

业绩平稳释放，销售增长靓丽，城市运营持续发力

买入（维持）

2020年03月25日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	43,355.94	54,324.99	67,525.97	83,779.47
同比(%)	11.94%	25.30%	24.30%	24.07%
净利润(百万元)	6,452.21	8,036.70	9,953.07	12,296.76
同比(%)	23.82%	24.56%	23.85%	23.55%
每股收益(元/股)	0.55	0.68	0.85	1.04
P/E(倍)	8.54	6.86	5.54	4.48

事件

■ **中国金茂发布2019年业绩**：公司2019年实现营业收入433.56亿元，同比增长11.9%；实现归母净利润64.52亿元，同比增长23.8%；归母核心净利润61.15亿元，同比增长20%；每股基本盈利0.5538元，全年派发每股股息0.23港元。

点评

■ **业绩平稳释放**。公司2019年营收和归母净利润增速分别为11.9%、23.8%，公司毛利率有所下滑，综合毛利率达29%，同比下降9个百分点，主要系城市运营及物业开发板块毛利率仅27%，下滑9个百分点，其他板块毛利率基本持平。2019年，公司净利率达19.9%，同比上升1个百分点，主要原因在于：1) 19年收购及处置子公司，使得其他收入及收益项达61.12亿元，同比增长124.5%；2) 所得税率下降4个百分点至33%，同时少数股东占比较少。

■ **销售增长靓丽**。公司2019年实现销售金额1608亿元，同比增长26%；销售面积748万平方米，同比增长49%。从区域布局看，公司在华东、环渤海、华南、华中、西部分别占比57%、24%、7%、7%、4%，超额完成年初设定的1500亿元销售目标。同时，公司提出未来三年的销售规划，2020-2022年预计销售规模分别达2000、2500、3000亿元，同比增速分别达24%、25%、20%。

■ **投资聚焦一二线，城市运营持续发力**。公司2019年全年新增拿地1390万平方米，总土地款1046亿元，占销售金额的65%；权益比例53%；平均拿地成本7525元/平米，地货比35.0%，有效保障毛利水平。公司新增拿地仍然主要布局在核心区域，华东、环渤海、华南区域，分别占比40%、23%、19%，此外华中、西部分别占比10%、8%。同时，公司拿地更趋多元化，城市运营开始持续发力，年内新增土储建面中40%来自城市运营。截至19年末，公司总土储8585万平方米；其中二级总土储5857万平方米，79%来自一二线核心城市。

■ **稳杠杆，融资成本再创新低，派息高位**。截至2019年末，公司净负债率74%，同比提升3个百分点，杠杆仍处于较低水平。国企和两个险资股东背书使得公司即使在融资严峻的背景下依然能够保持较低的融资成本，年末融资成本仅4.94%，同比下降0.17个百分点，与大多数房企相比优势显著。公司保持稳定派息比例，全年派息0.23港币，公司保持派发核心利润的40%作为股息。

■ **投资建议**：中国金茂赋能城市运营，一方面享受土地增值，另一方面锁定了大量低价土储；公司稳健运营，盈利能力持续改善。我们预计公司2020-2022年EPS为0.68、0.85、1.04元人民币，当前股价对应PE为6.9、5.5、4.5倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；汇率波动风险；棚改货币化不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	5.13
一年最低/最高价	4.00/6.46
市净率(倍)	1.40
港股流通市值(百万港元)	60404.64

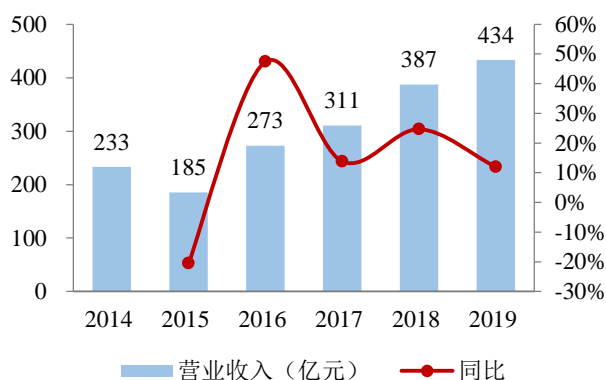
基础数据

每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	73.68
总股本(百万股)	11774.78
流通股本(百万股)	11774.78

相关研究

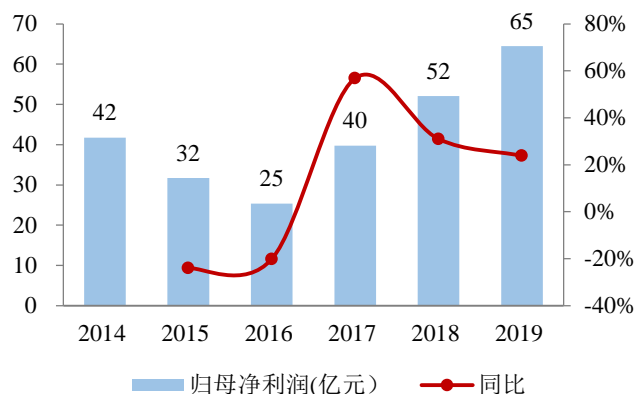
- 1、《中国金茂(00817)：业绩平稳释放，混改迈出坚实一步》2019-08-29
- 2、《中国金茂(00817)：销售高增，业绩靓丽，融资成本持续低位》2019-03-20
- 3、《中国金茂(00817)：厚积薄发，城市运营先驱者》2019-01-11

图 1：中国金茂营业收入（亿元）及增速



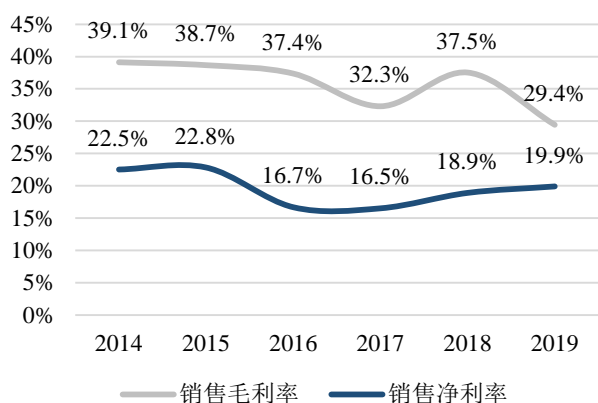
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：中国金茂归母净利润（亿元）及增速



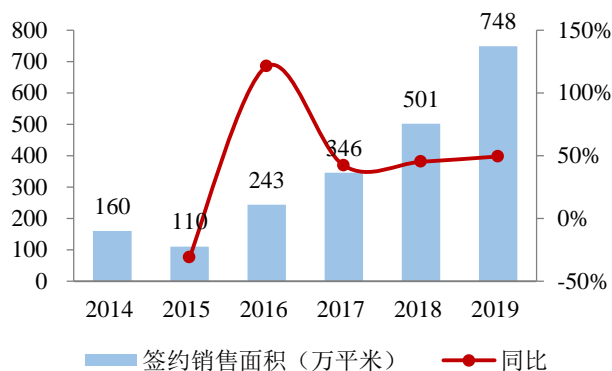
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：中国金茂销售毛利率及净利率走势



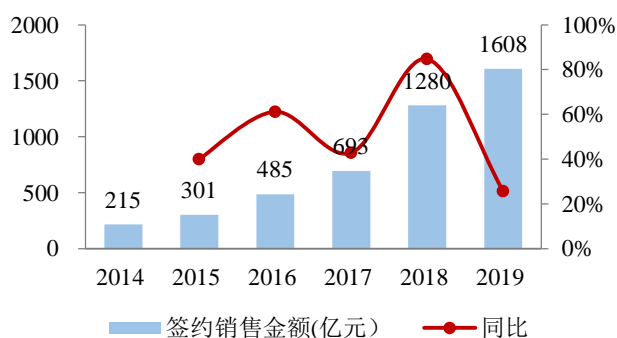
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：中国金茂销售面积（万平方米）及增速



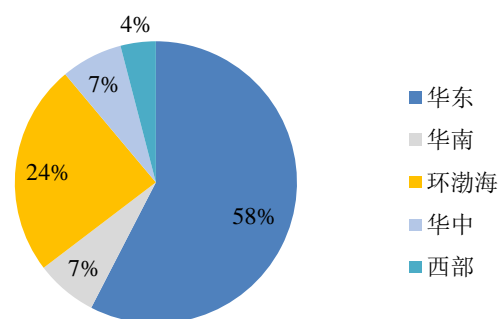
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：中国金茂销售金额（亿元）及增速



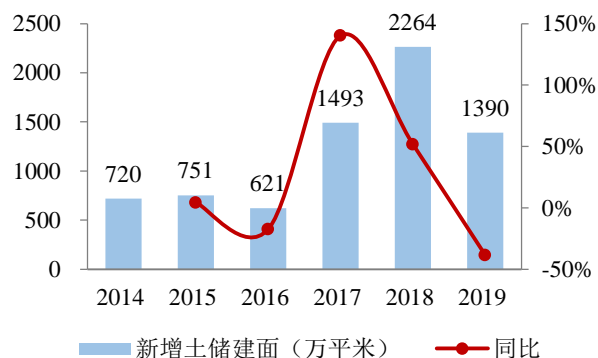
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：中国金茂 2019 年销售金额区域划分



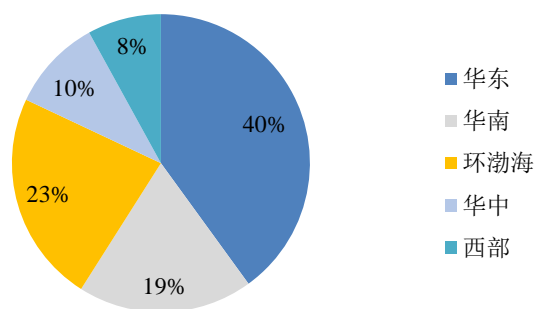
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：中国金茂拿地建筑面积（万平米）及同比



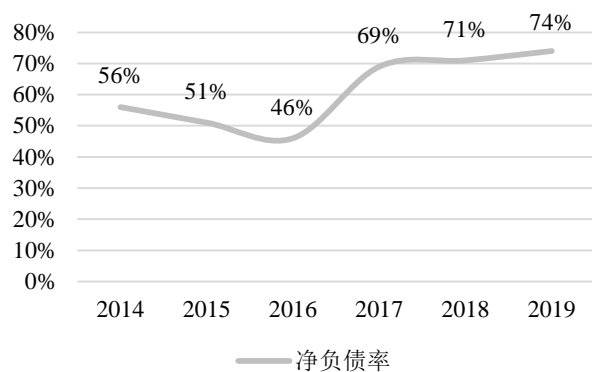
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：中国金茂 2019 年拿地建面区域分布



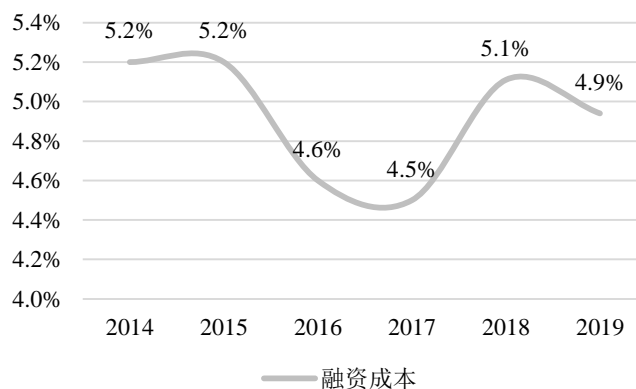
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：中国金茂净负债率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：中国金茂综合融资成本



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中国金茂三大财务预测表 (人民币百万元)

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产:	171,632	199,221	227,045	254,017	营业收入	43,356	54,325	67,526	83,779
现金	17,166	24,414	29,071	33,837	营业成本	30,591	37,365	46,424	57,875
应收款项	32,303	36,666	46,018	48,272	销售费用	1,314	1,647	2,047	2,540
存货	75,227	86,511	95,162	109,437	管理费用	3,052	3,654	4,503	5,587
其他	46,936	51,630	56,792	62,472	其他	6,695	6,703	7,716	9,277
非流动资产	154,516	168,165	182,749	200,041	营业利润	15,093	18,363	22,268	27,054
固定资产净值	75,756	83,332	91,665	100,832	财务收入/(费用) 净额	(2,269)	(2,389)	(2,486)	(2,614)
权益性投资	19,109	21,020	22,071	23,174	除税前溢利	12,824	15,973	19,782	24,440
其他	59,651	63,813	69,012	76,034	所得税及相关税 收	4,195	5,225	6,471	7,995
资产总计	326,149	367,386	409,793	454,058	净利润	8,629	10,748	13,311	16,446
流动负债:	164,782	178,281	195,295	208,999	少数股东权益	2,177	2,711	3,358	4,149
短期借款	48,743	51,180	53,739	56,426	优先股利及其他 调整项	0	0	0	0
应付款项	18,996	19,457	27,113	30,666	归属母公司股东 的净利润	6,452	8,037	9,953	12,297
其他	97,044	107,644	114,443	121,906					
非流动负债合计	75,508	82,752	90,706	99,438					
长期借贷	69,373	76,311	83,942	92,336					
其他	6,135	6,442	6,764	7,102					
负债总计	240,290	261,033	286,000	308,436	重要财务与估值 指标	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	46,486	57,583	67,025	78,843	每股收益(元)	0.55	0.68	0.85	1.04
归属母公司股东权益	39,372	48,771	56,768	66,778	每股净资产(元)	3.35	4.14	4.82	5.67
负债和所有者权益 合计	326,149	367,386	409,793	454,058	发行在外股份(百 万股)	11,770	11,775	11,775	11,775
					毛利率(%)	29.44%	31.22%	31.25%	30.92%
					销售净利率(%)	19.90%	19.78%	19.71%	19.63%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率(%)	73.68%	71.05%	69.79%	67.93%
经营活动现金流	20,099	4,800	7,571	7,759	收入增长率(%)	11.94%	25.30%	24.30%	24.07%
投资活动现金流	(19,645)	6,458	(6,679)	(15,920)	净利润增长率(%)	16.98%	24.56%	23.85%	23.55%
筹资活动现金流	(4,591)	(4,018)	3,757	12,916	归母净利润增长 率(%)	23.82%	24.56%	23.85%	23.55%
汇率变动的影	7	8	9	9	P/E	8.54	6.86	5.54	4.48
现金净增加额	(4,129)	7,248	4,657	4,765	P/B	1.40	1.13	0.97	0.83
折旧与摊销	422	443	466	559					

数据来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

备注: 港币对人民币汇率取 1 港币=0.9124 元人民币

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>