执行董事、常务副总裁、董事会秘书、上海分公司总经理，发展改革部副主任等职务。现任中国银行保险监督管理委员会派驻安邦集团风险处置专责组组长。公司第八届董事会董事。

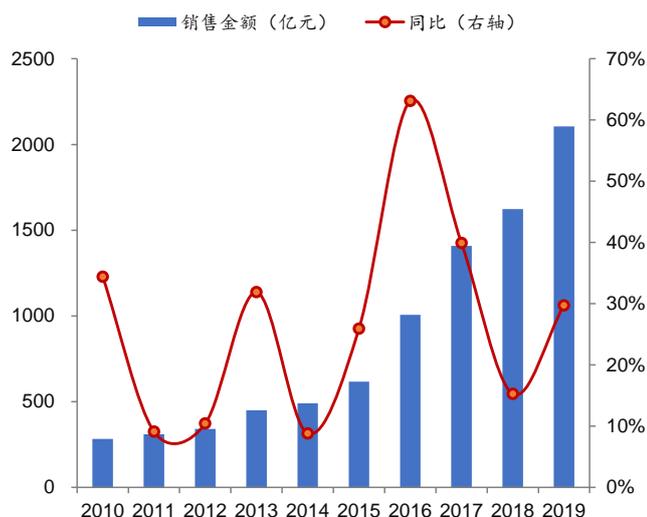
资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

2 深耕核心都市圈，增速重回快车道

2.1 销售：开发提效、规模稳增，加强城市渗透率

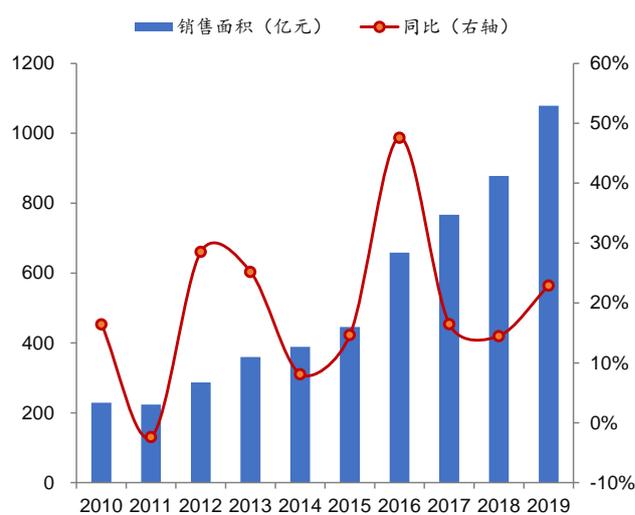
公司坚持深耕一二线主流城市的投资策略，目前已形成京津冀都市圈、长三角都市圈、粤港澳大湾区以及中西部和东北三省核心城市为主的区域布局。2016 年以前，受行业市场波动及集团内部战略调整的影响，公司销售规模虽有增长，但并没有像其他头部及二线成长型房企一样加速布局扩张、大幅冲规模，而是在深耕已进城市的基础上谨慎落子，整体风格偏保守。近几年，公司深耕战略带动重点布局城市市占率稳固和提升已见成效，外部拓展精准定位，销售规模提速攀升。2016 年以 1006 亿元的销售规模跨过千亿门槛，同比大幅增长 63%。2019 年，公司累计实现销售面积 1079 万平方米，同比增长 22.9%；实现销售金额 2106 亿元，同比增长 29.7%，逆势高增。2015-2019 年销售金额、销售面积复合增速分别为 36%和 25%。

图表 10 金地集团销售金额及其同比



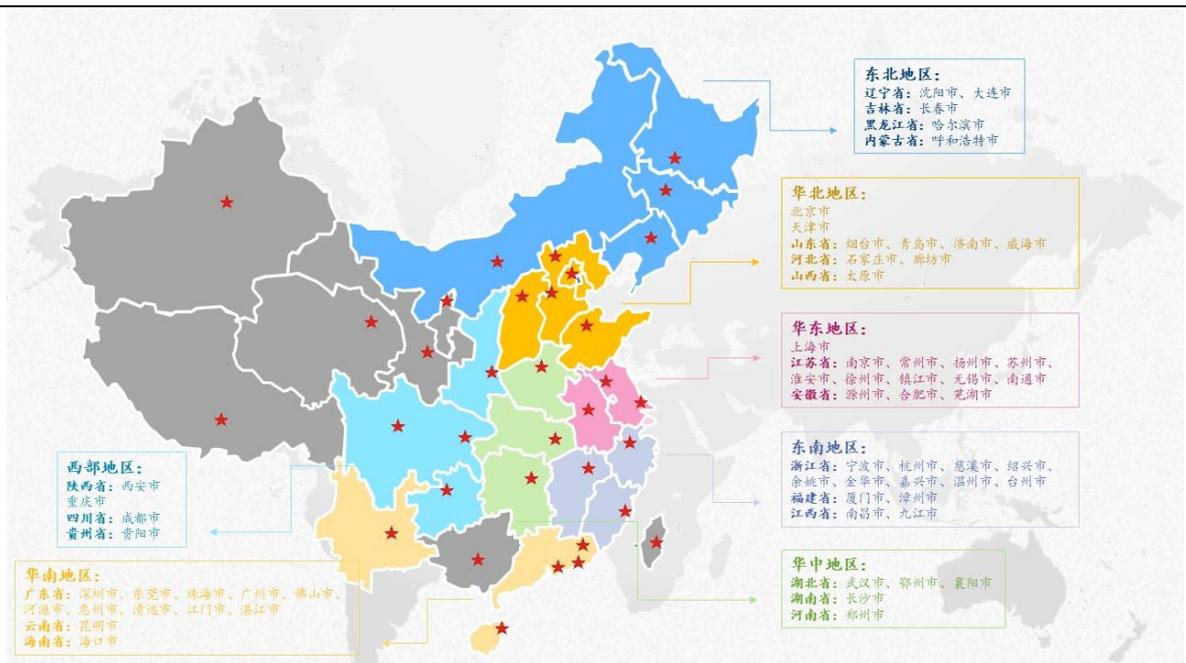
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 金地集团销售面积及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

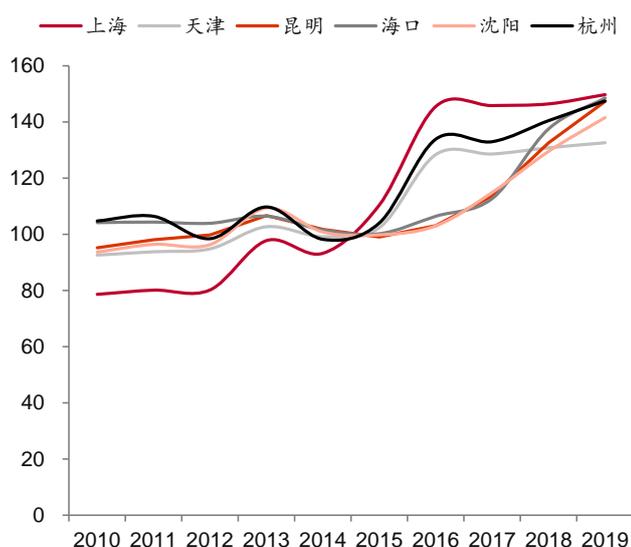
图表 12 公司 61 城布局情况 (截至 2019 年末)



资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

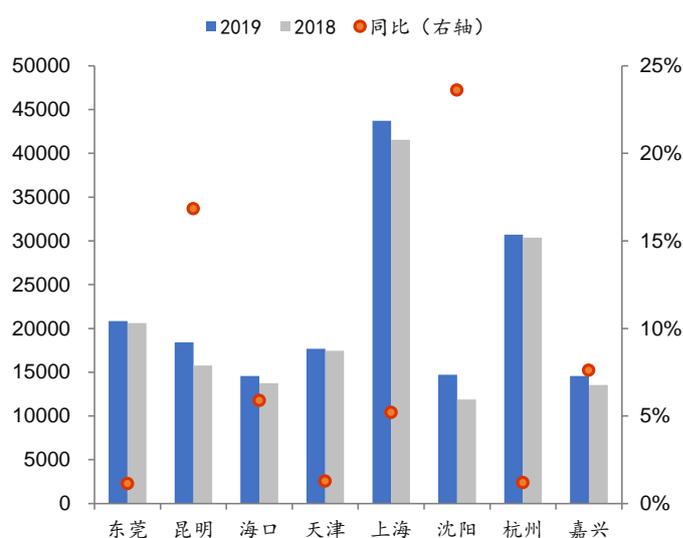
受益于主要布局城市市场良好的发展, 公司销售均价呈逐年上升的趋势, 2019 年销售均价达 19518 元/平方米, 同比增长 5.5%, 在上海、杭州、天津、南京、东莞、海口、沈阳、昆明、嘉兴等城市的市场排名均位列前十。以 2019 年主要销售项目计算, 公司多数重点布局城市均实现了销售均价的提升。例如, 公司较早布局的沈阳均价较前值大幅提升 23.6% 至 14707 元/平方米, 昆明同比提升 16.8% 至 18416 元/平方米, 嘉兴、海口、上海增速超 5% 等。

图表 13 公司部分深耕城市新建住宅价格指数



资料来源: wind, 华安证券研究所
注: 2015 年=100

图表 14 公司部分深耕城市销售均价 (元/平方米)

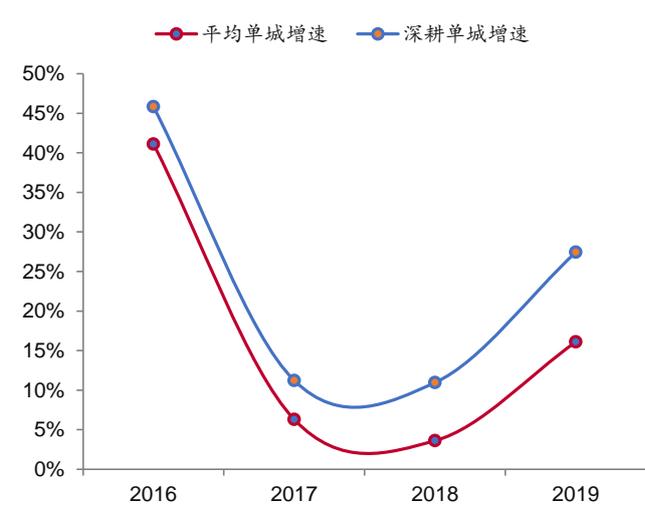
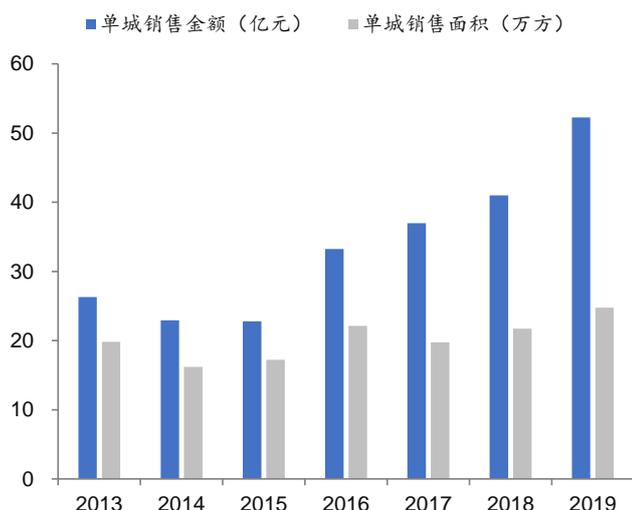


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

单城销售贡献逐年增长，垂直提升作为驱动规模扩张的核心动力。相较于铺开布局式的规模扩张，金地集团的销售提升更倾向于在进入新城市后采取深耕策略带来的垂直增长。考虑到房地产开发从拿地到竣工的项目周期，我们将公司布局三年以上的城市记作深耕城市，统计其销售金额可以发现，深耕城市单城销售金额从2014年的22.9亿元大幅提升至2019年的52.3亿元。期间，随着2016年扩张转向积极，深耕城市的表现依然超过平均水平。“精耕细作”是公司销售增长的主要动力，深耕策略为规模提升奠定了坚实的基础。

图表 15 公司深耕城市单城销售贡献

图表 16 公司提速扩张期深耕城市销售增速高于平均水平

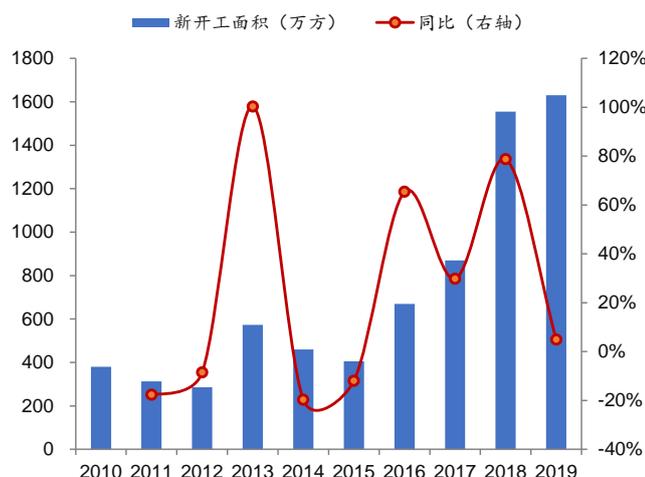


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

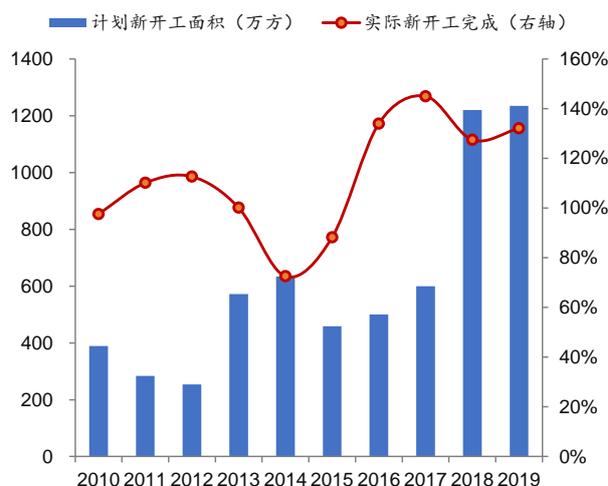
强化开工，加速推盘，缩短项目周期。公司2010年首提“尽量加快开发速度，缩短开发周期，加大可售资源，加快销售和回款，提高周转率”的开发策略；2015年，制定严格的“城市标准工期”，在节点管理上加强工程进度和证照的关联。近几年，公司在运营管控方面强化进度管理，实现早开盘、早结转，提高项目周转率。2016年以前，公司的实际开工完成率在1.0上下波动，2016-2019年平均实际开工完成率提升至133%。2019年住宅新开盘项目平均开盘周期8.8个月，2019年获取项目中的26个实现当年开盘，其中沈阳艺华年、青岛西客站项目、石家庄金地玺悦府、太原迎泽上品、宁波华章府五个项目实现4.5个月内的开盘周期。强化开工有助于缩短拿地到销售的时长，促进公司补充货值、加快推盘节奏。

图表 17 金地集团实际开工面积及其同比



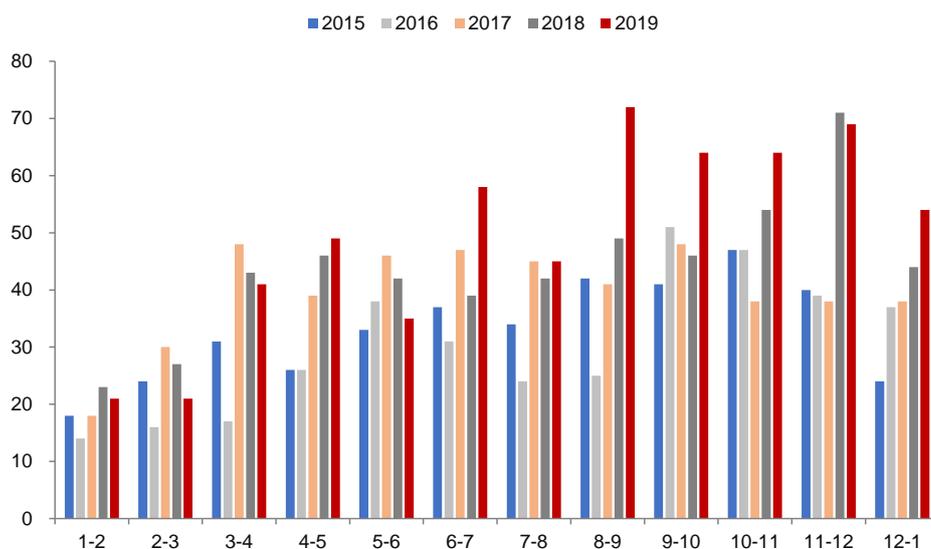
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 金地集团实际开工完成率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19 公司月度推盘计划数量统计

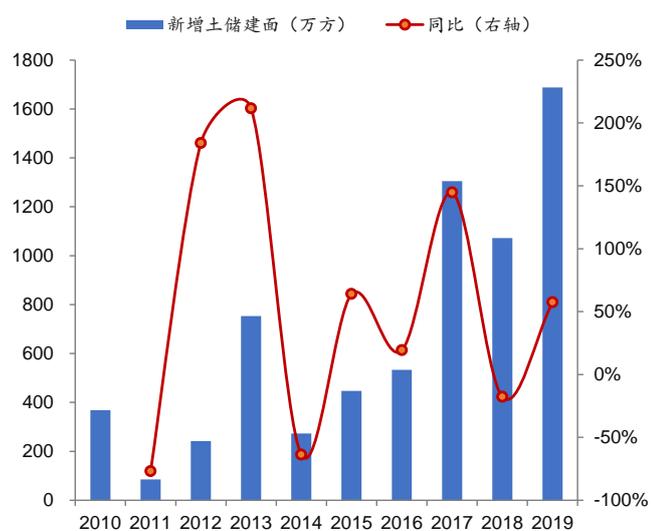


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 拿地：保守转积极，能级下沉构建纵深和梯度布局

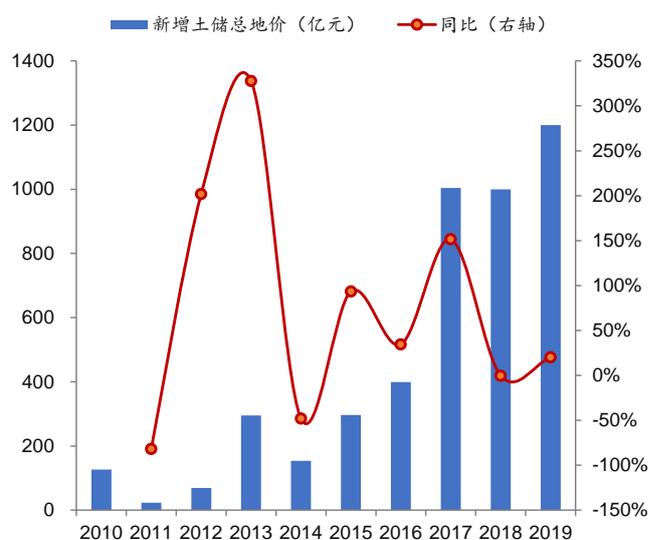
2017年，公司拿地态度由保守转向积极，全年新增94宗土地，对应总投资额约1004亿元，同比增长152%，新增土储建面约1305万平方米，同比增长145%。2016-2019年，公司土地投资、新增土储建面复合增速分别为44%、47%。2017-2019年，公司年度新增土地建面均高于同期销售水平，且土地投资总额占比当年销售金额的比例维持在55%以上，较2011-2016年有大幅提升。

图表 20 金地集团新增土储建面及其同比



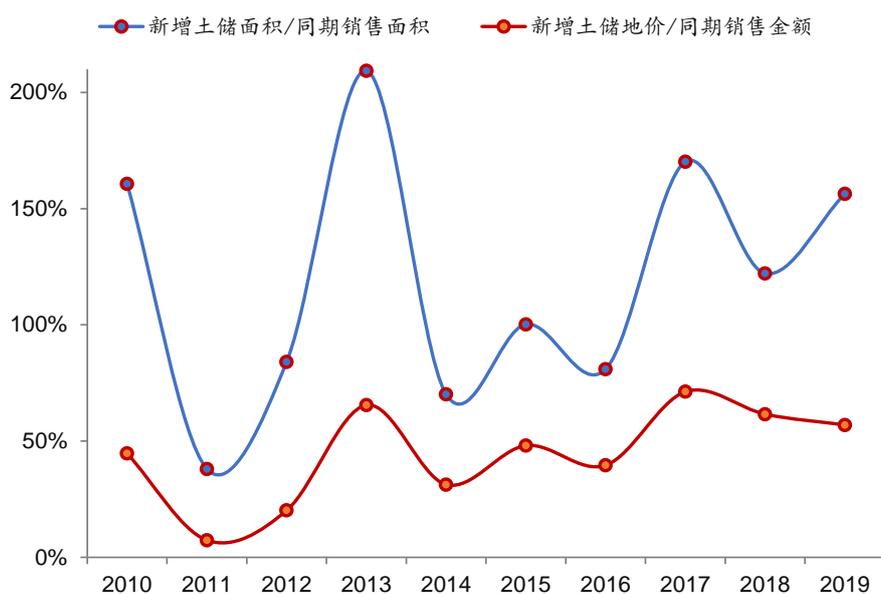
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21 金地集团新增土储总地价及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

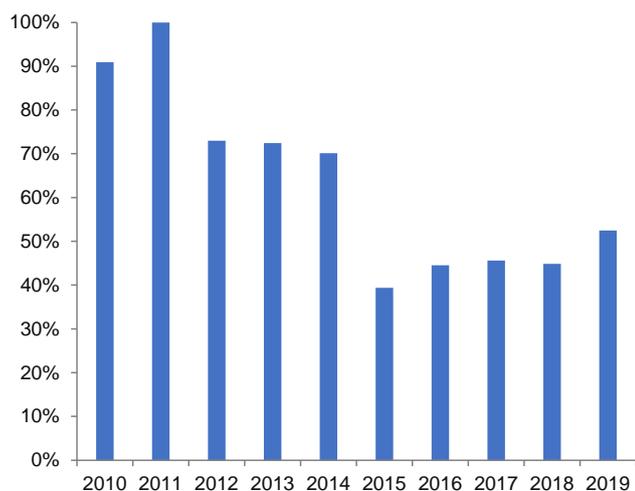
图表 22 公司拿地力度 (新增土储总地价/同期销售额)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

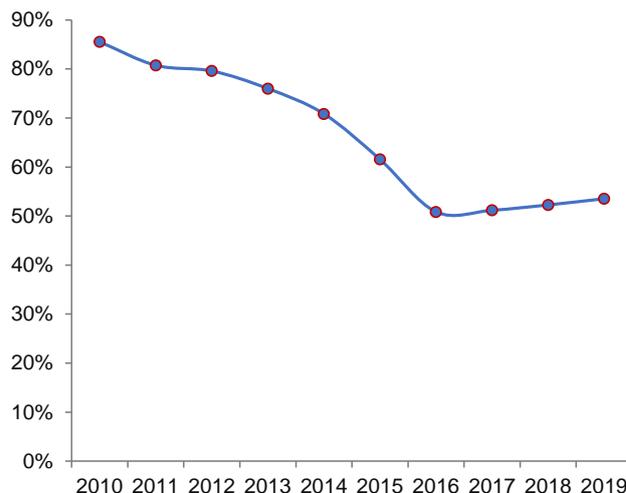
土储权益比企稳修复。公司在调整阶段的发展过程中偏向保守，既要实现规模提升，又要保持财务稳健，因此在拿地端加大合作、收购等模式的使用力度，新增土储权益比自 2012 年开始逐步下行至 2015 年的低点 39%。随后，公司在拿地方式及权益占比等方面进行积极调整，2019 年新增土储权益比回升至 52%。同时，存量土储的权益自 2016 年起实现触底回升至 2019 年的 53.5%。随着前期低权益比的项目逐步入市消化，未来销售权益比有望迎来企稳修复。

图表 23 新增土储权益比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 存量土储权益比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

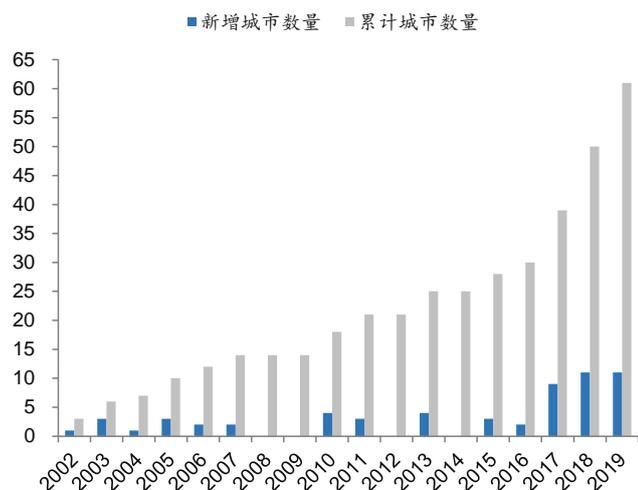
聚焦一二线到下沉强三线的风格切换。从城市进入节奏和能级分布的角度将公司上市后至今的拿地趋势分为如下三个阶段：

2001-2009 年，公司坚持深耕一二线的布局策略，扩张缓慢。从进入节奏来看，2001-2009 年期间，公司累计布局城市共计 14 个，扩张速度较缓。从城市能级来看，这一阶段公司新增布局中一二线城市数量占比近 80%，三线城市仅布局 3 个。

2010-2015 年，公司在坚持一二线城市布局的同时，试探性落子三四线。2010-2015 年，公司新增入驻城市 14 个，年平均进入城市 2.3 个。在 2010 年开始的调控周期下，核心城市房价上涨预期降温，但竞争依然激烈。公司逐步在三线机会型城市展开探索，但整体下沉力度有限，并且落子选择偏谨慎。这一阶段，公司主要考虑长三角都市圈内的三线城市尝试下沉。

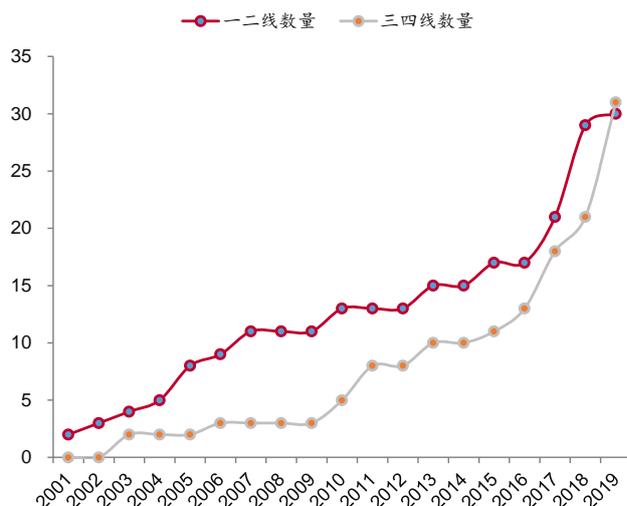
2016-2019 年，下沉力度适当加大，进入提速扩张期：2016-2019 年，公司新增布局城市共计 33 个，年均进入城市 8.25 个，扩张力度显著提升。同时，公司经过前期下沉可行性的探索，在“均衡全国市场布局，聚焦于重点城市群”的战略导向下，进一步加大下沉力度，新进入三线城市 21 个，主要分布于华东、华南、东南等沿海经济带内。上市至今，公司拿地风格经历了两次转变，体现了公司为寻求稳健而采取的“平衡发展”的均衡策略和“深耕广拓、铸能致远”的经营导向。

图表 25 公司布局历年新增城市数量



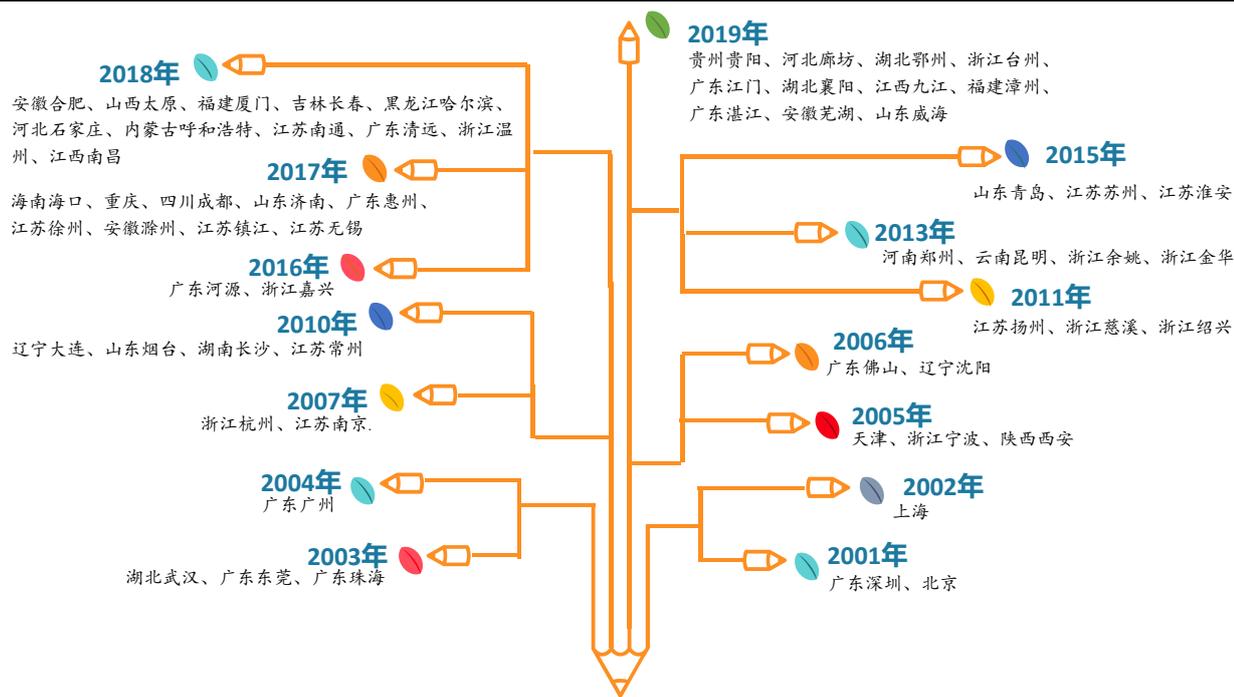
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 26 公司覆盖不同能级城市数量分布



资料来源：公司公告，华安证券研究所

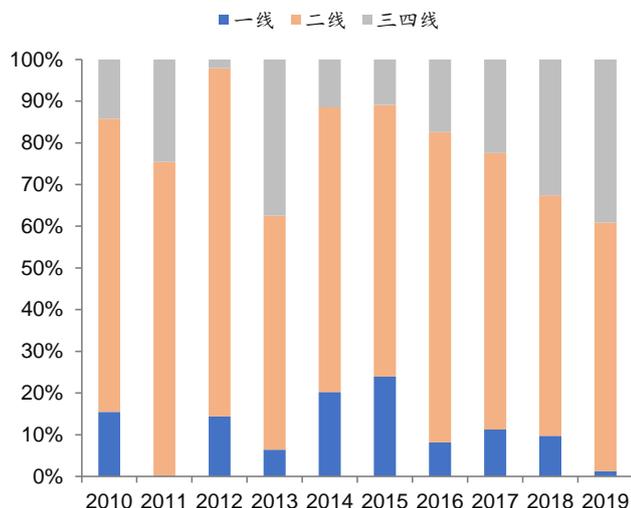
图表 27 公司上市后历年新进城市一览



资料来源：公司公告，华安证券研究所

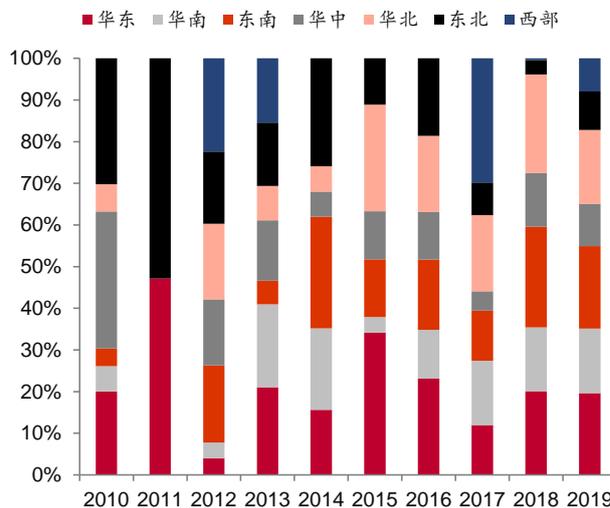
中长期来看，公司始终以一二线为主，强三线助力布局日趋完善。根据新增土地可售面积计算，一二线核心城市占比从2015年的峰值(89.1%)逐步降至2019年的60.9%。从2010-2019年来看，一二线年均占比为79%，三四线仅为21%，能级虽有下沉，但一二线始终为公司布局的“主战场”。分区域来看，公司通过能级下沉，不断完善土储结构、丰富全国化布局，逐步打开七大区域市场。

图表 28 新增土储构成（按城市能级）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

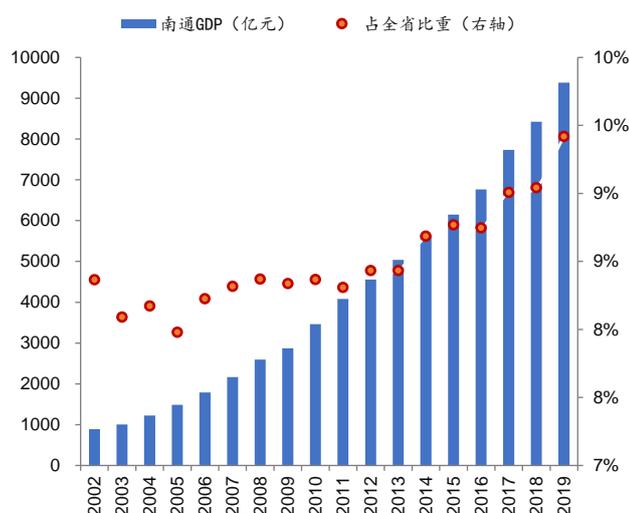
图表 29 新增土储构成（按区域分布）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

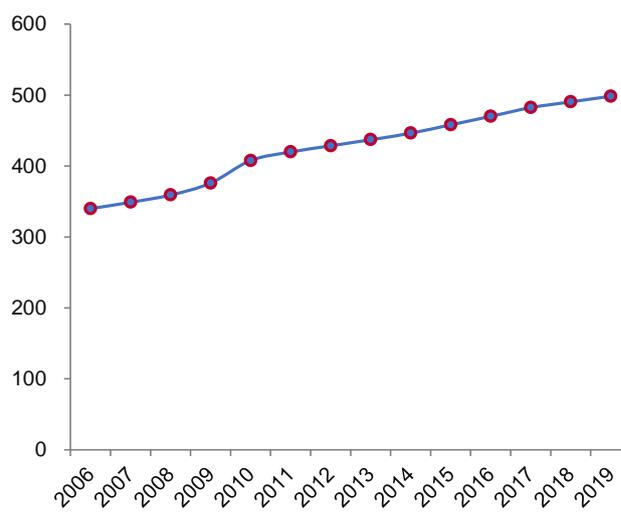
追求高质量增长，关注具备发展潜力的强三线城市带来的机会。从下沉城市布局来看，公司在选择三四线布局时较为谨慎，整体扩张质量较高。从城市自身条件的角度出发，公司选择自身活力良好的城市，经济基本面、人口、市场规模等指标均表现优异。我们以2018年进入的南通市为例。在经济方面，南通2019年地区生产总值达9348亿。在省内仅次于苏州、南京、无锡，发达的经济基础提供了较为强劲的购买力。在人口规模上，2018年南通人口规模达731万人，为未来提供持续稳定的购房需求。在市场规模上，近年来南通商品房销售规模维持较高体量，2017-2019年商品房销售面积均在1500万平方米以上。公司选择自身活力良好的三四线城市落子，为持续深耕提供保障。

图表 30 南通市 GDP 水平及其占全省比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所

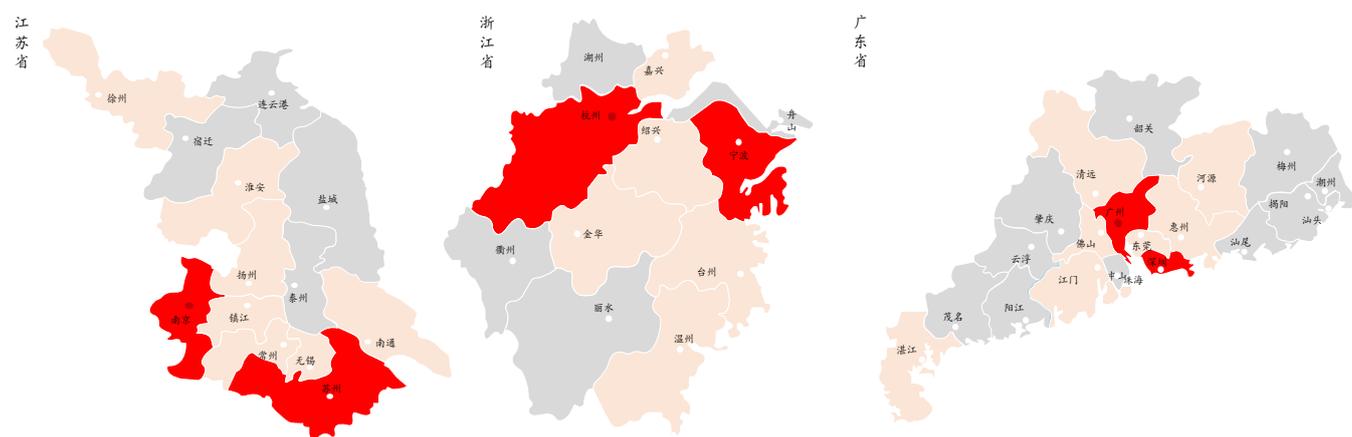
图表 31 南通市城镇常住人口数量 (万人)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

区域上，公司下沉城市布局集中于主要都市圈内核心城市周边的强三线卫星城。关注公司 2016 年之后新进三四线城市的分布，从区域来看，主要集中在华东、华南、东南等经济较为发达、市场基础良好的区域，而在西部、东北部仅布局二线城市。近年来，我国城市群快速发展，充分利用资源配置的规模和集聚效应，以及专业化的分工和协作，辐射、协同带动周边城市共同发展。公司选择在核心城市群辐射范围之内的强三线拿地，三四线布局集中于京津冀、长三角、珠三角城市群，充分受益于城市群协同发展红利和一二线城市的购房外溢需求。

图表 32 公司在重点省份落子三四线布局位置



资料来源：公司公告，华安证券研究所

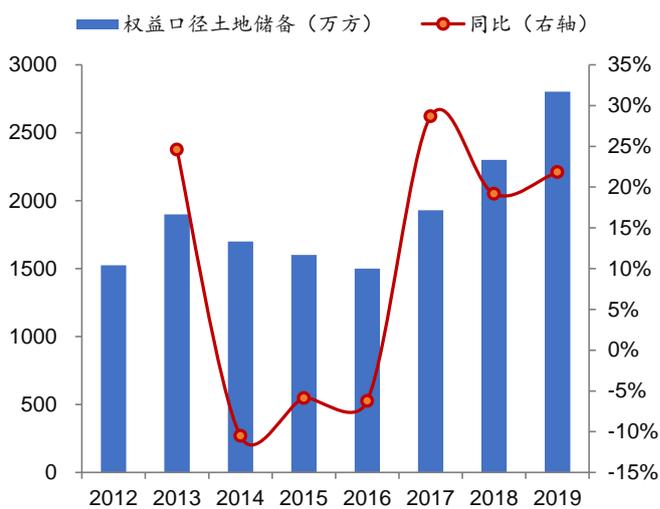
2.3 土储：存量丰厚，布局合理

土地储备作为房地产开发的“原材料”，对公司项目销售及可持续经营具有基础性支撑作用。我们主要从“质”与“量”两方面对金地集团的存量部分进行分析，“质”偏向于区域布局及城市能级构成；“量”主要考虑公司可售货值是否充裕，在极端的情况下（无新增）可维持公司正常开发的时长。公司在 2016 年以前，采

取偏保守的土地投资策略，因此总土储规模一直维持在 2500 万方-3000 万方之间波动。2017 年保守转积极后，总土储规模大幅提升至 2019 年末的 5233 万平方米。按照 2019 年销售均价估算，公司可售货值可满足未来 3 年的持续发展。其中，一二线城市占比约 75%。从土储分布来看，京津冀占比 10.0%、长三角占比 25.0%、珠三角占比 15.6%，传统的三大都市圈合计占比超五成。其余可售货值分布于济南、青岛、太原、合肥、长沙、郑州、西安、沈阳、大连等二线城市。充裕且布局合理的土储资源，为公司销售规模继续稳增保驾护航。

图表 33 全口径土地储备规模及其同比

图表 34 权益口径土地储备规模及其同比

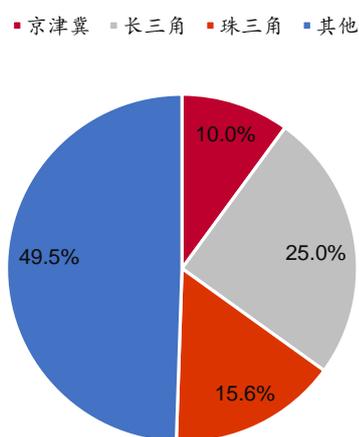
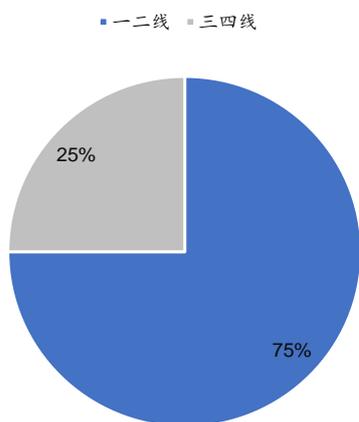


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 截至 2019 年末全口径土储构成 (按城市能级)

图表 36 截至 2019 年末可售面积构成 (按区域)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.4 产品：九大系列需求定位全覆盖

公司在产品规划方面经过多年打磨，已形成“褐石”、“名仕”、“格林”、“风华”、“未来”、“世家”、“峯汇”、“天境”八大住宅标准化项目和“社区商业”系列综合项目。从产品定位来看，金地产品体系可以分为三类：中端、中高端和高端。

其中，(1) **中端产品**为公司发展早期一直保留至今的“格林”和“未来”两大系列。

(2) **中高端产品**包括“褐石”、“名仕”以及“风华”三大系列。(3) **高端产品**包括“天境”、“世家”以及“峯汇”三大系列。其中“天境”系列注重现代典雅建筑风格。“世家”系列产品相对较少，主张利用自然风光打造山水别墅。“峯汇”系列是17年首推，作为金地最高端系列代表，产品风格是豪华会所型。

金地集团一直以精准的定位，适时把握客户需求动向，对较为成熟的产品线依然进行与时俱进的调整更新。例如，格林系列升级产品于2019年在青岛、西安落地；新推出的峯汇子系列-峯范产品系列也于2019年在合肥落地。公司九大产品线全面覆盖不同消费水平、不同需求构成的客户群。住宅系列基本覆盖了首置首改到再改豪改的各类客户群体，有效避免产品及受众群体单一带来的扰动，为公司应对市场变化留出较大的调整空间。

图表 37 公司八大住宅产品系列简介

	中端		中高端			高端		
针对客群	首置首改、刚需客户群体		首置首改		首改	高净值客户群体		
产品系	格林	未来	褐石	名仕	风华	天境	世家	峯汇
产品特点	主打城郊生态园区，交通便利，低密度物业	主城区外围的高附加值公寓，中小户型	以红砖、铁艺立面，产品风格经典、浪漫	古典设计方式，石材立面	东方院落、园林设计	豪华别墅、大平层产品	低密度的山水别墅	最高端系列代表，主打国际化社区
容积率	2.9	3.8	2.3	3.6	2.8	2.3	1.3	3.2

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

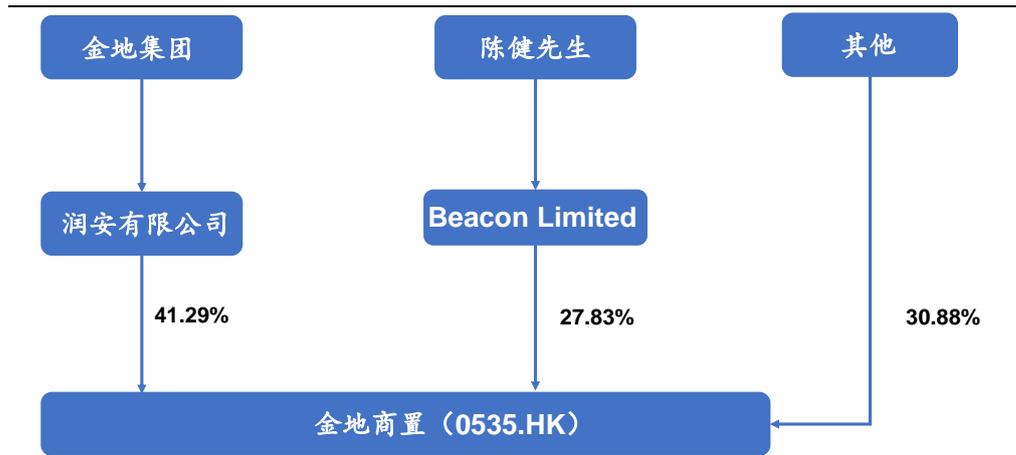
3 产业链纵横构建，主营与多元协同创新

公司于2010年进行战略架构调整，稳盛投资与商业地产公司的顺利成立，实现了集团由单一业务的住宅开发公司向住宅开发为主、商业开发与运营和房地产金融为两翼的复合型地产企业集团的演进。

3.1 金地商置：专业的商业开发及运营商

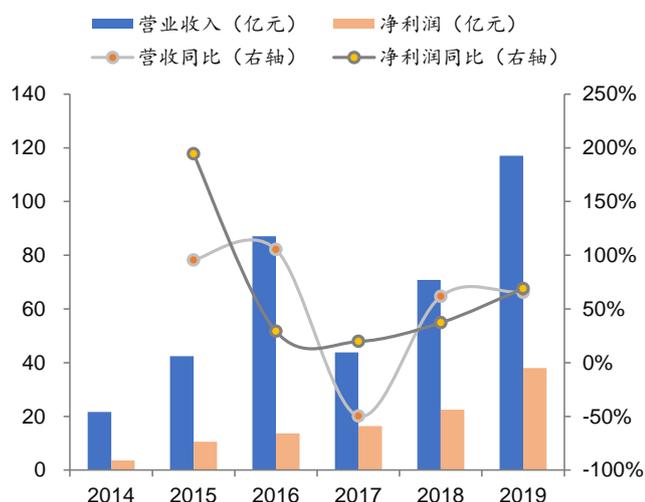
金地集团于2012年收购香港上市公司星狮地产(0535.HK)，2013年正式更名为金地商置。截至2019年底，润安有限公司是第一大股东，持有金地商置41.29%的股份，Beacon Limited作为第二大股东拥有27.83%的持股比例。其中，由金地集团间接控制的荣盛商务有限公司全资持有第一大股东润安有限公司，金地商置2019年实现营业收入117.1亿元、同比增长65.42%，归母净利润38.0亿元、同比增长68.68%，毛利率达53%。

图表 38 金地商置股权结构 (2019)



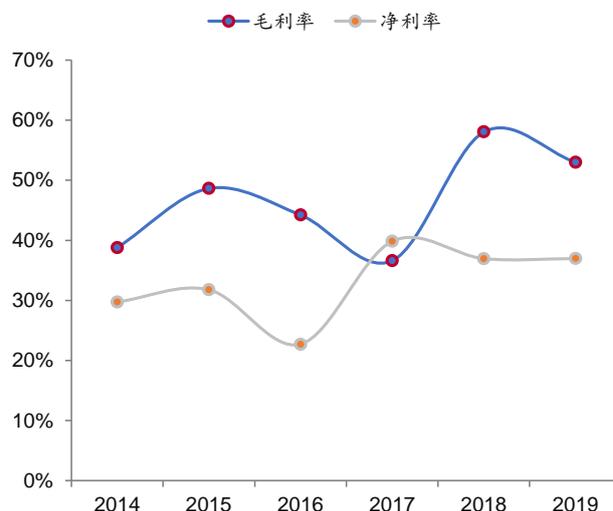
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 金地商置营业收入及净利润水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

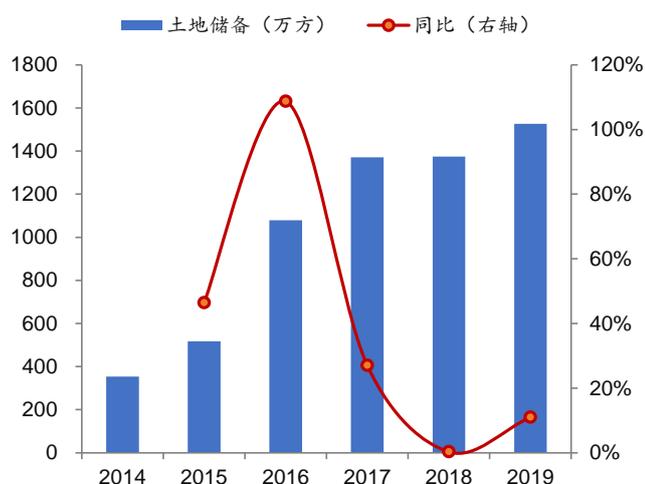
图表 40 金地商置毛利率及净利率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

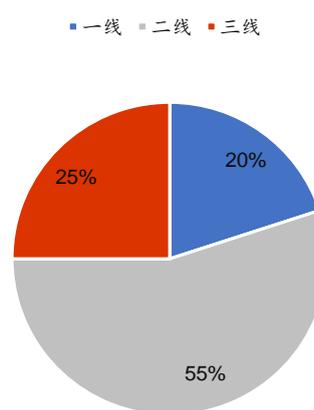
金地商置集地产综合开发和资产管理平台为一体，通过商业中心综合体、产业园镇、精品住宅、长租公寓、星级酒店等多元物业的开发销售、投资管理和服务运营，为企业和个人提供集成式空间与服务。截至2019年12月31日，金地商置的土地储备合计1526万平方米。其中，约20%位于北京、上海、广州及深圳一线城市，其于80%的土地储备主要位于南京、天津、济南、苏州、杭州、青岛、武汉、长沙、西安、成都及徐州等城市。

图表 41 金地商置土储规模



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42 金地商置土储构成 (按城市能级)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

集中布局一二线城市，稳步扩张。截至 2019 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 29 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 280 万平方米。项目主要分布于长三角城市群内的上海、南京、杭州、苏州和淮安等城市；珠三角城市群内的广州、深圳；环渤海城市群内的北京、济南；中西部具备潜力的西安、武汉、成都、长沙、昆明。根据公司 2019 年报，深圳南山区深圳威新科技园的出租率近乎 100%，其主要客户包括蚂蚁金服、大疆创新科技、亚马逊及英特尔。另外，北京搜狐大厦及上海 8 号桥项目的出租率均达 100%、杭州金地广场出租率逾 96%，而于 2019 年下半年新开业的上海九亭金地广场出租率亦达 95%。目前，正开发的商业项目包括徐州、南京、济南、北京及淮安的商业综合体项目、数个上海商业项目及深圳南山区深圳威新科技园第三期。待该等正在进行的项目竣工后，预期为集团带来额外人民币 15 亿元的租金收入。

图表 43 金地商置商业中心布局情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 44 已开业及筹备中的商业项目介绍

已建成项目		
项目名称	项目规模	项目定位
昆明金地兰亭	Shopping Mall 面积 3 万平方米	打造昆明精致时尚家庭打造集购物、休闲、娱乐、美食、亲子，五大业态的生活中心
北京金地中心	总建筑面积约 30 万平方米，包括 2 座超高层甲级写字楼、4 层购物中心、5 栋 741 户高级城市大宅	集甲级商务办公、时尚购物中心、高端国际住区为一体的大型 CBD 综合体
西安金地广场	占地面积约 3 万平方米，建筑面积约 9 万平方米，地上 4 层，地下 2 层	集精品超市、轻奢品牌、休闲娱乐、特色美食于一体的区域型消费体验中心
杭州金地广场	总建筑面积约 6.5 万平方米，地上 5 层、地下 3 层	汇聚精致购物、教育培训、生活体验、休闲娱乐、品牌餐饮为一体的全业态生活趣味中心
武汉金地中心	购物中心约 7 万平方米，商业街约 6 万平方米	汇聚美食、影院、购物、办公、居住等多元业态的复合型商业体验空间
上海九亭中心	总建筑面积约 33 万平方米，包括 1 栋 4 层购物中心、1 条商业街区以及写字楼、公寓、精品酒店共 12 栋	集购物中心、商业街区、商务办公、精品酒店、城市公寓为一体的大型区域综合体
北京威新国际大厦	约 4 万平方米	-
筹备中项目		
项目名称	项目规模	项目定位
上海西虹桥项目	总建筑面积约 13.4 万平方米，由 8 栋达到甲级品质标准的写字楼及 10000 平方米配套商业组成	长三角企业总部及高新产业聚集地
上海七宝项目	总建筑面积约 12 万平方米，包括 9 栋独栋写字楼、4 座甲级写字楼及 9000 平方米配套商业	以“文化”、“生态”、“国际”为主要功能的国际型生态商务中心
南京新尧金地广场	占地面积约 5 万平方米，建筑面积约 40 万平方米，规划包括 1 个大型购物中心，1 栋写字楼和 5 栋酒店式公寓	集时尚购物、消费体验、商务办公和酒店公寓于一体的 TOD 综合体
北京 EOD 总部港	总建筑面积约 22 万平方米，包括 10 座独栋写字楼、5 座高层甲级写字楼	京南与世界对话的大型企业总部集群
淮安金地中心	占地面积约 4 万平方米，总建筑面积约 24 万平方米	集时尚购物、商务办公、品质住宅、酒店公寓和商业街于一体的城市精致商业综合体
上海七莘路	总建面 12 万 m ²	1 栋标准写字楼、6 栋低密度总部办公、1 个封闭空间与开放空间结合的商业街区
上海长寿路项目	总建筑面积约 8 万平方米，地上 21 层，地下 4 层；其中地下 2 层至地上 3 层为商业，地上 4 层至 21 层为甲级写字楼。	“泛静安”铂金板块之国际综合商务旗舰
深圳金地威新三期项目	总建筑面积超过 28 万平方米，2 栋超高层 5A 级写字楼，地下三层停车位共计 1174 个，及附属体育公园	集总部基地、研发中心、企业会所、空中大堂、生态花园、可持续生态系统于一体的 5A 级双塔智慧办公群落
苏州人民路项目	总建筑面积约 11 万平方米，地下 4 层、地上 4 层	集时尚购物、文化生活、消费体验为一体的大型城市商业综合体

资料来源：公司官网，华安证券研究所

产业园镇：根植中国，国际视野。专注于产业平台的控股子公司“金地威新”，下设产业园平台、产城平台、旧改平台、产业研究院四大业务板块，聚焦高科技、

新能源、大健康、新文创等领域，高标准打造“芯品牌、芯空间、芯服务、芯配套、芯联盟、芯基金”的六芯级产业园区。截至2019年底，自主开发纯产业类项目共20个，总建筑面积超过230万平方米，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、特色小镇四大系列。同时，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、中科院上海高等研究院等全球知名资源平台签订战略合作协议，在产业领域深入合作。

图表 45 产业园镇主导产业明细

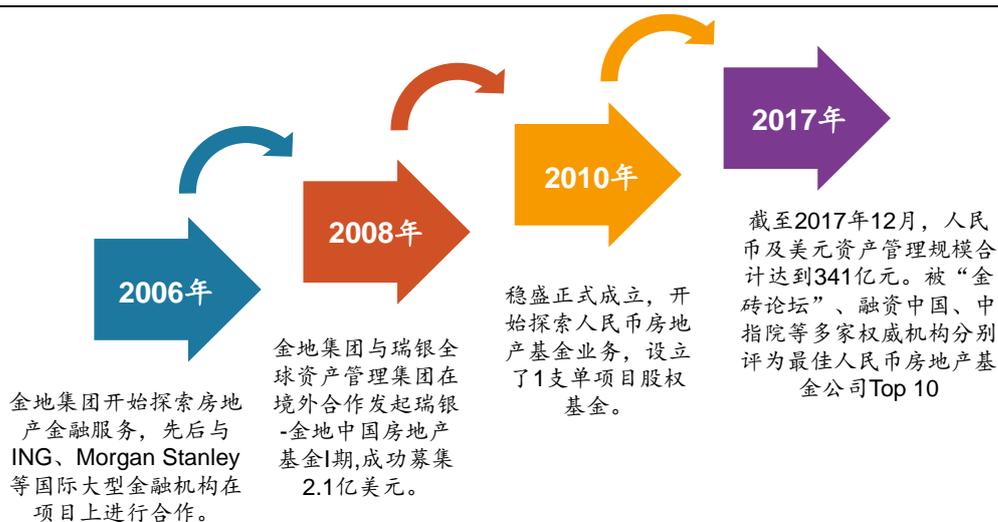
产业园镇名称	主导产业
上海·金地威新宝山智造园	智能制造、大健康、新材料
上海·金地威新嘉定智造园	新能源汽车及汽车零部件、节能环保、信息技术、生物制药、高端装备制造
上海·金地威新松江智造园	电子信息、精密仪器、高端设备制造
上海·金地威新虹桥科技园	人工智能机器人、电子信息、新能源、精密仪器、新材料
上海·金地威新闵行科技园	新一代信息技术、高端装备制造、新材料、智能机器人、航空航天
深圳·金地威新软件科技园	人工智能、芯片、5G
上海·启客威新 8 号桥	文化创意
上海·启客威新三邻桥	文化休闲、生活商业
南京金地威新雨花创新中心	软件开发、人工智能、移动互联网

资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2 稳盛投资：专业的房地产基金管理平台

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公司。团队早在2006年就已开启国内房地产金融业务的探索，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。致力于为全球投资者打造稳健、专业的投资平台，稳盛投资在2012年至2018年先后被清科集团、中指院、第一财经、投中集团、观点、融资中国等多家权威机构及媒体评为人民币房地产基金TOP10。2019年，在地产与金融政策的双重调控下，稳盛投资恪守合规理念，稳健运营。报告期内，稳盛投资充分发挥在房地产领域的投资及管理优势，协同集团专业代建能力，通过股权合作或“投资+代建”模式与中小开发商形成资源互补，实现多方共赢；在城市更新方面，稳盛投资协同金地商置完成首单持有增值型物业“上海康健广场项目”的收购；在证券化方面，稳盛投资协同金地商置完成火花公寓储架式ABS产品搭建，另外在公募REITs方面也做出了积极研究和探索。2020年稳盛投资将以更加理性的态度、更加专业的能力，为不同投资需求的投资人提供更加多元化的产品，致力于成为最具价值的国际房地产金融服务商。

图表 46 稳盛投资管理规模稳步提升



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 47 稳盛产品一览

产品类型	内容
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	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。
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,华安证券研究所

图表 48 稳盛投资已投案例展示

项目名称	物业类型	项目建筑面积	投资时间	投资规模
深圳项目	高层住宅、写字楼	约51万方	2014年6月	2.0亿
青岛项目	高层、小高层住宅	约18.3万方	2015年3月	9120万
南京项目	小高层住宅	约8.0万方	2015年1月	7840万
上海8号桥项目 ABS	创意产业园	约6万方	2017年8月	ABS 融资规模4.2亿
温州项目	住宅、商业	约10万方	2018年6月	7.2亿
武汉项目	住宅、商业	约8.14万方	2018年12月	9亿

资料来源:公司官网,华安证券研究所

3.3 金地物业：规模稳增、为主业贡献附加值

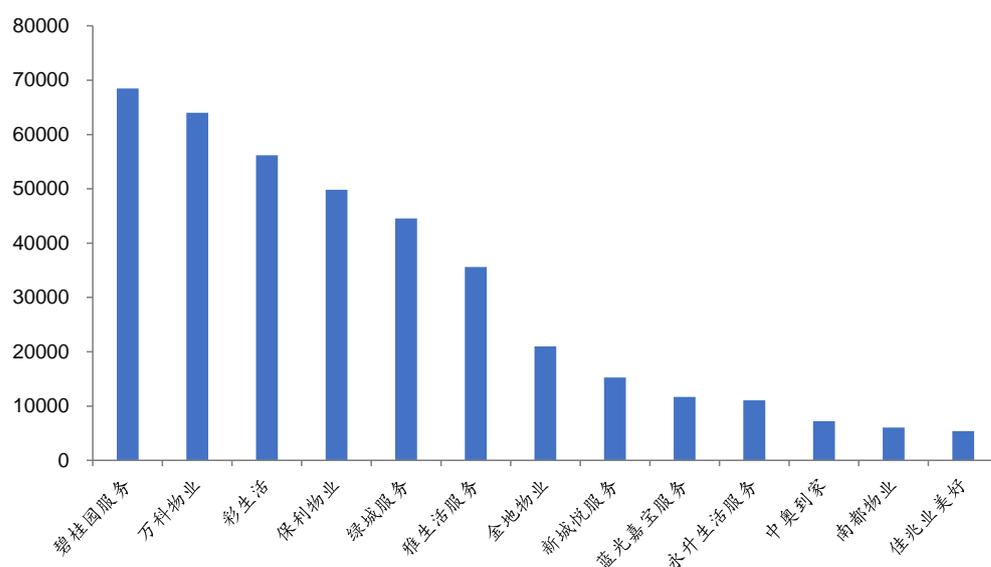
金地物业成立于1993年，是国家首批物业管理一级资质企业、中国物业管理协会常务理事单位，经过20余年的发展，现已发展成为社区服务与资产管理整合运营商。金地物业住宅与商业项目服务均处于行业领先水平，管理项目包括中高端住宅、产业园、学校、商办、政府机关等多种业态。截至2019年末，金地物业合同管理面积突破2.1亿平方米，同比增长40%。服务已遍及全国160座城市。依托物联网、大数据、云技术及人工智能等创新科技，金地物业构建了“智享生态圈”，紧密围绕“资产全生命周期”和“家庭全生命周期”两大主线进行业务布局。金地物业多次获得“中国物业服务百强服务质量领先企业”，亦荣获“2019中国物业服务品牌价值榜单”第2名、2019中国房地产500强首选物业管理公司10强等殊荣。

图表 49 2020 中国物业服务百强企业 TOP10

排名	公司名称
1	碧桂园服务控股有限公司
2	绿城物业服务集团有限公司
3	保利物业发展股份有限公司
4	雅居乐雅生活服务股份有限公司
5	恒大金碧物业（金碧物业有限公司）
6	彩生活服务集团
7	龙湖物业服务集团有限公司
8	深圳市金地物业管理有限公司
9	招商局积余产业运营服务股份有限公司
10	金科物业服务集团有限公司

资料来源：中指研究院，华安证券研究所

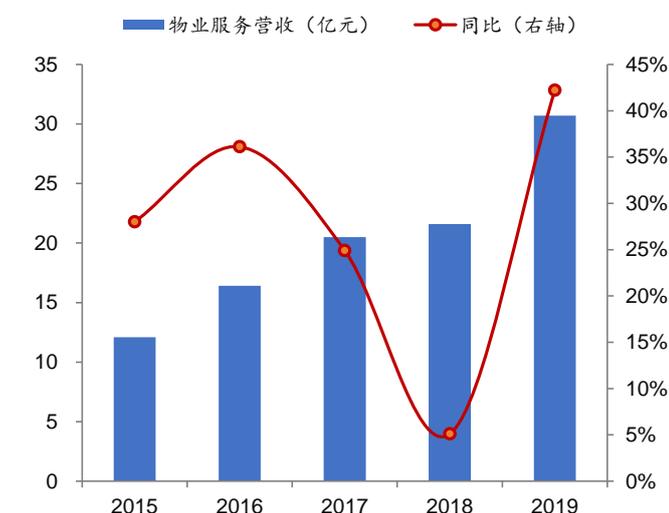
图表 50 主流物管公司合约管理面积规模（2019）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

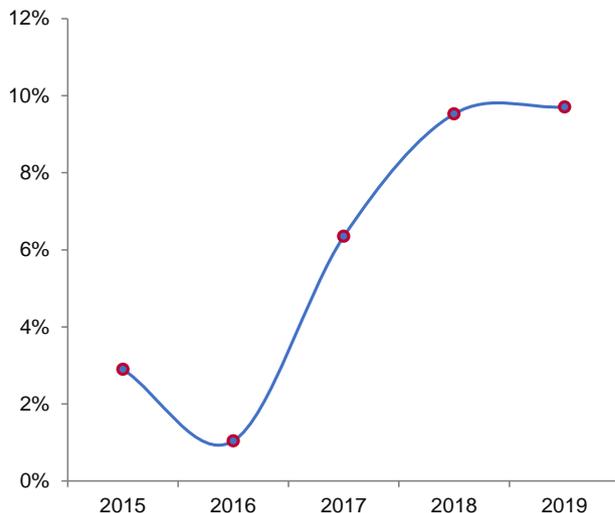
2019年,金地集团物业管理板块实现营业收入30.7亿元,同比增长42.2%;2015-2019年,物业管理板块营业收入复合增速达26%。公司物业板块毛利率自2017年期逐步修复,2019年毛利率较前值增加0.18个百分点至9.71%,但依然处于行业较低水平,未来存在较大的提升空间。

图表 51 金地集团物业板块营收及其同比



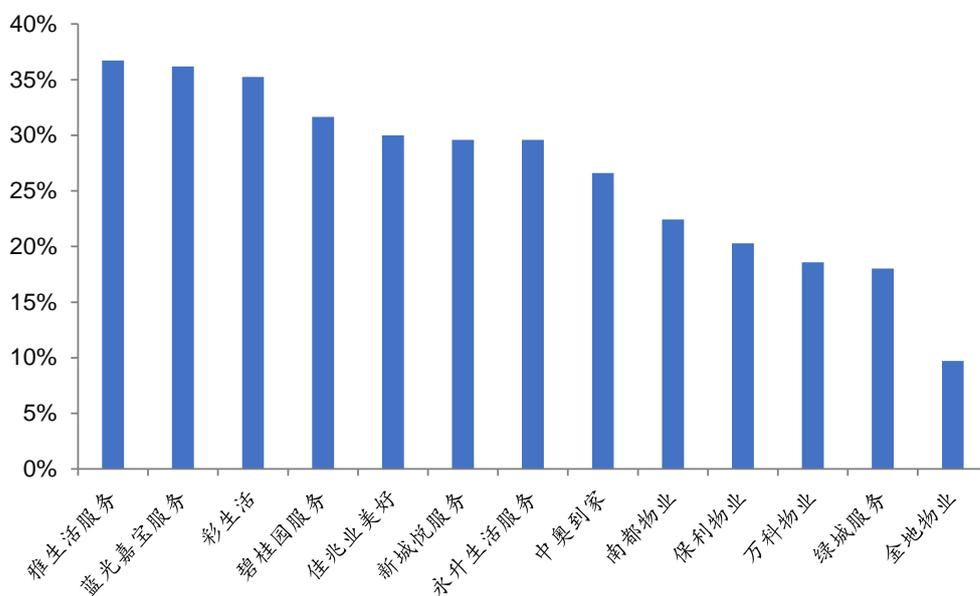
资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 52 金地集团物业板块毛利率水平



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 53 主流物管公司毛利率水平 (2019)



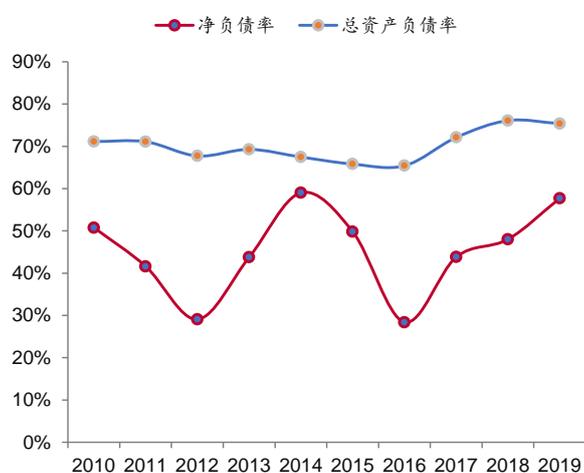
资料来源:公司公告,华安证券研究所

4 融资渠道畅通，财务结构稳健

4.1 成本管控能力突出，净负债率低位运行

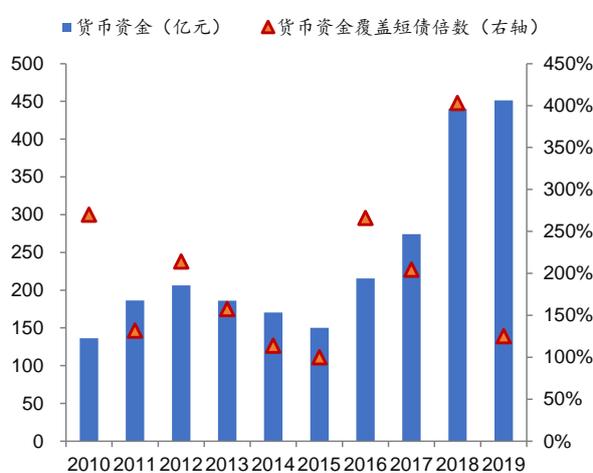
公司一直秉承稳健发展的理念，近十年净负债率一直控制在60%以下，债务管控能力较强。虽然2016年后，公司拿地态度转向积极，土地投资力度有所提升，带动2019年净负债率提升至58%，但依然处于行业较低位置。截至2019年末，公司货币资金规模达451.4亿元，覆盖短债倍数约1.3倍，较2018年有所下降，主要由一年内到期的非流动性负债增加所致，接近公司2011年的水平。当前整体流动性较为宽松，房地产融资端更多的体现为融资成本下行，但并未大幅放松。公司有望凭借较低的净负债率水平及充裕的货币资金，在未来适应市场变化及自身发展需求方面具备更大的调整空间及更灵活的调整节奏。

图表 54 净负债率及资产负债率



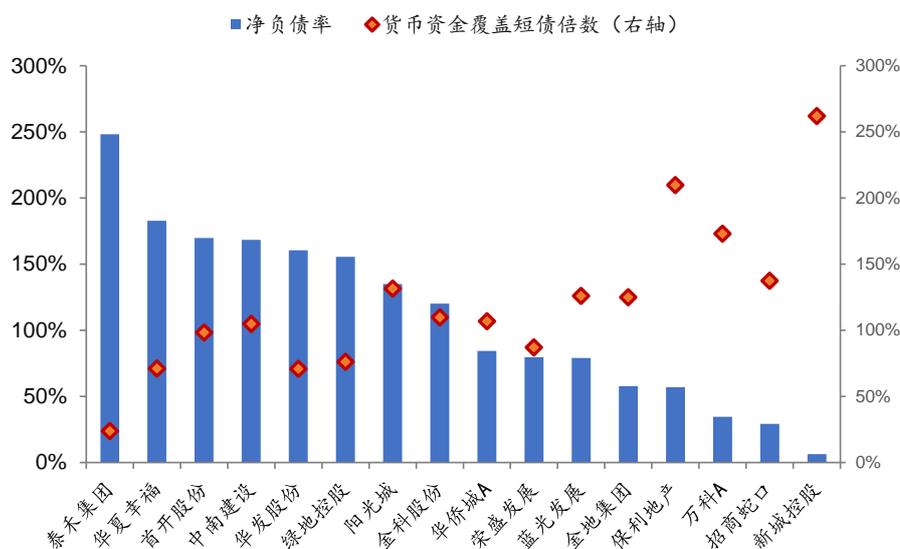
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 55 货币资金规模及短债覆盖倍数



资料来源：公司公告，华安证券研究所

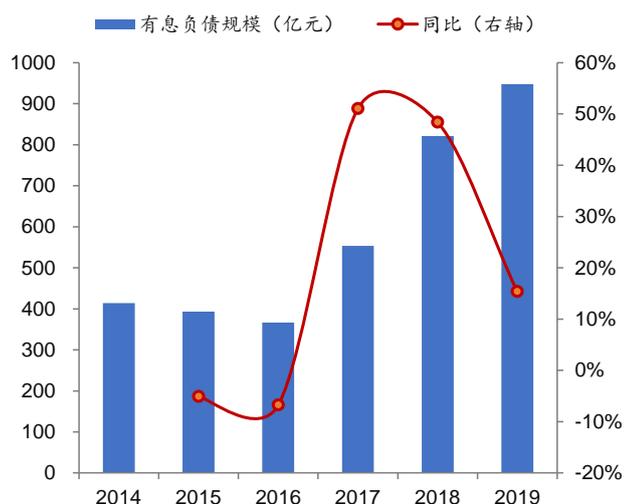
图表 56 A 股主流房企净负债率及货币短债比一览 (2019)



资料来源：wind，华安证券研究所

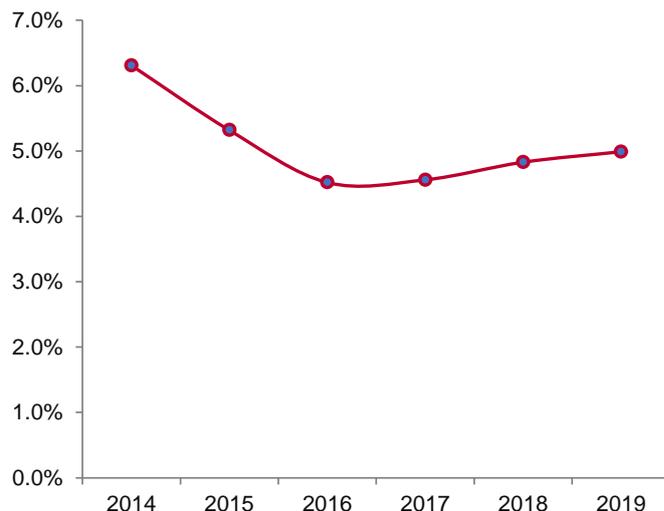
截至 2019 年末，公司有息负债规模约 947.58 亿元。其中，银行借款占比为 49.8%、公开市场融资占比约 47.56%、其他融资占比为 2.64%。债务融资加权平均成本为 4.99%，处于行业较低水平。从债务期限结构来看，公司长期负债占全部有息负债比重约 63.01%。从融资来源看，有息负债中的境内负债占比 90.44%，境外负债占比 9.56%。合理的债务期限及债务结构安排有效的缓解公司资金面的负担，为公司进行长期规划提供更多支持。

图表 57 公司有息负债规模及其同比



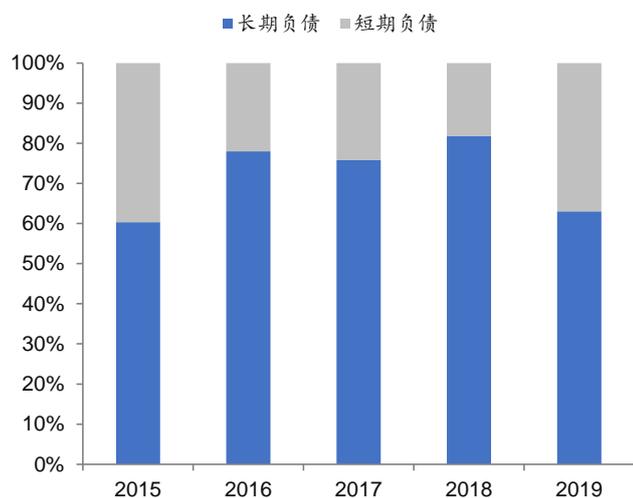
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 58 金地集团债务融资成本



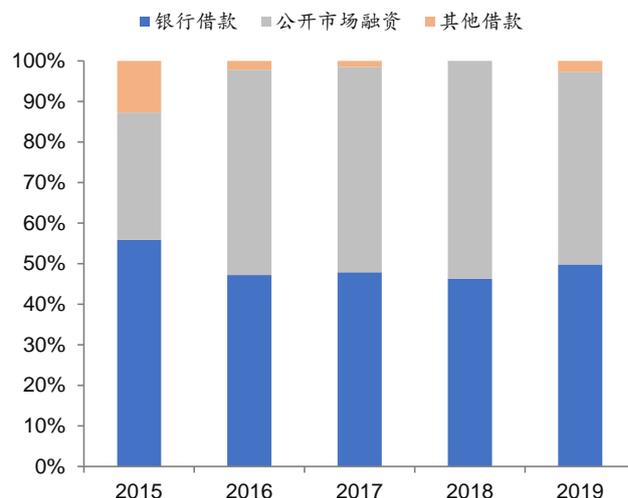
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 59 有息负债构成 (按期限)



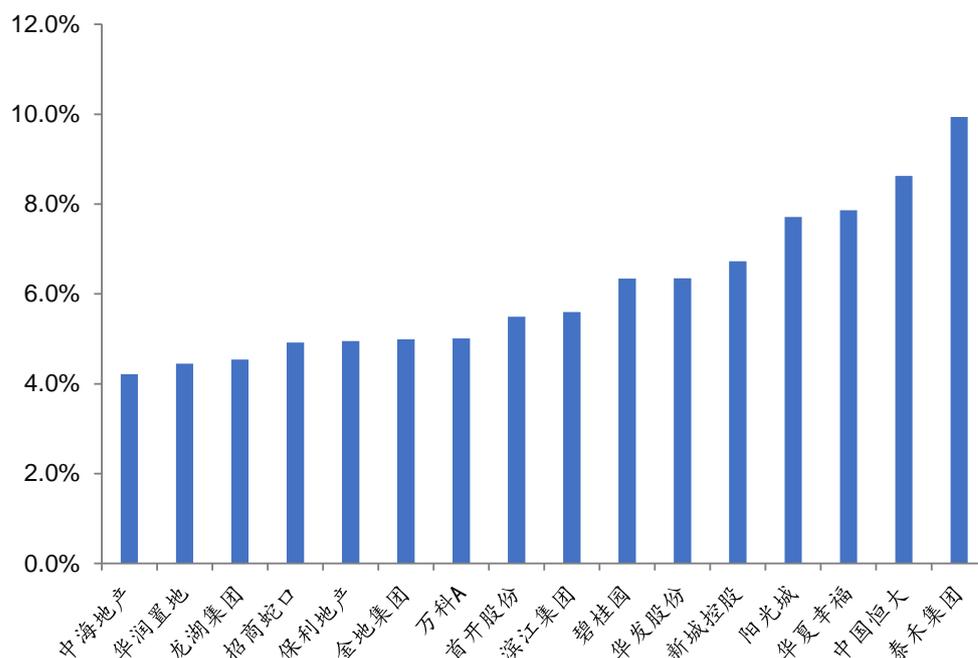
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 60 有息负债构成 (按类型)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 61 主流房企融资成本一览 (2019)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司凭借稳健的经营和良好的信用，与各主要银行建立了长期、稳固的战略合作关系，在银行贷款规模和利率方面均具备突出优势。同时，公司积极拓展融资渠道，综合运用中期票据、公司债、资产证券化、超短期融资端等方式进行融资。公司主体信用评级及各项融资产品评级均为 AAA 级，国际评级机构标准普尔、穆迪维持给予公司的长期信用评级分别为 BB、Ba2。

图表 62 公司近期发债明细

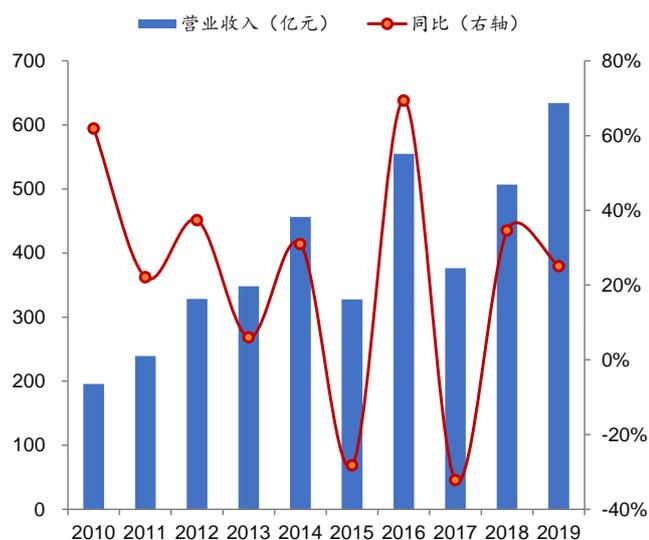
发行时间	债券类型	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	票面利率 (%)
2020-06-05	一般中期票据	20.00	3	3.30
2020-04-03	一般中期票据	5.00	5	3.55
2020-04-03	一般中期票据	15.00	3	3.05
2020-03-20	超短期融资债券	10.00	0.75	2.60
2020-03-16	超短期融资债券	10.00	0.75	2.63
2020-03-06	超短期融资债券	10.00	0.75	2.69
2020-02-20	超短期融资债券	10.00	0.75	2.83
2019-06-14	高级无抵押固定利率债券	2.5 亿美元	3	5.60
2019-05-08	资产支持票据	14	10	4.50
2019-04-01	高级无抵押固定利率债券	3 亿美元	2.5	6.00
2019-03-01	超短期融资债券	30.00	0.75	3.20
2018-11-28	超短期融资债券	30.00	0.75	4.07
2018-08-24	一般中期票据	20.00	3.00	4.80
2018-08-08	超短期融资债券	10.00	0.75	3.75

资料来源：wind，华安证券研究所

4.2 业绩逐步释放，实现高质量增长

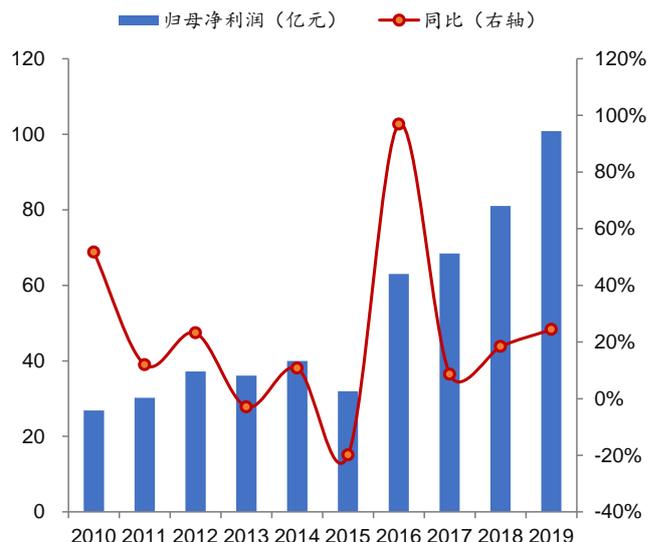
2019年，公司实现营业收入634.20亿元，同比增长25.1%；实现归母净利润100.75亿元，同比增长24.4%。公司营业收入的提升主要源于2019年并表范围内的房地产项目的结算面积有所增长，期内房地产项目结算面积393.22万平方米，同比上升53.8%；结算收入573.92亿元，同比上升24.6%。截至2019年末，金地集团的预收账款达839.7亿元，同比增长20.4%，覆盖2019年营收约1.32倍，业绩释放有保障。

图表 63 营业收入规模及其同比



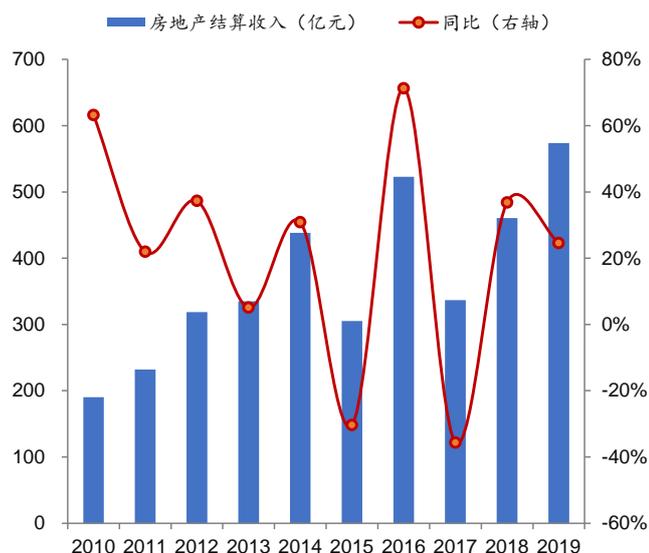
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 64 归母净利润及其同比



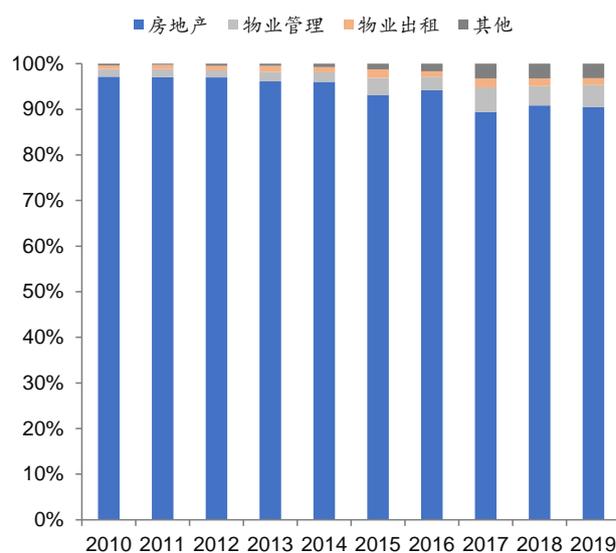
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 65 金地集团房地产结算规模



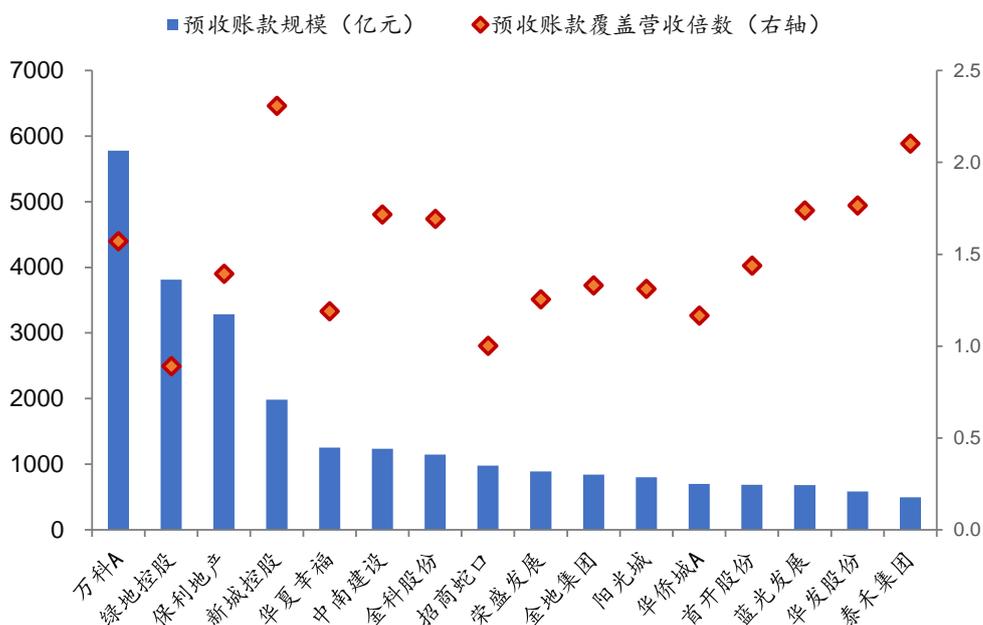
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 66 金地集团历年营收构成



资料来源：wind，华安证券研究所

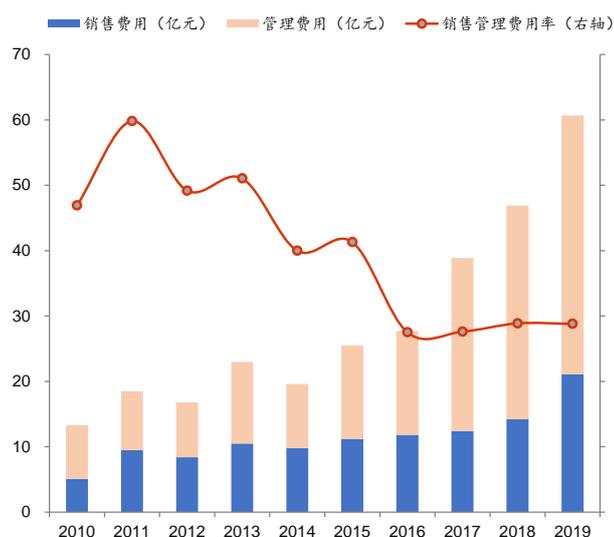
图表 67 A 股主流房企预收账款规模及其覆盖近一年营收倍数



资料来源：公司公告，华安证券研究所

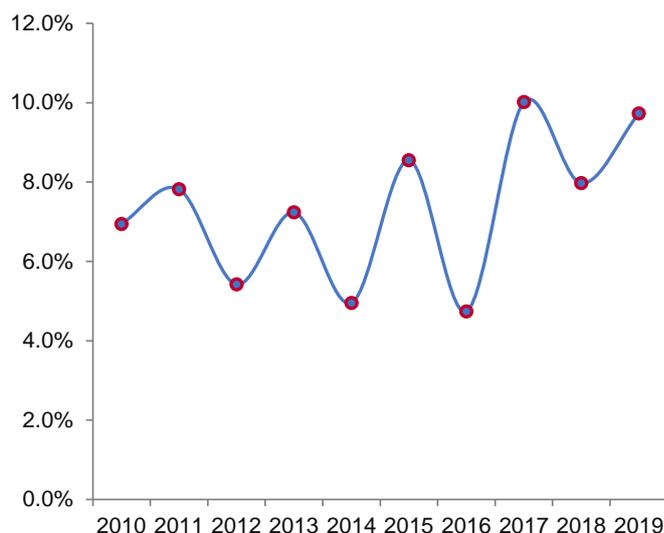
归母净利润增速略低于营收增速的原因在于：(1) 2019 年行业融资环境有所收紧叠加销售规模提升导致财务费用及销售管理费用增加；(2) 前期多元化获取的低权益比项目陆续结算，少数股东损益对利润水平造成侵蚀；(3) 房地产开发结算毛利率略有下降。我们认为随着外部流动性宽松及行业融资成本下行，以及新增土储权益比企稳回升，未来盈利能力将迎来修复。

图表 68 金地集团销售管理费用率 (销售额口径)



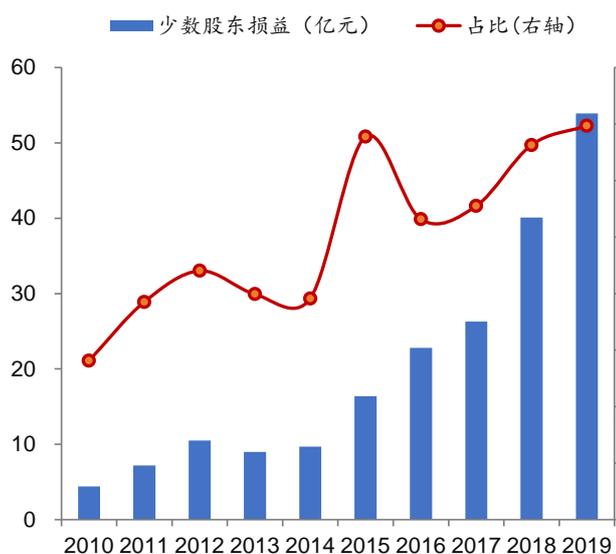
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 69 三费合计占收入比重



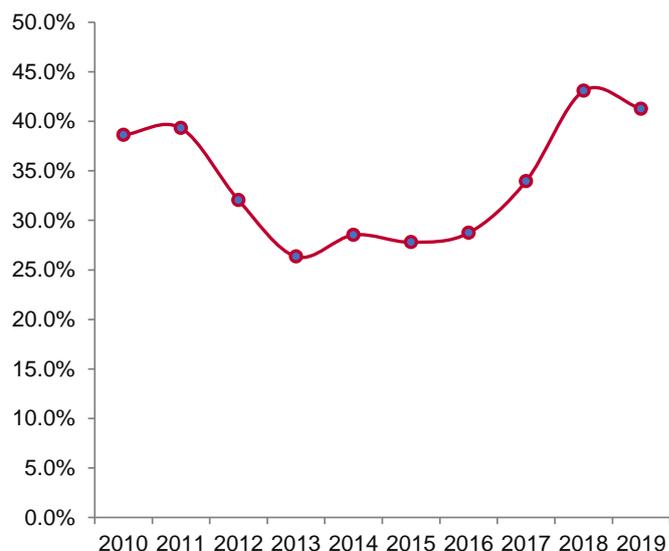
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 70 少数股东损益占净利润比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所

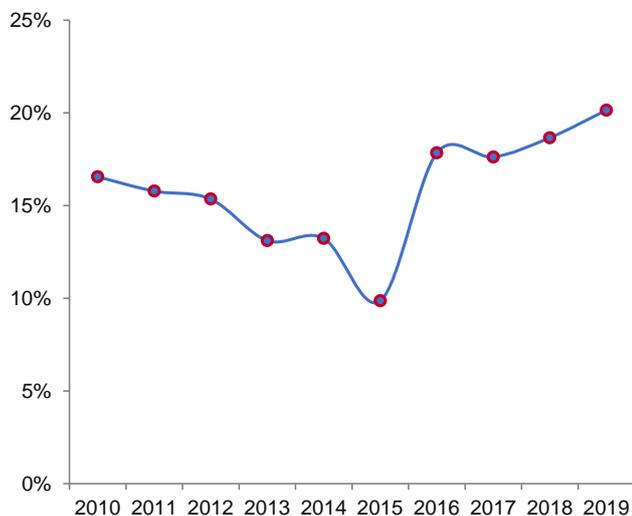
图表 71 房地产结算毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

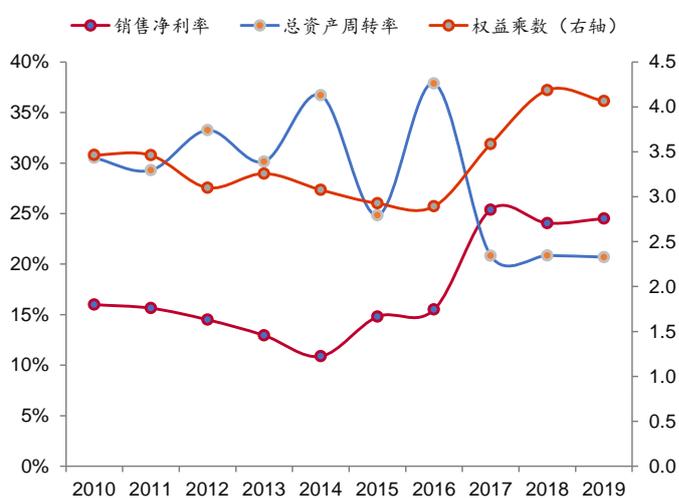
2015 年作为公司调整阶段的尾声，总资产周转率降至 24.82% 致当年加权 ROE 降至历史低位 9.86%。2016 年周转提速，2017 年销售净利率回升，带动 ROE 逐步修复。2019 年公司加权 ROE 达 20.14% 较前值提升 1.48 个百分点，处于行业较高水平。

图表 72 公司加权 ROE



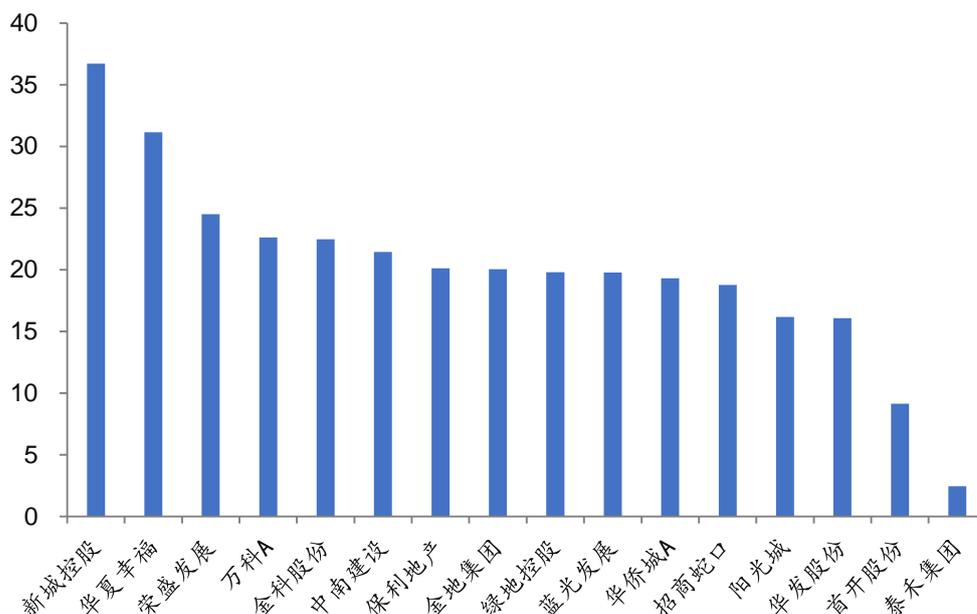
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 73 ROE 拆分



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 74 A 股主流房企 ROE (加权, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

5 估值与盈利预测

5.1 绝对估值

我们采取 NAV 估值法对公司房地产项目开发部分进行测算。以公司 2019 年底房地产开发项目为基础, 房地产开发业务的净权益增加值为 492.0 亿元, 叠加 2019 年底归属于母公司股东净资产后, 合计 NAV 约 1032.9 亿元。以 2019 年末总股本计算, 每股 RNAV 约 22.9 元。

图表 75 NAV 测算 (基于 2019 年末项目)

项目净权益增加值 (亿元)	492.0
2019 年末归母净资产 (亿元)	540.9
NAV 合计 (亿元)	1032.9
总股本 (亿股)	45.15
RNAV (元)	22.9

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

5.2 投资建议

公司始终坚持深耕一二线核心城市及主要都市圈内具备升值潜力的三线城市。2016 年以前, 公司受外部环境变化及内部战略调整等因素的影响, 增速放缓。2016 年后, 公司在重点布局城市复苏的基础上, 拿地态度转向积极、销售重回快车道。截至 2019 年末, 公司土地储备充裕且布局合理, 助力未来销售规模稳步提升。当前整体流动性较为宽松, 但行业依然呈现松中有紧的局面。公司有望凭借通畅且多元化的融资方式、较低的借贷成本、较优的杠杆水平, 在未来发展过程中具备更多的主动性, 为持续发展释放更多空间。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为

2.63、3.09、3.62 元/股，对应当前股价 PE 分别为 5.80、4.94、4.21 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

公司重点布局城市调控政策趋严

公司在一、二线城市的土地储备量较高，若核心城市调控政策超预期收紧致市场成交下行，可能导致公司销售不及预期。

行业融资端超预期收紧

公司目前在融资成本方面具有一定优势，若行业融资端超预期收紧可能会导致公司相关成本上升，融资优势收窄。

新增土储权益比下行

当前公司新增土储权益比呈现稳中有升的趋势，若未来公司拿地权益超预期下行，会增加少数股东损益负担，存在业绩不达预期的风险。

财务报表与盈利预测
利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	63420	79135	96545	115536
%同比增速	25%	25%	22%	20%
营业成本	37533	47854	59339	71800
毛利	25887	31281	37206	43735
%营业收入	41%	40%	39%	38%
税金及附加	6172	7702	9396	11244
%营业收入	10%	10%	10%	10%
销售费用	2110	2633	3212	3844
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	3958	4939	6026	7211
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	61	76	93	111
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	101	617	521	628
%营业收入	0%	1%	1%	1%
资产减值损失	-218	0	0	0
信用减值损失	-94	0	0	0
其他收益	65	81	99	119
投资收益	5976	7587	8956	10866
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	501	0	0	0
资产处置收益	2	2	2	3
营业利润	19716	22983	27015	31683
%营业收入	31%	29%	28%	27%
营业外收支	-207	0	0	0
利润总额	19509	22983	27015	31683
%营业收入	31%	29%	28%	27%
所得税费用	4044	4764	5600	6568
净利润	15465	18219	21415	25115
%营业收入	24%	23%	22%	22%
归属于母公司的净利润	10075	11869	13952	16362
%同比增速	24%	18%	18%	17%
少数股东损益	5390	6349	7463	8753
EPS (元/股)	2.23	2.63	3.09	3.62

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	2.23	2.63	3.09	3.62
BVPS	11.98	14.61	17.70	21.33
PE	6.50	5.80	4.94	4.21
PEG	0.27	0.33	0.28	0.24
PB	1.21	1.04	0.86	0.72
EV/EBITDA	8.20	7.21	6.06	4.91
ROE	19%	18%	17%	17%
ROIC	6%	7%	7%	8%

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	45142	41709	35603	33886
交易性金融资产	19	39	58	78
应收账款及应收票据	288	359	438	525
存货	139783	170439	203216	236056
预付账款	556	709	879	1064
其他流动资产	85035	98880	119440	141818
流动资产合计	270823	312136	359635	413427
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	35955	47122	58289	69456
投资性房地产	20356	20356	20356	20356
固定资产合计	1249	189	-872	-1932
无形资产	32	-8	-48	-88
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3477	3477	3477	3477
其他非流动资产	2925	3194	3464	3734
资产总计	334816	386465	444302	508431
短期借款	3296	3296	3296	3296
应付票据及应付账款	19776	23659	29937	36250
预收账款	83971	108971	131219	157042
应付职工薪酬	3025	3612	4579	5541
应交税费	3617	4829	5913	6987
其他流动负债	74646	85826	100102	113375
流动负债合计	188330	230192	275046	322491
长期借款	27595	27764	27933	28102
应付债券	28994	20393	11793	3192
递延所得税负债	4399	4399	4399	4399
其他非流动负债	3128	3128	3128	3128
负债合计	252447	285877	322299	361312
归属于母公司的所有者权益	54094	65963	79915	96277
少数股东权益	28275	34625	42088	50841
股东权益	82369	100588	122003	147119
负债及股东权益	334816	386465	444302	508431

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	7899	9945	5506	7785
投资	-9653	-11253	-11253	-11253
资本性支出	-1136	1572	1573	1573
其他	1148	7383	8753	10662
投资活动现金流净额	-9641	-2298	-928	982
债权融资	0	-8601	-8601	-8601
股权融资	1417	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	34244	169	169	169
筹资成本	-8028	-2649	-2252	-2052
其他	-22519	0	0	0
筹资活动现金流净额	5114	-11080	-10684	-10483
现金净流量	3412	-3433	-6106	-1717

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。