



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

朝乾夕惕三十载，老牌龙头再发力

—金地集团(600383.SH)公司深度报告

2022 年 10 月 26 日

证券研究报告

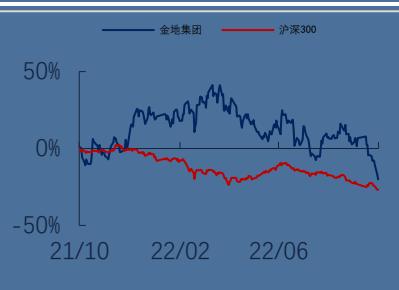
公司研究

公司深度报告

金地集团 (600383.SH)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	8.35
52周内股价波动区间(元)	15.20-8.35
最近一月涨跌幅(%)	-27.77
总股本(亿股)	45.15
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	376.97

资料来源：万得，信达证券研发中心

朝乾夕惕三十载，老牌龙头再发力

2022年10月26日

本期内容提要：

◆**老牌龙头稳健经营，行业排名逆势提升：**金地集团1988年成立于深圳，2001年在上交所上市，2022H1在市场整体疲软的情况下，全口径销售规模1006亿元，行业排名逆势提升，重回前十梯队，销售均价位列TOP10房企前列；土地资源优质丰富，深耕核心城市，截至2022H1，总土储6193万方，权益土储2840万方，一二线城市总土地储备占比70%，货地存续比约4.5，我们预计可至少保证公司3-4年销售周期；九大住宅产品体系不断迭代升级，商办、产业园区设计能力业内领先，科学筑家助力实现品牌溢价。

◆**多元化业务布局，物业及代建业务行业领先：**1993年布局物业板块，领先的社区服务与资产管理整合运营商，提供多业态项目管理服务，截至2022H1，公司服务项目2000余个，合约管理达面积3.6亿m²，较2021年末增长9%，在管面积1.94亿m²；商业代建领跑者，目前已布局全国超40座城市，管理服务项目超90个，累计签约面积超1600万m²，其中住宅项目累计货值超过1000亿元，商办项目投资规模超过420亿元，累计政府公建面积超360万m²。

◆**财务稳健，整体债务结构调整优化：**我们预计2022年底公司房地产业务可实现经营性净现金流入约161亿元，账面资金余额可安全覆盖短期内须偿还借款，2023年公司在融资全面停滞的极端假设情况下，有望继续维持当年的正常经营及债务偿还，我们认为公司短期内违约风险较小。截至2021年末，金地集团短期借款与一年内到期的非流动负债合计413.2亿元，根据公司2022年经营数据，推算全年经营性净现金流入约161亿元，叠加期初账面货币资金648亿元，可有效覆盖短期内须偿还借款，在2023年销售量价均下降10%且融资受阻的极端假设下，仍能保证当年的债务清偿能力。拆解单项目投资模型，在项目开盘后约半年时间内，累积现金流即可回正，并持续为公司贡献正向现金流。

◆**风险因素：**房地产调控政策收紧或放松不及预期；预售资金监管趋严；地产行业销售下行幅度超预期；公司销售规模及回款不及预期；疫情反复防控趋严；合作方出险。

◆**预计公司2022-2024年EPS分别为2.27/2.45/2.54元。**我们选取收入水平相邻的保利发展、万科A、华发股份、首开股份、新城控股为可比公司，根据可比公司2022年平均6.70x的PE估值，给予公司2022年6.70x的PE估值，对应目标价15.21元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆重要财务指标

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	83,982	99,232	111,988	123,294	129,533
增长率YoY%	32.4%	18.2%	12.9%	10.1%	5.1%
归属母公司净利润(百万元)	10,398	9,410	10,239	11,076	11,478
增长率YoY%	3.2%	-9.5%	8.8%	8.2%	3.6%
毛利率%	32.9%	21.2%	23.5%	23.5%	24.1%
净资产收益率ROE%	18.1%	14.9%	13.1%	11.4%	9.8%
EPS(摊薄)(元)	2.30	2.08	2.27	2.45	2.54
市盈率P/E(倍)	3.63	4.01	3.68	3.40	3.28
市净率P/B(倍)	0.66	0.60	0.48	0.39	0.32

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月26日收盘价

投资聚焦.....	5
1 老牌龙头以锚称珠，行稳致远未来可期	6
1.1 深耕深圳布局全国，持续多元化业务探索	6
1.2 大股东为险资，目前公司无实控人.....	7
1.3 经营管理层稳定，组织结构合理.....	8
2 房地产开发业务终回十强，土储充沛优势依旧.....	10
2.1 土储优质丰富，投资布局合理.....	10
2.2 销售排名逆势抬升，后续供货有保障.....	12
2.3 稳健经营保障开竣工，营收重回快车道.....	14
2.4 产品体系迭代升级，科学筑家实现品牌溢价	15
3 多元化布局，非开发业务占比逐年提升	17
3.1 加强非住业务拓展及竞争力，促进收入结构和业务模式多元化	17
3.2 物业管理规模领先，盈利能力持续改善	17
3.3 代建业务综合实力领先，拓展规模高速增长	19
3.4 以金地商置为自持业务核心运营平台，聚焦商业中心与产业园区	19
3.5 积极探索房地产金融领域，发布国内首支标准化房地产基金	21
4 财务表现稳健，规模存在增长空间	22
4.1 财务杠杆安全，融资优势保障长期竞争力	22
4.2 经营性净现金流可覆盖短期负债，资金安全性高	23
4.3 单项目回正周期短，现金流可实现快速正向贡献	24
预计公司 2022-2024 年 EPS 为 2.27/2.45/2.54/元/股，给予“买入”评级	26
风险因素.....	27

图表目录

图表 1：金地集团历史沿革	6
图表 2：2014 年金地集团开启海外布局	7
图表 3：金地多元化业务布局	7
图表 4：公司股权结构分散，目前无实际控制人（截至 2022H1）	8
图表 5：险资大股东持股比例变动情况	8
图表 6：金地集团历年分红收益	8
图表 7：高层管理人员专业背景过硬	9
图表 8：新增土地储备城市能级分布-面积口径	10
图表 9：新增土地储备城市能级分布-金额口径	10
图表 10：金地集团全口径新增土地储备-建面口径	11
图表 11：金地集团全口径新增土地储备-金额口径	11
图表 12：金地集团新增土储投资强度	11
图表 13：金地集团新增土储权益比例	11
图表 14：金地集团新增土储楼面均价	11
图表 15：金地集团总土储规模	12
图表 16：金地集团总土地储备构成	12
图表 17：金地集团总土储权益比例	12
图表 18：金地集团总土储权益规模	12
图表 19：金地集团全口径销售面积	13
图表 20：金地集团全口径销售金额	13
图表 21：金地集团历年销售均价	13
图表 22：20221-6 月 TOP10 房企销售均价	13
图表 23：金地集团历年市占率	13
图表 24：金地集团 2022 年计划新开工面积分布	13
图表 25：金地集团开竣工面积	14
图表 26：金地集团结算面积	14
图表 27：金地集团历年结算收入	14
图表 28：金地集团历年结算均价	14
图表 29：结算面积与竣工面积比例关系	15
图表 30：金地集团房地产开发业务毛利率水平	15
图表 31：金地集团历年研发支出	16
图表 32：金地集团研发人员结构	16
图表 33：金地集团历年收入结构	17
图表 34：金地集团各项业务毛利率水平	17
图表 35：金地智慧服务“3+X”战略下的业务体系	18

图表 36: 金地集团物业管理业务收入.....	18
图表 37: 金地集团物业管理业务毛利率水平	18
图表 38: 代表企业代建新签约项目建筑面积	19
图表 39: 代表企业代建新签约项目营业收入	19
图表 40: 金地商置历史沿革	20
图表 41: 金地商置营业收入	20
图表 42: 金地商置历年收入结构	20
图表 43: 金地商置历年毛利润与归母净利润	20
图表 44: 金地商置历年毛利率与归母净利率	20
图表 45: 金地商置历年投资物业及总资产情况	21
图表 46: 金地商置历年债务净额度、资产负债率及流动负债比率	21
图表 47: 稳盛投资业务范围	21
图表 48: 金地集团有息负债规模	22
图表 49: 金地集团债务期限结构	22
图表 50: 金地集团有息负债融资渠道	22
图表 51: 金地集团境外债内/境外债占比	22
图表 52: 2021 年典型房企融资成本情况	23
图表 53: 金地集团加权融资成本	23
图表 54: 萧政储出 (2022) 5 号地块基本信息	24
图表 55: 单项目现金流情况模拟	25
图表 56: 公司各项业务盈利预测	26
图表 57: 可比公司估值 (根据 2022 年 10 月 21 日收盘价)	26

投资聚焦

报告亮点：

根据公司近年项目信息披露情况，结合公司实际投资测算模型，综合分析了公司整体资金流动安全性和单项目现金流表现，为判断后续偿债能力提供研究支撑。

投资逻辑：

老牌龙头稳健经营，行业排名逆势提升：金地集团 1988 年成立于深圳，2001 年在上交所上市，2022H1 在市场整体疲软的情况下，全口径销售规模 1006 亿元，行业排名逆势提升，重回前十梯队，销售均价位列 TOP10 房企前列；土地资源优质丰富，深耕核心城市，总土储 6193 万方，权益土储 2840 万方，一二线城市总土地储备占比 70%，货地存续比约 4.5，我们预计可至少保证公司 3-4 年销售周期；九大住宅产品体系不断迭代升级，商办、产业园区设计能力业内领先，科学筑家助力实现品牌溢价。

多元化业务布局，物业及代建业务行业领先：1993 年布局物业板块，领先的社区服务与资产管理整合运营商，提供多业态项目管理服务，截至 2022H1，公司服务项目 2000 余个，合约管理达面积 3.6 亿m²，较 2021 年末增长 9%，在管面积 1.94 亿m²；商业代建领跑者，目前已布局全国超 40 座城市，管理服务项目超 90 个，累计签约面积超 1600 万m²，其中住宅项目累计货值超过 1000 亿元，商办项目投资规模超过 420 亿元，累计政府公建面积超过 360 万m²。

财务稳健，整体债务结构调整优化：截至 2022H1，公司的各银行金融机构总授信规模 2532 亿元，剩余可用授信规模 1614 亿元，有息负债规模可控，债务期限结构合理。三道红线均为绿档，债务融资加权平均成本为 4.54%，处行业中低位水平。

现金流安全，充分保证偿债能力：我们预计 2022 年底公司房地产开发业务可实现经营性净现金流入约 161 亿元，账面资金余额可安全覆盖短期内须偿还借款，2023 年公司在融资全面停滞的极端假设情况下，有望继续维持当年的正常经营及债务偿还，我们认为公司短期内违约风险较小。截至 2021 年末，金地集团短期借款与一年内到期的非流动负债合计 413.2 亿元，根据公司 2022 年经营数据，推算全年经营性净现金流入约 161 亿元，叠加期初账面货币资金 648 亿元，可有效覆盖短期内须偿还借款，在 2023 年销售量价均下降 10%且融资受阻的极端假设下，仍能保证当年的债务清偿能力。拆解单项目投资模型，在项目开盘后约半年时间内，累积现金流即可回正，并持续为公司贡献正向现金流入。

1 老牌龙头以锚称珠，行稳致远未来可期

1.1 深耕深圳布局全国，持续多元化业务探索

金地集团 1988 年初创于中国深圳，2001 年在上交所上市。三十多年来秉持专业精神，凭借科学的治理结构和发展模式，以房地产开发为主营业务，全面布局商用地产及产业园镇开发运营、房地产金融、智慧服务、体育产业运营、家装产业、代建产业、教育产业等业务模块，从深圳走向全国并拓展至海外市场，在行业市场占据龙头地位。回顾公司的发展历程，可大致分为“深耕深圳”、“全国化布局”、“多元化发展”三个阶段。

图表 1：金地集团历史沿革

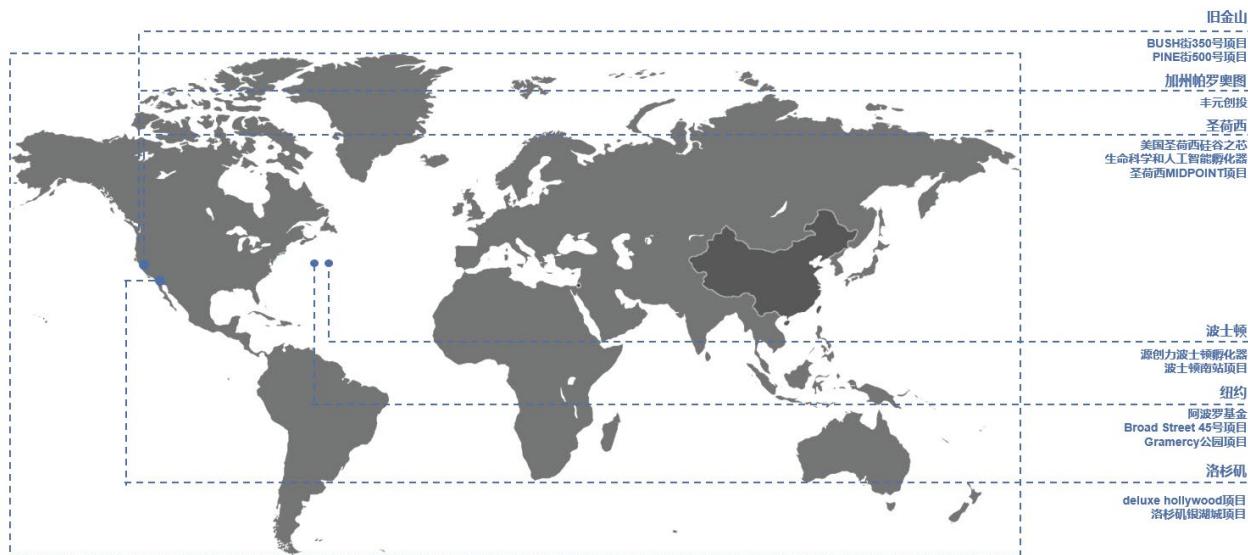


资料来源：公司官网，公司年报，信达证券研发中心

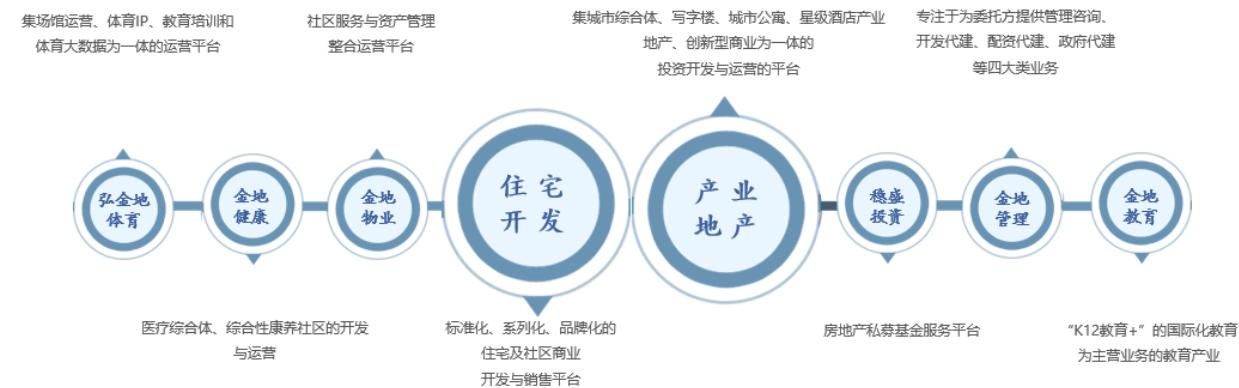
(1) “深耕深圳”阶段（1988-2000 年）：金地集团于 1988 年正式在深圳市注册成立，前身为深圳市上步区工业村建设服务公司。1993 年布局房地产开发业务，并于同年成立金地物业，是较早探索物业领域的开发商之一。1994 年公司首个住宅开发项目—金地花园正式面市。1996 年在行业内率先完成股份制改造，正式更名金地（集团）股份有限公司。

(2) “全国化布局”阶段（2001-2009 年）：2001 年金地集团在上交所挂牌上市，同年进入北京，开启全国化布局之路。房地产开发领域，基于传统住宅类项目的开发经验和优势，金地集团开始涉足商办类业态，并于 2007 年在北京落地首个商业类项目—北京金地中心。2009 年公司明确了标准化、系列化的产品战略，并完成了首个产品系列格林系的开发。

(3) “多元化发展”阶段（2010 年-至今）：2010 年金地集团成立私募基金管理公司稳盛投资，专注于中国房地产市场投资，成为国内最早涉足金融业务的房地产企业之一。2012 年布局香港资本市场，收购香港上市公司星狮地产，随后更名为金地商置，作为公司商业地产、培育城市综合体开发与运营管理的专业依托平台。2014 年公司获取旧金山项目，正式落子美西市场，开启海外布局。2016 年销售规模突破千亿，发展踏上新阶梯，进入加速扩张阶段。2017 年成立 K12 教育公司，进军教育产业。2018 年成立 Jindai Management，为全国范围的委托方提供代建服务。2021 年公司销售规模 2867 亿元，增速位列 TOP20 房企前列。面对近两年严苛的行业生存环境，金地集团正在稳步调整发展模式，秉持利润与规模平衡发展的战略思想，继续积极探索各项新业务模式，持续优化全国化布局。

图表 2: 2014 年金地集团开启海外布局


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

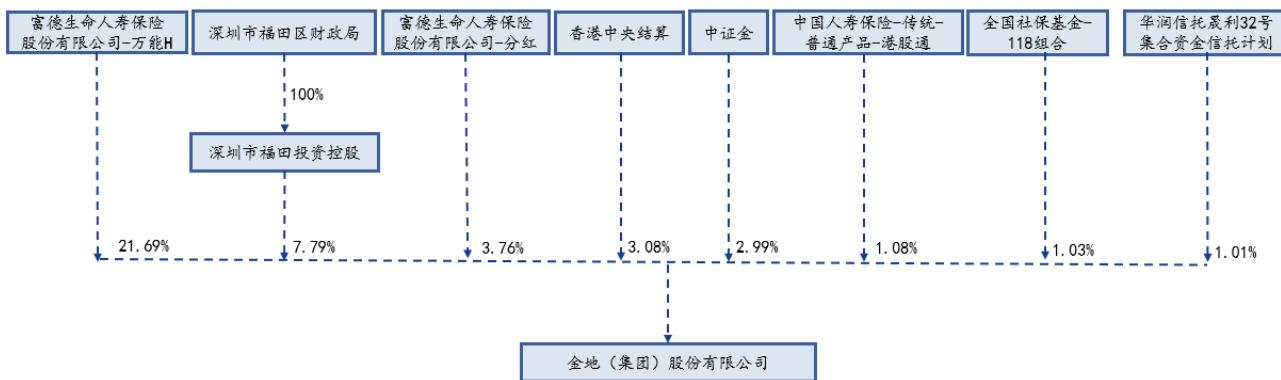
图表 3: 金地多元化业务布局


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

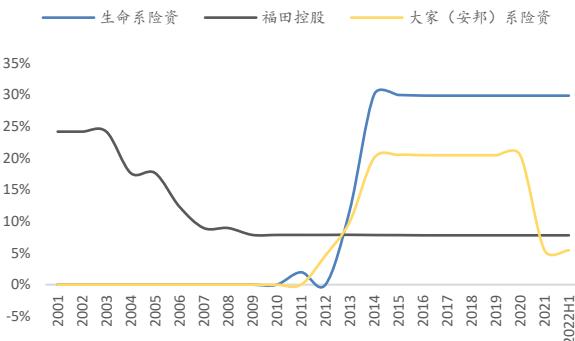
1.2 大股东为险资，目前公司无实控人

2013 年富德人寿首次举牌金地集团，持有公司股权 5.41%，而后安邦人寿快速接力，两大险资争相入局，截至 2014 年底，富德人寿和安邦人寿持股比例分别高达 29.99%、20.00%，成为公司第一二大股东，并基本保持稳定。受 2020 年底中国银保监会发布《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》影响，2021 年大家人寿开始多次减持公司股份。目前公司第一大股东为富德生命人寿保险有限公司，持有公司股权 25.45%；第二大股东为由深圳福田区国资委控股的深圳福田投资控股，持有公司股权 7.79%。

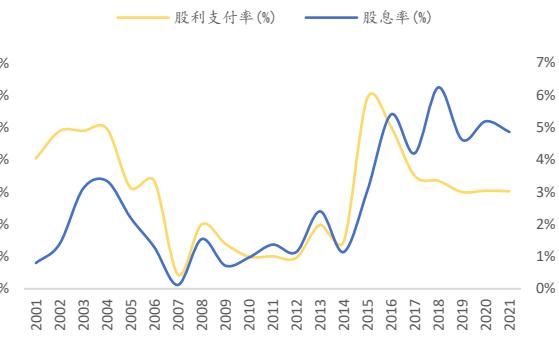
两大险资轮番增持公司股权后，公司分红比例显著提升，派现 21 次合计 224.5 亿元。2013-2015 年累计现金分红金额占公司三年年均归属于上市公司股东的净利润的比例为 88.5%，2016 年现金分红比例 50%，2017-2021 年现金分红率始终保持 30% 以上，未来公司仍将坚持持续稳定现金分红的政策。

图表 4：公司股权结构分散，目前无实际控制人


资料来源：wind, 信达证券研发中心

图表 5：险资大股东持股比例变动情况


资料来源：wind, 信达证券研发中心

图表 6：金地集团历年分红收益


资料来源：wind, 信达证券研发中心

1.3 经营管理层稳定，组织结构合理

管理红利时代来临，高管团队专业稳定。中国房地产行业已进入新一轮调整周期，经营管理层成为公司可持续与高质量发展的重要推手。根据中国房地产报发布的“2021年度中国上市房企董事会TOP30榜单”，金地集团董事会入榜TOP10。由于股权结构分散，公司目前并无实际控制人，设14个董事席位，其中执行董事与独立董事设置比例为9:5。在9个执行董事席位中，金地管理层占据6个席位，拥有较为充分的自主决策权，以保障公司治理权的稳定性。富德生命人寿、福田投资、大家人寿分别占据1个执行董事席位，两大险资定位为战略财务投资者。金地集团核心管理层主要来源于内部成长，在公司的平均工作时间超过二十年，已形成高度一致的核心价值观，并充分熟悉内部业务运作模式，具备强有力地产资源整合能力，保证了管理的高效性和执行力，有力提高管控能力和开发效率。

图表 7：高层管理人员专业背景过硬

姓名	职务	年龄	简介
凌克	董事长	62	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。现任公司第九届董事会董事长。
黄俊灿	董事、总裁	51	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。现任公司第九届董事会董事、总裁。
陈必安	董事、高级副总裁	59	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。现任公司第九届董事会董事、高级副总裁。
孙聚义	董事	70	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。现任公司第九届董事会董事。
徐家俊	董事、高级副总裁、董事会秘书	43	上海财经大学管理学硕士。现任公司第九届董事会董事、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	48	汕头大学建筑工程学学士。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，公司第九届董事会董事。
韦传军	董事、高级副总裁、财务负责人	53	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。现任公司第九届董事会董事、高级副总裁、财务负责人。
罗胜	董事	51	南开大学商学院公司治理博士。现任大家保险集团有限责任公司副总经理、临时负责人。公司第九届董事会董事。
严家荣	高级副总裁	58	华中理工大学管理学硕士，高级经济师。现任公司高级副总裁。
陈长春	高级副总裁	55	浙江大学工学博士，现任公司高级副总裁、华北区域地产公司董事长、总经理。
邱维煇	高级副总裁	46	新西兰奥克兰大学建筑设计专业学士，英国伦敦大学巴特莱特建筑学院建筑设计专业硕士，英国建筑师协会注册会员，英国皇家建筑师协会特许建筑师。现任公司高级副总裁。
张晓峰	副总裁	51	北京师范大学学士，中欧国际工商管理学院 EMBA。现任公司副总裁、华南区域地产公司董事长。
阳侃	副总裁	56	大连理工大学土木工程学士，中欧商学院 EMBA，浙江大学管理学硕士。现任公司副总裁、华东区域地产公司董事长、总经理。
郝一斌	副总裁	49	清华大学建筑管理工程学士，现任公司副总裁。
王南	副总裁	50	东北大学管理工程学士，北京大学工商管理硕士。现任集团公司副总裁。

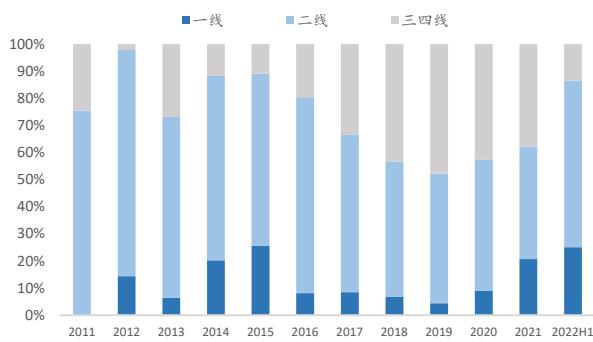
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

2 房地产开发业务终回十强，土储充沛优势依旧

2.1 土储优质丰富，投资布局合理

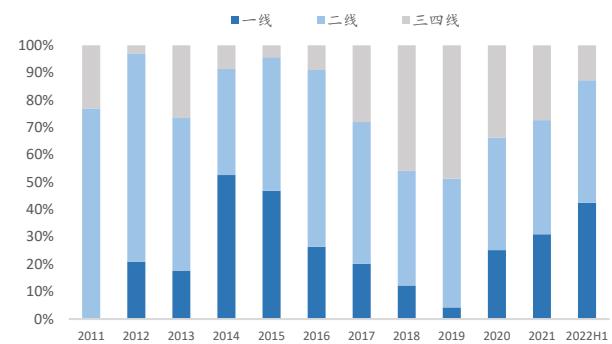
深耕广拓，适度下沉三四线，持续完善全国化布局。公司坚持深耕一二线主流城市，适度下沉三四线的投资策略，形成以京津冀都市圈、长三角都市圈、粤港澳大湾区以及中西部和东北核心城市为主的区域布局。2011-2015年，公司新增土地储备主要集中在一二线城市，2016年北京、上海、深圳等核心城市土地稀缺性进一步显现，资金集中涌入推动地价快速上涨，房地价关系失衡，公司适时调整土地储备结构，选择性布局三四线。2017年热点城市受政策抑制，需求量明显回落，而部分弱能级城市在宽松的政策环境和棚改货币化支持下，销售增速稳中有升，得益于上一年度前瞻性的投资视角，公司开始享受到三四线城市的市场红利，后续两年在投资额度上进一步加大下沉力度，2018-2019年新增土地储备中，三四线城市占比近半。2020年公司把握投资窗口期，继续完善城市梯队和加强战略纵深，新进入九个城市。2021年集中供地政策正式实施，受益于自身的行业龙头地位以及雄厚的资金实力，一二线城市占比大幅回升，一线城市投资占比达到34%，截至2022H1，公司已完成了78座城市的全国布局。

图表 8：新增土地储备城市能级分布-面积口径



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心（注：2016年后公司年报仅披露主要新增项目）

图表 9：新增土地储备城市能级分布-金额口径



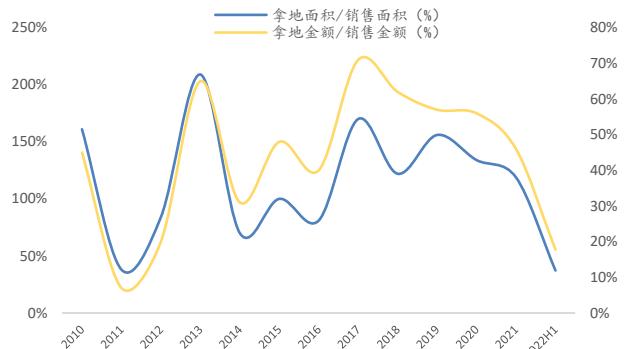
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心（注：2016年后公司年报仅披露主要新增项目）

拿地态度积极，精准把握投资时点，保障投资质量。2013年房地产行业投资增速维持高位，公司把握机遇加大土地储备，获取26宗土地，新增土储面积同比提升328%，获取时点集中在H1及11-12月，可较好地实现常态化、周期化的均衡投资。2014年行业进入周期低点，需求端透支严重，土地市场相对低迷，公司拿地态度回归谨慎，投资强度回落至31%。2017年全国热点城市加大土地供应，住宅成交回落，银行信贷收紧，导致土地价格开始出现松动，公司把握窗口期实现新增土储首破千亿，2018年-2020年，年度投资额始终维持在千亿水平以上。2021年进入全国重点城市“双集中”元年，公司充分发挥龙头企业的行业优势，加大北京、上海、深圳等高能级城市的投资强度，积极补充优质土储，适度下沉三四线城市，2021-2022H1拿地金额权益比例小幅回落至40%。

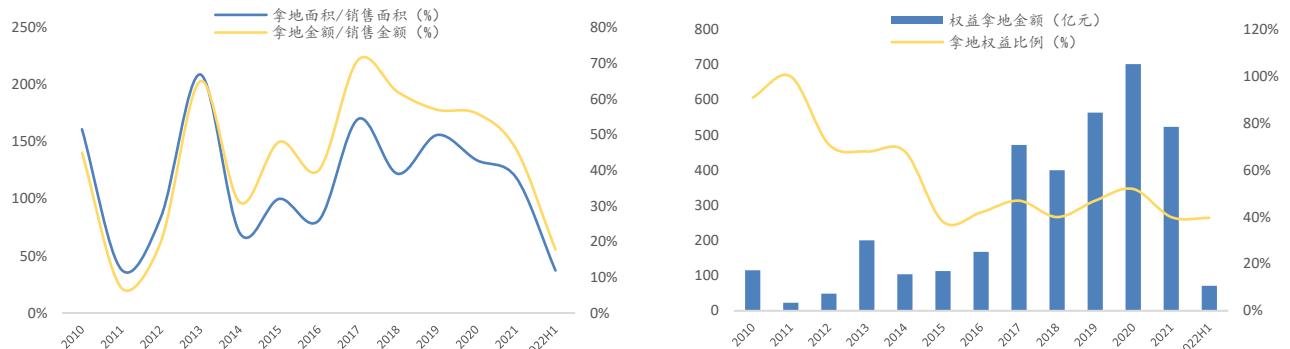
2022H1，公司总投资额约179亿元，权益投资额约71亿元；新增土地储备约156万平方米，权益土地储备约56万平方米。造成投资额缩减的主要原因，一方面公司累计土地储备充裕，我们预计可保证未来至少3-4年销售周期；另一方面自2021年下半年以来中国房地产行业经历了前所未有的深度调整，公司着力增强长期风险抵抗能力，充分保障集团现金流，投资态度更加谨慎，追求规模与利润的平衡，阶段性回归一二线城市，收缩三四线城市投资规模，获取土地主要集中在北京、深圳、上海、厦门等核心城市。

图表 10：金地集团全口径新增土地储备-建面口径

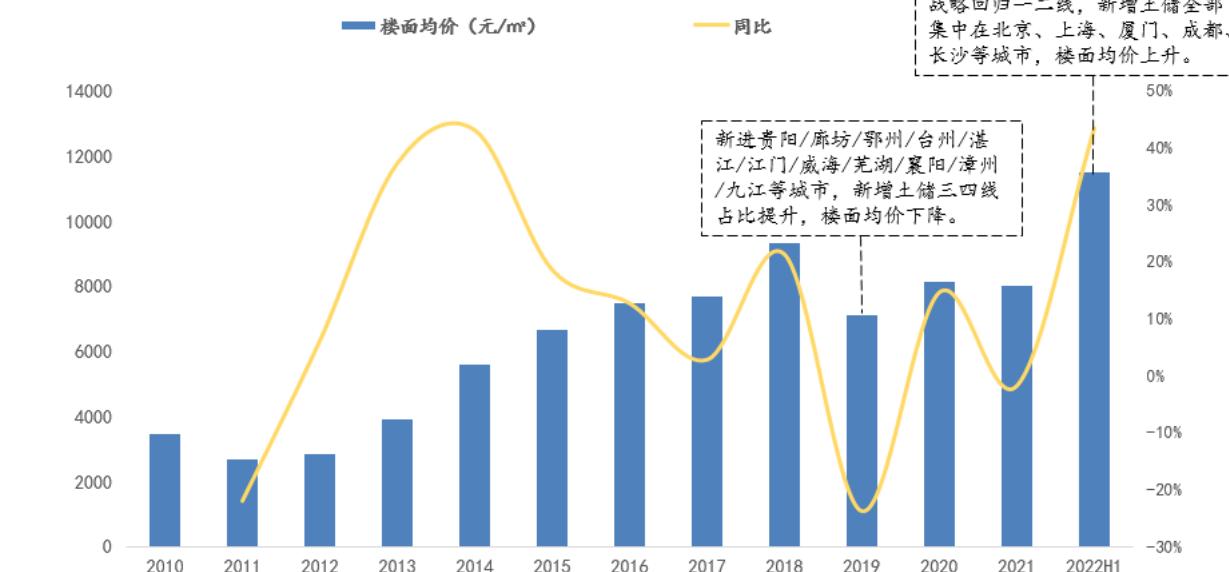

资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 12：金地集团新增土储投资强度


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 13：金地集团新增土储权益比例

图表 11：金地集团全口径新增土地储备-金额口径


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 14：金地集团新增土储楼面均价


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

2022 年新增土储楼面均价 1.15 万元/m²，创历史新高。2019-2021 年公司投资工作重点在于完善投资梯度，合计新进 28 座弱二三线城市，新增土储楼面均价分别为 7109 元/m²、8147 元/m²、8001 元/m²，房地价差关系保持在 2-3 倍水平，这一阶段深耕广拓挺进三四线城市的投资思路，为公司大幅提高了销售规模且收益水平领先同行。但 2021 下半年市场进入新阶段，核心城市土拍规则调整后收益明显提升且安全性高，三四线市场波动大，2022 年

公司开始全力回归一二线核心城市，上半年新增土储主要分布在北京、上海、深圳、成都、厦门等高能级核心城市。投资布局调整带来拿地成本的提升，尽管楼面成交均价达 1.15 万元/m²，我们预计公司在北京和上海获取的项目净利润水平可维持在 11%以上。

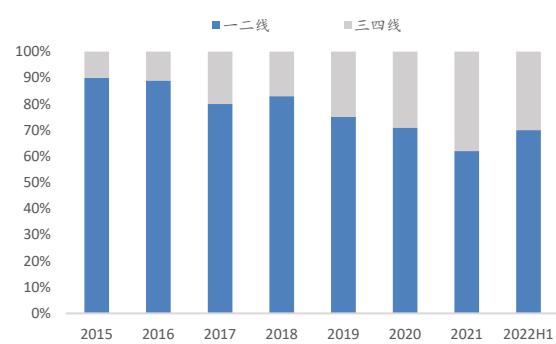
土储总量丰富，有效保障公司可持续发展。截至 2022H1，公司总土地储备 6193 万方，权益土地储备约 2840 万方。充裕的货值储备，有效减轻了公司近两年拿地压力，在目前低迷的行业环境中，充分给予公司在投资端保持战略定力的底气，2022H1 公司新增土储虽同比大幅下降，但受益于历史土地积累，土地存续比约 4.5，我们预计可保障公司 3-4 年的销售周期。

图表 15：金地集团总土储规模



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 16：金地集团总土地储备构成



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

深耕核心城市，一二线城市总土地储备占比 70%。2015 年-2021 年，随公司规模扩张，三四线城市总土储占比逐年提升，2021 年公司开始逐步投资回撤至高能级城市，一二线核心城市土储占比稳定在 62%。受 2022 年 7 月全国集中断供事件的影响，行业资金监管政策趋严，部分城市的资金监管额度主要取决于开发建安成本，核心城市与弱能级城市新房成交均价的倍数关系，高于两者建安成本之间的倍数关系，意味着高能级城市销售回款的可支配比例关系更优越。梯度化的土储结构，也同时使公司具备灵活的产能调度能力，可及时根据市场情况合理分配产能，充分适应市场变化。

图表 17：金地集团总土储权益比例



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 18：金地集团总土储权益规模

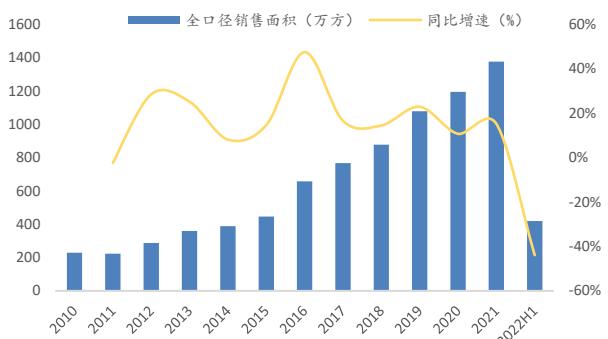


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

权益土储比例相对较低，需关注合作方开发能力。2010-2015 年，为迅速完善投资结构加大全国化布局，公司获取的合作项目数量增多，单地块合作权益比例降低，总土储权益占比持续下降，2010 年公司总权益土地比例为 86%，至 2015 年该指标下降至 62%。2016 年-2020 年，公司总权益土地比例维持在 50% 以上，2022H1 小幅下降至 46%。合作项目在一定程度上可助力企业有效扩大市场规模，但存在合作方出险影响开发进度的潜在隐患。

2.2 销售排名逆势抬升，后续供货有保障

核心城市货值占比高，助力公司销售排名重回前十。近年来公司销售规模快速增长，2016年首次进入千亿房企梯队，2019年突破两千亿大关，销售金额复合增速28%。2021年市场整体行情疲软情况下，公司销售规模突破2800亿元，超额完成销售目标，销售金额和销售面积分别同比增长18%和15%，销售增速位于TOP20房企前列。2022H1，公司全口径销售金额1006亿元，销售排名较2021年逆势上升至第九位。得益于深耕一二线城市及核心都市圈的土储策略，公司销售均价逐年提升，2020年销售均价首次突破2万元/m²，2022H1销售均价24000元/m²，位列TOP10房企第二位。

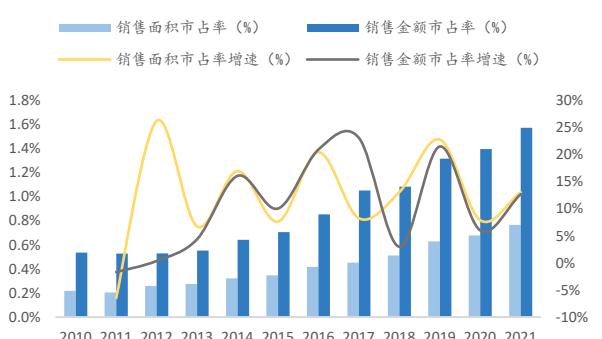
图表 19：金地集团全口径销售面积


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

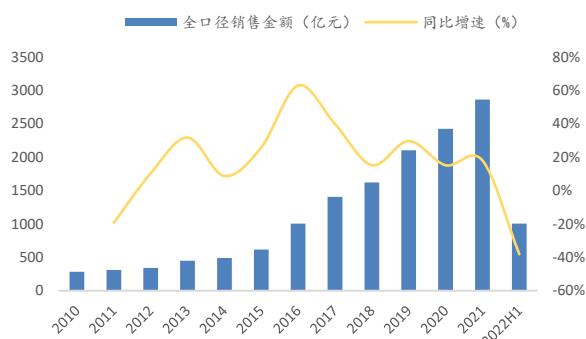
图表 21：金地集团历年销售均价


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

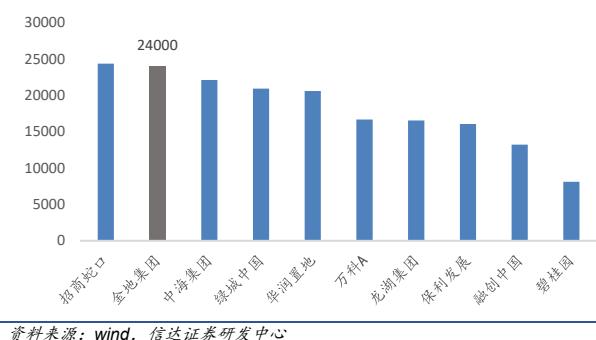
市占率逐年提升，市场份额持续扩增。近十年来金地集团在全国商品房销售市场的市占率稳步提升，2015年公司销售面积和销售金额市占率分别为0.35%和0.71%，2021年两项指标分别为0.77%和1.58%，实现了倍数级增长。各年度公司销售金额市占率均高于销售面积市占率，充分说明公司一二线城市及核心都市圈货值占比高，城市内部布局板块能级高，且具备较强的产品溢价力。

图表 23：金地集团历年市占率


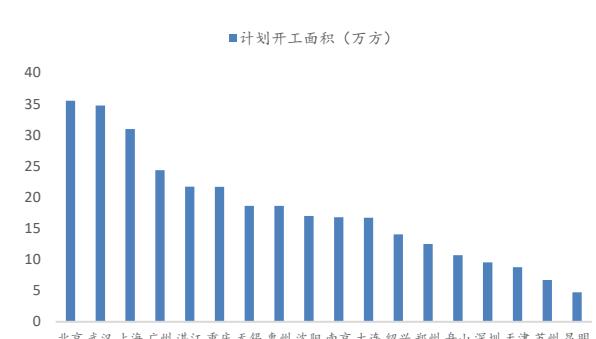
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 20：金地集团全口径销售金额


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 22：2022年6月TOP10房企销售均价


资料来源：wind，信达证券研发中心

图表 24：金地集团2022年计划新开工面积分布


资料来源：公司年报，信达证券研发中心（注：公司年报仅披露主要计划开工项目）

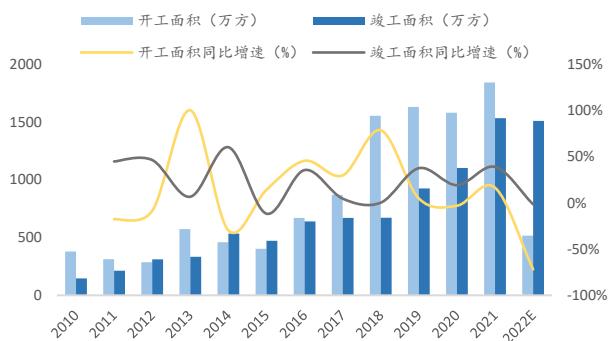
重点城市单城销售规模高，供货充足后市可期。2022年H1，金地集团在深圳和上海的单城市销售规模分别超过150亿元和130亿元，在北京、南京等核心城市的市占率均位于前列。在供货保障方面，2022年中报披露公司调整计划全年新开工面积为517万方，主要位于北京、武汉、上海等城市，我们预计2022H2将新增供货货值超千亿元，其中40%集中在在上海、广州、深圳、成都等一二线城市。

2.3 稳健经营保障开竣工，营收重回快车道

竣工面积稳步提升，为结算收入提供稳健支撑。2016年金地集团进入销售规模迅速成长期，后续可结算量累积丰厚。2019年公司竣工面积925万方，同比增长38%，2020年竣工面积超过1100万方，近两年竣工及计划竣工面积维持在1500万方水平。2021年下半年至今，大量房企出险，保交付成为房地产行业重点任务，公司基于稳健的经营属性，入围首批保交付房企白名单。较高的竣工体量提振市场及资本信心的同时，有效保障结转水平，助力公司营收重回快车道。

结算规模逐年增长，我们预计2022年房地产开发业务营收规模稳中有升。2018-2021年公司结算面积和结算收入逐年提升，复合增速分别为30%和24%，结算面积占竣工面积比例基本维持在40%水平，2021年小幅下降至37%，结算均价为15674元/m²，同比减少3%。根据公司2022年中报披露的最新口径，2022年全年计划竣工面积约1511万方，与2021年持平，我们预判结算面积水平相当。根据行业和公司自身开发周期，我们预计2022年结算收入主要来源于2019年的销售项目，2019年公司销售均价同比增长明显，合理预判公司2022年房地产销售业务营收规模有所提升。

图表 25：金地集团开竣工面积



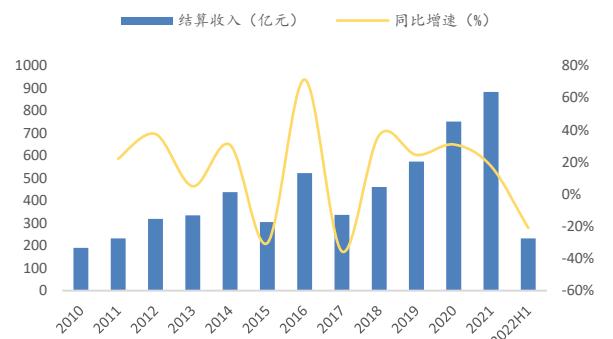
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 26：金地集团结算面积



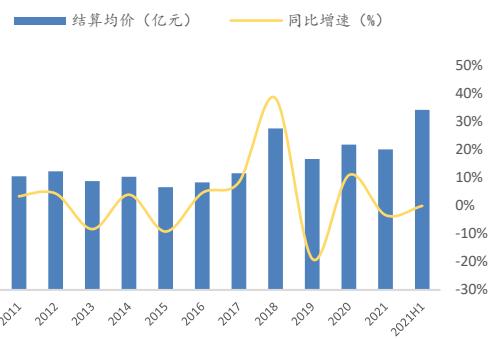
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 27：金地集团历年结算收入



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 28：金地集团历年结算均价

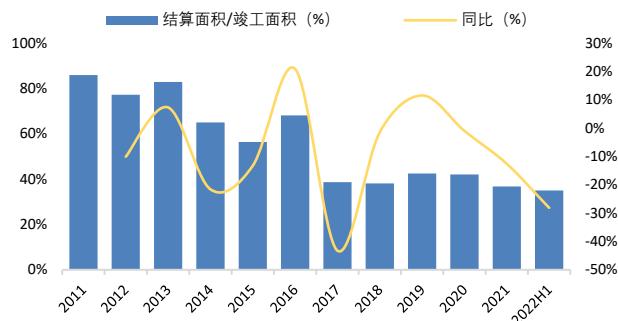


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

毛利率低位盈利阶段性承压，我们预计有望逐步回归行业平均水平。2015-2018年公司房地产开发业务毛利率水平由27.79%上升至43.08%，高于行业平均水平，这一阶段毛利率的快速提升主要来源于前期楼面成本偏低、大盘开发红利、产品力溢价等综合因素。2020-

2021 年，受交付结构影响，公司房地产开发业务毛利率水平由 33.56% 下降至 19.65%，业绩短期承压，2022H1 房地产业务毛利率回升至 21.18%，同比增长 6.93pct，中长期看，公司近年来新增土储楼面均价/销售均价呈下降趋势，叠加成本和资金优势，以及比拼交付实力背景下，公司在非限价地区的品牌溢价能力，我们预计房地产开发业务毛利率水平已趋于底部，后续有望逐步回归至行业平均水平。

图表 29：结算面积与竣工面积比例关系



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 30：金地集团房地产开发业务毛利率水平



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

2.4 产品体系迭代升级，科学筑家实现品牌溢价

九大产品体系创新升级，形成稳健发展核心竞争力。自 2009 年首条产品系“褐石”亮相，再到陆续推出“格林、名仕，世家”3 条产品线，公司至今已形成完善的九大产品谱系，即“褐石、名仕、峯范、世家、格林、未来、风华、峯汇、至尚”，其中高端产品峯范系起源于公司在纽约打造的地标豪宅—纽约峯汇 121，由设计过央视总部大楼和深圳证交所的大师雷姆库哈斯与国际著名建筑师重松象平联合打造，该系列结合尖端的配置和美学建筑景观，拥有极佳的客户口碑和极高的居住氛围，通常为区域板块内的价格标杆。高附加值的产品体系和优秀的研发营销能力，使公司项目在价格和流速上远超同类竞品。温州瓯江公元上城项目在智能化、物业服务等方面结合项目条件进行相应包装，形成全面的对外价值体系输出，打造产品差异性促成产品溢价，在价格高出竞品 10% 的情况下，提前一年清盘，全年销售套数位列洞头区销冠、温州市第四；惠州邻深百万大盘天润自在城，在年底传统的销售淡季入市，在区域市场多个项目同时开盘、竞争加剧、部分竞品楼盘通过低价策略、高佣金三级转介抢客的环境下，依靠自身资源和专业能力，在未引入转介的情况下，项目首次开盘即成交近 400 套，去化率达 80% 以上，3 小时揽金近 5 亿，创造了惠湾楼市“非联动盘”开盘热销奇迹。

商办、产业园区设计改造能力业内领先。上海 8 号桥滨江园项目原为上工申贝所属的上海缝纫机四厂，其生产的工业缝纫机畅销国内外，20 年前转型为农工商大卖场。近年来大卖场在消费升级中逐渐没落，建筑整体外观已严重落后于城市发展，尤其建筑西立面作为打浦路上唯一的形象展示面，迫切需要提升更新。经金地集团接手并重新定位大幅改造后，充满艺术感与创新感的设计风格，吸引大批企业入驻，2007 年 8 月 28 日习近平总书记时任上海市委书记时，视察金地上海 8 号桥项目并作了高度评价肯定。

户型端推出“flexible 灵动家”，全生命周期户型可变，定制地产引领者。公司根据家庭生命周期变化推出“Flexible+”可选可变户型，户型灵活性的实现对屋体结构设计、材料灵活性、定制化能力等方面要求更高，金地目前已经能够提供“三大风格、六大模块”的可选定制化套餐，并依托公司的专业定制化精装平台，满足客户不同户型需求的同时，提供风格、色系及相应的收纳、厨房、卫浴、软装等套餐方案。

家居端功能创新叠加成本优势，大力推进精装修类部品供应链垂直整合。公司拥有
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

GEMADE 部品自研室，持续深入研究部品部件改造的可能性，投入大量精力进行家装部品部件的研发，涉及厨房、卫浴、智能、健康等领域。一方面通过细节的设计变革和创新材料的选用，全方位提升业主的居住舒适度；另一方面通过产业链创新，品质保障的前提下成本得到进一步优化。

景观端“Micro Climate 微气候智慧决策系统”和“玩呗”社区生活系统营造舒适健康的社区活动环境，促进住户更高质量的户外活动，是公司住宅产品设计的研究重点。公司微气候景观智慧决策系统运用适宜性分析定位、场地微环境软件分析、功能植物智慧选择三大技术，实现了活动场地精准布置，绿化植被精巧配置，打造更健康、更科学和可持续的户外健康舒适体验，目前已经在项目上全面运用，通过科学的设计使社区居住舒适度达到全面提升。

绿色建筑端“G-WISE 绿色健康住宅体系”正式发布，为客户提供具备国家绿色建筑星级评定及国际绿色健康体系认证的更优产品。体系聚焦“融合城市”“共生社区”“健康住宅”3大维度，打造“高效城市”“低碳城市”“未来城市”“活力社区”“生态社区”“友好社区”“宜居住宅”和“舒适住宅”8大模块共127项健康技术标准，目前金地嘉源已成为上海首个绿建领域“奥斯卡奖”BREEAM 绿色建筑四星级认证的住宅项目，达到全球认证难度中前15%的TOP级水平，未来还将在全国范围进行全面推行及落地应用。

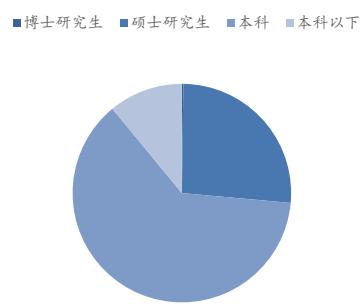
研发费用投入加大，高学历研发人员占比高。公司高度重视产品力培养和产品体系的搭建与完善工作，至2021年末，研发人员中硕士及以上学历人员占比26.4%。自2016年以来，研发支出逐年增加，2022H1投入研发费用7718万元，同比增加152.22%，研发端的大力投入将有效助力产品力提升，支撑公司在目前市场环境下，通过非限价城市的产品溢价提升收益水平。

图表 31：金地集团历年研发支出



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图表 32：金地集团研发人员结构



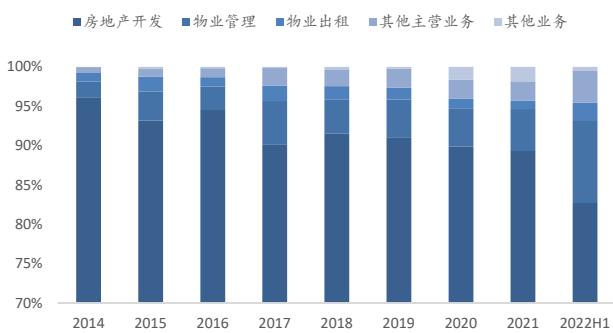
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

3 多元化布局，非开发业务占比逐年提升

3.1 加强非住业务拓展及竞争力，促进收入结构和业务模式多元化

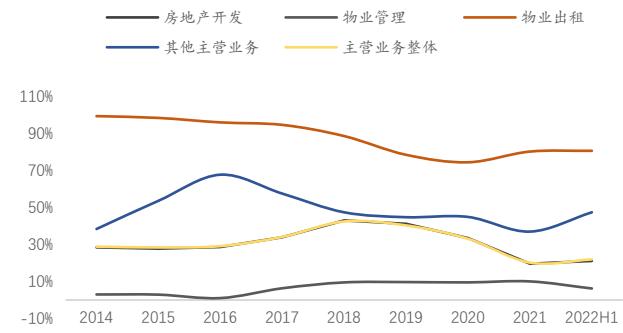
传统住宅开发业务回归常态的大趋势下，积极布局多元化业务赛道，寻找发展新增长点。公司在商业和产业地产开发及运营、代建、物业管理服务及房地产金融及业务领域多点开花，并计划逐步在医疗养老、文化旅游、体育产业、教育、家居生活等产业领域进行探索实践。其中，在商业地产、产业地产、租赁住宅业务方面，依托旗下港股上市公司金地商置管理运营，对商业中心综合体、产业园镇、长租公寓等多元化物业进行开发销售、投资管理和服务运营；在代建业务方面，通过金地开发管理公司，为房地产项目委托方提供咨询顾问、开发管理、配资代建、政府代建等多种业务服务，已建立全过程咨询、设计管理咨询、销售代理等业务多元发展模式；在金融业务方面，成立私募基金管理公司稳盛投资，逐步开发出“投资+代建”、股权投资、城市更新及证券化业务等投资模式；在物业服务方面，已覆盖近280余座城市及美国东西海岸的8个不同城市和地区，管理项目包括住宅、产业园、学校、商写、政府机关等多种业态。2018年后公司非开发类业务份额逐年提升，2020年-2021年非开发业务类营收占比超10%，2022H1非开发业务合计营收占比首次达到17.3%。

图表 33：金地集团历年收入结构



资料来源：wind, 公司年报, 信达证券研发中心

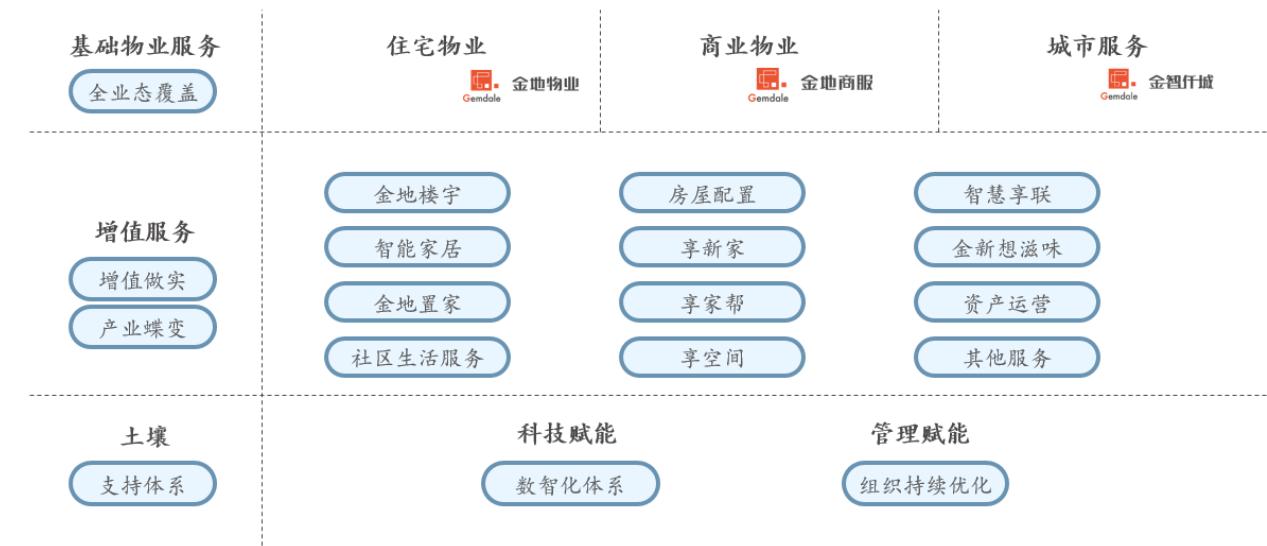
图表 34：金地集团各项业务毛利率水平



资料来源：wind, 公司年报, 信达证券研发中心

3.2 物业管理规模领先，盈利能力持续改善

领先的社区服务与资产管理整合运营商，多业态项目管理服务。公司旗下的金地物业始创于1993年，于2021年正式更名为“金地智慧服务”，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，立足深圳、布局全球，秉持“3+X”战略布局，以住宅物业、商业物业、城市服务三大业务版块为依托，合纵连横，使基础物业服务从社区走向城区。金地物业主要承接住宅业态项目；金地商服专注于服务商业类项目（写字楼、综合体、产业园、政府公建、学校等），布局中美市场，代表项目超300个，合计面积超3000万方；金智仟城为城市服务新品牌，定位在“党建引领+政府监管”的基础上，量身打造城市各类服务管理模块，实现物业管理全覆盖（城中村、“三无”小区）、公共安全管理（治安、交通、消防、安全生产等）、市容环境管理（环卫一体化、垃圾分类、绿化养护、市容市貌巡检等）、市政基础设施维护（道路路面、路牌、公共厕所、路灯、公交候车亭、交通护栏等）、基层社区服务（社区家政、便民服务、社区活动通知、信息收集等）和应急管理辅助等，目前金智仟城已成为湖南大学校区、深圳迈瑞光明园区、陕西安康机场、河北省石家庄市灵寿县、山东省日照港石臼港区、陕西省西安市长安区等5区、陕西榆林市子洲县镇村等30余个项目的“城市管家”，也在各地水域治理和高速公路管养项目上有着丰富的管理服务经验。

图表 35：金地智慧服务“3+X”战略下的业务体系


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

服务创造价值，规模相对领先。2017 年金地物业服务品牌价值突破 50 亿元，2011-2021 年连续十一年位列物业服务百强品牌价值榜单第二名，2009-2021 年十次荣膺中国物业服务百强企业服务质量领先企业榜首。截至 2022H1，公司服务项目 2000 余个，合约管理达面积 3.6 亿m²，较 2021 年末增长 9%，在管面积 1.94 亿m²。

2022 年 1-7 月新增合约面积 TOP15，商业项目拓展表现亮眼。2022 年 1-7 月金地智慧服务新增合约面积 316 万方，排名第 14 位，新增合约面积 TOP15 中仅金地、龙湖两家物业公司未拆分上市。在多业态拓展成为当前行业趋势的大背景下，非住业态项目拓展竞争激烈，2022 年 7 月金地智慧服务商业项目拓展 TOP1，新增商业项目合约面积 12 万方。

营收规模快速增长，盈利水平存在提升空间。2018 年-2020 年公司物业管理收入从 21.6 亿元提升至 40.8 亿元，实现近两倍水平的增长，复合增速 38%，2021 年物业管理收入 52.8 亿元，同比增长 29%。相较于快速增长的营收规模，公司物业管理板块的毛利率水平虽略有改善，但受制于未分拆上市等因素，仍明显低于主流物业公司盈利水平，叠加公司积极探索增值服务、持续开拓非住项目管理服务等优势，我们预判后续盈利水平存在较大成长空间。

图表 36：金地集团物业管理业务收入


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 37：金地集团物业管理业务毛利率水平


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

科技赋能服务，增值业务全面发力，贡献新业绩增长点。公司依托领先的 5G、物联网、AI 算法、人工智能等创新科技技术，致力于提供智慧社区、数智化全域解决方案，自主研发及合作建设数字化系统及平台，持续对外输出互联网 SaaS 线上服务等智能科技系统，目

前使用 SaaS 进行线上服务的面积约 3 亿m²。公司增值业务同步发力，从房屋租售、家装设计到社区经营等，管理输出向更广阔的服务范围延伸。科技赋能和增值业务双轮驱动，进一步降本增效，我们预计后续金地智慧服务有望在管理规模上有所提升。

3.3 代建业务综合实力领先，拓展规模高速增长

房地产行业新赛道，长期发展空间充足。我国代建行业起步较晚，近年来呈现爆发式增长，2017-2020 年代表企业代建项目累计合约总建面高达 2.6 亿m²，营业收入复合增速 20%，随传统房地产开发业务竞争加剧，更多企业开始积极布局代建领域，行业集中度虽略有下降，但 CR5 市场份额仍占据半壁江山。2021 年我国代建行业渗透率仅为 4.8%，较欧美国家 30% 的行业渗透率差距明显，规模端存在较大成长空间。一方面政策支持带来行业机会，政府代建或将出现新高峰，结合国家及各省“十四五”规划政策，房地产行业供给侧改革方向愈加清晰，大力推动保障性租赁住房建设、旧城改造、加强城市基础设施建设或成趋势，政府代建需求逐步提升；另一方面大量中小房企手握土地资源，但开发实力和品牌溢价能力明显不足，商业代建市场空间广阔。

图表 38：代表企业代建新签约项目建筑面积



资料来源：中指院，信达证券研发中心

图表 39：代表企业代建新签约项目营业收入



资料来源：中指院，信达证券研发中心

代建业务探索先行者，专注全过程房地产开发管理服务。2006 年，金地集团承接了深圳首个由政府委托代建的写字楼项目“福田科技广场”，是国内较早涉足代建领域的开发商之一。经过 12 年经验积累，2018 年正式成立金地集团开发管理公司，作为集团旗下独立经营代建业务的一级子公司。金地管理在项目开发管理、资源整合、产品创新和优质服务等方面与金地集团一脉相承，背靠集团对代建业务的战略支持，提供咨询顾问、开发管理、配资代建、政府代建等四大类业务，具有极强的代建专业性，十数年代建沉淀，成为中国房地产代建头部品牌。

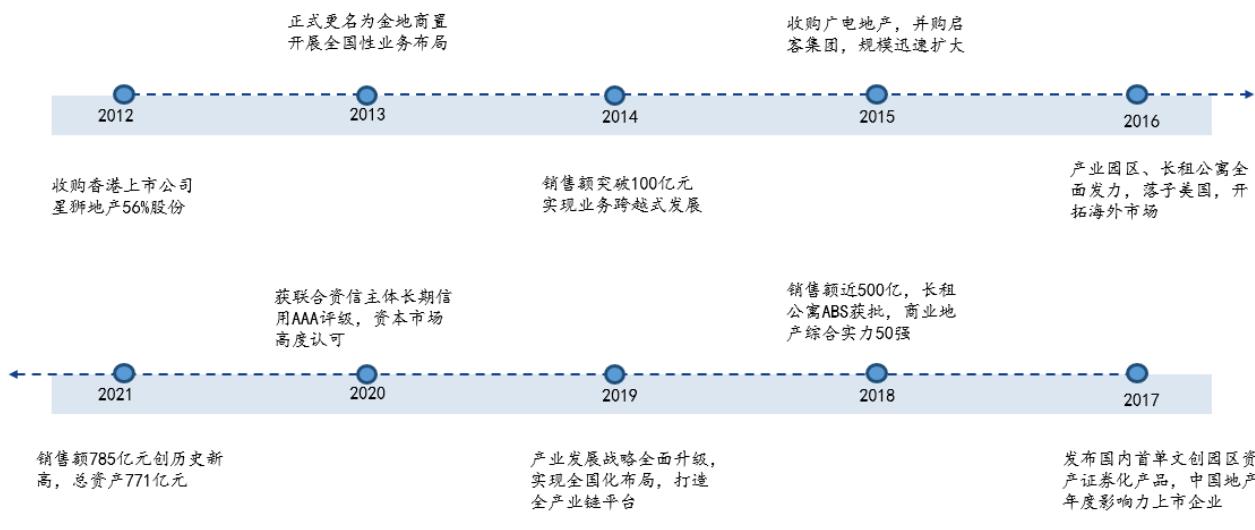
商业代建领跑者，规模稳步增长。凭借在产品价值提升、开发效率保障、成本费用管控、附加服务提供等方面的综合实力，金地管理代建业务发展迅速。截至 2022 年 H1，已布局全国超 40 座城市，管理服务项目超 90 个，累计签约面积超 1600 万m²，其中住宅项目累计货值超过 1000 亿元，商办项目投资规模超过 420 亿元，累计政府公建面积超过 360 万m²。

3.4 以金地商置为自持业务核心运营平台，聚焦商业中心与产业园区

收购港股上市公司，打造自持物业运营平台。2012 年金地集团布局香港资本市场，以总价 16.54 亿港元收购星狮地产 56% 股份，2013 年正式更名为金地商置，定位为集团旗下商业地产、产业地产、租赁住宅业务的核心运营和管理平台，后续逐步涉足房地产开发销售业务并开启全国化布局。2015 年收购广电地产，并购启客集团，经营规模迅速扩大，2016 年产业园区、长租公寓全面发力，同年落子美国，开拓海外市场，2017 年发布国内首单文创园区资产证券化产品，2018 年长租公寓 ABS 获批，获评商业地产综合实力 50 强，2020 年获联合资信主体长期信用 AAA 评级，2021 年逆势增长，销售总额创历史新高达 785 亿

元人民币。

图表 40：金地商置历史沿革



资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

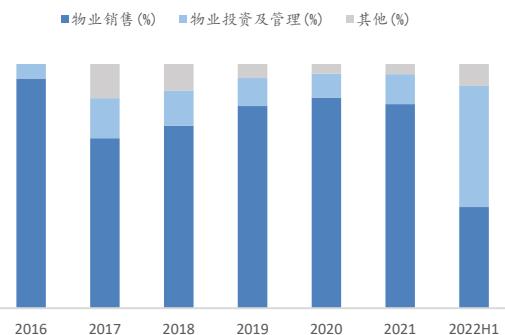
多元化业态共振，房地产开发销售业务提供主要收入来源。金地商置成立初期定位为集团旗下自持物业的核心运营和管理平台，随两大险资轮番增持，金地商置开始逐渐加大房地产开发销售业务比例。2021年金地商置营业收入141.8亿元，同比下降13%，打断连续三年增长趋势，物业销售占比92%，为金地商置主要收入来源。2022H1金地商置营业收入21.7亿元，其中物业销售占比70.7%，租金及管理费收入占比24.8%，金融服务等其他收入占比4.5%。

图表 41：金地商置营业收入



资料来源：wind，金地商置年报，信达证券研发中心

图表 42：金地商置历年收入结构



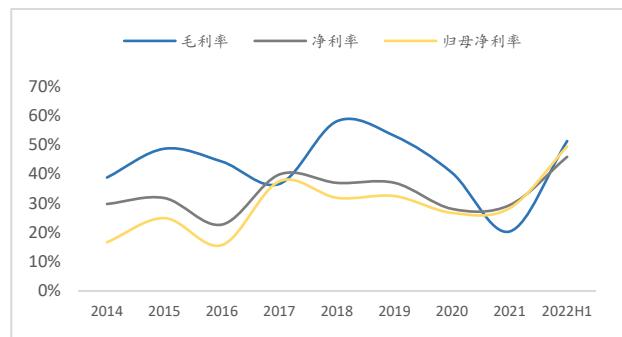
资料来源：wind，金地商置年报，信达证券研发中心

图表 43：金地商置历年毛利润与归母净利润



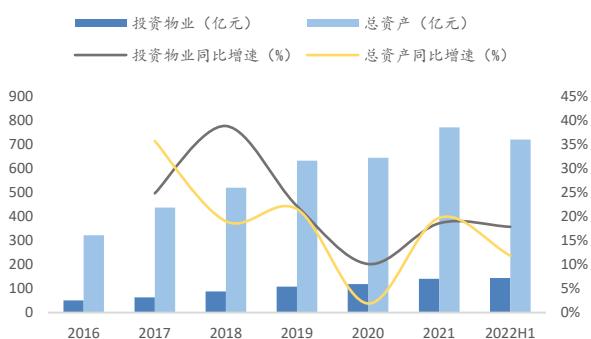
资料来源：wind，金地商置年报，信达证券研发中心

图表 44：金地商置历年毛利率与归母净利率



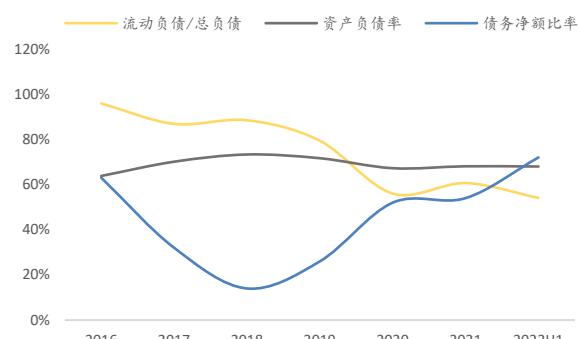
资料来源：wind，金地商置年报，信达证券研发中心

图表 45：金地商置历年投资物业及总资产情况



资料来源：wind, 金地商置年报, 信达证券研发中心

图表 46：金地商置历年债务净额度、资产负债率及流动负债比率



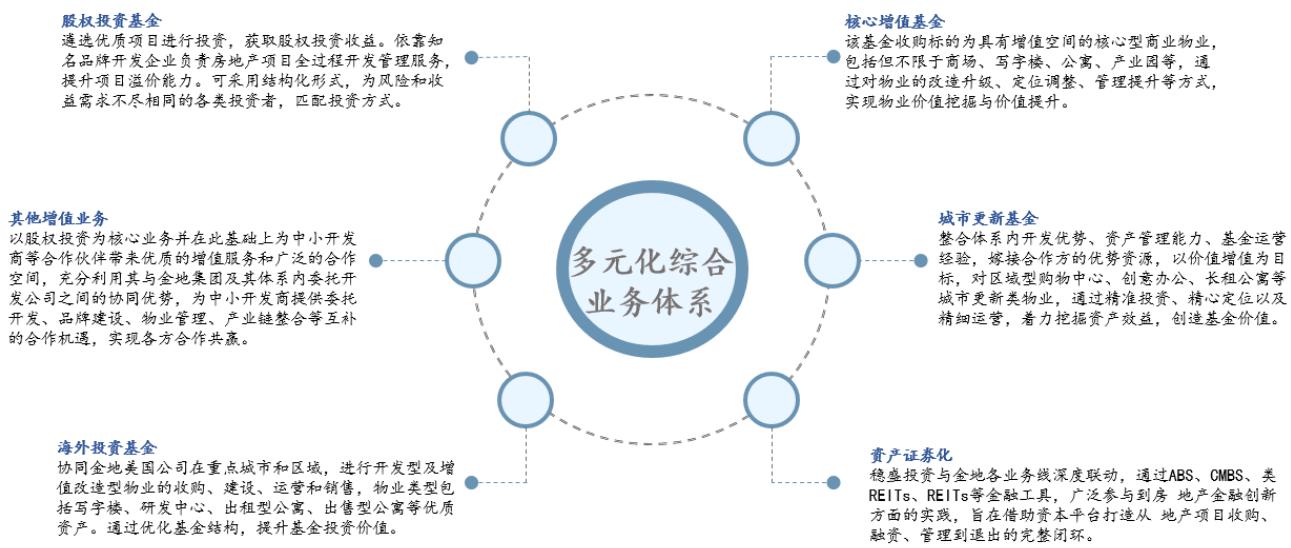
资料来源：wind, 金地商置年报, 信达证券研发中心

3.5 积极探索房地产金融领域，发布国内首支标准化房地产基金

最早涉足金融业务的开发商之一，旗下拥有专业房地产投资机构。稳盛投资是金地集团旗下专注于中国房地产市场投资的私募基金管理公司，是集团“以住宅业务为核心，以商业地产和金融业务为两翼”的重要组成部分，在北京、上海、深圳、香港等地设有分支机构。稳盛投资从 2006 年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）合作设立美元基金（UG 基金），为国内第一支标准化房地产基金，并于 2010 年开始拓展人民币基金业务。

充分发挥房地产业务投资与资产管理经验，管理规模稳步增长。公司积极探索地产金融创新与多元化投资新模式，开发出“投资+代建”、股权投资、城市更新及证券化业务等投资方向。2021 年在城市更新方面，协同金地商置，完成了对持有型物业广州创智汇产业园项目的股权收购，增加了公司持有类物业运营管理经验；在证券化方面，完成上海 8 号桥项目 ABS 产品 2.51 亿元资金的续发。2012-2021 年先后被清科集团、金砖论坛、投中集团、观点、克而瑞、第一财经等多家权威机构评为人民币房地产基金 TOP10。

图表 47：稳盛投资业务范围



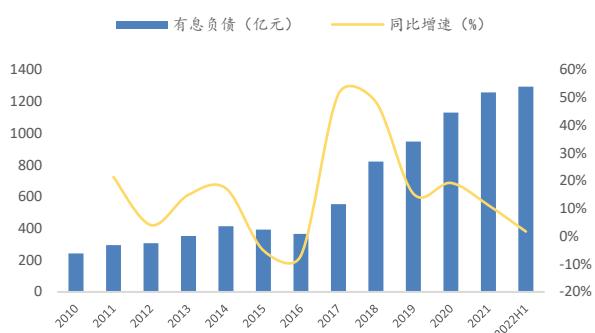
资料来源：稳盛投资官网, 信达证券研发中心

4 财务表现稳健，规模存在增长空间

4.1 财务杠杆安全，融资优势保障长期竞争力

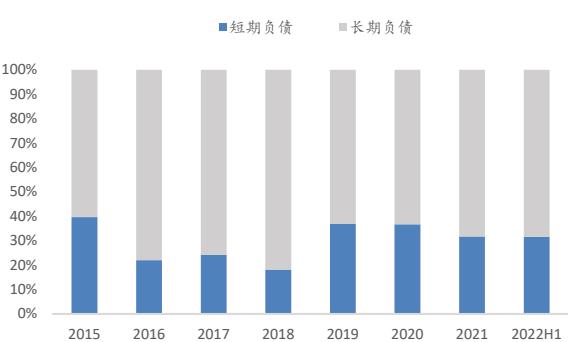
有息负债规模可控，债务期限结构合理。2016年金地集团销售总额加入千亿梯队后，公司进入规模快速扩张期，新增土储面积和新开工面积逐年增加，2017年新增土储金额同比增长152%，2018年新开工面积同比增长79%，公司有息负债规模明显增长，2017-2020年复合增速27%，2020年国家提出三道红线政策后，行业进入去杠杆时代，截至2022H1，有息负债合计1293亿元，同比增速放缓至1.8%，债务规模与2021年末基本持平，公司长期负债占比68.43%，债务期限结构合理。

图表 48：金地集团有息负债规模



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

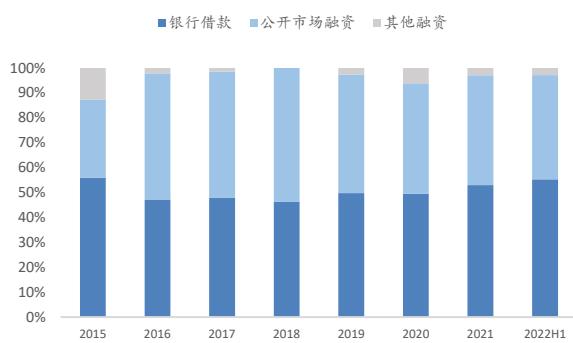
图表 49：金地集团债务期限结构



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

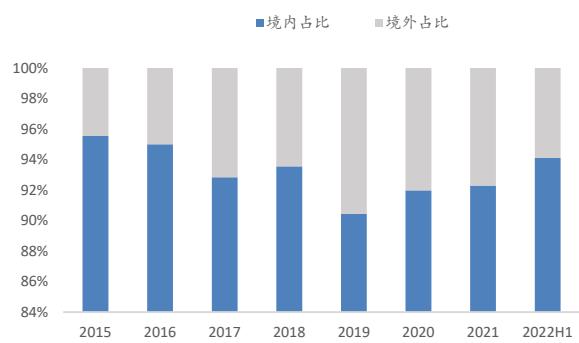
融资渠道多元化，整体债务结构不断优化。公司与各主要银行建立长期、稳固的战略合作关系，积极开拓公司债券、中期票据、资产证券化、超短期融资券等多元化的融资渠道。银行贷款方面，截止2022H1，公司的各银行金融机构总授信规模2532亿元，剩余可用授信规模1614亿元；公开市场融资方面，上半年公司发行一笔17亿元中期票据，利率3.58%，2022年7月，公司成功设立“中金—金地广场一期资产支持专项计划”，发行规模17亿元，期限18年，发行利率为4.8%，融资规模居于近期房企公开市场融资产品前列。整体债务结构不断优化，使公司持续保持融资成本优势。截至2022H1，公司债务融资加权平均成本为4.54%，处行业中低位水平。

图表 50：金地集团有息负债融资渠道



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

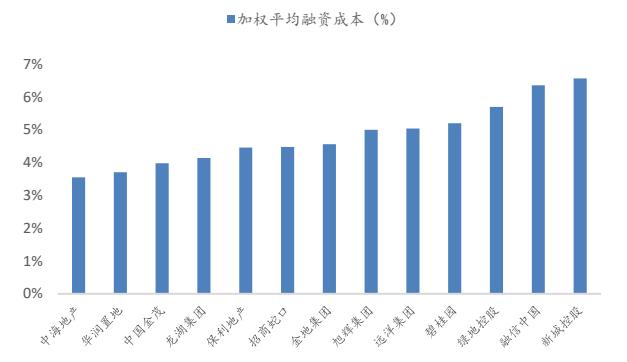
图表 51：金地集团境外债内/境外债占比



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心



图表 52: 2021 年典型房企融资成本情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 53: 金地集团加权融资成本



资料来源: wind, 公司年报, 信达证券研发中心

4.2 经营性净现金流可覆盖短期负债，资金安全性高

我们预计 2022 年底公司房地产开发业务可实现经营性净现金流入 161 亿元，账面资金余额可安全覆盖短期内须偿还借款，2023 年公司在融资全面停滞的极端假设情况下，有望继续维持当年的正常经营及债务偿还，我们认为公司短期内违约风险相对较小。截至 2021 年末，金地集团短期借款与一年内到期的非流动负债合计 413.2 亿元，根据公司 2022 年经营数据，推算全年经营性净现金流入约 161 亿元，叠加期初账面货币资金 648 亿元，可有效覆盖短期内须偿还借款，在 2023 年销售量价均下降 10% 且融资受阻的极端假设下，仍能保证当年的债务清偿能力。

- 1) **销售回款:** 2021 年公司全口径销售规模 2867 亿元，2022 年受行业整体环境及公司推货节奏影响，我们预计 2022 年全口径销售金额 2400 亿元，权益口径销售金额 1440 亿元（2021 年克而瑞披露公司权益销售金额占全口径销售金额比例为 62%，考虑公司近年新增土储权益比例下降，我们在计算时按照 60% 的权益销售比例进行考虑）。以销售回款比例 65% 计算（考虑监管资金受限影响），全年由房地产销售业务带来的经营性现金流入约 936 亿元。
- 2) **土地款:** 2022 年 H1，公司全口径新增土储公司总投资额约 179 亿元，权益口径新增土储 71 亿元，由于新增土储集中分部在北京、上海等核心城市，质量较为优越，且多为合作项目存在合作方迫切开发的潜在可能，我们预计土地款于年内全部结清；2021 年全年，公司新增土储 111 宗，全口径投资额 1309 亿元，权益口径投资额 523 亿元，年报披露明细地块 89 宗，披露项目的权益地价合计 492.6 亿元，我们预计未披露项目权益地价 30.4 亿元全部留待 2022 年支付，同时考虑公司 2021 年 9 月之后获取的地块以及我们目前未明确查询到具体拿地时间或支付节奏的地块，权益土地款总额的 50% 即 63.9 亿元留待 2022 年支付，则 2022 年全年公司须支付的土地款合计 165.3 亿元。
- 3) **工程款:** 根据行业及金地集团自身的项目开发周期，我们认为 2022 年支付的工程款款项主要来源于 2018-2022 年新开工面积。公司根据实际工程进度支付供应商款项，无特殊情况下通常在达到规定形象节点后 2-3 个月，支付 75%-85% 工程款，剩余 15% 工程款留待竣工后支付。以 2018 年 6 月新开工项目为例，一般开工后 4 个月达土 0，按照公司通常情况下的工程款支付节奏，我们预计当年支付形象进度款的 85%，考虑地库产值一般约占同期建面总产值的 30%，合理预设年内支付总毛坯建安成本的 25.5%，项目出地面后按照 5-7 天/层的施工进度计算，则 2019 年需支付剩余 70% 产值的工程款，约占总毛坯建安成本的 59.5%，我们预计该部分开工面积在 2020 年达竣工条件，同年支付剩余 10% 工程款以及项目精装款项。综上，我们

合理预设新开工面积当年、次年、次次年支付的含前期费用的毛坯建安款项分别为 25.5%、59.5%、10%，剩余 5% 质保金等款项竣备后 2 年付清。2018-2021 年公司新开工面积分别为 1555 万方、1631 万方、1582 万方、1843 万方，2022 年计划新开工面积 517 万方。我们根据公司年报（自 2016 年后仅披露主要项目），对公司根据新开工面积的城市分布、业态类型，结合公司历史开发成本，合理对各个新开工项目的总建面毛坯单方成本进行分类估算并预计分布在 4000 元/m²-5500 元/m² 区间，以 4500 元/m²（含前期费用）估算，推算出 2019-2021 年新开工面积及 2022 年计划新开工面积在 2022 年需支付的合计毛坯建安成本为 360.2 亿元；精装成本端，考虑公司通常在主体结构封顶后进入硬装阶段，以单方 1300 元/m² 进行估算，我们预计 2022 年公司合计支付的精装成本为 125.5 亿元。综上，我们预计 2022 年公司支付的工程款约 485 亿元。

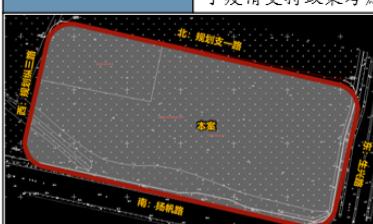
4) **三费：**公司强控营销费率，考核机制严格，2020-2021 年营销费用占全口径销售金额的比例分别为 0.88%、1.08%，考虑 2022 年市场环境因素，公司积极调整供货结构，我们预计全年营销费用费率为 1.0%，支付销售费用 24 亿元；2020-2021 年公司管理费用分别为 42.7 亿元、53.4 亿元，占全口径货值的比例分别为 1.76%、1.86%，造成管理费用增加的主要原因为在职工人数由 42307 人扩张至 47985 人，我们预计 2022 年公司管理费用占全口径货值的比例将控制在 1.80% 左右，产生管理费用约 43 亿元；截至 2021 年末，公司有息负债合计 1256.5 亿元，加权平均融资成本 4.54%，暂不考虑利息收入，估算财务利息约为 57.0 亿元。

根据上述估算逻辑，在公司下半年不再新增土储的情况下，我们预计公司 2022 年经营性净现金流入约 161 亿元，叠加期初货币资金余额 648 亿元，可充分保证偿债能力及资金流动性。假设公司 2023 年销售量价同比下跌 10%，无新增土储且新开工规模与 2022 年基本持平，其余测算假设和测算逻辑不变，我们预计公司总回款规模约 758 亿元，当年支付工程款（含精装）约 295 亿元；营销费、管理费、财务费用估算金额分别约为 19 亿元、35 亿元、57 亿元，考虑 23 年公开债券到期约 249 亿元，则公司仍具备 499 亿元的年内到期的信用债还款能力，综上，我们预计公司截至 2023 年底前违约或展期风险较小。

4.3 单项目回正周期短，现金流可实现快速正向贡献

拆解单项目投资模型，开盘次次季度累计现金流回正。我们以 2022 年杭州一批次集中供地的萧政储出（2022）5 号地块为例拆解公司投资测算模型，项目基本信息如下：

图表 54：萧政储出（2022）5 号地块基本信息

萧政储出（2022）5号地块基本信息					
占地面积 (m ²)	32949	保证金截止时间	2022年4月24日	起始总价 (万元)	131795
容积率	2.5	保证金 (万元)	26359	起始楼面价 (元/m ²)	16000
计容建面 (m ²)	82372	交易时间	2022年4月25日	销售限价	31500 (含精装3500)
付款要求	签订土地出让合同之日起一个月内支付 50%（含定金），六个月内再支付 30%，一年内付清。萧山区地块由于疫情支持政策考虑开盘前一月付清土地款。				
		1、幼儿园占地 6085 m ² ，容积率≤1.0，无偿配建并移交（虚位控制）； 2、配套公建面积不大于地上总建筑面积的 10%； 3、除公益性配套公建可独立布置外，其他配套公建全部按照沿街住宅底商形式布置（住宅底商指配套公建利用住宅三层以下空间设置，或依附于住宅建设主体设置的三层以下附属建筑空间）； 4、海绵城市，绿色二星。			

资料来源：杭州市自然资源和规划局，信达证券研发中心

- 1) **方案及施工节奏:** 地块计容建面 8.24 万方, 另划拨用地配建 0.61 万方幼儿园并无偿移交, 估算项目总建面体量约 12.7 万方, 其中高层约 6.85 万方共 600 套, 洋房 1.01 万方约 72 套, 地库约 3.68 万方(含幼儿园地库), 地下可售车位约 770 个。杭州高层主体结构 1/2 且 10 层以上达预售条件, 按照公司工程节奏铺排, 我们预计 2022Q4 可实现首次开盘, 2024Q2 可实现精装竣备。
- 2) **推盘及回款节奏:** 项目所处板块近年新房推售较少, 上位世纪城热度高触发限售, 大片区存销关系良好, 本案毛坯限价 28000 元/m², 精装修限价 3500 元/m², 我们预计推盘流速 120 套/月, 车位价格按照 31.5 万元估算, 测算假设同步去化率 70%, 交付去化率 90%。回款率以当季 65%, 次季 35% 估算。
- 3) **三费:** 考虑项目货值体量及去化情况, 营销费用、管理费用分别预留货值的 1.3%、0.6%, 财务费用按照 5.7% 股东计息, 现金流回正后无反向计息。
- 4) **土地款、工程款支付:** 根据出让文件规定及杭州市萧山区疫情支持政策, 结合公司 2022Q4 开盘的工程进度安排, 公司须分别在 2022Q2 和 2022Q4 各支付 50% 土地款(不含契税、印花税等)。建安工程款以毛坯总建面单方 4000 元/m² 估算, 根据工程进度按照当季支付 85%, 剩余留待竣备后支付考虑; 前期费用以 200 元/m² 估算, 主要付款集中在开工当年。

基于上述测算假设, 我们代入公司单项目投资模型, 开盘次次季度可实现累积净现金流回正。单项目总投入通常由土地成本(含契税、印花税、交易服务费等)、前期费用、建安工程成本、三费和税务成本构成, 以萧政储出(2022)05 地块为测算案例, 模拟公司在 2022Q2 摘地的情况下, 将在 2022Q4 达到资金投入峰值即, 在 2023Q2, 即在项目开盘的半年内, 累积现金流即可回正, 并持续为公司贡献正向现金流流入。

图表 55: 单项目现金流情况模拟

年份/季度		2022				2023				2024				2025				2026			
项目		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
销售进度	高层			33.0%	50.0%	17.0%															
	洋房			28.0%	72.0%																
	车位			25.0%	25.0%	25.0%	15.0%						10.0%								
施工进度	占项目比例	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%									
现金流入	占总货值比例			20.9%	44.3%	27.7%	6.0%	0.4%					0.5%	0.2%							
现金流出	占总投资比例	36.1%	2.4%	37.0%	6.1%	4.7%	2.9%	2.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	4.2%	1.8%		-2.4%		0.2%			
其中																					
土地成本(含契税、印花税、红线外市政配套)	占项目比例	48.4%		51.6%																	
前期费用	占项目比例	58.5%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	7.5%								
建安工程成本	占项目比例	17.0%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	15.0%								
营销费用	占项目比例			20.9%	44.3%	27.8%	6.1%	0.4%					0.5%	0.3%							
管理费用	占项目比例			20.9%	44.3%	27.7%	6.1%	0.4%					0.5%	0.2%							
土地增值税预缴	占项目比例			20.7%	43.6%	27.7%	6.5%	0.5%					0.7%	0.4%							
土地增值税清算	占项目比例																	-100.0%			
所得税	占项目比例			13.6%	29.0%	18.1%	3.9%	0.2%					0.3%	0.2%	31.3%				3.3%		
增值税现金流	占项目比例	10.9%	5.0%	-28.3%	-65.9%	-39.4%	-4.6%	4.4%	2.5%	2.5%	23.5%	-1.8%	-8.5%								
流转税附加税	占项目比例			20.8%	44.3%	27.8%	6.0%	0.3%					0.5%	0.2%							
财务费用	占项目比例	13.2%	27.5%	34.9%	24.4%																
累积净现金流	占总投资比例	-36.8%	-39.6%	-56.5%	-9.1%	20.0%	24.2%	22.0%	20.7%	24.1%	23.7%	22.9%	18.6%	16.8%	16.8%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%		

资料来源: 公司投资测算模型, 信达证券研发中心

预计公司 2022-2024 年 EPS 为 2.27/2.45/2.54/元/股，给予“买入”评级

盈利预测：随公司此前销售项目陆续进入结算周期，我们预计公司 2022 年-2024 年房地产业务结算收入增速分别为 13%、10% 和 5%。2020-2021 年受交付结构影响，公司房地产开发业务毛利率水平由 33.56% 下降至 19.65%，业绩短期承压，2022H1 房地产业务毛利率回升至 21.18%，同比增长 6.93pct，中长期看，公司近年来新增土储楼面均价/销售均价呈下降趋势，我们预计房地产开发业务毛利率水平已趋于底部，后续有望逐步回升，我们预计公司 2022 年-2024 年房地产业务毛利率分别为 22.3%、22.3% 和 22.9%。

公司其他业务收入主要是与房产开发相关的物业、代建等相关服务、房屋租赁收入等。我们预计其他业务 2022 年-2024 年收入增速维持在 35% 的水平，受行业竞争加剧等因素影响，毛利率可能略有下滑。

图表 56：公司各项业务盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
房地产				
收入(亿元)	884	977	1,040	1,035
成本(亿元)	710	759	808	798
毛利(亿元)	174	218	232	237
毛利率 (%)	19.7%	22.3%	22.3%	22.9%
其他业务				
收入(亿元)	108	143	193	260
成本(亿元)	70	97	135	185
毛利(亿元)	38	46	58	76
毛利率 (%)	35.3%	32.0%	30.0%	29.0%
综合收入(亿元)	992	1,120	1,233	1,295
综合成本(亿元)	780	856	943	983
综合毛利(亿元)	212	264	290	312
综合毛利率 (%)	21.4%	23.5%	23.5%	24.1%

资料来源：wind，信达证券研发中心

我们选取收入水平相邻的保利发展、万科 A、华发股份、首开股份、新城控股为可比公司，根据可比公司 2022 年平均 6.70x 的 PE 估值，给予公司 2022 年 6.70x 的 PE 估值，对应目标价 15.21 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 57：可比公司估值（根据 2022 年 10 月 26 日收盘价）

		收盘价(元)	EPS			PE	
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E
601155.SH	新城控股	14.35	5.59	4.72	4.91	5.23	3.04
600048.SH	保利发展	15.49	2.29	2.40	2.59	6.83	6.45
000002.SZ	万科 A	15.07	1.94	2.14	2.35	10.2	7.03
600325.SH	华发股份	9.33	1.34	1.63	1.75	3.99	5.74
600376.SH	首开股份	4.35	0.19	0.39	0.44	21.09	11.26
平均						9.47	6.70
600383.SH	金地集团	8.35	2.08	2.27	2.45	4.01	3.68
注：*为信达证券预期，其余为 wind 一致预期							

资料来源：wind，信达证券研发中心 注：*为信达证券预期，其余为 wind 一致预期

风险因素

- 1) 房地产调控政策收紧或放松不及预期;
- 2) 预售资金监管趋严;
- 3) 地产行业销售下行幅度超预期;
- 4) 公司销售规模及回款不及预期;
- 5) 疫情反复防控趋严;
- 6) 合作方出险。



资产负债表		单位: 百万元		利润表		单位: 百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	365,099	406,861	453,504	481,747	营业总收入	99,232	111,988	123,294	129,533
货币资金	64,806	106,032	119,257	180,400	营业成本	77,981	85,616	94,279	98,295
应收票据	36	45	44	50	营业税金及附加	3,609	4,085	4,498	4,725
应收账款	761	591	898	667	销售费用	3,093	2,956	3,945	3,782
预付账款	1,931	2,265	2,414	2,559	管理费用	5,341	5,881	7,397	7,287
存货	188,801	190,506	204,843	179,860	研发费用	150	224	395	324
其他	108,764	107,421	126,048	118,212	财务费用	650	1,398	-383	-903
非流动资产	97,710	102,207	106,930	111,766	减值损失合计	-1,208	-1,208	-1,508	-1,508
长期股权投资	60,872	65,372	70,072	74,972	投资净收益	7,182	7,839	7,977	6,477
固定资产(合计)	1,563	1,684	1,793	1,800	其他	1,674	294	258	306
无形资产	30	38	45	52	营业利润	16,055	18,752	19,890	21,297
其他	35,245	35,113	35,020	34,942	营业外收支	-236	0	0	0
资产总计	462,810	509,068	560,434	593,513	利润总额	15,819	18,752	19,890	21,297
流动负债	258,078	284,472	311,781	319,637	所得税	2,868	3,843	4,033	4,472
短期借款	4,037	5,280	6,523	7,765	净利润	12,951	14,909	15,856	16,824
应付票据	2	0	2	0	少数股东损益	3,542	4,670	4,780	5,347
应付账款	39,500	36,501	47,006	40,222	归属母公司净利润	9,410	10,239	11,076	11,478
其他	214,539	242,691	258,251	271,649	EBITDA	8,293	13,858	13,369	15,777
非流动负债	94,525	94,525	94,525	94,525	EPS(当年)(元)	2.08	2.27	2.45	2.54
长期借款	44,214	44,214	44,214	44,214					
其他	50,311	50,311	50,311	50,311					
负债合计	352,603	378,997	406,306	414,161					
少数股东权益	47,226	51,896	56,676	62,023	经营活动现金流	9,400	36,338	5,246	54,676
归属母公司股东权益	62,981	78,176	97,452	117,329	净利润	12,951	14,909	15,856	16,824
负债和股东权益	462,810	509,068	560,434	593,513	折旧摊销	530	338	330	352
					财务费用	3,898	4,314	4,389	4,463
重要财务指标	单位: 百万元				投资损失	-7,182	-7,839	-7,977	-6,477
主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	营运资金变动	677	23,407	-8,860	38,005
营业收入	99,232	111,988	123,294	129,533	其它	-1,475	1,208	1,508	1,508
同比(%)	18.2%	12.9%	10.1%	5.1%	投资活动现金流	-9,555	3,003	2,924	1,289
归属母公司净利润	9,410	10,239	11,076	11,478	资本支出	-605	-336	-353	-288
同比(%)	-9.5%	8.8%	8.2%	3.6%	长期投资	-13,121	-4,500	-4,700	-4,900
毛利率(%)	21.2%	23.5%	23.5%	24.1%	其他	4,171	7,839	7,977	6,477
ROE(%)	14.9%	13.1%	11.4%	9.8%	筹资活动现金流	10,545	1,884	5,054	5,179
EPS(摊薄)(元)	2.08	2.27	2.45	2.54	吸收投资	8,013	7,800	8,200	8,400
P/E	4.01	3.68	3.40	3.28	借款	57,741	1,243	1,243	1,243
P/B	0.60	0.48	0.39	0.32	支付利息或股息	-10,819	-7,158	-4,389	-4,463
EV/EBITDA	14.46	4.26	3.52	-0.81	现金净增加额	10,347	41,225	13,225	61,144

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获2015年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。