

金地集团 (600383.SH)

强烈推荐 (维持)

总量研究/房地产
目标估值: 11.32 元
当前股价: 8.16 元

业绩承压反映过去行业下行, 正努力重构投资循环

2022 年减值计提较为充分, 业绩下滑 35%, 2023 年一季度业绩降幅收窄; 销售表现优于行业, 22 年排名较上年前进四位; 22 年拿地审慎, 策略上聚焦高能级城市, 23 年 4 月拿地力度随行业供应增加出现边际修复, 体现公司努力构建投资循环的态度; 持有型物业经营稳健, 代建业务继续扩张; 杠杆率下降, 融资成本进一步优化, 经营性净现金流大幅增加。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.41、1.54、1.80 元, 维持“强烈推荐”评级, 考虑到公司正处于构建投资循环的进程中, 且中长期有望受益于行业竞争格局改善, 给予目标价 11.32 元/股 (对应 2023PE=8X)。

□ (1) 2022 年减值计提较为充分, 业绩下滑 35%。公司 22 年实现营业收入/营业利润/归母净利润分别为 1200 亿元/130 亿元/61 亿元, 同比分别+21.3%/-19.3%/-35.1%。2022 年度, 公司营收相对稳健。营业利润增速低于营业收入: 具体看, 公司毛利率较 21 年底微降 0.5 PCT 至 20.7% (其中房地产业务结算毛利率较上年微升 0.3 PCT 至 20.0%), 投资净收益 (40 亿元) 较 21 年减少 32 亿元, 资产减值损失 (37 亿元) 较 21 年增加 25 亿元, 信用减值损失 (10 亿元) 较 21 年增加 8 亿元, 投资收益减少叠加减值增加使得营业利润增速降至-19.3%。此外, 归母净利润增速低于营业利润, 主要由于报告期内所得税费用增加 (22 年 39 亿元, 较上年增加 10 亿元) 以及结转项目中上市公司股东比例下降。

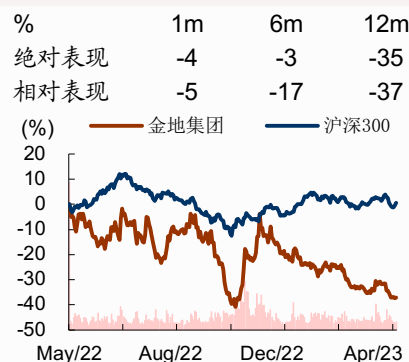
2023 年一季度业绩降幅收窄。23Q1 公司实现营业收入/营业利润/归母净利润分别为 144 亿元/5 亿元/5 亿元, 同比分别+7.5%/-50.7%/-18.9%, 毛利率较 22 年底下降 3.2 PCT 至 17.5%, 或与结算结构有关。营业利润增速大幅低于营业收入: 较上年同期, 23Q1 财务费用增加 0.6 亿元, 投资净收益减少 7.1 亿元, 信用减值损失增加 0.4 亿元, 共同拖累营业利润增速降至-50.7%。而归母净利润增速高于营业利润, 主要由于少数股东损失 2.9 亿元 (上年同期为收益 0.3 亿元), 使得归母净利润增速较营业利润增速上升 31.8 PCT 至-18.9%。

展望未来, 23 年公司计划新开工/竣工面积分别为 355 万平方米/1295 万平方米, 较 22 年实际完成额分别-32.0%/-8.7%, 22 年合同负债对 22 年营收的保障系数为 0.64, 22 年房地产业务结算毛利率较上年微升 0.3 PCT 至 20.0%, 判断公司毛利率或处于筑底阶段, 再加上往年资产减值准备计提较为充沛, 或

基础数据

总股本 (万股)	451458
已上市流通股 (万股)	451458
总市值 (亿元)	368
流通市值 (亿元)	368
每股净资产 (MRQ)	14.5
ROE (TTM)	9.2
资产负债率	72.6%
主要股东	富德生命人寿保险股份有限公司
主要股东持股比例	21.69%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《金地集团 (600383) 一前三季度业绩稳健, 销售呈好转态势》2022-10-30
- 《金地集团 (600383) 一业绩增长领先, 土储充分保障经营稳定》2022-08-29
- 《金地集团 (600383) 一一季度业绩转正, 销售进入行业前十》2022-05-06

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	99232	120208	114198	101636	108750
同比增长	18%	21%	-5%	-11%	7%
营业利润(百万元)	16055	12961	13530	14720	17099
同比增长	-21%	-19%	4%	9%	16%
归母净利润(百万元)	9410	6107	6385	6935	8137
同比增长	-10%	-35%	5%	9%	17%
每股收益(元)	2.08	1.35	1.41	1.54	1.80
PE	3.9	6.0	5.8	5.3	4.5
PB	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

对后续业绩形成一定保障。

- **(2) 销售表现优于行业，22 年排名较上年前进四位。**公司年报显示其 22 年全口径销售金额 2218 亿元（同比-22.6%），据克而瑞数据，公司 22 年全口径销售额位列行业第七，较 21 年前进四名，且公司销售额同比增速（-22.6%）明显优于百强房企（-42.3%）。至于销售面积，克尔瑞数据显示公司 22 年全口径销售面积 1020 万平方米（与 21 年克尔瑞披露的面积相比，同比-24.8%），对应销售均价约 2.17 万元/平方米（同比+4.5%）。公司坚持一二线城市深耕战略，22 年在深圳、上海、南京、大连、福州等城市年度销售“市占率”位居当地前列。

23Q1 报显示，公司一季度实现全口径销售面积/金额分别 243 万平方米/441 亿元（同比+32.7%/-3.0%），对应销售均价 1.8 万元/平方米（同比-26.9%）。

22 年拿地审慎，策略上聚焦高能级城市，23 年 4 月拿地力度随行业供应增加出现边际修复，体现公司努力构建投资循环的态度。22 年公司新增全口径计容建面/总地价分别为 248 万平方米/368 亿元（分别同比-84.8%/-71.9%），对应楼面均价 1.48 万元/平（同比+85.5%），主要聚焦高能级城市，特别是加强上海、北京和深圳的深耕力度，新获取项目中一二线城市占比达 95%。22 年投资力度（拿地额/销售额）16.6%（较 21 年下滑 29.1 PCT），在去年市场景气度下降、债券市场波动较大情况下，公司拿地较为审慎。

今年以来，随市场出现一定回暖迹象，公司积极参与高能级城市土拍，新获取项目 6 个（上海 2 个、杭州 2 个、东莞 1 个、西安 1 个），全口径计容建面/总地价分别为 54 万平方米/88 亿元。其中，23 年 4 月份，公司新获取 5 个项目，单月投资力度 56.3%（总土地价款 172 亿元/全口径销售额 150 亿元），体现公司努力构建投资循环的态度。

土储方面，截止 22 年底公司总土地储备约 5182 万平方米（未结转口径），估算公司未售口径土储约在 4300 万方，对应静态去化周期 4 年左右，权益土地储备约 2345 万方，公司共布局 78 个城市，其中一二线城市占比 71%，即公司土储相对充裕且质量较优。

- **(3) 杠杆率下降，融资成本进一步优化，经营性净现金流大幅增加。**截止 2022 年底，公司有息负债金额 1152 亿元（同比-8.3%），货币资金 545 亿元（同比-15.9%），扣预收账款的资产负债率 65.3%（较 21 年-2.3 PCT），净负债率 52.2%（较 21 年-3.0 PCT），现金短债比 1.13（21 年为 1.40），三道红线继续维持绿档水平。期限上看，短期有息负债占比 35.9%，较 21 年上升 4.2 PCT；来源上看，银行借款/公开市场融资/其他融资占比分别为 61%/38%/1%，融资结构趋优，且公司在银行贷款规模和利率上较有优势；综合融资成本较 21 年降低 3 BP 至 4.53%。此外，22 年公司经营活动产生的现金流净额为 199 亿元，同比+111.8%，主因往来款现金流入净额增加。

公司拟以现金形式派发红利，分红比例约 10%。2023 年 4 月 29 日，公司在发布 22 年年报和 23 年一季报的同时，也同时公布 2022 年度利润分配方案：每股派发现金红利 0.136 元（含税），不进行资本公积金转增股本，不送红股；若按 22 年底总股本（45.1 亿股）计算，则合计派发现金红利 6.14 亿元，占 22 年归母净利润（61 亿元）的 10%；公司公告称，本次选择较低分红比例主要是考虑到，“公司所处房地产行业为资金密集型行业，为了保障公司偿债能力，降低财务风险，保证公司现阶段经营及投资发展需要”。

- **(4) 持有型物业经营稳健，代建业务继续扩张**

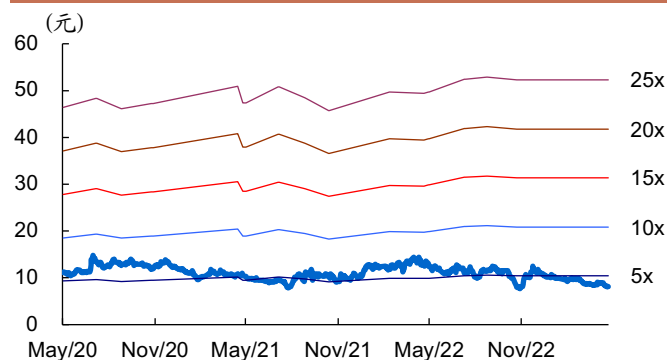
持有型物业：商办物业方面，深圳金地威新中心项目入市，并新增 4 个外部合作项目实现新资产输出，在营 18 个项目平均出租率 74%（同比+1 PCT）；产业地产方面，在营 12 个项目平均出租率 97%（其中 8 个实现满租），并新获取成都温江、上海宝山项目；长租公寓方面，在营成熟项目的平均出租率在 94%以上，年内新获取 3287 间房源和上海宝山南大 R4 用地。

代建业务：截至 2022 年底，公司代建业务已布局全国超 40 座城市、管理服务项目近 115 个，累计开发管理面积超 1832 万平方米（同比+22.1%），其中住宅项目 1196 万平方米（可售货值超 1280 亿元），商办项目 195 万平方米，政府待建 439 万平方米。

金地智慧服务：2022 年新增外拓合约面积超 5000 万方，集中突破院校及银行类项目，年度中标项目 7 个；截止 2022 年末合约管理面积达 3.85 亿平方米。

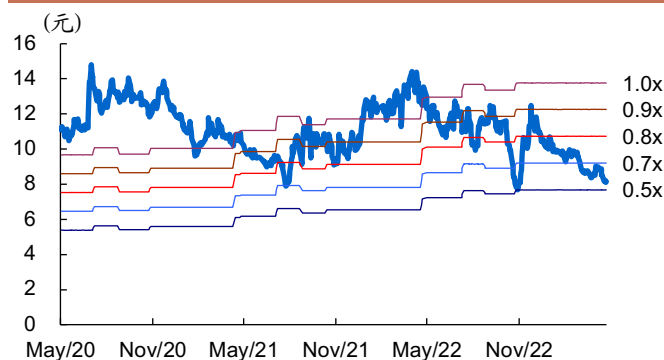
- 投资建议:** 2022 年减值计提较为充分，业绩下滑 35%，2023 年一季度业绩降幅收窄；销售表现优于行业，22 年排名较上年前进四位；22 年拿地审慎，策略上聚焦高能级城市，23 年 4 月拿地力度随行业供应增加出现边际修复，体现公司努力构建投资循环的态度；持有型物业经营稳健，代建业务继续扩张；杠杆率下降，融资成本进一步优化，经营性净现金流大幅增加。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.41、1.54、1.80 元，维持“强烈推荐”评级，考虑到公司正处于构建投资循环的进程中，且中长期有望受益于行业竞争格局改善，给予目标价 11.32 元/股（对应 2023PE=8X）。
- 风险提示:** 销售增长不及预期，受市场影响拿地保守，结算不及预期，毛利率回升不稳定，股权结构存在不确定性等。

图 1: 金地集团历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 金地集团历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	365099	313984	298694	288048	300578
现金	64806	54507	45472	65041	70288
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	36	3	3	2	3
应收款项	761	1539	1462	1301	1392
其它应收款	94482	92252	87932	76227	79388
存货	188801	151004	149827	133021	136199
其他	16213	14680	13998	12455	13309
非流动资产	97710	105399	113663	123323	134324
长期股权投资	60872	66060	72665	79932	87925
固定资产	1563	1336	1120	925	750
无形资产商誉	203	365	328	295	266
其他	35072	37639	39549	42171	45383
资产总计	462810	419383	412356	411371	434902
流动负债	258078	221183	203736	192231	204103
短期借款	4037	2906	3080	3083	3087
应付账款	39502	33679	32775	29930	32512
预收账款	112802	77104	77723	70667	79083
其他	101737	107494	90158	88550	89421
长期负债	94525	81944	83154	83797	83927
长期借款	44214	51532	51403	52045	52175
其他	50311	30412	31751	31751	31751
负债合计	352603	303126	286890	276027	288029
股本	4515	4515	4515	4515	4515
资本公积金	2154	740	740	740	740
留存收益	56313	59974	65746	71723	78473
少数股东权益	47226	51027	54465	58366	63145
归属于母公司所有者权益	62981	65230	71001	76978	83728
负债及权益合计	462810	419383	412356	411371	434902

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	9400	19907	21837	24599	11884
净利润	9410	6107	6385	6935	8137
折旧摊销	320	389	292	243	200
财务费用	3898	3807	1116	887	794
投资收益	(7182)	(3974)	(4851)	(6105)	(6451)
营运资金变动	578	10955	15456	18740	4424
其它	2376	2623	3438	3901	4779
投资活动现金流	(9555)	(2407)	(3704)	(3798)	(4750)
资本支出	(616)	(695)	82	82	82
其他投资	(8939)	(1712)	(3786)	(3880)	(4832)
筹资活动现金流	10545	(27744)	(27168)	(1231)	(1887)
借款变动	1756	(2535)	(26777)	613	294
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(640)	(1413)	0	0	0
股利分配	(3160)	(2844)	(614)	(958)	(1387)
其他	12589	(20952)	223	(887)	(794)
现金净增加额	10390	(10244)	(9035)	19570	5246

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	99232	120208	114198	101636	108750
营业成本	77981	95239	93642	83138	87870
营业税金及附加	3609	3850	3654	3252	3480
营业费用	3093	2830	2741	2236	2393
管理费用	5341	5054	4796	4065	4350
研发费用	150	185	176	157	218
财务费用	650	846	1116	887	794
资产减值损失	(1450)	(4726)	(1040)	(884)	(795)
公允价值变动收益	1758	1314	1183	2070	2173
其他收益	127	127	127	127	127
投资收益	7340	4169	3668	4035	4277
营业利润	16055	12961	13530	14720	17099
营业外收入	91	91	101	111	122
营业外支出	327	(27)	(30)	(33)	(37)
利润总额	15819	13080	13661	14863	17258
所得税	2868	3913	3837	4028	4342
少数股东损益	3542	3059	3438	3901	4779
归属于母公司净利润	9410	6107	6385	6935	8137

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	18%	21%	-5%	-11%	7%
营业利润	-21%	-19%	4%	9%	16%
归母净利润	-10%	-35%	5%	9%	17%
获利能力					
毛利率	21.4%	20.8%	18.0%	18.2%	19.2%
净利率	9.5%	5.1%	5.6%	6.8%	7.5%
ROE	14.9%	9.4%	9.0%	9.0%	9.7%
ROIC	5.6%	3.7%	4.7%	4.8%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	76.2%	72.3%	69.6%	67.1%	66.2%
净负债比率	18.5%	22.4%	16.3%	16.5%	15.7%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3
存货周转率	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	156.6	102.8	76.0	73.4	80.6
应付账款周转率	2.3	2.6	2.8	2.7	2.8
每股资料(元)					
EPS	2.08	1.35	1.41	1.54	1.80
每股经营净现金	2.08	4.41	4.84	5.45	2.63
每股净资产	13.95	14.45	15.73	17.05	18.55
每股股利	0.63	0.14	0.21	0.31	0.54
估值比率					
PE	3.9	6.0	5.8	5.3	4.5
PB	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	19.3	23.3	21.7	20.5	17.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵可：招商证券研究发展中心房地产行业（不动产与综合服务）首席分析师、REITs 研究组执行组长，董事，主要从事不动产及不动产综合服务研究，宏观策略研究；招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，深圳市高层次人才，高级经济师；

李盛天：2022 年加入招商证券，同济大学建筑与土木工程本硕。

区宇轩：2022 年加入招商证券，南开大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士。

团队荣誉：多次获新财富、水晶球、金牛奖、金牛奖最具价值分析师、Wind 金牌分析师、新浪金麒麟最佳分析师、21 世纪金牌分析师等相关荣誉。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。