

公司研究

毛利率如期回升，物业上市强化协同发展能力

——中国金茂（0817.HK）2022年中报点评

要点

事件:2022年8月30日公司发布2022年中报。22年H1,公司实现营收287.5亿元,同比增长1%;实现归母净利润25.7亿元,同比减少40%。

点评:毛利率企稳回升,销售排名逆势提升,物业上市加强协同发展能力。

1) 毛利率如期回升,投资收益波动拖累盈利。22年H1,公司实现营收287.5亿元,同比小幅增长1%,值得注意的是,其他收入同比增长32%至25.6亿元,占营收比重较21年H1提高2.1pct至8.9%,主要系物业等收入提升,金茂服务上市后进一步实现对首置物业100%股权的收购,未来有望持续提高营收贡献。22年H1,公司综合毛利率企稳回升至21.7%,较21年H1提高1.4pct,符合我们预测,全年毛利率预计同比小幅回升;归母净利润为25.7亿元,同比减少40%,扣除投资物业与金融资产公允价值波动影响后,其余下滑原因主要系21年H1收购中国宏泰等物业产生投资收益16.7亿元,基数较高;扣除投资物业公允价值变动后,归母净利润同比下降26%。

2) 销售排名逆势提升,城市运营销售贡献大。22年H1,公司实现全口径销售额699亿元,同比减少46%,其中城市运营项目贡献25%销售额,销售额排名跃居克而瑞销售排行榜第11位,较21年H1提升4名;销售面积368万平方米,同比减少51%,销售均价为18974元/平米,同比提升9.7%。公司销售短期承压,得益于高产品力及城市运营协同效应,盈利边际较高。

3) 坚持获取优质土储,持有物业轻资产化。22年H1,公司聚焦于北京、合肥、成都等核心城市获取5宗优质土地,整体拿地溢价率仅0.6%,未来去化及利润有保障;同时,公司积极推进私有化收购中国宏泰的进程,完成后有望获取环京区域大量城市运营项目与优质土储,奠定未来业绩增长基础。酒店经营板块,公司发挥品牌及管理优势,坚持轻资产发展路线,截至22年H1期末,已签订21个轻资产服务合同,优化开发资源配置,助力双轮战略更稳健落地。

4) 财务稳健,低成本融资优势显著。截至22年H1期末,公司三道红线指标保持绿档,净债务与调整后资本的比例为59%,财务状况稳健。22年H1,公司直接融资渠道畅通,降低永续债规模,发行公司债共33亿元、CMBS共87.08亿元,票面利率皆介于3.2%-3.5%,资金成本较低,信用优势显著。

盈利预测、估值与评级:公司坚持双轮两翼战略,背靠中化股东资源,拥有央企高信用优势,城市运营逐步发挥协同作用,发展稳健。考虑公司销售与收入结算增速放缓,我们下调公司22-24年核心EPS预测为0.53元(下调2.1%)/0.57元(下调8.8%)/0.65元(下调8.4%);当前股价对应22-24年PE(核心)估值分别为3.1/2.9/2.5倍,维持“买入”评级。

风险提示:销售不及预期、拿地与收入结算不及预期、市场下行超预期等风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收(百万元,人民币)	60,054	90,060	97,146	105,951	115,260
收入增长率	38.5%	50.0%	7.9%	9.1%	8.8%
归母净利润(基本)(百万元,人民币)	3,881	4,690	6,140	7,389	8,410
归母净利润(基本)增长率	-39.8%	20.8%	30.9%	20.3%	13.8%
基本EPS(元,人民币)	0.31	0.37	0.48	0.58	0.66
核心EPS(元,人民币)	0.56	0.45	0.53	0.57	0.65
P/E(基本)	5.4	4.4	3.4	2.8	2.5
P/E(核心)	2.9	3.6	3.1	2.9	2.5
P/B	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2022-09-08;汇率:1港币兑换0.8809元人民币

买入(维持)

当前价:1.86 港元

作者

分析师:何缅甸

执业证书编号:S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股):	126.9
总市值(亿港元):	236.0
一年最低/最高(港元):	1.61/3.16
近3月换手率:	11.32%

股价相对走势



资料来源:WIND

相关研报

20220405 2021年度结算符合预期,2022预计毛利率企稳回升——中国金茂(0817.HK)2021年度业绩点评

20220125 高基数下销售保持增长,毛利率有望逐步企稳——中国金茂(0817.HK)动态跟踪报告

20210828 全年结算大幅提升,金茂物业高端领先——中国金茂(0817.HK)2021年中期业绩点评

20210612 “绿金”产品力卓越,销售持续维持强势——中国金茂(0817.HK)跟踪报告

20200826 结算毛利率短期承压,城市运营拿地占比续升——中国金茂(0817.HK)动态跟踪报告

20200701 销售高增,土储换仓,核心优势逐步显现——中国金茂(0817.HK)动态跟踪报告

20190726 牵手平安,混改走完第三步——中国金茂(0817.HK)股份配售点评

20190409 费用错配逐步缓解,业绩释放潜力尽显——中国金茂(0817.HK)2018年报点评

20190304 深耕一二线,受益于市场销售结构转换——中国金茂(0817.HK)跟踪简报

20180815 混改中迸发能量的高成长国企——中国金茂(817.HK)首次覆盖报告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	60,054	90,060	97,146	105,951	115,260
营业成本	-47,939	-73,302	-78,852	-85,867	-93,201
毛利	12,114	16,758	18,294	20,084	22,059
其他收入和收益	8,699	7,028	7,731	8,504	9,354
销售费用	-1,601	-2,378	-2,565	-2,798	-3,043
管理费用	-3,529	-4,675	-5,043	-5,500	-5,983
折旧及摊销	-649	-649	-703	-768	-836
财务费用	-2,727	-2,788	-3,007	-3,280	-3,568
应占合联营公司损益	1,069	1,576	1,110	1,211	1,311
其他费用及损失净额	-4,381	-2,807	-900	0	0
税前利润EBT	9,644	12,714	15,620	18,221	20,130
所得税	-3,449	-5,009	-5,854	-6,830	-7,554
净利润 (含少数股东损益)	6,195	7,705	9,766	11,391	12,576
净利润 (不含少数股东损益)	3,881	4,690	6,140	7,389	8,410
总股本 (百万股)	12,736	12,688	12,690	12,690	12,690
基本EPS (元, 人民币), 按最新股本计算	0.31	0.37	0.48	0.58	0.66
核心EPS (元, 人民币), 按最新股本计算	0.56	0.45	0.53	0.57	0.65
资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金*	40,156	31,051	36,915	42,380	46,104
受限制银行存款	8,622	8,694	8,955	9,223	9,500
应收、预付账款及票据合计	71,379	74,072	79,900	87,141	94,798
存货	100,478	90,694	99,266	114,674	133,122
其他流动资产	1,290	1,401	1,438	1,481	1,525
流动资产合计	225,226	205,911	226,474	254,900	285,049
固定资产 (物业厂房设备)	11,307	11,733	12,077	12,419	12,756
无形资产	108	175	171	166	161
使用权资产	1,635	1,698	1,671	1,642	1,611
发展中的土地和物业-非流动	69,850	96,763	105,909	114,674	122,882
投资性物业	33,315	31,565	31,547	32,692	33,908
合联营公司投资	27,425	42,523	48,633	54,844	61,156
其他非流动资产	18,891	21,636	23,338	25,453	27,690
非流动资产合计	162,530	206,091	223,347	241,891	260,164
资产总计	387,756	412,003	449,821	496,791	545,213
短期借款	27,771	25,081	26,335	27,652	29,034
应付账款及票据	21,907	28,952	34,742	41,691	45,860
其他应付款和应计款项	104,802	103,811	115,123	132,606	154,154
应付关联方款项	38,136	38,966	44,811	51,533	59,262
应付税费	2,283	1,990	2,189	2,408	2,649
土地增值税拨备	2,074	2,314	2,545	2,800	3,080
其他流动负债	107	131	151	173	199
流动负债合计	197,080	201,245	225,897	258,862	294,238
长期借款	69,807	81,947	89,947	95,947	99,947
应付关联方款项-非流动	11,054	13,306	14,637	16,100	17,710
租赁-非流动负债	1,003	949	986	964	940
递延税项负债-非流动	6,828	6,963	7,102	7,244	7,389
其他非流动负债	157	28	31	34	37
非流动负债合计	88,849	103,965	112,703	120,289	126,024
负债总计	285,929	305,210	338,600	379,152	420,262
股本金	26,132	26,140	26,140	26,140	26,140
永续资本工具	23,000	20,080	16,880	16,880	16,880
储备	20,630	23,821	27,005	31,249	36,065
少数股东权益	55,065	56,832	58,076	60,251	62,746
股东权益合计	101,827	106,794	111,221	117,640	124,951
现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	31,339	4,438	11,345	18,159	23,537
投资活动现金流	(303)	(11,797)	(7,518)	(7,618)	(7,724)
融资活动现金流	(8,785)	(1,707)	4,240	(3,101)	(11,465)
净现金流	22,251	(9,066)	8,067	7,440	4,348

来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: EPS 按最新股本摊薄测算, *已剔除取得时原到期日超过三个月之无抵押定期存款

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE