

信用等级公告

联合〔2020〕1149号

金地（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对金地（集团）股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

金地（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

金地（集团）股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李

二〇二〇年六月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

金地（集团）股份有限公司

公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 30.00 亿元（含）

债券期限：不超过 20 年（含）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 6 月 5 日

主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	2,079.42	2,783.55	3,348.16
所有者权益（亿元）	579.56	664.78	823.69
长期债务（亿元）	419.44	672.30	597.11
全部债务（亿元）	553.54	821.42	947.58
营业收入（亿元）	376.62	506.99	634.20
净利润（亿元）	94.77	121.05	154.65
EBITDA（亿元）	130.03	169.71	225.27
经营性净现金流（亿元）	-69.89	-18.28	78.99
营业利润率（%）	25.56	31.04	31.09
净资产收益率（%）	17.07	19.46	20.78
资产负债率（%）	72.13	76.12	75.40
全部债务资本化比率（%）	48.85	55.27	53.50
流动比率（倍）	1.63	1.62	1.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.21	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	5.72	4.65	4.63
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.33	5.66	7.51

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径。3. 其他流动负债已计入短期债务，其他非流动负债已计入长期债务；考虑到公司应付票据的性质用途以及与公开口径保持一致的目的，应付票据未计入短期债务；2019 年短期借款及一年内到期的非流动负债科目含应付利息，计算债务及相关指标时已剔除

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对金地（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“金地集团”）的评级反映了公司作为从业时间较长的国内大型房地产上市公司，其土地储备质量较好、物业管理及品牌价值处于全国前列；公司财务政策稳健，加权融资成本合理，综合竞争力强。同时，联合评级也关注到房地产行业调控趋于长期化、公司在建项目资金需求较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建房地产项目及土地储备充足，未来随着公司存量房产进一步实现销售以及公司商业地产业务进一步拓展，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司综合竞争力及抗周期波动能力强，销售规模、物业管理能力及品牌价值稳居前列。公司业务和资产规模大，在房地产行业销售规模排名稳居前列；经营历史长，抗周期波动能力强；物业管理能力及品牌价值等综合竞争力强。

2. 公司土地储备区域分布好且相对充足。公司土地储备质量较好，主要分布在一、二线城市和强三线城市，在开发项目较为充足，可为公司未来业务收入持续增长提供有力支撑。

3. 公司财务政策相对稳健、资产质量好、盈利能力强。公司盈利水平较高，整体资产质量较好；债务负担虽有所上升但仍属适中，加权融资成本合理，且绝大部分为信用借款，再融资空间大。

关注

1. 房地产行业调控趋于长期化，需关注对公司项目去化的影响。房地产行业调控政策趋于长期化，未来房地产市场运行存在一定不确定性，需关注项目的去化速度及去化率问题。

2. 公司在建项目体量较大，存在一定的融资需求。公司在建房地产项目以及在建自持物业项目未来三年均需要投入较大规模的资金，存在一定的外部融资需求。

分析师

支亚梅 登记编号（R0040216100002）

卢 瑞 登记编号（R0040219010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，并非是联合评级对本报告使用人进行投资、借贷等交易行为的建议，也不能作为本报告使用人进行投资等行为的依据。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：支西桐 

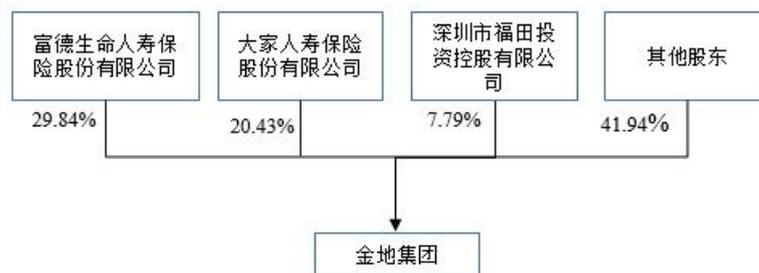


联合信用评级有限公司

一、主体概况

金地（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“金地集团”）是经深圳市企业制度改革领导小组办公室以深企改办〔1996〕02号文批准，由深圳市福田区国有资产管理局、深圳市投资管理公司、美国UT斯达康有限公司、深圳市方兴达建筑工程有限公司和金地实业开发总公司工会委员会（后更名为“金地（集团）股份有限公司工会委员会”）5家单位作为发起人，在原金地实业开发总公司（以下简称“金地实业”）的基础上，通过对金地实业进行改组，以发起设立方式于1996年2月8日设立的股份有限公司。2001年1月15日，经中国证券监督管理委员会证监发行字〔2001〕2号文核准，公司向社会首次公开发行人民币普通股9,000万股（A股）。2001年4月12日，经上海证券交易所上证上字〔2001〕39号《上市通知书》同意，公司发行的股票在上海证券交易所上市（股票简称：金地集团，代码：600383.SH）。后历经多次股权变更以及股权激励计划，截至2019年底，公司股本为45.15亿元，无控股股东及实际控制人，富德生命人寿保险股份有限公司（以下简称“富德生命人寿”）持有公司29.84%的股份，为公司第一大股东，具体情况如下图所示。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：从事房地产开发经营业务；兴办各类实体（具体项目需另报）；经营进出口业务；信息咨询（不含限制项目）。

截至2019年底，公司内设审计监察部、战略管理部、财务管理部、投资发展部、营运管理部、产品管理部、资本运营部、信息事业部、行政管理部、人力资源部、成本管理部、工程管理部、金地管理学院和股权投资部14个职能部门（详见附件1）。截至2019年底，公司在职工34,227人，其中，房地产系统员工共9,114人。

截至2019年底，公司资产总额3,348.16亿元，负债合计2,524.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计823.69亿元，其中归属于母公司所有者权益合计540.94亿元。2019年，公司实现营业总收入634.20亿元，净利润（含少数股东损益）154.65亿元，其中归属于母公司所有者的净利润100.75亿元；经营活动现金流量净额为78.99亿元，现金及现金等价物净增加额34.12亿元。

公司注册地址：深圳市福田区福田街道岗厦社区深南大道2007号金地中心32层；法定代表人：凌克。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期公司债券名称为“金地（集团）股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”，发行规模为不超过 30.00 亿元（含 30.00 亿元），拟按照面值平价分期发行。本期债券期限不超过 20 年（含 20 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。本期债券为固定利率债券，票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还公司到期/回售的公司债券。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务，同时涉及部分土地一级开发业务。

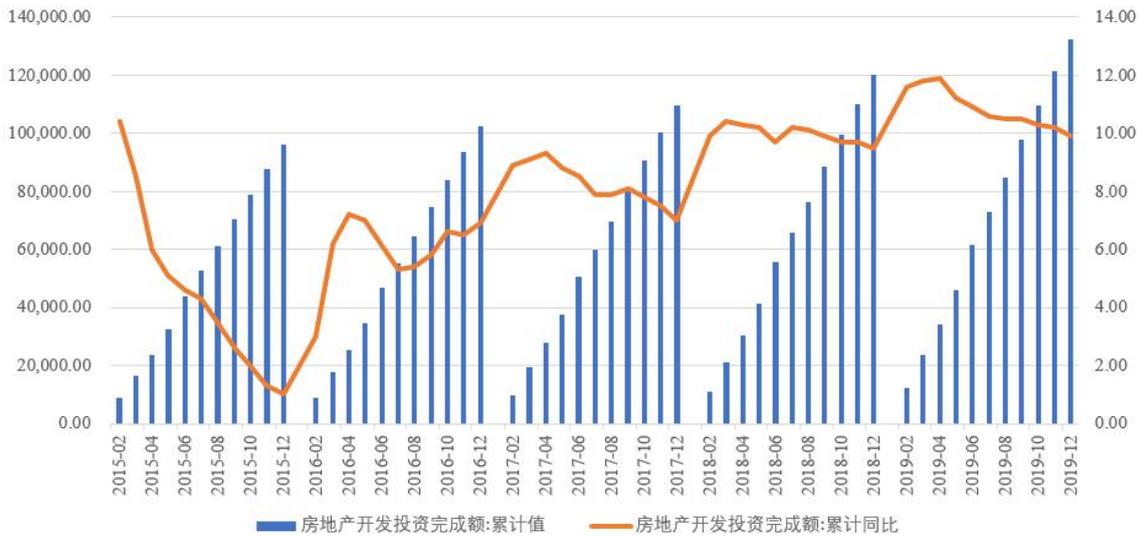
1. 行业概况

受国家政策导向的影响，房地产投资增速自 2016 年后有所回升，虽然连续多年保持较高的增速水平，但 2019 年小阳春以来行业开发投资完成额同比增速持续下降；同时，叠加突发疫情的影响，行业整体开发施工投资增速将有所放缓。

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高；2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位；2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，总体仍维持高位，但自 2019 年小阳春行情以来持续下降，主要系土地购置费进一步降速所致，具体情况如下图所示。2020 年以来，受疫情冲击的影响，2020 年 1—3 月房地产开发投资完成额累计同比下降 7.70%。

图 2 2015 年以来全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 联合评级整理

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

随着2017年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018年后，房企拿地趋于理性，土地溢价率继续走低；2019年，土地市场整体运行相对平稳，但内部出现结构性分化且自2019年下半年开始土地市场趋冷，而突发疫情加快了上述分化趋势。

土地是房地产开发企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国 300 个城市土地市场数据，2017 年，全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米，同比增长 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增长 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增长 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%。其中，住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年，全国 300 个城市土地成交面积、土地成交溢价率均同比微降。从全年市场来看，一季度全国土地市场供求同比下滑，出让金和楼面均价双双缩水，土拍趋冷；二季度市场出现短暂回暖，出让金同比增加过半；三四季度，土地市场持续低迷。分城市来看，一线城市供求同比走

高，出让金总额增加，但楼面均价出现下滑；二线城市土拍政策不断完善，供给面积与成交面积均较上年有所提升，出让金及楼面均价同比走高，溢价率变化较小，整体保持稳定；三四线城市供地面积同比缩水，成交方面量跌价涨，溢价率下滑 2 个百分点。2020 年以来，受疫情影响，全国土地市场供给及成交双双下滑。

表 1 2016-2019 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
推出面积	103,212	111,907	128,440	129,816
同比	-9	8	20	1
成交面积	85,885	95,036	105,492	106,568
同比	-3	8	14	-1
出让金	29,047	40,623	41,773	50,294
同比	31	38	2	19
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,507
同比	40	26	-11	17
土地平均溢价率	43	29	13	13
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

2020 年 1-3 月，全国土地购置面积、成交价款分别同比下滑 22.6%和 18.1%。其中一线城市土地成交表现相对较好，二三线城市量价下行明显。

（2）开发资金来源情况

房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向，实施全面的融资政策管理，重点在于对非标等融资方式的管控；2020 年以来，地产行业融资边际性改善特征已出现，但主基调仍然保持不变。

2017 年，房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,241.76 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.6%。其中，国内贷款同比增长 5.10%，其中开发贷规模仍然呈现正增长但增速有所放缓，信托等非标产品 2019 年上半年增幅较大，但自 2019 年 6 月开始受非标融资调控影响明显大幅下滑；自筹资金同比增长 4.20%，主要系随着行业到期及回售高峰期的来临，债券发行规模有所扩大所致；其他资金同比增长 10.49%，主要系房地产开发企业加快回款以及个人按揭贷款逐步回归正常节奏的共同影响所致。2019 年，房地产行业实施了全面的融资政策调控，但整体货币政策有边际改善的趋势。

2020 年 1-3 月，房地产开发企业到位资金 33,565.80 亿元，同比下滑 13.80%；受疫情影响，虽然央行通过公开市场操作及降准等多种方式释放流动性，地产融资边际性改善已开始显现，但整

体融资基调与以往保持不变。

(3) 市场供需情况

房地产销售呈现的主要特征为“韧性”，2019年销售面积略有下滑，但销售金额仍然有一定增幅；2020年以来，受疫情影响，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,407.82万平方米，同比增长7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。

2018年，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速较上年下滑6.40个百分点；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较上年下滑1.50个百分点。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93,550.11万平方米，同比减少7.80%；商品房待售面积52,414万平方米，同比减少11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图3 近年全国商品房销售面积和销售额情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2019年，全国房地产销售面积171,557.87万平方米，同比下降0.10%，2018年销售面积的历史高点基数效应导致2019年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为159,725.12亿元，同比增长6.5%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自2019年8月就结束了2019年以来的负增长，说明住宅类商品房的销售状况优于整体情况，商办类不及预期。

2020年1—3月，全国房地产销售面积21,978.3万平方米，同比下降26.3%。其中，住宅销售

面积下降 25.9%，办公楼销售面积下降 36.2%，商业营业用房销售面积下降 35.1%。同期，房地产销售额 20,364 亿元，下降 26.3%。其中，住宅销售额下降 25.9%，办公楼销售额下降 36.2%，商业营业用房销售额下降 35.1%。

（4）销售价格情况

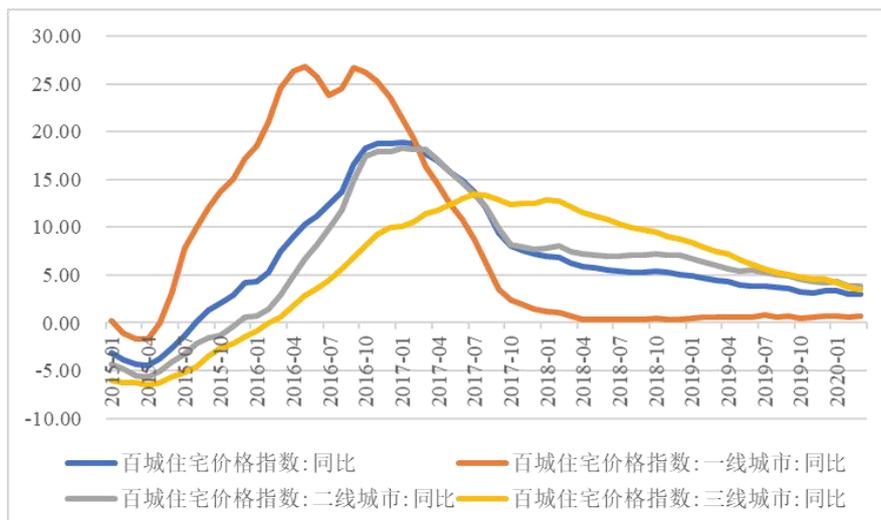
自 2016 年调控以来，百城住宅价格指数同比增速不断下行，但二三线城市价格增速仍有一定的下探空间

从商品房销售价格看，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中，一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年，百城住宅价格指数同比增长 5.09%，较 2017 年有所放缓。其中，一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数同比增长 3.34%，增速继续放缓。其中，一线城市同比增速由年初的 0.40% 小幅提升至 0.71%、二线城市同比增速由 7.08% 下降至 4.24%、三线城市同比增速由 8.71% 下降至 4.60%。

图 4 2015 - 2019 年及 2020 年 1 - 3 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

3. 行业竞争

房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89% 和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08% 和 25.74%，集中度继续提升。2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.28%

和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%。

表 2 2016-2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	18.81	24.10	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	25.33	32.50	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	12.19	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	15.94	20.03	25.74	27.07

资料来源：Wind，联合评级整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。

表 3 2019 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利控股
2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中房网

4. 行业政策

继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016 年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019 年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法

2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年3月	两会政府工作报告指出房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落。
2019年4月	银保监会指出继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019年7月	中央政治局会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号），要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年9月	全国人民代表大会主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正。
2019年11月	央行强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年12月	中央经济工作会议提出坚持宏观和微观政策要稳、社会政策托底。坚持“房住不炒”，因城施策、“三稳”长效机制
2020年2月	央行2020年金融市场工作电视电话会议指出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施政”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳发展
2020年2月	疫情期间多次进行央行逆回购操作以释放流动性，并下调LPR
2020年3月	国务院发文试点用地审批权下放

资料来源：联合评级搜集整理

2019年以来，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险、由此导致居民杠杆率快速增长问题表现出了极大的重视，是发起本轮房地产企业融资端调控政策的起点，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；6月份以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素；2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。从调控方向来看，不同以往从房地产“需求端”进行调控，本轮调控已开始向“供给端”进行调整，未来供给端的修复可能会更多以来结构性的土地供应增加来实现：短期内，供给端的修复会通过库存周期来实现结构性调整；中长期来看，供给端的修复会通过城镇化、宅基地复垦和集体经营性用地入市方面政策的推进等来改变土地流转的政策环境从而结构性调整土地供给来实现。

5. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关监管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。此外，2020年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较

大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；2019年，国家在创造土地流转环境方面做出了多项努力；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房地产开发企业通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要；同时，2020年爆发的新冠疫情对行业及宏观经济形成一定负面冲击，

或将加速行业拐点的到来。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头房地产开发企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产开发企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

作为全国大型房地产上市公司，公司在房地产行业经营规模大，销售排名处于前列；商业地产地理位置优越，物业管理品牌价值全国排名前列，综合实力强。

公司是一家以房地产开发为主营业务的上市公司，同时也是中国建设系统企业信誉 AAA 单位，拥有房地产开发一级资质。

住宅地产方面，2019 年公司实现销售金额 2,106 亿元，销售面积 1,079 万平方米，根据克而瑞公布的 2019 年权益销售金额排行榜来看，公司位于第十三位；截至 2019 年底，总土地储备建筑面积为 5,233 万平方米（权益土地储备建筑面积约 2,802 万平方米），其中二线城市占比约 58%，土储质量较好。目前，公司已形成华南、华东、华北、华中、西部、东北、东南七大区域的全国化布局，开发产品包括住宅、洋房、公寓、别墅等，公司已推出“格林”“褐石”“名仕”“天境”“世家”“风华”“未来”“社区商业”“峯汇”九大产品系列。

商业地产方面，公司商业地产业务主要包括城市综合体、写字楼、产业园和酒店等业态的开发和运营。截至 2019 年底，公司共持有出租房地产建筑面积 98.89 万平方米，其中可出租面积 82.49 万平方米，包括北京金地中心、深圳威新科技园、西安金地中心等商业物业；此外，公司还有部分在建/拟建的商业地产项目，随着在建项目的陆续竣工，商业地产租金收入有望得到增长。

物业管理方面，截至 2019 年底，公司旗下的金地物业管理集团（以下简称“金地物业”）合同管理面积突破 2.1 亿平方米，覆盖全国 160 个城市、1,000 余个项目；获“2019 中国物业管理服务品牌价值榜单”第 2 名、2019 中国房地产 500 强首选物业管理公司 10 强等荣誉。

2. 人员素质

公司高级管理人员具有丰富的行业从业及行业管理经验，公司员工专业构成及学历结构符合公司行业特征，能够满足公司运营及发展需求。

截至 2019 年底，公司董事、监事及高级管理人员共计 25 人。

公司董事长凌克先生，1959 年出生，浙江大学管理工程硕士，高级经济师；曾任公司常务副总经理、总经理、董事；现任公司第八届董事会董事长。

公司董事兼总裁黄俊先生，1971 年出生，同济大学工民建专业工学学士，清华大学五道口金融学院 EMBA；曾任公司工程部副经理、北京公司副总经理、深圳公司总经理、监事会职工代表监事、总裁助理、财务总监；现任公司第八届董事会董事、总裁。

截至 2019 年底，公司房地产系统员工共 9,114 人，从专业构成看，销售人员 2,316 人、工程人员 1,208 人、设计人员 678 人、技术人员 2,651 人、财务人员 611 人、行政人员 1,650 人；从教育程度看，专科及以下 2,751 人、本科 4,737 人、硕士及以上 1,626 人；从年龄构成来看，30 岁以下 3,487 人、30~50 岁 5,526 人、50 岁以上 101 人。

五、公司管理

1. 公司治理

公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

公司按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》和中国证监会、上海证券交易所有关要求，不断完善法人治理结构，健全内部控制制度。

股东大会是公司的权力机构。公司股东大会分为年度股东大会和临时股东大会；其中年度股东大会每年召开1次，于上一会计年度结束后的6个月内举行；公司独立董事、监事会有权向董事会提议召开临时股东大会。

公司设董事会，对股东大会负责，公司董事会由14名董事组成，董事会成员中包括超过三分之一的独立董事（目前董事会成员中包括5名独立董事，其余9名董事包括公司第一、二大股东富德生命人寿和太保人寿保险股份有限公司各派驻的董事1人）；公司董事会每年至少召开两次会议。公司董事由股东大会选举或更换，任期3年；董事任期届满，可连选连任。公司董事可由总裁或其他高级管理人员兼任，但兼任总裁或其他高级管理人员职务的董事总计不得超过公司董事总数的1/2。公司设董事长1人，由董事担任，董事长由董事会以全体董事的三分之二以上选举产生或罢免。

公司设监事会，由5名监事组成，监事会包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表2人。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司监事任期每届为3年，任期届满，连选可以连任。监事会设监事会主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。公司董事、总裁和其他高级管理人员不得兼任监事。

公司设总裁1名，高级副总裁、副总裁若干名、财务负责人1名、董事会秘书1名，由董事会聘任或解聘。公司总裁每届任期3年，总裁连聘可以连任；总裁对董事会负责。

2. 管理体制

公司作为上市公司，内部控制制度健全，管理水平较高。

公司根据《企业内部控制基本规范》及相关配套指引以及公司在2011年制定《公司内部控制规范实施工作方案》，建立了公司内控建设和内控自我评价制度等相关制度。

在对子公司的管理方面，公司根据《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》构建集团、区域、城市的三级架构体系。在三级架构体系下，集团对区域和城市公司的授权和职责划分坚持权责对等的原则；集团职能部门统一制订制度，对子公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

在会计系统管理方面，公司在贯彻执行《企业会计准则》和国家其他规定前提下，制定了《金地（集团）股份有限公司财务管理制度》和《金地（集团）股份有限公司会计管理制度》等规定，从制度上完善和加强了会计核算、财务管理的职能和权限。制定了《金地（集团）股份有限公司费用报销与借支管理程序》《金地（集团）股份有限公司差旅费管理程序》和《金地（集团）股份有限公司业务付款管理办法》等制度，有效地加强了各种款项的审批管理。公司的核算工作实现了信息化处理，为会计信息及资料的真实完整提供了保证。

在资金管理方面，公司财务管理部已制订了《金地集团业务付款管理办法》和《金地集团资金中心核算指引》等资金管理制度，明确公司资金管理、结算的要求，对资金业务进行和控制，从而降低资金使用成本并保证资金安全。公司资金中心通过定期编制年度资金计划和月度动态滚动

资金计划加强资金管理的计划性，并对项目公司的资金计划完成情况进行跟踪，实时调整资金安排。

成本管理方面，公司成本管理部制订了包括《金地集团住宅产品配置、量化设计及成本限额标准》《金地集团责任成本管理制度》《金地集团目标成本管理制度》《金地集团精装修成本管理作业指导书》等成本管理制度，公司使用成本管理软件，对项目运作全过程成本信息进行计划管理和动态跟踪记录。各公司成本部和财务部通过定期的成本盘点、清查工作，保障动态成本数据准确性，集团和区域通过开展成本检查等工作对成本信息反映的及时性和准确性进行监督。

采购管理方面，公司制订了包括《金地集团工程成本与监控程序》《金地集团工程招标采购管理制度》《金地集团工程合同管理制度》《金地集团战略采购工作程序》和《金地集团项目工程合同付款作业指导书》等制度，实行集中采购、战略合作采购模式，充分使用信息平台提升采购的效率和透明度，保证采购成本和质量的合理性；采购付款环节，通过对支付环节的核对和审查及对供应商的后评估，以保证付款的准确性及合理性。

销售管理方面，公司持续深化销售各方面业务的管控措施。其中，在项目销售管理方面，遵循流程明细、授权审批和岗位责任分离原则，通过明源销售管理平台对项目定价、认购、折扣、签约、回款等业务实施全程控制和记录；在销售风险管理上，推进销售法律风险检查和防范工作，规范销售行为，制定了《金地集团营销宣传风险管理指引》；在回款方面，规范签约条件及回款期限，规范销售业务审批流程。

对外担保管理方面，公司严格按照证监会《关于规范上市公司对外担保行为的通知》等相关规定对担保业务进行控制。在《集团财务管理制度》里明确集团向外提供担保时，必须履行严格审批程序；对外提供的担保在必要时要求被担保方提供反担保，以规避由担保可能给公司造成的损失。

关联交易管理方面，公司根据《关联交易管理制度》等规章制度，明确了关联交易的决策权限和决策程序。公司根据关联交易金额占净资产的比重安排不同的决策机构，其关联交易占比在 0.5~5%之间的由董事会审议，超过 5%的需聘请中介机构评估并由股东大会审议。同时，公司制定了回避表决制度，股东大会或董事会审议时，关联股东或关联董事应当回避，关联股东有表决权的股份数不计入有效表决总数。公司以此保证关联交易的合理性和公允性。

六、经营分析

1. 经营概况

受结转项目规模影响，公司营业收入及净利润持续增长；物业出租和物业管理业务的体量不断上升，为公司利润来源提供了有效补充。公司主营业务获利能力较强，毛利率处于较高水平。

2017—2019 年，公司营业总收入（含利息收入）分别为 376.62 亿元、506.99 亿元和 634.20 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 29.99%，主要系并表范围内的房地产项目结算规模增长所致；净利润分别为 94.77 亿元、121.05 亿元和 154.65 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 27.74%，其变动趋势和收入一致。

2017—2019 年，公司房地产开发业务收入持续增长，年均复合增长率为 30.58%，主要系 2018 年结转单价和 2019 年结转面积大幅增长所致；物业出租收入呈逐年增长态势，年均复合增长率为 14.64%，主要系物业出租规模扩大所致；物业管理收入呈逐年增长态势，年均复合增长 22.22%，主要系公司开发的房地产项目增加和对外承接的物业管理面积增加共同影响所致；其他业务主要为房地产金融、酒店运营，餐饮、教育等，其增长主要来自于产业服务收入的增加，具体情况如

下表所示。

表 5 2017—2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	336.60	90.30	33.96	460.59	91.84	43.08	573.92	91.20	41.26
物业出租	7.37	1.98	94.84	8.61	1.72	88.77	9.69	1.54	78.62
物业管理	20.52	5.50	6.35	21.55	4.30	9.53	30.65	4.87	9.71
其他	8.28	2.22	57.63	10.76	2.14	47.49	15.02	2.39	44.84
合计	372.76	100.00	34.17	501.52	100.00	42.52	629.27	100.00	40.38

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司主营业务收入综合毛利率分别为 34.17%、42.52%和 40.38%，主要受房地产结转项目毛利率影响。2017—2019 年，公司房地产开发板块毛利率分别为 33.96%、43.08%和 41.26%，处于行业较高水平，其中 2018 年大幅增长系结转项目主要为在 2016—2017 年度销售的市场上行期项目、毛利率水平较高所致，具体来看 2018 年结转项目除西部地区外毛利率均较上年有不同程度上升（5.87~15.44 个百分点）；由于公司用于物业出租业务的投资性房地产以公允价值计量不计提折旧，2017—2019 年该业务毛利率分别为 94.84%、88.77%和 78.62%，虽然维持在较高水平但呈现持续下滑态势，主要系公司拓展长租公寓业务使得成本增加所致；2017—2019 年，物业管理业务毛利率分别为 6.35%、9.53%和 9.71%，呈持续增长态势，主要系 2018 年物管面积拓展增加但费用有效控制、2019 年该效果随管理规模增长逐渐稀释所致。

2. 房地产开发

由于公司合作开发项目体量较大，在建项目中 50%以上为合作开发项目，因此本小节的分析均包括公司合作开发项目。

（1）土地储备

公司把握市场行情积极获取土地储备，目前土地储备可满足未来 3 年左右的开发需求；同时，公司土地储备投资额和面积以二线城市为主，质量较好，但新增土储中三四线城市投资额占比有所提升；此外，公司获取土地的楼面均价波动增长，在限价的市场大环境下需关注未来项目的盈利空间。

公司量入为出控制土地储备规模，基本以在现有现金净回流的前提下，保持适度增长、满足未来 3~5 年公司房地产开发需求为目标。公司在“均衡全国市场布局，聚焦于重点城市群”的战略导向下，坚持深耕一二线主流城市的投资策略，形成以大湾区、长三角、环渤海三大都市圈以及沿海经济带、长江经济带和中部经济带的布局。近年来，公司主要通过公开市场招拍挂、旧城改造、合作和收购等一系列多元化的拓展方式进行土地资源的储备，但招拍挂仍然是主要方式，占比约 80%。

2017—2019 年，公司当年获取土地储备的可售面积分别为 1,305.07 万平方米、1,072.17 万平方米和 1,688.50 万平方米，呈波动增长态势，主要系公司对市场投资机会的判断以及为未来销售备货的共同影响所致。其中，2018 年虽然新增土地储备的可售面积较上年略有下降但总投资额较上年基本持平，同时新进入了合肥、太原、厦门、长春、哈尔滨、石家庄、呼和浩特、南通和清远等城市；2019 年公司总投资额约 1,200 亿元，拿地规模较上年有所增长，同时新进入了贵阳、廊坊、鄂州、台州、江门、襄阳、九江、漳州等 11 个城市。从权益角度来看，公司 2017—2019 年新增权益土地储备可售面积分别为 594.90 万平方米、480.56 万平方米和 885.91 万平方米；权益

投资额分别约 473 亿元、404 亿元和 558 亿元。2017—2019 年，公司获取土地楼面均价分别为 7,537.95 元/平方米、9,109.74 元/平方米和 6,871.39 元/平方米，呈波动下降态势，其中 2018 年大幅增长主要系土地成本攀升所致；2019 年明显下滑主要系公司抓住年内投资窗口获取较多价格较低的土地，同时公司扩大对核心区域的三四线城市投资力度的共同影响所致，具体情况如下表所示。

表6 2017—2019年公司获取土地情况

项目	2017年	2018年	2019年
项目数量(个)	94	91	113
新增土地储备可售面积(万平方米)	1,305.07	1,072.17	1,688.50
土地均价(元/平方米)	17,515.69	19,940.28	16,008.86
规划计容建筑面积(万平方米)	1,332.46	1,097.81	1,746.41
楼面均价(元/平方米)	7,537.95	9,109.74	6,871.39
新增权益土地储备可售面积(万平方米)	594.90	480.56	885.91

注：1. 公司的土地储备口径为未结转口径，包括尚未开工面积、在建尚未出售部分的面积和已预售尚未结转的面积。2. 包括公司合作开发项目。3. 权益土地储备面积会因项目引入合作开发、项目规划信息变化而变化
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司总土地储备建筑面积为 5,232.79 万平方米（权益土地储备建筑面积约 2,802 万平方米），主要分布在二线城市，土地储备建筑面积占比达到 58.20%（总投资额占比约 55%）。若综合考虑公司提供的土地储备统计口径以及新开工面积的共同影响，公司土地储备可满足 3 年左右的开发需求，具体情况如下表所示。

表7 截至 2019 年底公司土地储备情况（单位：个、万平方米、%）

城市类型	一线城市	二线城市	三线及以下城市	总计
项目数量	96	287	157	540
土地储备建筑面积	899.71	3,045.41	1,287.66	5,232.79
土地储备面积占比	17.19	58.20	24.61	100.00

注：1. 土地储备面积为未结转面积（项目口径），其中二线城市包括：沈阳、大连、长春、呼和浩特、哈尔滨、杭州、宁波、南昌、厦门、天津、青岛、济南、石家庄、太原、南京、合肥、海口、武汉、长沙、郑州、西安、重庆、成都、贵阳；三线及以下城市包括：苏州、佛山、东莞、珠海、绍兴、常州、扬州、金华等。2. 包括公司合作开发项目
资料来源：公司提供

（2）项目建设开发情况

公司在建项目面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但同时对开发资金的需求较大；公司在建项目中合作开发项目占比较大。

公司采用集团、区域公司、城市公司、项目公司的四层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由区域公司完成，公司对区域公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。目前，在一二线城市土地成本较高的背景下，公司较多采用与其他开发商合作开发的模式，有效地减缓了资金压力。

受房地产市场形势变动以及公司根据年度销售计划调整新开工面积的共同影响，2017—2019 年，公司年度新开工面积分别为 870 万平方米、1,555 万平方米和 1,631 万平方米，呈持续增长态势，2018 年新开工项目明显增加，其中体量在 30 万平方米以上的项目有重庆中央公园（43.99 万平方米）、昆明巫家坝中交尚城（32.70 万平方米）；2019 年新开工体量在 30 万平方米以上的项目有济南湖城大境（39.39 万平方米）、南京云逸都荟华远（36.59 万平方米）和金华义乌万家风华（34.04 万平方米）。同时，受工程规划进度不同的影响，公司竣工面积分别为 670 万平方米、

672 万平方米和 925 万平方米。截至 2019 年底，公司期末在建面积为 2,398 万平方米，具体情况如下表所示。

表8 2017-2019年公司房地产开发情况(单位:个、万平方米)

项 目	2017年	2018年	2019年
新开工面积	870	1,555	1,631
竣工面积	670	672	925
期末在建面积	808	1,692	2,398
期末主要在建项目数	96	155	265

注: 1. 此处面积统计口径为可售面积。2. 包括公司合作开发项目
资料来源: 公司提供

从在建项目来看,截至 2019 年底,公司主要在建项目(年报中披露且为操盘的对在建项目)预计总投资 5,824.39 亿元,已完成投资 3,959.02 亿元,尚需完成投资 1,865.37 亿元。若从权益占比的角度来看,公司主要在建项目预计权益总投资 3,103.92 亿元,已完成权益投资 2,068.95 亿元,尚需完成权益投资 1,034.97 亿元。

(3) 房产销售情况

随着行业集中度的提高,公司签约销售面积呈现大幅增长态势,协议销售金额大幅上涨。公司业务布局主要在一二线城市,区域布局较好,但个别城市对项目预售条件相对严格;同时,在行业大环境下,需关注部分项目的去化速度及去化率问题。

公司下辖项目的销售主要采用代理销售和自主销售相结合的方式,未来将逐渐提高自主销售的比例。此外,还有部分联合销售,主要由区域公司及项目公司根据当地实际情况确定,公司自有销售人员及代理公司销售人员组成团队入驻项目案场,接受公司销售业务的管理,执行公司销售计划,并按照销售额的约定比例计提销售提成,公司在收到全部房款或者按揭款后即与代理公司进行结算。

公司坚持加快开发节奏,制定合理的营销计划,2017-2019 年,公司协议销售面积分别为 767 万平方米、878 万平方米和 1,079 万平方米,呈持续增长态势,主要系合作项目增加以及公司体量扩张的共同影响所致;协议销售均价分别为 1.84 万元/平方米、1.85 万元/平方米和 1.95 万元/平方米,主要系公司布局以一二线为主,销售价格具有韧性同时能受益于政策边际放松所致;受上述因素的共同影响,2017-2019 年,公司协议销售金额分别为 1,408 亿元、1,623 亿元和 2,106 亿元,从 2019 年具体项目来看,杭州悦虹湾等项目单盘销售额超过 50 亿元,南京云逸都荟花园、北京华锦佳苑、沈阳樾檀山、义乌西江雅苑等项目单盘销售额超过 30 亿元,重庆中交中央公园、温州峯汇里、北京华樾东园等项目销售额超过 20 亿元。2017-2019 年,公司结转收入金额持续增长,主要系 2018 年结转单价提升以及 2019 年结转面积增长的共同影响所致,具体情况如下表所示。

表9 2017-2019年公司房地产销售情况

项 目	2017年	2018年	2019年
协议销售面积(万平方米)	767	878	1,079
协议销售金额(亿元)	1,408	1,623	2,106
协议销售均价(万元/平方米)	1.84	1.85	1.95
结转面积(万平方米)	259	256	393
结转收入(亿元)	337	461	574

注: 协议销售面积和协议销售金额统计口径为全口径,即包括非并表的合作开发项目,且所有项目均按100%股权计算
资料来源: 公司提供

从销售区域来看,2017-2019 年,公司销售区域分布有所波动,但以二线城市为主,占比均

在 50%以上。2019 年，公司签约销售额中二线城市销售额占比仍然相对较高，但三线及以下城市销售占比提升明显，主要系一二线城市的限购、限贷调控政策尚未放松，公司增加对三线及以下城市的推盘力度以及环核心城市的都市圈销售较好的共同影响所致，具体情况如下表所示。

表10 2017-2019年公司房地产销售区域分布情况（单位：亿元、%）

区域	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一线城市	346	24.59	417	25.70	422	20.06
二线城市	816	57.95	868	53.50	1,192	56.61
三线及以下城市	246	17.45	338	20.80	491	23.33
合计	1,408	100.00	1,623	100.00	2,106	100.00

注：协议销售面积和协议销售金额统计口径为全口径，即包括非并表的合作开发项目，且所有项目均按100%股权计算
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建项目（年报中披露且为操盘的项目）的总可租售面积为 3,973.17 万平方米，已签约面积为 1,912.72 万平方米，待售面积为 2,060.45 万平方米（其中已拿到预售许可证的待售面积为 435.65 万平方米、未拿到预售许可证的待售面积为 1,624.80 万平方米）；部分项目形象进度百分比和销售百分比差异较大，如深圳天元、广州金地云庭、东莞湖岸风华、北京金地盛通中心、天津金筑名邸、上海金地云筑、上海源溪雅苑、上海金卓雅苑、南京悦风华、南京湖光晨樾、苏州太仓翡翠名苑等项目，主要系上述项目部分为综合体项目、有较多的商业及写字楼，或者个别城市对项目预售条件要求严格所致，需关注上述项目的去化速度情况。

3. 其他业务

公司其他业务规模不大，但基本都与房地产行业相关，能对公司房地产开发业务提供一定配套服务，并且能够对公司收入形成有效补充；同时，在建的自持物业有一定的融资需求。

（1）物业出租业务

公司物业出租业务主要是通过子公司金地商置集团有限公司（以下简称：“金地商置”，证券代码：“00535.HK”）作为独立运作的商业地产投资、开发及运营管理业务平台来运行。公司持有的商业与写字楼主要位于一线城市的核心地段，深圳威新科技园等产业园经过多年运行能够发挥良好的聚集效应，运营情况整体良好。2017—2019 年，公司分别实现物业出租收入 6.76 亿元、9.48 亿元和 11.32 亿元，呈逐年上升趋势，其中，2018 年大幅增长主要系武汉金地广场和昆明兰亭广场成功开业且上海嘉定、闵行、松江、安洋四个产业地产项目也开始运营；2019 年增长主要系前期开业的物业逐渐进入成熟期带来租金增长以及上海九亭时代中心开业所致，具体情况如下表所示。

表11 截至2019年底公司持有物业情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	出租房地产的建筑面积	可供出租面积	租金收入		
			2017年	2018年	2019年
商业与写字楼	947,443	783,600	6.52	9.25	11.17
金地工业区物业	41,444	41,257	0.24	0.22	0.14
合计	988,887	824,857	6.76	9.48	11.32

注：1. 合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2. 2017年租金收入不含非并表项目且部分不属于商业物业，2018年及2019年租金收入含非并表项目，因此和表5数据略有差异
资料来源：公司提供

从公司在建的自持物业情况来看，公司在建及拟建自持物业主要包括北京大兴黄村项目、成

都金地自在坊、苏州新市路项目、上海新华路项目、南京市河西项目、江苏淮安项目、威新三期09项目和杭州近江四合一项目，自持面积预计为51.8万平方米，预计总投资104.7亿元。截至2019年底，公司在建及拟建的自持物业已完成投资51.7亿元，尚需投资53.0亿元。

表12 截至2019年底公司自持物业在建及拟建项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	开发进度	自持面积	预计完工时间	预计总投资	已完成投资
北京大兴黄村项目	70.00%	7.5	2020年12月	17.6	12.2
成都金地自在坊	80.00%	1.0	2020年5月	1.5	1.0
苏州新市路项目	50.00%	4.1	2021年7月	18.1	8.7
上海新华路项目	0.00%	2.4	2022年7月	9.9	5.8
南京市河西项目	47.90%	4.8	2021年7月	6.0	2.9
江苏淮安项目	64.90%	3.7	2020年12月	3.1	2.0
威新三期09项目	26.20%	20.9	2021年6月	26.7	7.0
杭州近江四合一项目	10.00%	7.4	2022年12月	21.8	12.1
合计	--	51.8	--	104.7	51.7

注：因最终开发方案还存在不确定性，上表信息可能因开发方案的变化而变化
资料来源：公司提供

（2）物业管理业务

金地物业的物业管理业务主要包括商业物业管理和住宅物业管理。截至2019年底，公司物业管理规模扩张提速，合同管理面积突破2.1亿平方米，覆盖全国160个城市、1,000余个项目。2019年，金地物业盖洛普客户满意度达99%，持续保持领先；此外，金地物业还荣获“2019中国物业管理服务品牌价值榜单”第2名、2019中国房地产500强首选物业管理公司10强等荣誉。

（3）房地产私募基金管理业务

房地产私募基金管理业务由公司旗下稳盛投资负责具体经营。稳盛投资是四家拥有私募投资基金管理人登记证书的企业的合称，分别为稳盛（天津）投资管理有限公司，及其控制的上海稳裕股权投资管理有限公司、深圳市稳胜股权投资基金管理有限公司和深圳市稳盛股权投资基金管理有限公司。2019年，稳盛投资通过股权合作或“投资+代建”模式与中小开发商形成资源互补；在城市更新方面，稳盛投资协同金地商置完成首单持有增值型物业“上海康健广场项目”的收购；在证券化方面，稳盛投资协同金地商置完成火花公寓储架式ABS产品的搭建。

4. 经营效率

公司经营效率处于行业中等水平。

为了降低土地成本，公司不断设立合营、联营企业合作开发房地产项目，并且与合营、联营企业之间因业务发展形成了较大规模的往来款项。2017—2019年，公司流动资产周转次数分别为0.26次、0.26次和0.25次；公司存货周转率分别为0.31次、0.29次和0.30次；总资产周转率分别为0.21次、0.21次和0.21次，基本保持稳定。与同行业上市公司比较情况看，公司经营效率处于行业中等水平。

表13 2019年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科A	0.28	0.27	0.23
新城控股	0.31	0.27	0.22
招商蛇口	0.24	0.23	0.19
世茂股份	0.27	0.30	0.18
金地集团	0.30	0.25	0.21

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据
资料来源：Wind

5. 经营关注

(1) 未来开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建房地产项目以及在建自持物业项目未来三年均需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力。

(2) 一二线城市持续调控，个别城市对项目预售条件相对严格；部分项目去化速度存在一定的不确定性

近年来，房地产行业持续调控，但公司的土地储备以一二线城市为主，个别城市对项目预售条件相对严格；同时，在行业大环境以及 2020 年爆发新冠疫情的共同影响下，需关注部分项目的去化速度及去化率问题。

6. 未来发展

公司发展战略较为清晰，将通过加快周转促进销售额和利润的增长，可实施性较强。

投资方面，公司将保持投资力度，继续坚持投资主流地段、主流客户、主流产品的高周转项目，同时利用不同阶段城市的市场特点和规律，持续完善布局，并加强现有城市的深耕；继续强化非周期性的多元化投资手段。

运营管控方面，公司将继续坚持开发提效，强化进度管理，实现早开盘、早结转，提高开发效率和周转率。为适应规模增长需要，公司将结合计划管理系统、经营分析系统等信息化工具优化运营管理体系，进一步提高公司的运营管理效率。

营销管理方面，公司将密切关注不同城市的市场变化，坚持并优化市场数据监控机制，根据对市场周期及竞争环境的研究，确定销售时机，制定和落实销售策略，提升竞争力。同时，营销体系工作将着力于业务、组织和人力资源三个维度进行完善，并整合客户经营与品牌、客服、物业等方面的工作，夯实体系建设，提升营销能力。

在主营业务不断做大做强的基础上，公司也在探索其他业务的发展模式，希望形成与主营业务的协同发展。物业管理方面，公司将持续扩大管理规模，拓展管理领域，把握业主需求，拓展社区增值服务，提升科技应用水平打造智慧社区；商业地产和产业地产方面，公司将强化招商、管理和运营能力，进一步拓展科技园等新兴产业领域，并尝试轻资产的管理方式；在其他创新产业板块，公司将有计划、分步骤地向医疗养老、文化旅游、体育产业、教育、家居生活产业探索实践，与住宅、商业等业务有效结合。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年财务报表已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。合并范围方面，根据公司审计报告披露的主要合并范围变动情况来看，2017 年公司合并财务报表范围净增加 26 家子公司，主要为新设子公司；2018 年，合并财务报表范围净增加 14 家子公司；2019 年，合并范围净增加 11 家子公司，公司合并范围内子公司数量增长较快，但主营业务突出，对财务数据可比性影响不大。

截至 2019 年底，公司资产总额 3,348.16 亿元，负债合计 2,524.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 823.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 540.94 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 634.20 亿元，净利润（含少数股东损益）154.65 亿元，其中归属于母公司所有者的

净利润 100.75 亿元；经营活动现金流量净额为 78.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 34.12 亿元。

2. 资产质量

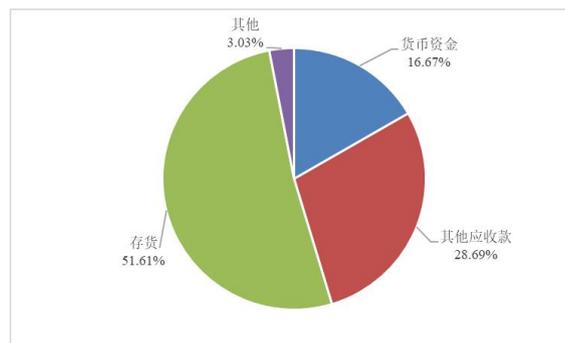
随着开发规模的扩大，公司资产规模有所增长，受限资产规模极低且存货地理分布较好，资产质量高；此外，随着合作开发模式成为房地产行业的主流，公司长期股权投资和往来款体量不断增加。

2017—2019 年，公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 26.89%，主要系流动资产增长所致。截至 2019 年底，公司合并资产总额 3,348.16 亿元，较年初增长 20.28%；其中，流动资产占 80.89%，非流动资产占 19.11%，资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

2017—2019 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 26.23%，主要系货币资金、存货和其他应收款增长所致。截至 2019 年底，公司流动资产 2,708.23 亿元，较年初增长 18.97%；流动资产主要由货币资金（占 16.67%）、其他应收款（占 28.69%）和存货（占 51.61%）构成。

图 5 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 28.34%，主要系融资规模增加以及销售规模扩大带动回款增加所致。截至 2018 年底，公司货币资金 440.10 亿元，较年初增长 60.58%，主要系合作往来款项流入增加所致。截至 2019 年底，公司货币资金 451.42 亿元，较年初增长 2.57%，较年初变化不大；货币资金中有 0.44 亿元受限资金，受限比例为 0.10%，受限比例很低，主要为履约保证金。

公司其他应收款主要为合作开发模式下对合营/联营企业的往来借款以及土地保证金。2017—2019 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 25.05%，主要系合作项目往来款增加所致。截至 2019 年底，公司其他应收款 776.90 亿元，较年初增长 22.04%，主要系往来款增加所致；其他应收款账龄以 1 年以内（占 88.98%）和 1—2 年（占 9.47%）为主，构成以往来款（89.48%）和保证金、押金（占 7.87%）为主；累计计提坏账准备 7.21 亿元，主要系受限价、限售等政策的影响，天津金地风华房地产开发有限公司对项目计提了存货跌价准备，从而公司对合营企业往来款的可回收性进行了评估并单项计提了坏账准备；按欠款方归集的年末余额前五名的其他应收款余额合计 113.15 亿元，占 14.42%，集中度尚可，账龄均在 2 年以内。

表 14 截至 2019 年底公司前五大其他应收款情况 (单位: 亿元、%)

单位名称	款项的性质	年末余额	账龄	占比	坏账准备
天津金地风华房地产开发有限公司	关联方往来款	34.75	1 年以内、1 至 2 年	4.43	5.87
深圳市金地大百汇房地产开发有限公司	关联方往来款	23.46	1 年以内	2.99	0.02
星隆置业(苏州)有限公司	子公司少数股东往来款	22.61	1 年以上	2.88	0.02
济南海盈房地产开发有限公司	关联方往来款	16.53	1 年以内	2.11	0.02
合肥金玖房地产开发有限公司	关联方往来款	15.79	1 年以内	2.01	0.02
合计	--	113.15	--	14.42	5.94

资料来源: 公司年报

2017—2019 年, 公司存货逐年增长, 年均复合增长 28.86%, 主要系开发项目增加所致。截至 2019 年底公司存货 1,397.83 亿元, 较年初增长 24.68%; 存货主要由房地产开发成本(占 91.19%)和房地产开发产品构成, 因可变现净值低于开发成本账面金额, 累计计提跌价准备 5.14 亿元, 主要来自广州白云金地云庭项目、合肥金地自在城项目和贵阳后巢乡项目, 考虑到公司存货主要集中于一线城市及强二线城市, 质量较好, 因此计提跌价准备较为合理, 但仍需关注个别项目的去化情况。

(2) 非流动资产

2017—2019 年, 公司非流动资产逐年增长, 年均复合增长 29.83%, 主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。截至 2019 年底, 公司非流动资产 639.93 亿元, 较年初增长 26.17%, 公司非流动资产主要由长期股权投资(占 56.19%)和投资性房地产(占 31.81%)构成。

2017—2019 年, 公司长期股权投资逐年增长, 年均复合增长 52.77%, 主要系非并表的合作开发项目增加所致; 确认的投资收益分别为 46.63 亿元、29.26 亿元和 50.18 亿元。截至 2019 年底, 公司长期股权投资 359.55 亿元, 较年初增长 45.05%, 主要系对合作项目的投资增加所致; 其中, 对合营企业投资占 62.00%, 对联营企业投资占 38.00%。

2017—2019 年, 公司投资性房地产逐年增长, 年均复合增长 11.69%。截至 2019 年底, 公司投资性房地产 203.56 亿元, 较年初增长 7.37%, 主要系土地及建筑成本增加所致; 由房屋、建筑物(占 73.58%)和在建工程(占 26.42%)构成, 采用公允价值计量模式, 考虑到年租金收入规模, 公司公允价值相对合理; 账面价值为 7.18 亿元的投资性房地产被用于借款抵押, 占 3.53%, 受限程度低。

截至 2019 年底, 公司受限资产包括货币资金和投资性房地产, 受限金额分别为 0.44 亿元和 7.18 亿元, 占资产总额的 0.23%, 受限资产比例极低; 公司无股权质押情况。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

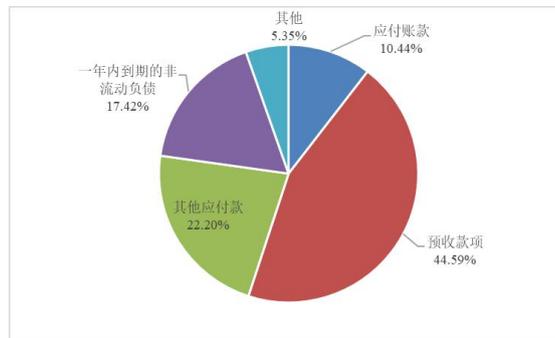
公司债务结构以长期债务为主, 融资渠道多元且加权平均融资成本合理, 债务负担与同行业相比尚可, 2020—2021 年存在一定的集中偿付压力。

2017—2019 年, 公司负债总额逐年增长, 年均复合增长 29.74%, 流动负债和非流动负债均有所增长。截至 2019 年底, 公司负债总额 2,524.47 亿元, 较年初增长 19.15%; 其中, 流动负债占 74.60%, 非流动负债占 25.40%, 负债以流动负债为主。

2017—2019 年, 公司流动负债逐年增长, 年均复合增长 34.25%, 主要系预收款项和其他应付款增长所致。截至 2019 年底, 公司流动负债 1,883.30 亿元, 较年初增长 33.94%, 主要系应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付账款(占 10.44%)、

其他应付款（占 22.20%）、预收款项（占 44.59%）和一年内到期的非流动负债（占 17.42%）构成。

图6 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 40.55%，主要系应付工程款增加所致。截至 2019 年底，公司应付账款 196.65 亿元，较年初增长 41.75%，主要系公司当年加大开工力度使得并表项目当期需支付的工程款较多所致；公司应付账款全部为应付工程款和土地价款，无账龄超过一年的重要应付账款。

2017—2019年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 47.99%，主要系合作项目往来款及预提土地增值税增加的共同影响所致。截至 2019 年底，公司其他应付款 418.04 亿元，较年初增长 19.27%；主要由往来款（占 67.96%）、预提的土地增值税（占 27.05%）和保证金、押金（占 4.39%）等构成，其中往来款主要以向合作开发的关联方的借款为主，一般没有明确的还款日期。

2017—2019年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 20.38%，主要系销售规模增加所致。截至 2019 年底，公司预收款项 839.71 亿元，较年初增长 20.39%。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 72.24%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 82.66 亿元，较年初下降 25.26%，主要系“15 金地 MTN001”于 2018 年到期偿还所致，由一年内到期的长期借款（占 95.99%）和一年内到期的资产支持证券（占 4.01%）构成。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 328.10 亿元，较年初增长 296.92%，主要系长期借款和应付债券临近到期或回售所致，由一年内到期的长期借款（占 57.43%）和一年内到期的应付债券（占 38.04%）构成。

2017—2019年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 18.72%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 712.65 亿元，较年初增长 56.65%，主要系应付债券和长期借款增长所致。截至 2019 年底，公司非流动负债 641.16 亿元，较年初下降 10.03%，主要系债券临近到期或回售转入一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 43.04%）和应付债券（占 45.22%）构成。

2017—2019年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 26.07%，主要系公司扩大开发规模使得融资需求增加所致。截至 2019 年底，公司长期借款 275.95 亿元，较年初增长 0.62%，较年初变化不大；长期借款主要为信用借款（占 98.56%），借款年利率为 3.6094%至 6.5000%。

2017—2019年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 14.70%。截至 2018 年底，公司应付债券 375.95 亿元，较年初增长 70.58%，主要系公司发行三期中期票据（18 金地 MTN001、18 金地 MTN002 和 18 金地 MTN003）、四期公司债券（18 金地 01、18 金地 03 和 18 金地 04、18 金地 05 和 18 金地 06、18 金地 07）以及一期美元债券的共同影响所致，截至 2019 年底，公司应付债券 289.94 亿元，较年初下降 22.88%，主要系 3 只债券（15 金地 MTN002、15 金地 MTN003 和 15

金地 MTN004，合计 45.00 亿元）临近到期和 4 只债券（15 金地 01、17 金地 01、18 金地 03 和 18 金地 05，合计 80.00 亿元）临近回售转入一年内到期的非流动负债所致。2020 年 1—4 月，公司新发行 6 只债券（20 金地 SCP001、20 金地 SCP002、20 金地 SCP003、20 金地 SCP004、20 金地 MTN001B 和 20 金地 MTN001A），发行金额合计 60.00 亿元，发行利率 2.60%—3.55%。

2017—2019 年，公司全部债务分别为 553.54 亿元、821.42 亿元和 947.58 亿元，逐年增长，年均复合增长 30.84%。截至 2019 年底，公司全部债务 947.58 亿元，较年初增长 15.36%，主要系公司拿地规模较大以及在建项目开发支出使得融资需求大幅增加所致；银行借款占比为 49.8%，公开市场融资占比为 47.56%，其他融资占比为 2.64%，债务融资加权平均成本为 4.99%，公司融资渠道多元且融资成本合理；短期债务占 36.99%，长期债务占 63.01%，公司债务以长期债务为主。截至 2019 年底，公司短期债务 350.47 亿元，较年初增长 135.03%，主要系长期借款和债券临近到期或回售转入所致；长期债务 597.11 亿元，较年初下降 11.18%，主要系债券临近到期或回售转出所致。2019 年，公司从债务期限分布看，2020—2021 年，公司有一定的集中偿付压力，具体情况见下表。2017—2019 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动上升，其中资产负债率分别为 72.13%、76.12%和 75.40%，全部债务资本化比率分别为 48.85%、55.27%和 53.50%，长期债务资本化比率分别为 41.99%、50.28%和 42.03%；2018 年公司债务负担上升明显，主要系拿地规模较大及开发支出增加使得融资规模扩大所致，但与同行业相比尚可且期限结构较为合理。

表 15 截至 2019 年底公司债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年及以后到期	合计
短期借款	32.90	--	--	--	32.90
一年内到期的非流动负债	317.57	--	--	--	317.57
长期借款	--	158.46	114.61	2.88	275.95
应付债券	--	206.04	68.92	14.98	289.94
其他非流动负债	--	4.56	4.89	21.77	31.22
合计	350.47	369.06	188.42	39.63	947.58

注：债务及相关指标计算已剔除短期借款及一年内到期的非流动负债中的应付利息，故相关数据和财务报表科目不一致
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

公司所有者权益规模较大，但未分配利润及少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 19.22%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至 2019 年底，公司所有者权益为 823.69 亿元，较年初增长 23.91%。其中归属于母公司所有者权益占比为 65.67%，少数股东权益占比为 34.33%；其中，归属于母公司所有者权益 540.94 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 8.35%、6.86%、0.55%和 79.59%。公司所有者权益主要由未分配利润和少数股东权益构成，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

随着公司合作开发项目的增加，非并表项目产生的投资收益对公司净利润的贡献较大，公司整体盈利能力强。

2017—2019 年，公司营业总收入（含利息收入）分别为 376.62 亿元、506.99 亿元和 634.20 亿元，逐年增长，年均复合增长 29.77%，主要系并表范围内的房地产项目结算面积增加所致；同期，公司净利润分别为 94.77 亿元、121.05 亿元、154.65 亿元，逐年增长，年均复合增长 27.74%；

归属于母公司所有者的净利润分别为 68.43 亿元、80.98 亿元和 100.75 亿元。

2017—2019 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 28.45%，主要系销售费用和管理费用增加共同影响所致。2019 年，公司期间费用总额为 62.31 亿元，较上年增长 52.91%；从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 33.87%、63.53%、0.98% 和 1.62%，以销售费用和管理费用为主。2017—2019 年，公司管理费用逐年增长，主要系人工费用上升所致；销售费用逐年增长主要系推广费用增加所致；财务费用分别为 -1.18 亿元、-6.53 亿元和 1.01 亿元，呈负数或规模很小主要系利息资本化、利息收入以及汇兑损益的共同影响所致。

从利润构成来看，2017—2019 年，公司公允价值变动收益占营业利润的比例分别为 6.73%、2.25% 和 2.54%，主要来自投资性房地产公允价值增长，对公司利润影响不大；投资收益占营业利润的比例分别为 42.47%、26.90% 和 30.31%，主要来自权益法核算的长期股权投资收益，随着合作项目增加，公司对联营企业和合营企业的投资收益大幅增长，合作开发是公司开展房地产业务的重要形式，具备较强可持续性。整体看，公司长期股权投资收益对营业利润贡献较大。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 25.56%、31.04% 和 31.09%，逐年增长，其中 2018 年增幅较大主要系当年结转项目毛利率大幅提升所致。2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 10.50%、10.54% 和 11.19%，总资产报酬率分别为 7.11%、6.91% 和 7.28%；净资产收益率分别为 17.07%、19.46% 和 20.78%，逐年增长且维持在较高水平。与国内主要房地产上市公司盈利指标比较来看，公司盈利能力处于行业中等水平。

表16 2019年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
万科 A	36.25	22.61	5.05
新城控股	32.64	36.72	4.65
招商蛇口	34.65	18.78	5.54
世茂股份	35.01	9.90	4.66
金地集团	40.50	20.04	6.38

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

5. 现金流

销售回款增长和合作开发带来一定的现金补充使得公司经营活动现金流由净流出转为净流入；对联合营公司投资规模增加致使公司投资活动现金流净流出规模增加；随着经营规模的扩张，公司存在一定的外部融资需求。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 1,170.92 亿元、1,506.37 亿元和 1,738.56 亿元，逐年增长，年均复合增长 21.85%，主要系收到的往来款项和销售回款增长所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 1,240.81 亿元、1,524.66 亿元和 1,659.57 亿元，连续增长，年均复合增长 15.65%，主要系支付地价及合作项目款增长所致。2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为 -69.89 亿元、-18.28 亿元和 78.99 亿元，经营活动现金流逐步由净流出转为净流入。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 357.97 亿元、106.84 亿元和 149.04 亿元，波动下降，年均复合下降 35.47%，主要系公司购买的理财产品到期回收规模有所波动所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 350.51 亿元、158.95 亿元和 245.45 亿元，波动下降，年均复合下降 16.32%，主要系公司购买理财产品规模和对联合营公司投资规模波动共同影响所致。2017—2019 年，公司投资活动现金净额分别为 7.46 亿元、-52.11 亿元和 -96.41 亿元，由净流入转为净流出，2019 年净流出规模大幅增加，主要系对联合营公司投资规模增加所致。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为328.19亿元、466.53亿元和356.70亿元，波动增长，年均复合增长4.25%，2019年筹资活动现金流入较上年下降23.54%，主要系债券融资规模下降所致。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为203.48亿元、253.23亿元和305.56亿元，逐年增长，年均复合增长22.54%，主要系偿还到期债务规模增加所致。2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为124.71亿元、213.30亿元和51.14亿元，波动下降，年均复合下降35.96%。

6. 偿债能力

公司土地储备质量较好、在建项目较多可为未来实现销售提供保证、盈利能力强，长短期偿债指标表现好，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.63倍、1.62倍和1.44倍，逐年下降。2017—2019年，公司速动比率分别为0.82倍、0.82倍和0.70倍，波动下降。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为2.04倍、2.95倍和1.29倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为130.03亿元、169.71亿元和225.27亿元，逐年增长，主要系利润总额增加所致。2019年，公司EBITDA为225.27亿元，较上年增长32.74%；从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占12.53%）、利润总额（占86.60%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为5.72倍、4.65倍和4.63倍，逐年下降，EBITDA对利息的保障程度高；公司EBITDA全部债务比分别为0.23倍、0.21倍和0.24倍，波动上升，EBITDA对债务覆盖程度较高。总体看，公司长期偿债能力强。

公司与银行等金融机构均建立了良好的长期合作关系，截至2019年底，公司及控股子公司已获得各银行授信总额2,028亿元，已使用银行授信额度为643亿元，尚未使用的授信额度为1,385亿元，间接融资渠道畅通。公司及子公司金地商置分别为上海证券交易所和香港证券交易所上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司及附属子公司未决诉讼、仲裁事项规模较小，不会对公司的正常经营造成实质性的不利影响。

截至2019年底，公司对联营、合营公司担保余额合计12.68亿元，占归属于母公司所有者净资产的2.34%，其中，最大金额的被担保方深圳市金地大百汇房地产开发有限公司（9.21亿元），主要项目已竣工，公司或有负债风险一般。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：4402000000354373），截至2020年4月14日，公司未结清信贷信息和已结清信贷信息中，均无关注类与不良类信贷信息记录。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要为其他应收款和长期股权投资，货币资金规模较大，债务负担较重，营业收入小，利润主要来自投资收益，现金流量规模相对较小。

截至2019年底，母公司资产总额1,661.28亿元，较年初增长13.48%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产1,287.71亿元（占比77.51%），非流动资产373.58亿元（占比22.49%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占15.73%）和其他应收款（占84.27%）构成，非流动资产主要为长期股权投资（占94.86%）。截至2019年底，母公司货币资金为202.51亿元，货币资金规模较大。

截至2019年底，母公司负债总额1,445.13亿元，较年初增长16.87%。其中，流动负债943.63

亿元（占比 65.30%），非流动负债 501.50 亿元（占比 34.70%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 62.91%）和一年内到期的非流动负债（占 33.71%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 54.23%）和付债券（占 45.34%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 86.99%，较 2018 年上升 2.52 个百分点，债务负担较重。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 216.15 亿元，较年初下降 4.93%，主要系分配利润所致；其中，实收资本为 45.15 亿元（占 20.89%）、资本公积合计 63.93 亿元（占 29.57%）、未分配利润合计 82.70 亿元（占 38.26%）、盈余公积合计 24.38 亿元（占 11.28%），母公司实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性尚可。

2019 年，母公司营业收入为 2.97 亿元，净利润为 16.36 亿元，利润主要来自投资收益。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额 37.89 亿元，投资活动现金流量净额-23.07 亿元，筹资活动现金流量净额 12.02 亿元。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年底，公司债务总额为 947.58 亿元，本期拟发行债券发行规模为 30.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司债务水平影响一般。

以 2019 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 75.40%、53.50%和 42.03%上升至 75.62%、54.27%和 43.22%，公司负债水平有所上升，债务负担略有加重。考虑到本期募集资金拟用于偿还公司到期/回售的公司债券，实际债务指标较测算值或将低于上述测算值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 225.27 亿元，为本期债券发行额度 30.00 亿元的 7.51 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。2019 年，公司经营活动现金流入量为 1,738.56 亿元，为本期债券发行额度 30.00 亿元的 57.95 倍，对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型房地产开发企业，管理制度完备，经营稳健，在行业内具有较强的竞争力，在开发房地产项目及土地储备质量较好，未来随着公司存量房产进一步实现销售以及公司商业地产业务进一步拓展，公司整体收入规模有望持续扩大。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

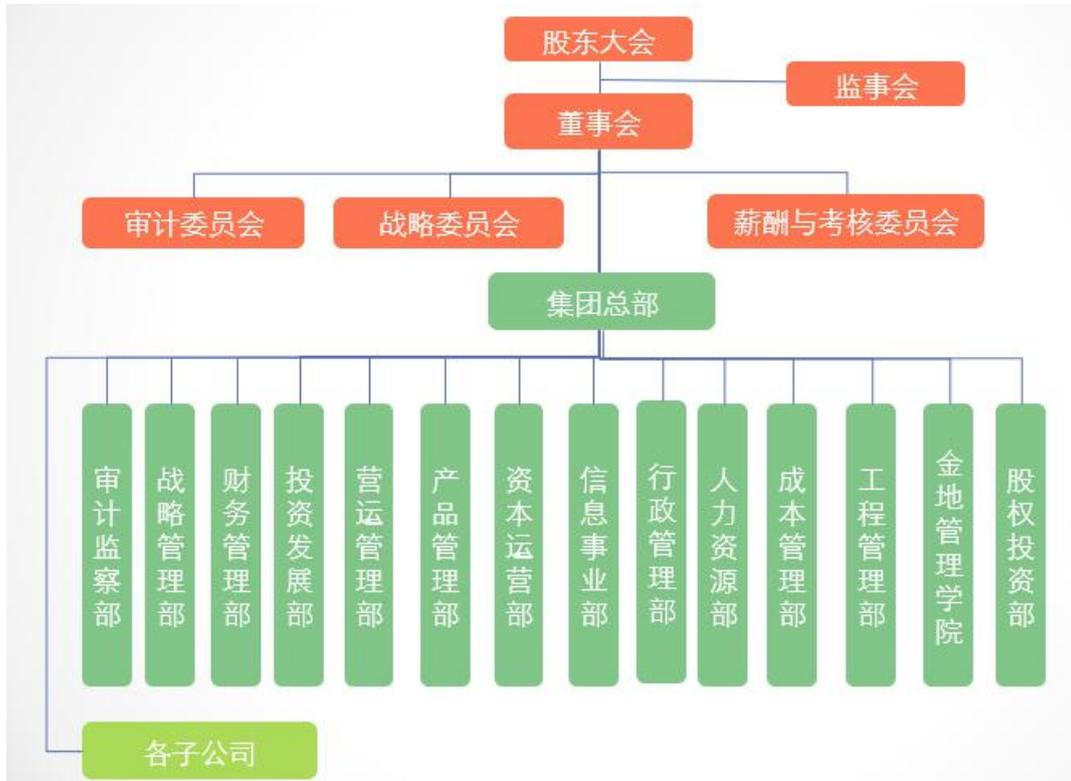
九、综合评价

公司作为从业时间较长的国内大型房地产上市公司，其土地储备质量较好、物业管理及品牌价值处于全国前列；公司财务政策稳健，加权融资成本合理，综合竞争力强。同时，联合评级也关注到也关注到房地产行业调控趋于长期化、公司在建项目资金需求较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建房地产项目及土地储备充足，未来随着公司存量房产进一步实现销售以及公司商业地产业务进一步拓展，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年底金地（集团）股份有限公司
组织结构图



附件 2 金地（集团）股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	2,079.42	2,783.55	3,348.16
所有者权益（亿元）	579.56	664.78	823.69
短期债务（亿元）	134.10	149.12	350.47
长期债务（亿元）	419.44	672.30	597.11
全部债务（亿元）	553.54	821.42	947.58
营业收入（亿元）	376.62	506.99	634.20
净利润（亿元）	94.77	121.05	154.65
EBITDA（亿元）	130.03	169.71	225.27
经营性净现金流（亿元）	-69.89	-18.28	78.99
流动资产周转次数（次）	0.44	0.41	0.39
存货周转次数（次）	0.31	0.29	0.30
总资产周转次数（次）	0.21	0.21	0.21
现金收入比率（%）	175.90	122.19	123.99
总资本收益率（%）	10.50	10.54	11.19
总资产报酬率（%）	7.11	6.91	7.28
净资产收益率（%）	17.07	19.46	20.78
营业利润率（%）	25.56	31.04	31.09
费用收入比（%）	10.03	8.04	9.82
资产负债率（%）	72.13	76.12	75.40
全部债务资本化比率（%）	48.85	55.27	53.50
长期债务资本化比率（%）	41.99	50.28	42.03
EBITDA 利息倍数（倍）	5.72	4.65	4.63
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.21	0.24
流动比率（倍）	1.63	1.62	1.44
速动比率（倍）	0.82	0.82	0.70
现金短期债务比（倍）	2.04	2.95	1.29
经营现金流流动负债比率（%）	-6.69	-1.30	4.19
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.33	5.66	7.51

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径。3. 其他流动负债已计入短期债务，其他非流动负债已计入长期债务；考虑到公司应付票据的性质用途以及与公开口径保持一致的目的，应付票据未计入短期债务；2019 年短期借款及一年内到期的非流动负债科目含应付利息，计算债务及相关指标时已剔除。

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本次/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用+勘探费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券发行额度

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 金地（集团）股份有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年金地（集团）股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

金地（集团）股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。金地（集团）股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注金地（集团）股份有限公司的相关状况，如发现金地（集团）股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如金地（集团）股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至金地（集团）股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送金地（集团）股份有限公司、监管部门等。

