

金地集团 (600383.SH)

跨入 2000 亿阵营，异地拓展力度加大

核心观点:

- **19 年跨入 2000 亿阵营，20 年 1 月表现依旧突出。** 19 年，金地集团整体实现销售金额 2106 亿元，同比增长 29.7%，增速在 17-18 连续两年下滑后 19 年再次回升，跨入 2000 亿阵营，全年整体销售表现突出，量价齐升。19 年单项目销售规模小幅下降 6%，销售规模增长主要由于布局项目数增长贡献，公司 19 年累计布局城市 55 个，同比增长 20%，将保障 20 年销售规模的增长。20 年 1 月公司销售金额 122.4 亿元，同比上升 15.2%，考虑到春节因素影响，表现依旧突出。
- **19 年拿地积极，异地拓展力度加大。** 公司 19 年新增项目 84 个，总地价 790 亿元（权益地价 680 亿元），新增建面 1229 万方（权益建面 1071 万方）。从拿地力度来看，金额口径的拿地力度为 38%，较 18 年回落 24pct。19 年在“融资难+房价不涨”背景下，降低拿地力度是主流房企的一致选择，金地的主流房企中表现相对积极。布局来看，公司在 17 年以来加大了三线城市的布局力度，金额占比从 17 年的 8% 提升至 19 年的 34%，从区域来看，西部、华东、东北区域拿地金额占比提升，19 年新进入 9 个城市（均为三线），新进入城市拿地面积及金额占比分别为 23%、16%，从 17 年以来维持积极的拓展态势。进入 20 年，1 月公司获取 3 宗土地，总地价 31.1 亿元，拿地态度较谨慎。
- **19-21 年业绩分别为 2.2 元/股、2.6 元/股、3.0 元/股。** 19 年公司经营层面表现突出，储备资源充足，未来具备较强的业绩释放能力。我们预计 19、20、21 年业绩分别为 100 亿/117 亿/135 亿（同比+24%、+17%、+15%），对应 2019 年 6.3XPE，2020 年 5.4XPE，近 3 年公司平均 PE（TTM）为 7.1X，给予 20 年 6.5X 合理估值，对应合理价值为 16.83 元，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 行业景气度下行影响公司销售，结算规模不及预期。

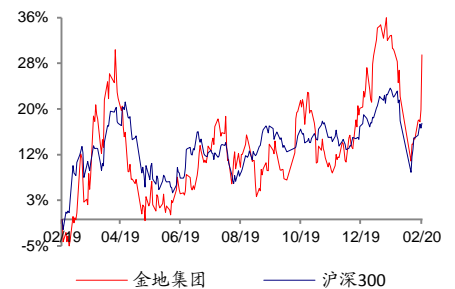
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	37662	50699	63304	72800	84617
增长率(%)	-32.2%	34.6%	24.9%	15.0%	16.2%
EBITDA(百万元)	5837	11160	14907	17821	19851
净利润(百万元)	6843	8098	10018	11691	13486
增长率(%)	9%	18%	24%	17%	15%
EPS(元/股)	1.52	1.79	2.22	2.59	2.99
市盈率(P/E)	9.2	7.8	6.3	5.4	4.7
市净率(P/B)	1.5	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	14.1	6.8	4.0	3.7	2.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	13.98 元
合理价值	16.83 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-16

相对市场表现



分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622

guoz@gf.com.cn

请注意，乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

金地集团 (600383.SH):季 2019-10-31

季节性因素影响业绩表现，核

心指标依旧稳健

金地集团 (600383.SH):销 2019-09-03

售量价齐升，杠杆积极扩展

联系人:

邢莘 021-60750620

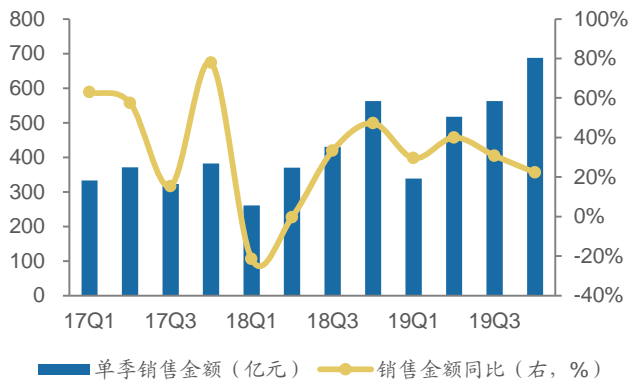
xingshen@gf.com.cn

19年跨入2000亿阵营，20年1月表现依旧突出

19年，金地集团整体实现销售金额12106亿元，同比增长29.7%，增速在17-18连续两年下滑后19年再次回升，在16年销售突破千亿后，19年跨入2000亿阵营，全年整体销售表现突出。19年公司实现销售面积1079万方，同比增长22.9%，销售均价19518元/平，同比增长6%，量价齐升。

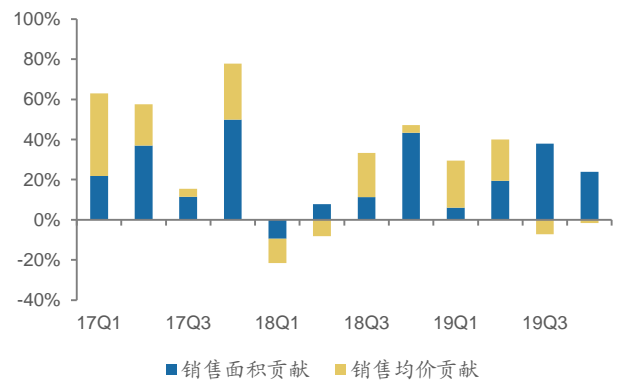
从各季度来看，公司上半年销售增速主要由价格贡献（18年同期低基数），销售面积增速贡献较低，19年上半年、下半年销售面积分别同比增长14%、30%，下半年销售均价稳定在19000元/平左右，规模增长主要由销售面积贡献。

图1：金地集团单季度销售金额及增速



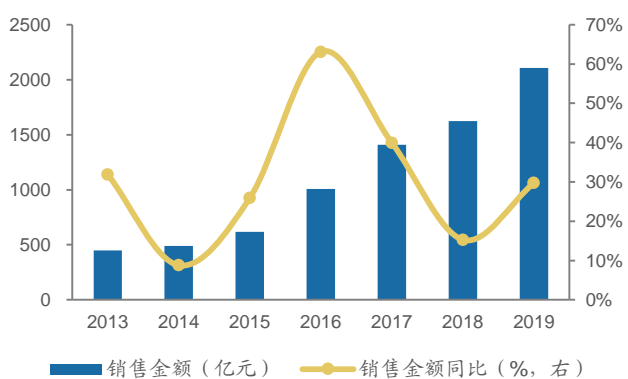
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图2：金地集团单季度销售规模增速拆分



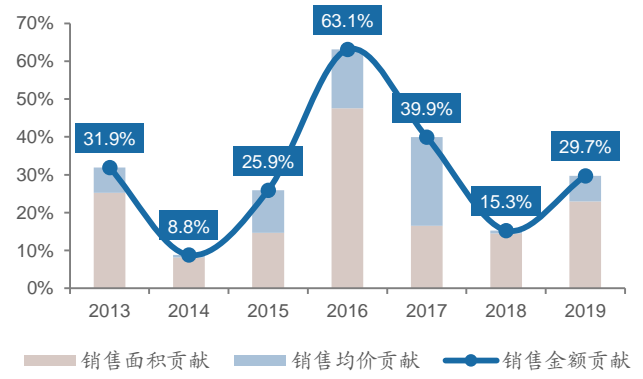
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图3：金地集团年度销售金额及增速



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

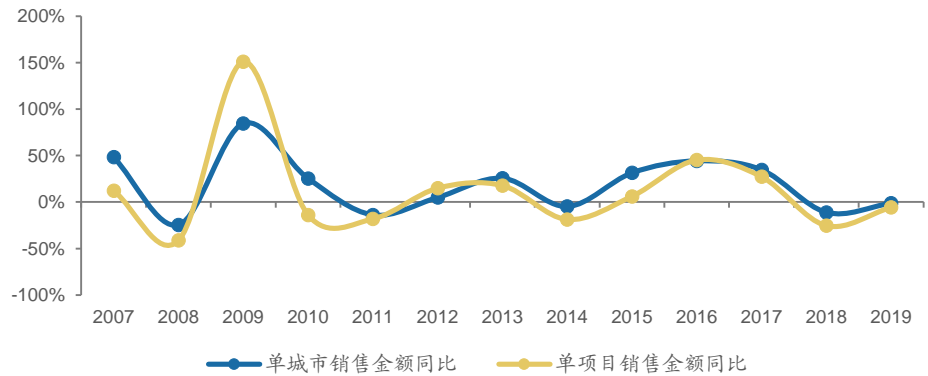
图4：金地集团年度销售规模增速拆分



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

金地集团在17年后加速拓展，不论城市数量还是项目数量都有显著提升，受此影响，18年单城市销售规模同比下滑11%，单项目销售规模下滑25%，而19年单城市、单项目销售规模稳中微降，其中单城市销售规模小幅下降1%，单项目销售规模下降6%，销售规模增长主要由于布局城市数及项目数增长贡献。公司19年累计布局城市55个，同比增长20%，将保障20年销售规模的增长。

图5: 金地集团单城市、单项目销售金额增速

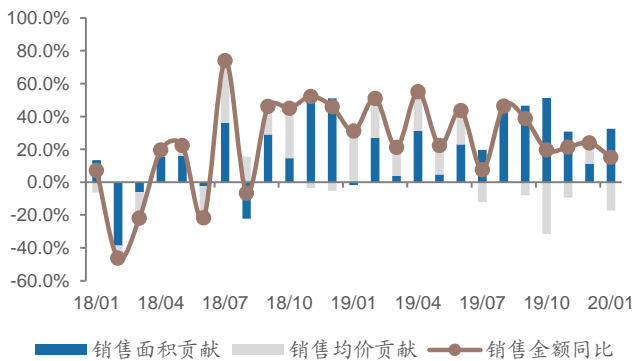


数据来源: 公司年报, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

注: 单城市、单项目销售分母为前一年布局城市、项目数量

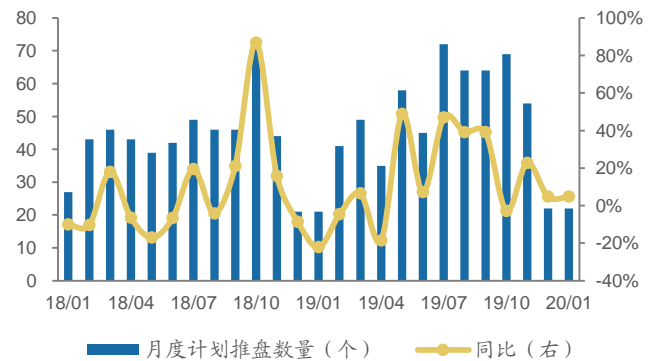
进入20年, 1月公司实现签约金额122.4亿元, 同比上升15.2%, 增速较19年12月回落8.8个百分点, 考虑到春节及疫情因素影响, 销售主要为1月前三周贡献, 公司1月销售表现依旧突出。1月销售面积61.4万方, 同比增长32.6%, 销售均价19935元/平, 均价较19年四季度有所回升。从推盘数量来看, 根据公司公告, 2-3月计划推盘数量为22个, 略高于19年同期(21个), 与19年12月计划数持平。

图6: 金地集团单月销售金额增速及量价贡献



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图7: 金地集团月度计划推盘数量(个)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

19年拿地积极, 异地拓展力度加大

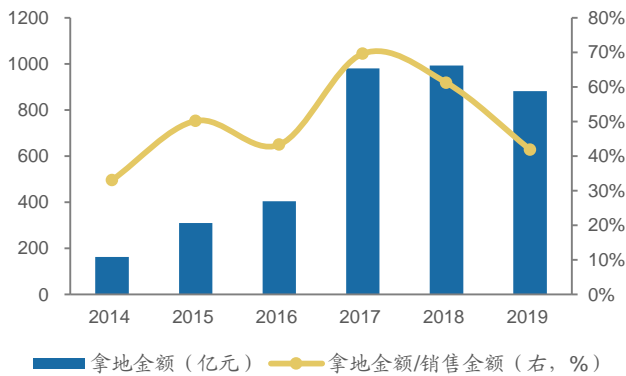
土地投资方面, 公司19年新增项目84个, 总地价790亿元(权益地价680亿元), 同比下降13%, 新增建面1229万方(权益建面1071万方)。从拿地力度来看, 拿地金额及面积口径的拿地力度分别为38%、114%, 较18年分别回落24pct、8pct。19年在“融资难+房价不涨”背景下, 降低拿地力度是主流房企的一致选择, 金地拿地相对积极, 拿地力度高于万科、阳光城、中南等。从拿地质量来看, 19年货地比小幅上

升至2.35，考虑土地及建安拿地静态毛利率为31%，与18年基本持平。

从地价的角度来看，19年公司平均拿地成本为6426元/平，同比下降31%，与公司拿地结构调整有关。从结构来看，公司在17年以来加大了三线城市的布局力度，金额占比从17年的8%提升至19年的34%，一线城市拿地规模占比降至3%。区域方面，西部、华东、东北区域拿地金额占比较18年分别上升11pct、3pct、2pct，土地资源获取向中西部倾斜。从城市拓展来看，19年新进入9个城市（均为三线），新进入城市拿地面积及金额占比分别为23%、16%，从17年以来维持积极的拓展态势。

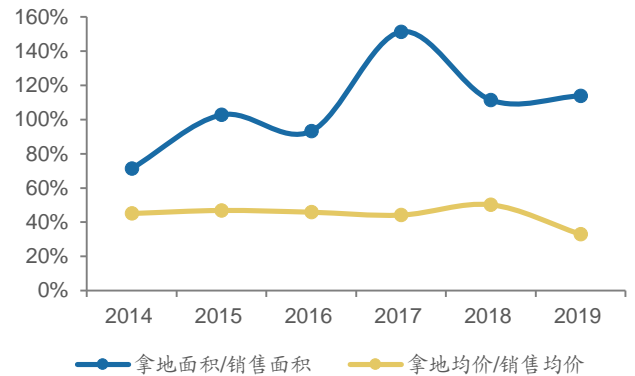
进入20年，1月公司获取3宗土地（哈尔滨2宗、青岛1宗），总地价31.1亿元，总建面38.9万方，金额口径的拿地力度分别为25%，较19年12月上升5个百分点，20年初在市场景气度下行背景下维持相对谨慎的拿地态度。

图8：金地集团拿地金额及拿地力度



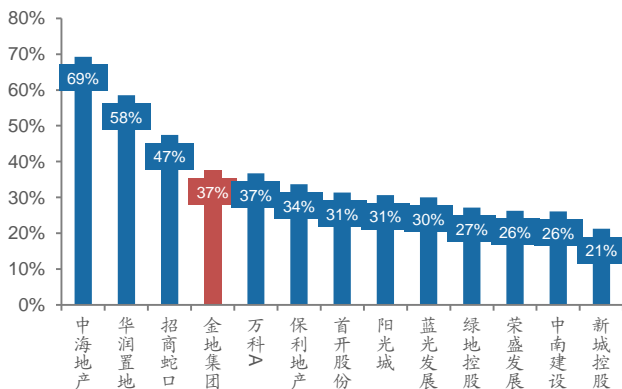
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图9：金地集团拿地量价占销售量价的比重



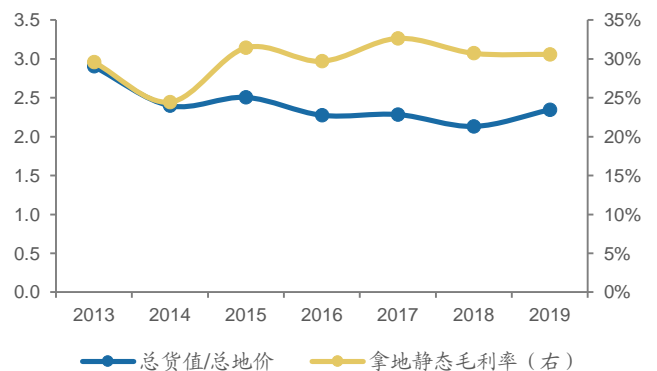
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图10：主流房企19年拿地力度（拿地金额/销售金额）



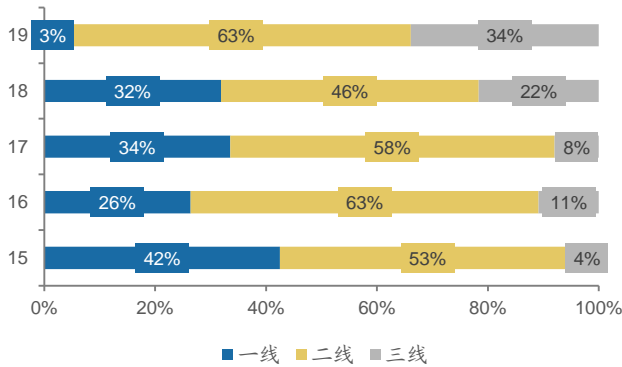
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图11：金地集团拿地货地比及静态毛利率



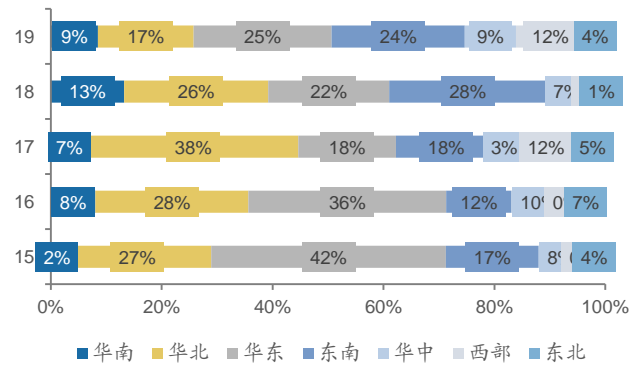
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图12: 金地集团拿地金额分线城市结构



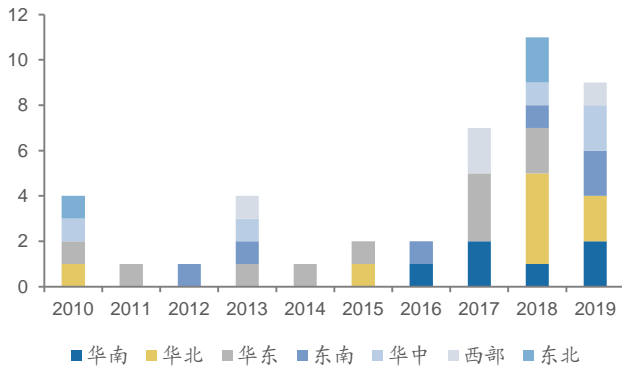
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图13: 金地集团拿地金额分区域结构



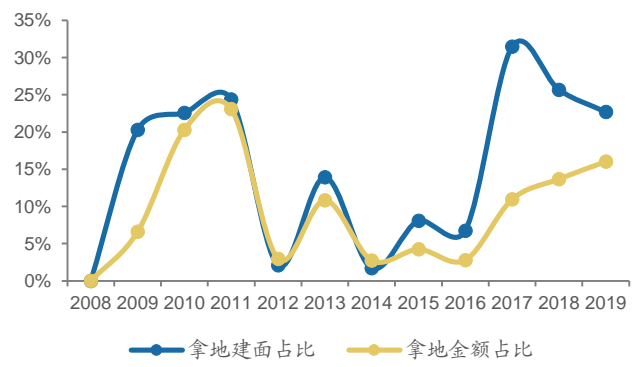
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图14: 金地集团分区域新进入城市数量



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图15: 金地集团新进入城市拿地规模占比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

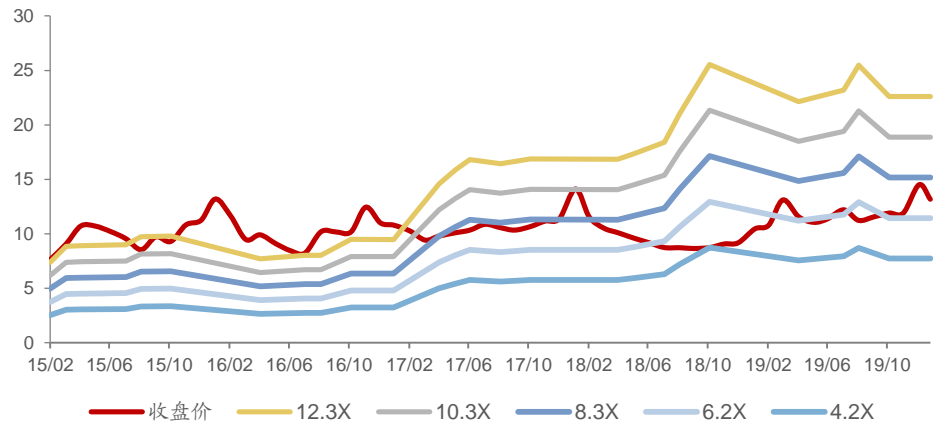
盈利预测与投资评级

从经营方面来看, 公司 19 年销售维持较高增速, 拿地力度及对外拓展力度在头部房企中表现突出。根据三季报数据, 公司回款率、毛利率等核心经营性指标维持稳定, 19 年前三季度预收账款同比增长 28%, 预收账款保障倍数维持在 1.5 左右, 储备资源充足, 未来具备较强的业绩释放能力。

值得一提的是, 公司本届管理层将于 2020 年 4 月 20 日到期换届, 根据公司章程, 董事会换届变动人数不超过三分之一, 持有 10% 以上股份的股东可提名候选人且提名人占比不超过持股比例, 这两个条件保证了董事会席位及管理团队的持续稳定。我们认为, 当前险资三年内持股对于公司话语权较弱, 未来主要由管理层控制。

我们预计 19、20、21 年业绩分别为 100 亿/117 亿/135 亿(同比+24%、+17%、+15%), 对应 2019 年 5.9XPE, 2020 年 5.4XPE, 2021 年 4.7XPE。合理价值方面, 近 3 年公司平均 PE(TTM) 为 7.1X, 在公司良性发展保障下, 给予 20 年 6.5X 合理估值, 对应合理价值为 16.83 元, 维持“买入”评级。

图16: 金地集团PE Band (TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

行业景气度下行影响公司销售; 公司周转提速及降杠杆存在不确定; 公司毛利率改善及期间费用管控存在不确定性。

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	169,976	227,637	360,663	517,453	694,126
货币资金	27,406	44,010	71,233	53,097	61,738
应收及预付	53,213	64,712	92,841	93,301	95,821
存货	84,183	112,117	189,790	364,256	529,767
其他流动资产	5,175	6,799	6,799	6,799	6,799
非流动资产	37,966	50,718	58,611	68,254	79,986
长期股权投资	15,406	24,787	31,449	39,547	49,592
固定资产	1,123	1,060	1,113	1,180	1,251
在建工程	0	0	223	436	643
无形资产	113	222	222	222	222
其他长期资产	21,323	24,649	25,605	26,869	28,279
资产总计	207,942	278,355	419,275	585,707	774,111
流动负债	104,494	140,613	275,248	430,171	602,702
短期借款	2,351	2,646	0	0	0
应付及预收	91,084	125,701	263,020	420,412	594,670
其他流动负债	11,059	12,266	12,228	9,759	8,032
非流动负债	45,492	71,265	63,502	58,308	54,916
长期借款	17,363	27,425	19,198	13,438	9,407
应付债券	22,040	37,595	37,595	37,595	37,595
其他非流动负债	6,090	6,244	6,709	7,275	7,915
负债合计	149,986	211,877	338,749	488,480	657,618
股本	4,515	4,515	4,515	4,515	4,515
资本公积	3,456	3,313	5,317	7,655	10,352
留存收益	32,445	38,151	46,166	55,519	66,308
归属母公司股东权益	40,764	46,451	55,997	67,688	81,175
少数股东权益	17,192	20,027	24,528	29,539	35,318
负债和股东权益	207,942	278,355	419,275	585,707	774,111

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	37,662	50,699	63,304	72,800	84,617
营业成本	24,547	28,836	38,736	44,621	53,230
营业税金及附加	3,487	6,124	3,951	4,295	4,695
销售费用	1,243	1,417	1,717	1,963	2,209
管理费用	2,652	3,267	4,083	4,207	4,732
财务费用	-118	-653	325	126	38
资产减值损失	-40	962	145	0	0
公允价值变动收益	784	341	0	0	0
投资净收益	4,950	4,084	5,577	7,076	8,700
营业外收支	24	-67	0	0	0
利润总额	11,680	15,111	19,924	24,665	28,413
所得税	2,203	3,006	5,405	7,963	9,147
净利润	9,477	12,105	14,519	16,702	19,266
少数股东损益	2,635	4,006	4,501	5,011	5,780
归属母公司净利润	6,843	8,098	10,018	11,691	13,486
EBITDA	5,837	11,160	14,907	17,821	19,851
EPS (元)	1.52	1.79	2.22	2.59	2.99

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-6,989	-1,828	43,064	-4,853	19,750
净利润	9,477	12,105	14,519	16,702	19,266
折旧摊销	102	105	89	106	100
营运资金变动	-10,398	-4,824	31,516	-17,534	6,227
其它	-6,171	-9,213	-3,061	-4,127	-5,843
投资活动现金流	746	-5,211	-2,709	-3,532	-4,332
资本支出	-501	-856	-242	-399	-390
投资变动	-31,296	-9,114	-2,468	-3,133	-3,942
其他	32,543	4,759	0	0	0
筹资活动现金流	12,471	21,330	-13,131	-9,752	-6,776
银行借款	22,343	22,179	0	0	0
股权融资	355	1,935	0	0	0
其他	-6,331	-7,822	-2,219	-1,525	-1,017
现金净增加额	6,127	14,398	27,223	-18,136	8,642
期初现金余额	21,161	27,287	41,686	68,909	50,773
期末现金余额	27,287	41,686	68,909	50,773	59,414

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	-32.2%	34.6%	24.9%	15.0%	16.2%
营业利润增长	4.9%	30.2%	31.3%	23.8%	15.2%
归母净利润增长	8.6%	18.4%	23.7%	16.7%	15.4%
获利能力					
毛利率	34.8%	43.1%	38.8%	38.7%	37.1%
净利率	25.2%	23.9%	22.9%	22.9%	22.8%
ROE	16.8%	17.4%	17.9%	17.3%	16.6%
ROIC	6.5%	11.4%	22.8%	18.1%	21.6%
偿债能力					
资产负债率	72.1%	76.1%	80.8%	83.4%	85.0%
净负债比率	43.8%	48.0%	-7.7%	3.8%	-9.2%
流动比率	1.63	1.62	1.31	1.20	1.15
速动比率	0.79	0.82	0.51	0.29	0.22
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.21	0.18	0.14	0.12
应收账款周转率	611.09	613.14	208.74	99.28	69.17
存货周转率	0.31	0.29	0.26	0.16	0.12
每股指标 (元)					
每股收益	1.52	1.79	2.22	2.59	2.99
每股经营现金流	-1.55	-0.41	9.54	-1.07	4.37
每股净资产	9.03	10.29	12.40	14.99	17.98
估值比率					
P/E	9.22	7.79	6.30	5.40	4.68
P/B	1.55	1.36	1.13	0.93	0.78
EV/EBITDA	14.12	6.75	3.97	3.75	2.64

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富房地产行业第一名。

郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。

邢芊：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。