

全球金融危机后，对于广东而言，在为刺激经济的投资方案中，如果投资珠海，比投资深圳，其边际效应明显更高。根据《珠江三角洲地区改革和发展规划纲要》的规划，珠海将推进十大重点建设工程，包括 67 个项目，总投资 3100 多亿元，超过珠海建立特区近 30 年来的投资总和。预期相关项目都将在今明两年内推进建设，五年可初见成效。

在相关项目投资中，以港立市是其主线，并辅之以相关配套产业。例如，高栏港建设，港珠澳大桥，广珠铁路，中石化、中石油、中船集团项目，珠海 CBD 建设，横琴岛建设等。其中，珠港澳大桥的建设，将使得珠海、澳门加入到香港、深圳的半小时经济圈之中。

另外，中国航空工业集团通用飞机产业基地的建设，将在今年 6 月之前开工，4 年内将实现世界最大水陆两用飞机“蛟龙 600”的总装试飞。珠海市政府与中航工业集团共同投资 120 亿元，成立中国航空工业通用飞机公司，在珠海建设中国通用飞机产业基地，目前中航工业集团已确定通用飞机一总部（运营总部）两中心（研发中心、销售中心）三基地（产品总装试飞基地、产品交付及客服基地、通航营运基地）落户珠海航空产业园，珠海方面正在积极推动“一总部两中心三基地”规划建设。

根据珠海格力集团与中航集团达成的协议，格力集团将增资 6 亿元入股通用飞机公司，今年底逐步增资 24 亿元。格力集团通过参与该项目，或将提高格力地产获取相关土地储备的可能性。

2. 格力广场 1 期 A 区已经封顶，预售情况良好，将于 2009 年底之前交房并结算收入，为 2009 年收入的唯一来源。预期公司在 2009 年将积极拓展项目，储备规模较大，未来仍将以珠海为重点区域，但会考虑借助格力集团在全国网络布局的优势，如集团生产基地所在的安徽、重庆等地，积极寻求拓展项目可能。格力集团的雄厚实力，将为公司 在珠海的拓展，甚至未来的全国化布局，提供极有力的支持，公司发展的先天优势极其明显。

2009 年 4 月 1 日，我们与部分机构投资者对格力地产进行了调研，基本维持前期对公司的判断。格力集团经营房地产业务已近 18 年，其“见细入微”的工业精神已贯彻至房地产开发，我们对其房地产板块的项目品质、管理水平较为认同。此次注入的格力房产、格力置盛两家公司，拥有 140 万总建筑面积的土地储备。项目都集中于珠海市，位置极佳，成本较低，盈利前景较为乐观。其中，土地成本有望于账面值入账，给项目盈利提供了较大空间。

表 1 公司项目储备情况

项目名称	占地面积（平方米）	总建筑面积（平方米）	权益比例	结算时间
珠海格力广场项目	131,438	579,800	100%	2009-2012 年
珠海香樟美筑项目	45,756	137,270	100%	2010-2011 年
珠海夏湾 C 项目	45,145	91,216	100%	2011-2012 年
珠海洪湾项目	235,779	589,448	51%	2011-2013 年
其他尾房		17,420	100%	
合计		1,415,154		

资料来源：公司公告，海通证券研究所

格力广场位于珠海市中心地段的五洲大道，总建筑面积 58 万平方米，为珠海最具规模的大盘之一。项目分为两期，一期分为 A、B、C 三区。其中，一期 A 区 18.4 万平方米，B 区 16 万平方米，C 区 6.6 万平方米。

一期 A 区共 7 栋，目前已经封顶，并已在 2008 年 6 月开盘预售，目前销售价格介于 10700 元/平方米至 14000 元/平方米之间。预计该项目将于 2009 年底交房并结算收入，为 2009 年收入的唯一来源。

表 2 2009-2011 年公司结算面积与结算收入

	结算面积（平方米）			结算收入（百万元）		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
珠海格力广场项目	134,079	42,905	171,621	1,548	495	1,982
珠海香樟美筑项目	-	126,975	-	-	1,431	-
珠海夏湾 C 项目	-	-	50,625	-	-	664
珠海洪湾项目	-	-	-	-	-	-
合计	134,079	169,880	222,246	1,548	1,926	2,645

资料来源：公司公告，海通证券研究所

香樟美筑项目位于珠海市吉大区，毗邻格力广场项目，目前项目已经开工建设，处于正负零阶段，预计将于 2009 年下半年开始预售，并于 2010 年竣工交房。至于夏湾项目，位于拱北昌盛路北侧，位于规划中的广珠轻轨终点站旁边。项目为住宅、商业混合建筑体，商业价值较高。

在上表的预测中，我们考虑了地下车库的销售面积。至于 2010 年的具体结算面积，因为公司的开竣工计划仍没有完全确定，存在一定的不确定性。另外，公司 2007 年和 2008 年业绩预期都将是亏损状态，2008 年年报之后戴帽的可能较大。

至于未来发展，公司仍将以珠海为重心，如格力集团下属的老旧厂房，存在拆迁并转移给格力地产的可能；而格力集团与中航集团的合作，或将提高格力地产获取相关土地储备的可能性。

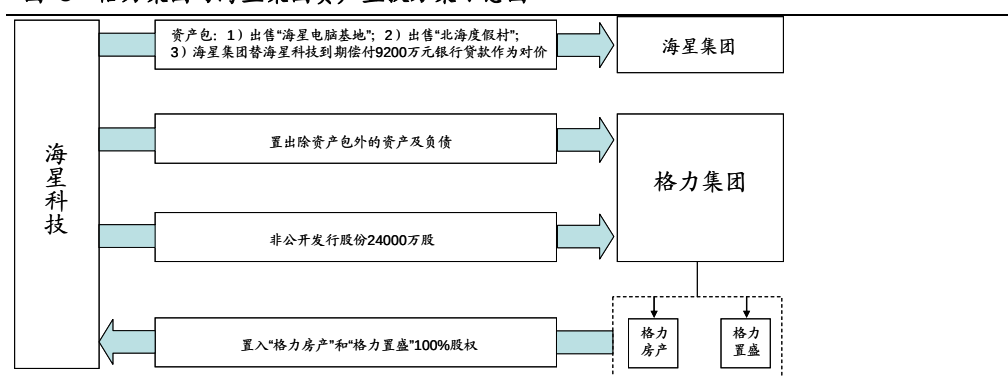
格力集团成立于 1985 年 3 月，经过 20 多年的发展，形成了工业、房地产、港口物流三大板块综合发展的格局，是珠海市目前规模最大、实力最强的企业集团之一。目前，格力电器已发展成为全球生产规模最大的大型专业化空调企业，拥有珠海、重庆、合肥、巴西四大生产基地。另外，需要强调的一点是，格力集团在相关生产基地，拥有较大的土地获取优势，甚至有一定规模的土地储备。

2006 年伊始，格力集团决定集中全集团的资源，发展以空调为核心的家电制造业、房地产业和港口物流业三大主业，力争在较短的时间内使这三大主业的竞争力和规模效益有较大的发展，特别是使房地产业和港口物流业取得突破性的进展。因此，我们可以预期，在现有资产注入完成之后，公司应该能够获得格力集团的大力支持，特别是在项目获取方面。而格力集团的影响力，不仅有利于公司在珠海获取项目，更将为公司未来的全国化布局提供极大的支持。

3. 格力集团有望进一步深化其多元化发展战略，其发展重心由利润率较低的家电业务，逐步向利润率较高的房地产业务倾斜，已是大势所趋；因此，其房地产板块借壳上市的动力应该较强。当然，其以往历程费时较长，代价不菲。但面对原来大股东仅约 1.88 亿元的诉讼金额，格力集团应有较强的动力主动解决，为资产注入扫除最后一道障碍。不确定性依然存在，但成功概率较大。

格力集团房地产板块借壳海星科技的上市之路，大致可以分解为三个部分。股权转让：海星集团将 6000 万股股权以 8.9 元/股的价格协议转让给格力集团；资产置换：在海星集团资产置出的同时，置入格力集团 100% 控股的格力房产、格力置盛两家公司股权；非公开发行：以 6.71 元/股的价格对格力集团定向发行 24000 万股，用以收购格力集团与本公司资产置换的差额部分。

图 3 格力集团与海星集团资产置换方案示意图



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2007 年 12 月 27 日，珠海格力集团与海星集团签署《股权购买协议》，公司 6000 万股股权转让完成，实际控制人相应变更为格力集团，控股比例为 17.77%。2008 年 1 月 30 日，公司与格力集团签署资产置换协议，若顺利完成，格力集团控股公司比例将进一步上升为 51.94%。在 2008 年 2 月 18 日和 2008 年 9 月 24 日，相关方案先后获得股东大会通过 and 证监会审批，公司业务将由曾经的计算机软硬件开发、通讯设备以及房地产开发等，完全转向房地产开发业务。

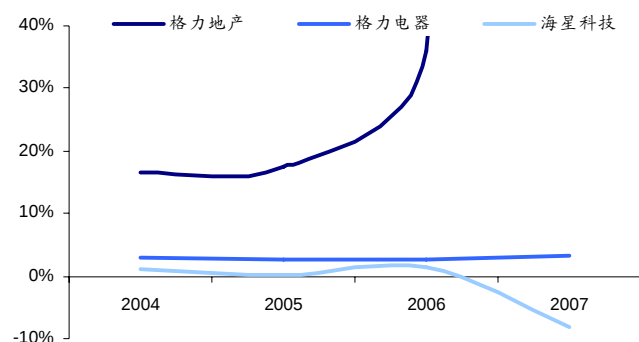
2008 年 10 月 8 日，公司公告因原有大股东——海星集团而分别卷入和中天建设公司、中铁十五局的两宗诉讼案。2008 年 12 月 2 日，公司公告前一宗诉讼案已撤回。后一诉讼能否以及何时得以解决，将成为资产注入能否最终完成的关键。

后一诉讼案即为中铁十五局诉公司大股东海星集团及包括公司在内的 6 家公司，这一诉讼案的标的金额为 1.88 亿元。原告中铁十五局诉称：2003 年 11 月 26 日，原告与被告签订了阿深高速公路开封至通许段项目的建设管理委托合同；原告

向被告先行支付了 1.4 亿元的履约保证金；但在此之后，各被告未完全履行合同义务，仅支付了部分利息，未偿还保证金。目前，这宗诉讼案仍未解决。

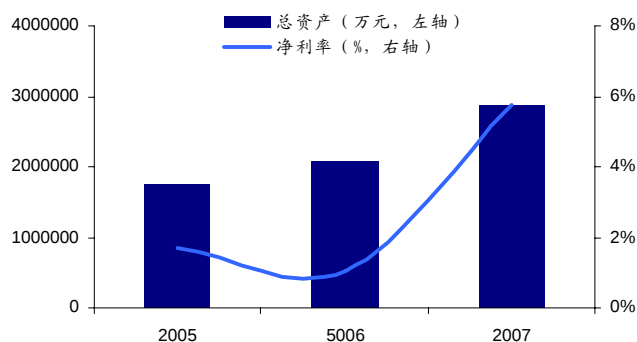
格力集团已付出不菲的借壳代价。6000 万股股权的收购价格为 8.9 元/股，合计 5.34 亿元；在成交日，格力集团就已经支付 1.2 亿元的首笔款项。作为出售股份的附加条件，格力集团已以银行委托贷款的方式为海星集团支付 4 亿元的借款。

图 4 净利润率的比较：格力地产、格力电器与海星科技



资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 5 格力集团的资产规模与净利润率



资料来源：公司网站，海通证券研究所

房地产业务是格力集团多元化战略的下一个重心，房地产板块借壳上市是其关键一步，势在必得。对于格力集团传统的家电业务而言，例如格力电器，其净利润率近年一直维持在 3% 左右的极低水平。随着规模的日渐庞大，格力集团有望进一步深化其多元化发展战略。集团的发展重心，逐步向利润率较高的房地产业务倾斜，已是大势所趋。

4. 盈利预测与投资建议。在 2009 年资产注入最终完成的前提下，我们调整对公司 2008-2010 年的 EPS 预测为 -0.26 元、0.55 元、0.70 元。我们看好格力地产的长期发展前景，维持对公司“买入”的投资评级，按 09 年 EPS 计算的 18 倍 PE，给予其 6 个月目标价 9.90 元。

表 3 公司利润表预测（百万元）

	2008E	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	358	1,548	1,926	2,645
减：营业成本	332	820	999	1,382
营业税金及附加	2	196	252	335
销售费用	13	38	49	70
管理费用	19	50	48	92
财务费用	19	21	40	47
资产减值损失	3	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-62	0	0	0
二、营业利润	-92	423	540	719
加：营业外收入	1	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
三、利润总额	-92	423	540	719
减：所得税费用	0	106	135	180
四、净利润	-92	317	405	539
归属于母公司所有者的净利润	-92	317	405	539
少数股东损益	0	0	0	0
五、每股收益（元）	-0.26	0.55	0.70	0.93

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 不确定性因素。

系统性风险；中铁十五局诉讼案，仍存在不确定性；2008 年年报之后，短期戴帽的可能性较大；2010 年开竣工计划，仍存在不确定性。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

帅虎：房地产行业分析师

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、金融街、华侨城、首开股份、张江高科、中国国贸、上实发展、世茂股份、冠城大通、亿城股份、名流置业、滨江集团、华发股份、福星股份、万通地产、中天城投、珠江实业、丰华股份等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通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。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。