

销售高增，土储换仓，核心优势逐步显现

——中国金茂 (0817.HK) 跟踪简报

公司简报

◆销售增长行业领先，3年签约目标 CAGR 约 23%

20年1-6月，公司销售额突破千亿，约1029亿元，同比增长31%（40家主流房企销售额同比-2%），增速位居行业前列。其中3月、4月、5月、6月单月销售额同比分别为30%、49%、51%、57%。根据CRIC排行，2019年上半年公司销售额位居行业TOP12。

公司2020年签约目标2000亿元，对应同比增速24%。考虑到全年计划可售资源超过3100亿元，一级推地规模存在提升可能，我们认为大概率可超额完成全年目标。

从中期来看，公司2021、2022年签约目标分别为2500、3000亿元，3年CAGR约23%。我们认为公司拿地和融资优势明显，成长路径清晰，发展潜力正在逐步显现。

◆城市运营继续发力，土储换仓提质进行时

1-4月，公司新增土储468万方，总地价371亿元，按面积算权益比例约67%；其中城市运营项目建面占比46%，金额占比29%，平均楼面价约5098元/平方米，权益比例97%。公司目标2022年新增土储中城市运营面积占比达到60%，目前正处于土储换仓、“质量”提升的重要阶段。

◆短期结算保障充足，2021年业绩弹性有望回升

截止2019年末，公司已售未结金额达到2336亿元，短期结算具备保障。但由于前期高地价、低权益项目入账，预计2020年盈利水平仍将阶段性承压。此后，随着高盈利水平的城市运营项目结算占比提升，预计2021年公司业绩弹性有望回升。

◆估值与评级

我们维持2020-2022年预测核心EPS分别为0.61、0.78、0.99元，现价对应预测核心PE分别为8.1、6.4、5.0倍，对应预测股息率分别为5.2%、6.6%、8.3%。公司成长路径清晰，短期销售持续向好，中期内业绩弹性有望回升。综合考虑维持目标价6.83港元，相对于2021年预测核心PE约8倍，维持“买入”评级。

◆风险提示：

城市运营项目获取不及预期，项目交付结转不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	38,733	43,356	54,691	72,103	93,211
营业收入增长率	24.64%	11.94%	26.14%	31.84%	29.27%
净利润（百万元）	5,211	6,452	7,577	9,629	12,216
净利润增长率	31.00%	23.82%	17.43%	27.09%	26.86%
基本EPS（元）	0.45	0.55	0.64	0.82	1.04
核心EPS（元）	0.44	0.52	0.61	0.78	0.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.56%	16.39%	17.25%	19.38%	21.42%
P/E（核心）	11.3	9.5	8.1	6.4	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月30日，汇率取2020年6月30日港元兑人民币中间价：0.91344

买入（维持）

当前价/目标价：5.45/6.83 港元

分析师

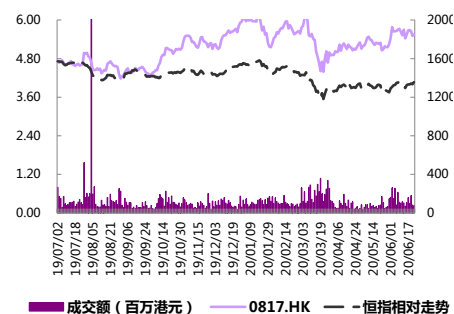
何绍南（执业证书编号：S0930518060006）
021-52523801
hemiannan@ebsec.com

王梦恺（执业证书编号：S0930518110003）
021-52523855
wangmk@ebsec.com

市场数据

总市值(百万港元)	64,182.35
H股市值(百万港元)	64,182.35
总股本(百万股)	11,776.58
H股股本(百万股)	11,776.58
12个月低/高(港元)	4.18/6.26
3个月平均成交(百万港元)	96.55

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.70	9.20	20.16
绝对	-2.68	7.24	34.58

资料来源：Wind

相关研报

城市运营优势渐显，业绩弹性回升可期——中国金茂 (0817.HK) 动态跟踪报告
.....2020-04-10
牵手平安，混改走完第三步——中国金茂 (0817.HK) 股份配售点评
.....2019-07-26
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
.....2019-04-09

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,733	43,356	54,691	72,103	93,211
营业成本	-24,194	-30,591	-38,830	-51,062	-65,709
营业毛利	14,538	12,765	15,861	21,041	27,503
销售管理费用	-3,469	-4,367	-5,399	-6,901	-8,642
其他收入/费用	1,822	2,806	2,488	2,924	3,226
EBITDA	13,272	11,766	13,515	17,642	22,684
EBIT	12,892	11,204	12,951	17,064	22,087
财务费用	-2,421	-2,269	-2,542	-2,885	-3,248
合联营公司投资收益	380	590	1,042	1,387	1,788
其他收益/开支	864	3,299	3,397	3,006	2,637
EBT	11,715	12,824	14,848	18,573	23,263
所得税	-4,338	-4,195	-4,818	-6,146	-7,813
净利润(含少数股东损益)	7,377	8,629	10,030	12,426	15,450
净利润(不含少数股东损益)	5,211	6,452	7,577	9,629	12,216
核心利润(不含少数股东损益)	5,084	6,115	7,195	9,171	11,666
基本 EPS	0.45	0.55	0.64	0.82	1.04
核心 EPS	0.44	0.52	0.61	0.78	0.99

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	147,426	171,632	201,431	236,768	278,173
现金及等价物	21,324	17,195	24,280	34,203	46,447
存货	60,683	75,227	90,440	108,355	130,015
其他流动资产	65,419	79,210	86,710	94,210	101,710
非流动资产:	124,212	154,516	170,999	187,137	203,198
固定资产	10,729	10,911	11,001	11,093	11,178
投资物业	29,206	31,261	33,606	36,261	39,447
其他非流动资产	84,277	110,730	124,777	138,168	150,957
总资产	271,638	326,149	372,430	423,905	481,370
流动负债:	122,091	164,782	195,213	229,262	265,312
短期借贷及长期借贷即期部分	21,976	26,663	31,663	36,663	41,663
预收账款/合约负债	47,091	64,768	84,199	105,249	126,298
其他流动负债	53,023	73,351	79,351	87,351	97,351
非流动负债:	71,282	75,508	85,508	95,508	107,508
长期借贷	65,996	69,373	79,373	89,373	101,373
其他非流动负债	5,286	6,135	6,135	6,135	6,135
总负债	193,373	240,290	280,721	324,771	372,820
股本	20,416	21,251	21,251	21,251	21,251
储备	15,380	18,121	22,667	28,445	35,774
非控股权益(含永续权益工具)	42,469	46,486	47,791	49,439	51,525
股东权益合计(不含非控股权益)	35,796	39,372	43,918	49,696	57,025
股东权益合计(含非控股权益)	78,265	85,858	91,709	99,135	108,550
负债及股东权益总计	271,638	326,149	372,430	423,905	481,370

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,012	20,099	19,479	23,397	25,273
税前利润	11,715	12,824	14,848	18,573	23,263
营运资金变动	-4,556	12,393	7,930	9,550	8,550
其他	-5,147	-5,118	-3,299	-4,725	-6,540
投资活动现金流	-19,589	-19,645	-15,459	-14,674	-14,084
资本开支	-1,566	-1,184	-2,459	-2,674	-3,084
其他	-18,023	-18,462	-13,000	-12,000	-11,000
融资活动现金流	19,436	-4,591	3,065	1,200	1,056
贷款变动	17,901	-1,993	15,000	15,000	17,000
其他	1,535	-2,597	-11,935	-13,800	-15,944
净现金流	1,859	-4,137	7,086	9,922	12,244

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.64%	11.94%	26.14%	31.84%	29.27%
净利润增长率	31.00%	23.82%	17.43%	27.09%	26.86%
归母核心利润增长率	30.19%	20.27%	17.66%	27.47%	27.20%
EBITDA 增长率	59.02%	-11.35%	14.86%	30.54%	28.58%
EBIT 增长率	61.64%	-13.09%	15.59%	31.76%	29.43%
估值指标					
PE (核心)	11.3	9.5	8.1	6.4	5.0
PB	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	17.4	23.9	23.3	19.8	17.0
EV/EBIT	17.9	25.1	24.3	20.5	17.4
股息率	4.0%	4.2%	5.2%	6.6%	8.3%
盈利能力					
毛利率	37.53%	29.44%	29.00%	29.18%	29.51%
EBITDA 率	34.27%	27.14%	24.71%	24.47%	24.34%
EBIT 率	33.28%	25.84%	23.68%	23.67%	23.70%
归母净利润率	13.45%	14.88%	13.85%	13.35%	13.11%
归母核心利润率	13.13%	14.10%	13.16%	12.72%	12.52%
ROA	2.72%	2.65%	2.69%	2.93%	3.21%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.56%	16.39%	17.25%	19.38%	21.42%
偿债能力					
净负债率	79%	83%	86%	85%	82%
净负债率 (永续债视为负债)	136%	140%	139%	133%	124%
货币资金/即期借债	1.0	0.6	0.8	0.9	1.1
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标(按历史年度股本计算历史数据, 单位: 元)					
基本 EPS	0.45	0.55	0.64	0.82	1.04
核心 EPS	0.44	0.52	0.61	0.78	0.99
每股红利	0.20	0.21	0.26	0.33	0.41
每股经营现金流	0.17	1.73	1.65	1.99	2.15
每股自由现金流(FCFF)	0.21	1.66	1.26	1.60	1.76

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼