

主业欣欣向荣、内在价值低估  
买入(首次)

2018年01月31日

证券分析师 齐东

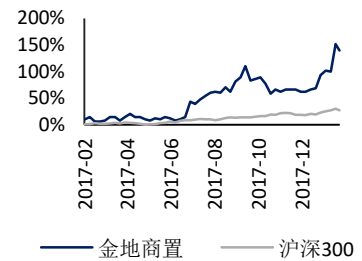
执业证书编号: S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,706.67	10,456.71	18,267.87	24,698.16
同比(%)	105.31%	20.10%	74.70%	35.20%
净利润(百万元)	1,366.50	1,640.50	2,785.92	3,926.16
同比(%)	29.38%	20.05%	69.82%	40.93%
毛利率(%)	44.22%	44.00%	44.34%	44.58%
ROE(%)	14.16%	12.80%	16.29%	17.03%
每股收益(元)	0.09	0.10	0.18	0.25
P/E	10.81	9.01	5.30	3.76
P/B	1.53	1.15	0.86	0.64

股价走势



投资要点

■ **销售增长迅速, 盈利可期。**金地商置近年销售增长势头迅猛, 量价齐升推动销售额持续创新高。2017年全年公司销售金额达452.8亿元, 同比增长124.69%, 近两年销售金额复合增速达101%。核心原因在于公司土地储备布局前瞻, 公司重点布局的核心一二线城市2015年以来基本面大幅上行。公司产品定位于首置首改产品, 品牌优势显著, 销售快速增长。

■ **前瞻拿地, 土地储备充沛且成本较低。**公司土地储备总量丰富, 增加迅猛。截至2017年底, 公司国内土地储备累计建筑面积达1388.2万平方米, 同比增速29%。公司土地储备多集中在一、二线城市, 一线、二线城市土储建面占比分别为22.6%、68.5%; 公司提前布局核心城市, 全国土储权益均价仅保持5521元/平米低位, 这主要源于公司拿地方式前瞻且多样化, 主要通过公开市场招拍挂、收并购两大方式获取优质廉价土地。

■ **持有物业位于核心地段, 租金可观。**公司旗下持有的投资物业位于核心城市核心地段, 出租率高提升公司租金规模, 深圳威新软件科技园第一、二期, 北京搜狐网络大厦目前出租率均达100%, 未来公司的近百万方在深圳及上海的产业园, 包括深圳威新科技园第三期等项目运营后, 租金收入有望进一步提升。

■ **管理团队经验丰富, 股权激励体系完备。**公司四位执行董事凌克先生、黄俊灿先生、徐家俊先生及韦传军先生均来自于金地集团, 有着长时间的房地产行业从业经验, 具备丰富的中国房地产开发、营运及管理经验。公司自2013年通过股权激励方式对管理层进行激励, 效果较强。三次股权激励计划合计授出11.14亿股购股权, 其中授予4位执行董事5.42亿份购股权。

■ **投资建议:**金地商置拿地前瞻, 重点布局核心一二线城市, 土地储备充沛且成本较低, 目前土地储备规模接近1400万平方米。公司销售增长迅速, 近两年销售金额复合增速达101%。同时公司还在核心城市持有大量优质物业, 同时还有大量在建物业, 未来租金收入将持续提升。我们预计2017-2019年公司EPS分别为0.10、0.18、0.25元人民币, 对应PE分别为9.0、5.3、3.8倍, 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价1.5元港币。

**风险提示:**行业销售规模大幅下滑; 按揭贷款利率大幅上行; 房地产政策大幅收紧; 房企资金成本大幅上行; 港股波动性较大。

市场数据

收盘价(港币元)	1.15
一年最低/最高价	0.475/1.28
市净率(倍)	1.62
流通股市值(港币百万元)	18,240.98

基础数据

每股净资产(港币)	0.71
资产负债率(%)	65.31
总股本(百万股)	15,861.72

相关研究

## 目录

1. 金地商置概况 .....	4
1.1 公司发展历程及股权结构 .....	4
1.2 金地商置销售增长迅速，盈利能力可期 .....	5
2. 前瞻拿地，土地储备充沛且成本较低.....	7
2.1 土地储备总量可观，多布局一、二线城市 .....	7
2.2 前瞻拿地成本可控，保障项目毛利水平 .....	9
3. 持有投资物业位于核心地段，租金可观.....	10
4. 管理团队经验丰富，股权激励体系完备.....	12
5. 盈利预测与估值 .....	14
5.1 核心假设 .....	14
5.2 盈利预测 .....	14
5.3 估值 .....	14
5.4 投资建议 .....	15
6. 风险提示 .....	16

## 图表目录

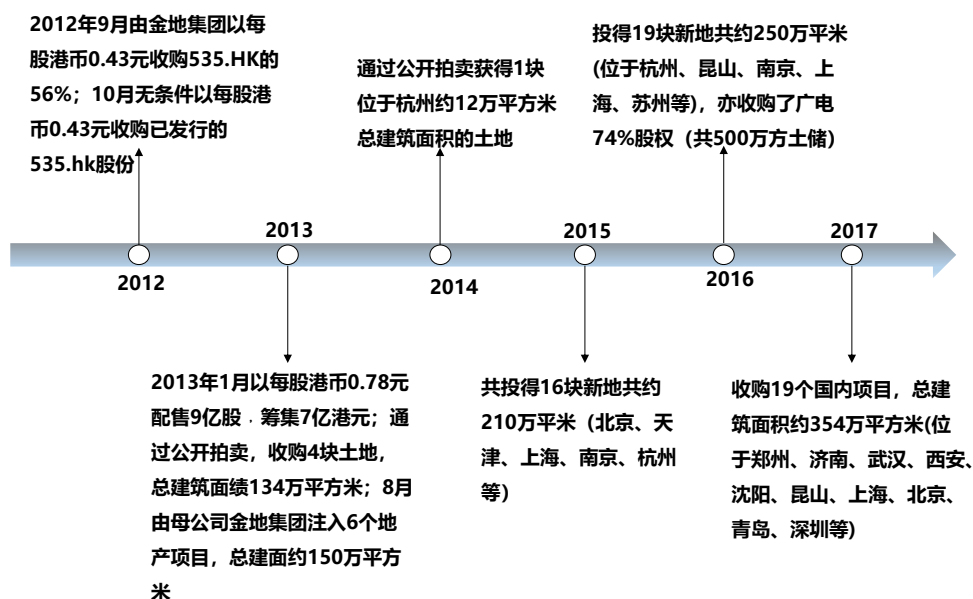
图表 1: 金地商置大事记.....	4
图表 2: 金地商置股权结构.....	5
图表 3: 2014 年以来公司销售金额 (亿元, 左轴) 及同比增速 (右轴) .....	6
图表 4: 2014 年以来公司销售面积 (万平米, 左轴) 及同比增速 (右轴) .....	6
图表 5: 2017 年主流地产公司销售均价情况 (元/平米) .....	6
图表 6: 2014 年以来公司国内土储建筑面积 (万平米) .....	7
图表 7: 2014 年以来土地储备国内分布城市个数 .....	7
图表 8: 2017 年公司国内土地储备分布图 .....	7
图表 9: 2017 年公司各线城市土地储备占比 .....	7
图表 10: 2017 年年底金地商置土地储备按城市分布 .....	8
图表 11: 金地商置在美物业项目情况.....	8
图表 12: 2017 年底各城市土储平均权益地价 (元/平米) .....	9
图表 13: 2014 年以来公司新增土储建面 (万平米) .....	9
图表 14: 2014 年以来公司销售毛利率情况 .....	9
图表 15: 深圳威新软件科技园地理位置.....	10
图表 16: 深圳威新软件科技园.....	10
图表 17: 北京搜狐网络大厦地理位置.....	11
图表 18: 北京搜狐网络大厦.....	11
图表 19: 截至 2016 年年底公司国内持有物业情况 (不含合营、联营) .....	11
图表 20: 执行董事均来自母公司金地集团, 经营管理经验丰富.....	12
图表 21: 2013 年以来公司三次股权激励情况 .....	13
图表 22: 公司执行董事持有购股权数量 (万份) .....	13
图表 23: 金地商置 2017-2019 年营业收入拆分预测 .....	14
图表 24: 金地商置 2017-2019 年盈利预测 .....	14
图表 25: 可比公司估值 .....	15

## 1. 金地商置概况

### 1.1 公司发展历程及股权结构

金地商置集团有限公司(以下简称“金地商置”或“公司”)是中国领先地位的房地产开发商和运营商。2012年,金地集团布局香港资本市场,收购联交所上市公司星狮地产,纳入星狮地产旗下优质住宅和商业项目。2013年3月星狮地产更名为金地商置,经过多年发展,目前金地商置是金地集团旗下综合型物业开发、运营与管理的专业化公司。

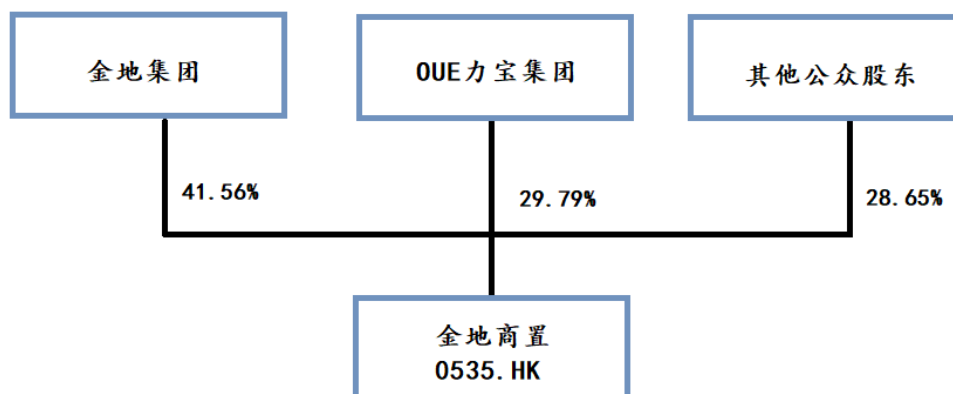
图表 1: 金地商置大事记



资料来源:上市公司公告,金地商置官网,东吴证券研究所

2012年12月,公司引入战略投资者,分别与 Sino Water、OUE 力宝集团签订认购协议,以每股 0.52 港元分别配售 6.3 亿股、29 亿股。其中力宝集团身后的新加坡华联企业有限公司,在物业开发、管理持有物业等方面有着丰富经验。公司引入战略合作伙伴力宝集团有助于提升公司整体房地产开发能力和物业管理运营能力,开拓“轻资产”道路。公司股权结构清晰,控股股东金地集团持有公司 41.56% 股权, OUE 力宝集团持有公司 29.79% 股权,其余为公众股东持股。

图表 2: 金地商置股权结构



资料来源：Wind 资讯，上市公司公告，东吴证券研究所

## 1.2 金地商置销售增长迅速，盈利能力可期

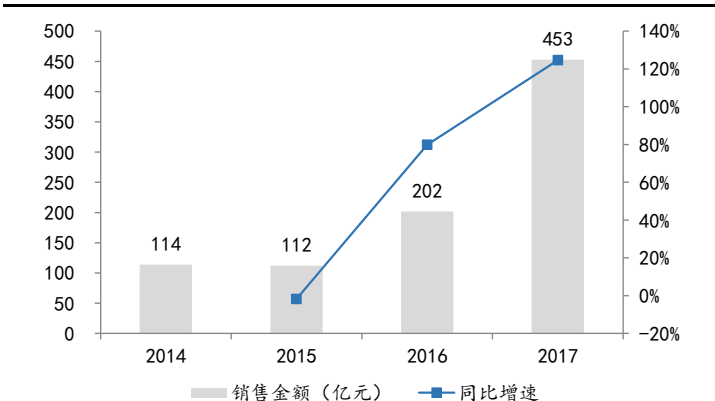
目前公司致力于发展五大业务板块：以城市综合体为主体的商业中心投资与运营；公寓和住宅的开发销售及物业管理；写字楼的运营及物业管理；产业园区的开发、运营及物业管理；超五星级酒店、精品酒店的开发与运营。公司业务可细分为物业开发、物业投资及管理两大业务板块。

2016 年公司实现营业收入 87.07 亿元，同比增加 105.31%，其中物业开发收入 84.47 亿元，占比达 97%，**房地产开发业务仍是金地商置收入的主要贡献来源。**

**公司销售增长势头迅猛，量价齐升推动销售额再创新高。2017 年全年公司销售金额达 452.8 亿元，同比增速达 124.69%，近两年销售金额复合增速达 101%。**核心原因在于公司土地储备布局前瞻，公司重点布局核心一二线城市，2015 年以来基本面大幅上行。公司产品定位于首置首改产品，品牌优势显著，销售快速增长。

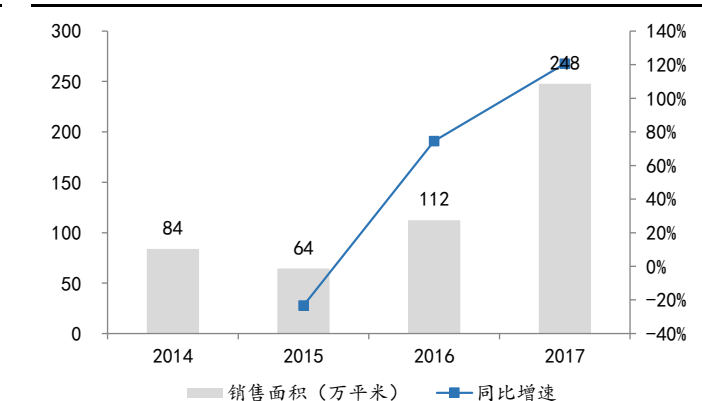
公司销售均价稳健提升。2017 年公司全年销售均价 18272 元/平米，同比增长 1.88%，2014 年至今销售均价复合增速达 10.42%，与主流地产公司对比，全年公司销售均价处于中高水平。公司销售均价保持较高水平主要因重点布局一、二线城市，并且公司具备较好的品牌知名度和良好的产品品质，能够保持较好的市场竞争力，获取一定的市场溢价。

图表 3: 2014 年以来公司销售金额 (亿元, 左轴) 及同比增速 (右轴)



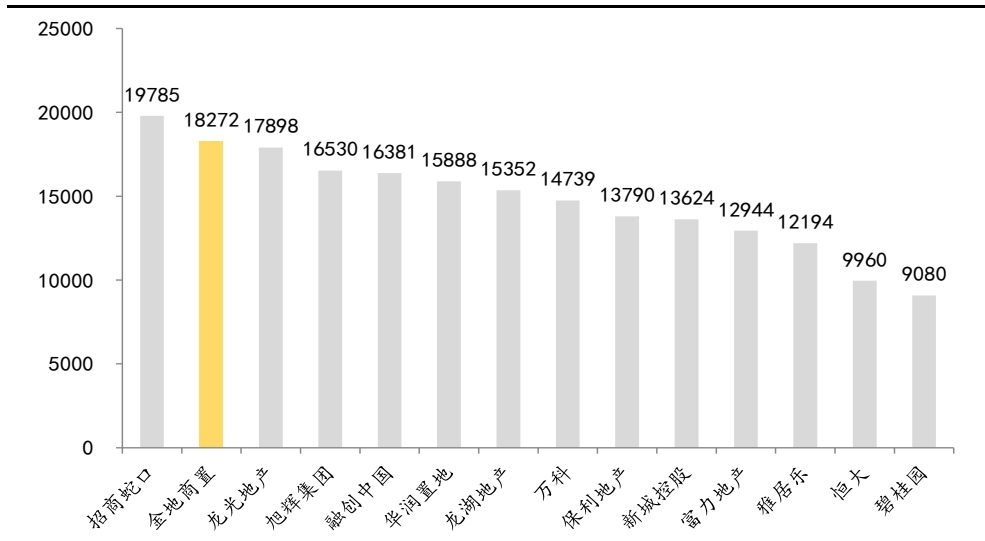
资料来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

图表 4: 2014 年以来公司销售面积 (万平米, 左轴) 及同比增速 (右轴)



资料来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

图表 5: 2017 年主流地产公司销售均价情况 (元/平米)



资料来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

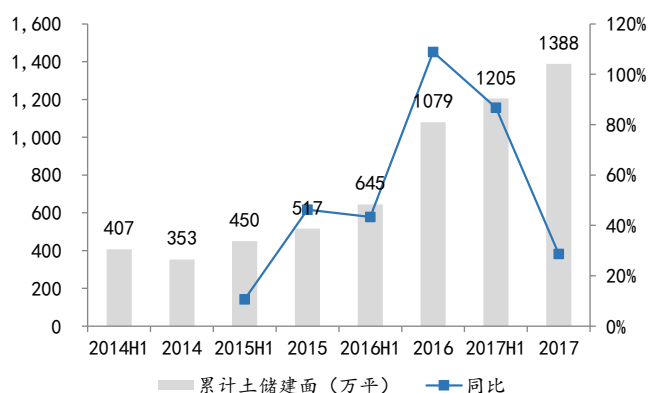
## 2. 前瞻拿地，土地储备充沛且成本较低

### 2.1 土地储备总量可观，多布局一、二线城市

金地商置土地储备丰富，布局合理。截至 2017 年底，公司国内土地储备累计建筑面积达 1388.2 万平方米，同比增长 29%，2014-2017 年土地储备总量保持 58% 的复合增速，同期公司土储分布城市个数从 9 个上升至 23 个，稳步提升。

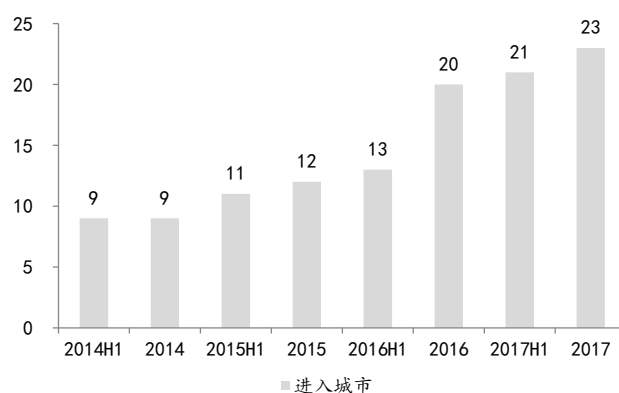
公司土地储备多集中在核心一二线城市，其中一线城市（北京、上海、广州、深圳）累计土储建面 314 万平米，占比达 22.6%；二线城市（武汉、杭州、南京、长沙、天津、西安、青岛、沈阳、郑州、昆明、太原、济南、苏州）合计 952 万平米，占比达 68.5%；三线城市及其他（昆山、淮安等）累计 123 万平米，占比仅 8.9%。

图表 6：2014 年以来公司国内土储建筑面积（万平方米）



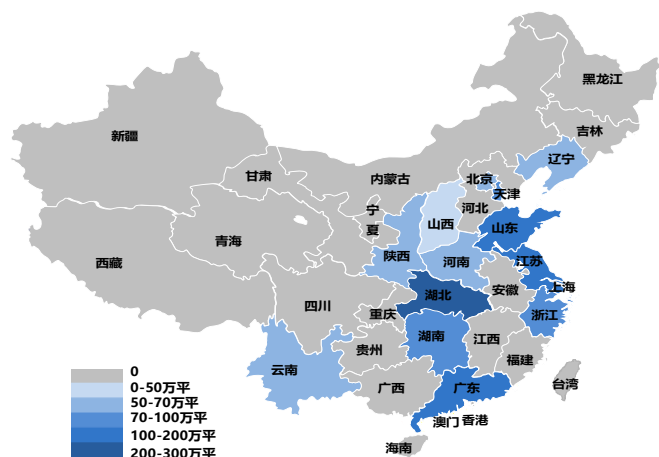
资料来源：上市公司公告，东吴证券研究所

图表 7：2014 年以来土地储备国内分布城市个数



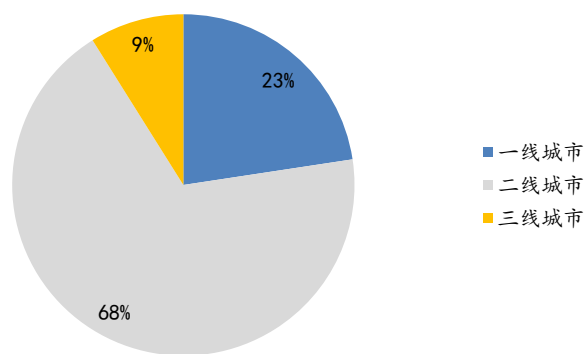
资料来源：上市公司公告，东吴证券研究所

图表 8：2017 年公司国内土地储备分布图



资料来源：上市公司公告，东吴证券研究所

图表 9：2017 年公司各线城市土地储备占比



资料来源：上市公司公告，东吴证券研究所

图表 10: 2017 年年底金地商置土地储备按城市分布

城市	城市等级	总建筑面积 (万平方米)	权益建筑面积 (万平方米)	项目个数	占比
武汉	二线	271.6	222.8	3	19.6%
上海	一线	126.6	73.9	11	9.1%
深圳	一线	89.1	60.3	4	6.4%
杭州	二线	75.4	34.2	7	5.4%
南京	二线	74.7	51	3	5.4%
长沙	二线	73	68.9	5	5.3%
天津	二线	72.7	16	4	5.2%
昆山	三线	71.7	53.1	8	5.2%
西安	二线	64.2	64.2	3	4.6%
北京	一线	63.3	38.3	5	4.6%
青岛	二线	63.2	16.1	3	4.6%
沈阳	二线	53.9	44	3	3.9%
郑州	二线	51.7	26.8	2	3.7%
昆明	二线	50.1	50.1	9	3.6%
太原	二线	40.9	40.9	2	2.9%
济南	二线	38	7.6	1	2.7%
广州	一线	34.6	15.6	1	2.5%
苏州	二线	22.2	13.4	3	1.6%
淮安	三线	19.1	19.1	1	1.4%
宁波	三线	18	10.8	4	1.3%
徐州	三线	5.9	5.9	1	0.4%
诸暨	三线	5.2	5.2	1	0.4%
大连	二线	2.9	2.9	2	0.2%
合计		1388.2	941.2	86	100.0%

资料来源: 上市公司公告, 东吴证券研究所

图表 11: 金地商置在美物业项目情况

区域/项目	权益比例	土地储备 (平米)	权益土地储备 (平米)	项目权益地价 (万元)	权益单价 (元/平米)
美国 LA 好莱坞项目	44%	23,673	10,416	16,167	15,521
美国 San Jose 硅谷项目	48%	38,555	18,314	9,509	5,192
美国洛杉矶医院项目	46%	19,929	9,167	6,722	7,333
美国 New York 45 Broad St	93%	27,903	25,810	58,668	22,731
美国 New York 22 街项目	80%	18,494	14,795	79,045	53,426
美国 Berkeley School Apartment	100%	5,267	5,267	6,439	12,225
美国 LA West Cavina 南山项目	100%	9,722	9,722	18,240	18,761
合计	-	143,543	93,492	194,791	20,835

资料来源: 上市公司公告, 东吴证券研究所

除在国内布局外, 公司也在海外进行了一定布局, 目前在美国拥有 7 个项目, 位于纽约、硅谷、洛杉矶等城市。截至 2017 年底公司海外土地储备达 14.35 万平米, 权益土地储备 9.35 万平米, 权益均价 20835 元/平米。

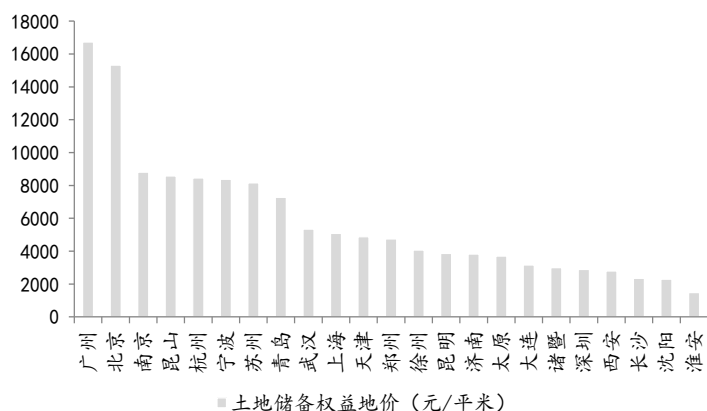


## 2.2 前瞻拿地成本可控，保障项目毛利水平

公司提前布局核心城市，前瞻拿地保证项目毛利水平。公司目前国内土储权益均价仅 5521 元/平米，而公司 2017 年销售均价接近 18300 元/平米。这主要源于公司在拿地节奏上保持灵活、拿地方式上多样化。2013 年以来公司主要通过土拍市场、收购方式获取优质土地。

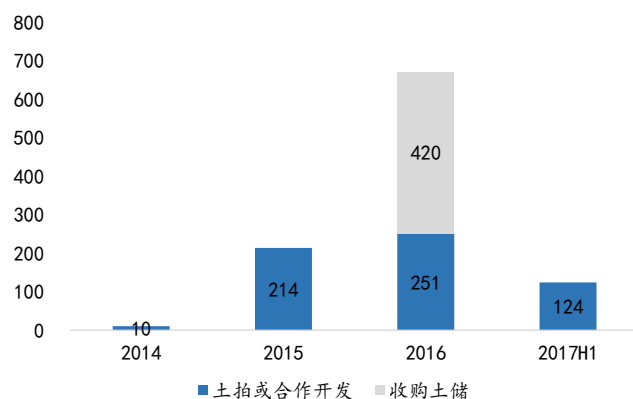
公司在土拍市场上保持灵活拿地策略，除去 2014 年外基本保持相对可观规模。此外公司背靠母公司金地集团，在享受母公司金地品牌、融资优势的同时，还通过集团平台获取了大规模土地储备。2013 年 8 月金地集团向公司注入 6 个优质地产项目，总建面约 150 万平米。2016 年公司收购了广州广电房地产集团 74% 股权，增加约 420 万平米的额外土地储备，总收购价约 14 亿元。公司拿地策略灵活，多次收并购以较低成本优质土地资源，为公司项目的高毛利打下坚实基础。2017 年上半年公司结算毛利率继续居于高位，保持在 36.32% 水平。

图表 12: 2017 年底各城市土储平均权益地价 (元/平米)



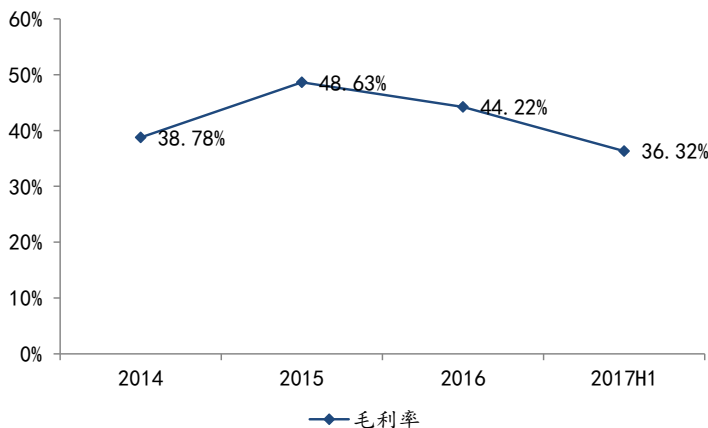
资料来源: 上市公司公告, 东吴证券研究所

图表 13: 2014 年以来公司新增土储建面 (万平米)



资料来源: 上市公司公告, 东吴证券研究所

图表 14: 2014 年以来公司销售毛利率情况



资料来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

### 3.持有投资物业位于核心地段，租金可观

公司旗下持有的投资物业位于核心城市核心地段，出租情况良好、空置率较低，我们判断未来物业租金水平有望持续提升。

(1) 深圳威新软件科技园第一、二期位于深圳市科技园，地段优越，2001年开始投入运营，总建面达14.3万平方米，可供出租面积12.5万平方米。截至2017年上半年出租率达100%。租金收入和利润增长表现优越，为集团带来物业管理费收入达9971万元，项目坐享深圳经济特区和高新区特有的环境优势，周边有50多所国内外大学的附属机构及30多家研究中心。

图表 15: 深圳威新软件科技园地理位置



资料来源：百度地图，东吴证券研究所

图表 16: 深圳威新软件科技园



资料来源：金地商置官网，东吴证券研究所

(2) 北京搜狐网络大厦位于北京海淀区中关村清华科技园，项目建筑面积1.49万平方米，公司持有60%权益，出租率达100%。

图表 17: 北京搜狐网络大厦地理位置



资料来源: 百度地图, 东吴证券研究所

图表 18: 北京搜狐网络大厦



资料来源: 百度地图, 东吴证券研究所

目前公司还拥有深圳威新科技园第三期、杭州、南京及淮安商业综合体项目等大量在建项目, 其中威新科技园第三期面积达 20.88 万平方米, 根据威新科技园第一期、二期情况, 预计三期竣工后也会达到满租状态, 能够进一步提升公司租金收入。

图表 19: 截至 2016 年年底公司国内持有物业情况 (不含合营、联营)

物业	状态	持股比例	建筑面积 (万平方米)
威新科技园第一期、第二期	竣工	100%	14.3
搜狐网络大厦	竣工	60%	1.49
威新科技园第三期	在建	100%	20.88
杭州余杭项目	在建	95%	5.38
南京河西项目	在建	96%	6.44
江苏淮安项目	在建	100%	4.23
苏州金苏项目	在建	100%	4.57
合计	—	—	58.25

资料来源: 上市公司公告, 东吴证券研究所

公司在深圳威新软件科技园成功开发运营, 物业运营管理能力也得到全面提升。目前公司全力发展国内商业园业务, 我们预计公司 2020 年商业园业务规模有望达到 400 万平方米。

#### 4.管理团队经验丰富，股权激励体系完备

公司四位执行董事均来自于金地集团，有着丰富的中国房地产开发、营运及管理经验。四位执行董事分别是：

**凌克先生**：自 1992 年加入金地集团，现任金地集团董事长。现全面负责集团发展，并主持战略规划方面的工作，在中国房地产拥有超过 20 年的工作经验。

**黄俊灿先生**：1992 年加入金地集团，现任金地集团董事、总裁。现负责金地集团整体运营工作，在房地产投资、设计、建造、营销和企业管理方面有 20 年工作经验。

**徐家俊先生**：现任金地集团董事、高级副总裁兼董事会秘书。于 2010-2012 年获《新财富》杂志授予“金牌董秘”称号，并于 2011 及 2012 年获《理财周报》评为“最佳董事会秘书”，曾负责金地集团房地产私募股权基金管理，于物业发展、企业管理及战略规划方面拥有丰富经验。

**韦传军先生**：金地集团董事、高级副总裁兼财务总监。拥有超过 20 年物业发展及财务管理经验，于 2003 年加入金地集团，现时负责金地集团之整体财务及会计工作。

图表 20：执行董事均来自母公司金地集团，经营管理经验丰富

<p style="text-align: center;"><b>凌克先生</b></p>  <p>自1992年加入金地集团，现任金地集团董事长，拥有超过20年的工作经验</p>	<p style="text-align: center;"><b>黄俊灿先生</b></p>  <p>自1992年加入金地集团，现任金地集团董事、总裁，拥有超过20年的工作经验</p>
<p style="text-align: center;"><b>徐家俊先生</b></p>  <p>现任金地集团董事、高级副总裁兼董事会秘书。多次获得“金牌董秘”、“最佳董事会秘书”称号</p>	<p style="text-align: center;"><b>韦传军先生</b></p>  <p>于2003年加入金地集团，现任金地集团董事、高级副总裁兼财务总监。拥有超过20年物业发展及财务管理经验</p>

资料来源：金地商置官网，公司公告，东吴证券研究所

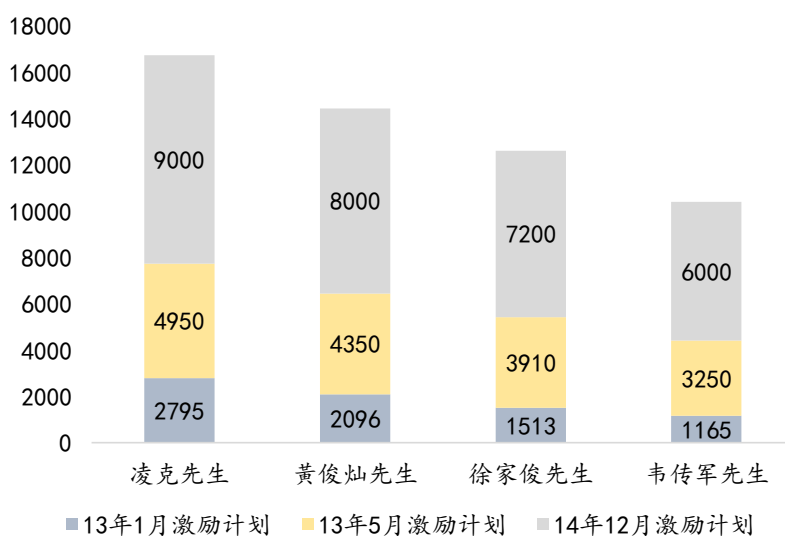
公司自 2013 年通过股权激励方式对管理层进行激励，效果较强。公司三次激励计划合计授出 11.14 亿股购股权，并且三次激励计划的规模在逐渐增大，其中授予 4 位执行董事累计获得 5.42 亿份购股权，凌克先生、黄俊灿先生、徐家俊先生、韦传军先生分别持有 1.67 亿份、1.44 亿份、1.26 亿份、1.04 亿份购股权，占三次股权激励总数的 15%、13%、11%、9%。

图表 21: 2013 年以来公司三次股权激励情况

授出日期	到期日	行使价 (港元)	授出日期前的收市价 (港元)	授出购股权 (万份)	授予高管购股权 (万份)	授予 4 位高管购股权 (万份)	占授出比例
2013-01-07	10 年内	0.55	0.46	15423	8169	7569	49%
2013-05-20	10 年内	0.79	0.78	46520	17360	16460	35%
2014-12-29	10 年内	0.44	0.43	49470	31100	30200	61%

资料来源: 上市公司公告, 东吴证券研究所

图表 22: 公司执行董事持有购股权数量 (万份)



资料来源: 上市公司公告, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 核心假设

我们对金地商置未来的盈利预测基于以下假设：

- (1) 2018-2019 年房地产市场销售整体稳定，销售规模不会大幅下降。2017 年 12 月 25 日全国住房城乡建设工作会议召开，会上提出“针对各类需求实行差异化调控政策，满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房”。同时表态“扎实推进新一轮棚改工作，2018 年改造各类棚户区 580 万套”。我们预计 2018、2019 年房地产市场销售规模将呈现整体稳定、小幅波动的走势，销售规模不会大幅下降。
- (2) 我们预计公司 2018 年能够达到人民币 600 亿元销售规模。公司土地储备充足，且布局的城市基本面较好，我们判断未来几年，公司销售规模仍然能够保持 30% 左右的复合增长速度。
- (3) 公司在售及在建项目能够顺利竣工交付。一般房地产行业从预售到竣工入伙，周期在 1.5-2.5 年左右，金地商置 2015-2017 年签约销售金额分别为 112、202、453 亿元，这些销售的产品将陆续在 2017-2019 年结算。

### 5.2 盈利预测

我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.10、0.18、0.25 元人民币，对应 PE 分别为 9.0、5.3、3.8 倍。

图表 23: 金地商置 2017-2019 年营业收入拆分预测

单位: 人民币百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,707	10,457	18,268	24,698
同比增速	105%	20%	75%	35%
-- 物业销售	8,447	10,171	17,954	24,353
-- 租金收入	161	177	195	214
-- 其他业务收入	98	108	119	131

资料来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

备注: 其他业务收入包括物业管理费收入、公用事业使用费收入、营运托管费收入

图表 24: 金地商置 2017-2019 年盈利预测

单位: 人民币	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	8,707	10,457	18,268	24,698
同比增速	105%	20%	75%	35%
归属于上市公司股东的净利润 (百万元)	1,367	1,640	2,786	3,926
同比增速	29%	20%	70%	41%
EPS (元)	0.09	0.10	0.18	0.25

资料来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

### 5.3 估值

我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.10、0.18、0.25 元人民币，对应 PE 分别为 9.0、5.3、3.8 倍。与 A 股及港股的主流地产公司相比，公司 PE 估值较低。

图表 25: 可比公司估值

公司简称	股价	EPS			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
万科 A	37.56	2.41	3.02	3.66	15.6	12.4	10.3
保利地产	17.23	1.32	1.55	1.83	13.1	11.1	9.4
金地集团	15.66	1.52	1.77	2.06	10.3	8.8	7.6
招商蛇口	25.78	1.44	1.82	2.24	17.9	14.2	11.5
新城控股	40.22	2.18	2.98	3.84	18.4	13.5	10.5
碧桂园	16.82	1.1	1.52	2.02	15.3	11.1	8.3
融创中国	37.55	1.65	3.01	3.98	22.8	12.5	9.4
中国恒大	25.85	2.97	3.77	4.21	8.7	6.9	6.1
龙湖地产	25.55	2.29	2.85	3.28	11.2	9.0	7.8
旭辉控股集团	6.76	0.62	0.78	0.94	10.9	8.7	7.2

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

备注: 万科 A、金地集团、招商蛇口、新城控股、碧桂园、融创中国、中国恒大、龙湖地产、旭辉控股集团盈利预测使用 Wind 一致预期平均值。A 股单位为人民币, 港股单位为港币。股价数据截至 2018 年 1 月 31 日。

## 5.4 投资建议

金地商置拿地前瞻, 重点布局核心一二线城市, 土地储备充沛且成本较低, 目前土地储备规模接近 1400 万平米。公司销售增长迅速, 近两年销售金额复合增速达 101%。同时公司还在核心城市持有大量优质物业, 同时还有大量在建物业, 未来租金收入将持续提升。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.10、0.18、0.25 元人民币, 对应 PE 分别为 9.0、5.3、3.8 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。考虑到港股可比公司对应 2018 年 PE 估值中枢在 9.6 倍, 我们给予金地商置目标价 1.5 元港币, 对应 2018 年 6.9 倍估值。

## 6.风险提示

- 1) 行业销售规模大幅下滑: 行业销售规模整体下滑, 房企销售回款将产生困难。
- 2) 按揭贷款利率大幅上行: 按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升, 对购买力有损伤。
- 3) 房地产政策大幅收紧: 政策大幅收紧, 则房地产销售将承压, 带来销售规模下滑。
- 4) 房企资金成本大幅上行: 房地产企业资产负债率较高, 资金成本上行将导致财务费用大幅增加, 侵蚀利润。
- 5) 港股波动性较大。



金地商置三大财务预测表 (人民币百万元)

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产:	20,443	19,812	26,146	38,633	营业收入	8,707	10,457	18,268	24,698
现金	2,823	3,058	3,895	9,446	营业成本	4,857	5,856	10,168	13,688
应收款项	12	569	504	915	直接营业费用	634	680	1,005	1,235
存货	11,987	14,023	17,989	23,871	管理费用	91	209	365	432
其他	5,621	2,161	3,758	4,400	其他	(791)	(626)	(776)	(1,065)
非流动资产:	11,725	11,993	13,454	15,397	营业利润	3,916	4,338	7,506	10,408
固定资产净值	70	77	85	93	财务收入/(费用)净额	268	(46)	(60)	(156)
权益性投资	4,258	4,470	4,694	4,929	融资活动的汇兑收益	12	122	135	148
其他	7,397	7,445	8,676	10,375	应占共同控制实体损益	16	19	23	28
资产总计	32,167	31,805	39,600	54,030	应占联营公司损益	169	185	204	224
流动负债:	19,689	15,425	17,677	24,622	除税前溢利	3,833	4,589	7,793	10,816
短期借款	10,109	4,044	4,852	5,823	所得税及相关税收	1,828	2,065	3,507	4,867
应付款项	1,784	2,821	1,471	4,203	净利润(含少数股东权益)	2,004	2,524	4,286	5,949
其他	7,797	8,560	11,354	14,596	净利润(不含少数股东权益)	1,367	1,640	2,786	3,926
非流动负债合计	841	930	1,043	1,139					
长期借贷	115	132	165	174					
其他	726	798	878	966					
负债总计	20,530	16,355	18,721	25,761	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	1,986	2,636	3,563	4,824	每股收益(元)	0.09	0.10	0.18	0.25
归属母公司股东权益	9,652	12,813	17,316	23,445	每股净资产(元)	0.61	0.81	1.08	1.45
负债和所有者权益合计	32,167	31,805	39,600	54,030	发行在外股份(百万股)	15,793	15,862	15,862	15,862
					ROE (%)	14.16%	12.80%	16.29%	17.03%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率 (%)	44.22%	44.00%	44.34%	44.58%
经营活动现金流	(1,036)	1,183	(1,419)	1,663	销售净利率 (%)	15.47%	15.69%	15.25%	15.90%
投资活动现金流	(2,102)	(12,987)	(14,449)	(16,708)	资产负债率 (%)	63.82%	51.42%	47.05%	48.00%
筹资活动现金流	4,234	11,917	16,570	20,449	收入增长率 (%)	105.31%	20.10%	74.70%	35.20%
汇率变动的影响	12	122	135	148	净利润增长率 (%)	29.38%	20.05%	69.82%	40.93%
现金净增加额	1,108	235	837	5,551	P/E	10.81	9.01	5.30	3.76
折旧与摊销	21	25	30	36	P/B	1.53	1.15	0.86	0.64

数据来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

备注: 港币兑人民币汇率取 1 港币=0.8099 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>

