

动态报告

房地产

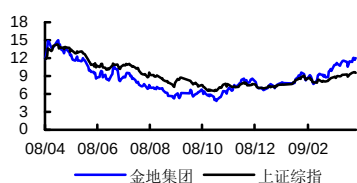
房地产开发

金地集团(600383)
谨慎推荐

(维持评级)

2009年4月20日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	11.78
总股本/流通A股(百万股)	1,678/1,641
流通B股/H股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	19,769/19,335
上证综指/深圳成指	2,503.94/9,580.06
12个月最高/最低(元)	14.73/4.73

财务数据

净资产值(百万元)	9,360
每股净资产(元)	5.58
市净率	2.11
资产负债率	70.82%
息率	0.85%

相关研究报告:

分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

分析师: 陈林

电话: 0755-82133343

E-mail: chenlin@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

存货减值致 08 业绩下滑, 09 将恢复增长

●08 年净利润下降 13%, 业绩符合预期

公司 08 年共实现营业收入 97.62 亿元、净利润 8.41 亿元,同比分别增长 30.38% 和 -12.86%; 每股收益 0.50 元,与我们的预期一致。分配方案为:每 10 股转增 3 股派 1 元现金。收入上升而净利润下降,主要是受资产减值准备计提的影响,如果不考虑计提,净利润同比上升 21.3%。08 年费用率上升 2.7 个点至 11.7%,毛利率略微下滑 0.7 个点至 43.1%; 全年实现销售额 114 亿元,同比增长 17%。

●1Q09 净利润跌幅扩大, 全年盈利将前低后高

1Q09 公司实现营业收入 14.4 亿元,增长 63%,净利润 5478 万元,下滑 42.5%,主要原因是结算项目结构差异和价格下行导致毛利率同比下滑 26 个百分点。一季度实现销售 36.1 万平米/33.65 亿元,分别增长 51.6%/34.1%,达到去年销售额的 30%; 期末预收款 69 亿元,占全年收入预测的约 60%。我们认为公司全年销售实现同比增长的概率较大,季度盈利将呈现前低后高的态势。

●控制投资开发节奏, 降低经营风险

公司继续销售为先的策略,08 年新开工 138 万平方米,同比减少 43%; 竣工 134 万平方米,增加 18%; 09 年计划开工 135 万平方米,竣工 170 万平方米。

●债务结构改善, 积极拓展融资渠道

一季度公司债务结构继续改善,但考虑到未来将有更多项目开工,并有新增项目计划,资金仍面临一定压力。09 年除快速销售加强现金储备外,公司将积极拓展融资渠道。增发 40 亿元计划若能实施,将进一步加强公司资金实力。

●维持“谨慎推荐”评级

经过 08 年市场的严峻考验,公司发展方针更为务实稳健,轻装上阵后 09 年业绩将恢复增长。我们依然看好公司的长期发展前景,预计 09-11 年 EPS 分别为 0.65 元 (18.1x)、0.83 元(14.1x)和 1.01 元(11.7x),维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7,487.48	9,762.03	10,641	12,769	15,322
(+/-%)	110.10%	30.38%	9.0%	20.0%	20.0%
净利润(百万元)	964.97	840.86	1094	1398	1696
(+/-%)	103.34%	-12.86%	30.1%	27.7%	21.3%
每股收益(元)	1.15	0.50	0.65	0.83	1.01
EBIT Margin	24.75%	18.22%	19.0%	21.0%	22.0%
净资产收益率 (ROE)	11.43%	9.04%	11.1%	13.3%	14.9%
市盈率 (PE)	10.24	23.51	18.1	14.1	11.7
EV/EBITDA	9.30	16.76	22.7	19.6	17.8
市净率 (PB)	1.17	2.13	2.01	1.87	1.73

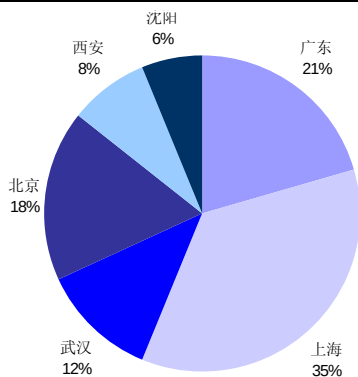
08 年净利润下降 13%，业绩符合预期

公司 2008 年共实现营业收入 97.62 亿元，较上年同比增长 30.38%，其中房地产结算收入为 94.33 亿元，较上年增长 29.56%。；实现净利润 8.41 亿元，同比下降 12.86%；每股收益 0.50 元，与我们的预期一致。年度利润分配方案为：每 10 股转增 3 股派 1 元现金。

公司收入上升而净利润下降，主要是受资产减值准备计提的影响，如果不考虑减值计提，公司净利润同比上升 21.3%。此外，08 年费用率上升 2.7 个百分点至 11.7%，主要是促销带来的销售费用和筹资带来的增加财务费用增加，导致整体毛利率略微下滑 0.7 个百分点至 43.1%。

报告期内，公司房地产项目结算面积 106.4 万平方米，同比增长 19.23%；房地产业务的利润率为 31.75%，比上年减少 1.74 个百分点，主要是结转项目结构变化所致。到 08 年年底，公司未结算的项目资源约 1133 万平方米，其中权益部分约为 982 万平方米。

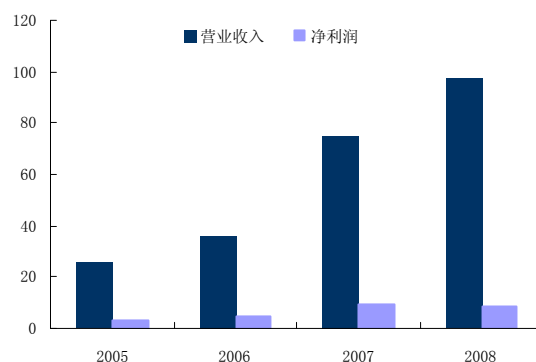
图 1：公司 08 年收入分区域占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 2：公司近年来收入和净利润情况

亿元



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

资产减值计提影响净利润 3.3 亿元

报告期末，公司按照企业会计准则及公司会计政策的相关规定及要求，对存货逐项进行减值测试，并按照成本与可变现净值孰低原则计提跌价准备。根据测试结果，公司为 2007 年获取的三个高价地项目--深圳龙华新城、东莞金地格林庭园、武汉京汉大道，一次性计提存货跌价准备 3.57 亿元，考虑递延所得税因素后，影响净利润 3.295 亿元。

表 1：公司计提项目情况

万元

项目名称	权益比例	提取减值准备	影响净利润	备注
深圳龙华新城项目（上塘道）	100%	24,620.90	24,620.90	该可抵扣暂时性差异未确认递延所得税资产
东莞金地格林庭园项目	100%	4,081.06	3,060.80	
武汉京汉大道项目	100%	7,025.50	5,269.13	
合计		35,727.46	32,950.83	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

08 年销售突破百亿，优于大势

2008 年公司销售面积 110.76 万平方米，销售金额 114.03 亿元，分别较 07 年增加 2.4%和 17%，好于全国平均近 20%的跌幅。其中，销售面积超过 10 万平方米的项目共 3 个，分别是深圳梅陇镇、上海格林世界、武汉格林小城。销售金额在 10 亿元以上的项目有上海格林世界、上海湾流域、上海未未来、深圳梅陇镇等 4 个项目。

表 2: 公司 2008 年主要项目楼盘结算和销售情况

楼盘项目	结算面积(万 M2)	结算金额(万元)	销售面积(万 M2)	销售金额(万元)
北京格林小镇 6	10.36	88,519	4.14	35,047
北京名京	0	0	4.59	92,246
天津格林世界	10.94	75,998	9.94	63,674
东莞格林庭院	4.44	23,110	3.31	14,942
东莞新世纪塘厦（博登湖）	2.67	14,145	2.96	15,575
广州荔湖城	5.81	52,920	3.37	23,136
深圳梅陇镇	8.13	92,648	11.03	116,312
深圳金地名津（渔农村）	0.40	7,706	0.33	6,321
佛山九珑壁	0	0	4.03	33,796
上海格林世界	8.98	150,054	11.58	166,301
上海格林郡	8.85	74,213	5.48	47,734
宁波国际花园	7.06	69,159	0.3	5,927
上海未未来	0	0	9.41	139,041
上海湾流域	1.84	40,372	7.58	132,298
武汉格林小城	18.41	111,478	10.61	63,539
武汉国际花园	0	0	4.48	31,812
西安曲江尚林苑	4.89	37,998	2.80	23,356
西安金地芙蓉湖畔	2.95	39,394	4.17	51,654
沈阳国际花园	9.6	58,447	6.85	40,731
其他	1.07	7,135	3.80	36,819
合计	106.4	943,296	110.76	1,140,261

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

控制投资开发节奏，降低经营风险

面对市场形势的急转直下，公司及时调整了经营策略，通过多种措施优先保证销售回款，加强现金储备，确保经营安全。为压缩新项目投资规模，公司去年仅进行了一项投资，即西安南湖曲江池项目，占地面积 46.22 万平方米，规划可售面积 88.49 万平方米，项目处于前期阶段。为降低经营风险，去年公司对各项目开发节奏进行了控制，全年新开工面积 138 万平方米，比上年同期减少 43%；竣工面积 134 万平方米，比上年增加 18%；在开发项目（包括处于前期规划的项目）32 个。

表 3: 公司 2008 年主要在建房地产项目一览

项目	位置	权益	规划可售面积	新开工面积	竣工面积
深圳梅陇镇	宝安区	80%	418,617	0	116,007
深圳上塘道	宝安区	100%	125,739	57,439	0
深圳名座（104 项目）	福田区	100%	26,479	0	0
佛山九珑壁	禅城区	51%	217,311	0	0
广州荔湖城	增城区	80%	2,382,000	0	48,745
东莞格林庭院（大岭山项目）	大岭山镇	100%	189,316	0	64,839
珠海工业园	香洲区	100%	847,710	0	0
东莞博登湖（新世纪塘厦项目）	塘厦镇	51%	315,991	123,531	69,306

北京格林小镇 6	通州区	100%	159,299	0	106,654
北京名京（四惠项目）	朝阳区	100%	102,527	0	0
天津格林世界	津南区	100%	711,328	111,397	109,369
上海格林世界	嘉定区	70%	861,073	268,303	109,383
上海格林郡	青浦区	75%	238,337	0	97,312
上海未来（高行项目）	浦东新区	100%	154,950	0	0
上海湾流域（三林项目）	浦东新区	85%	188,413	0	51,230
宁波国际花园	鄞州区	100%	124,696	0	69,419
南京名京（所街项目）	建邺区	100%	152,604	152,604	0
杭州自在城（三墩 24、25 地块）	西湖区	60%	406,454	122,845	0
武汉格林小城	洪山区	100%	652,191	0	253,770
武汉国际花园	武昌区	18%	196,500	0	0
西安曲江尚林苑	雁塔区	100%	79,867	0	48,111
西安芙蓉湖畔	雁塔区	100%	164,404	164,404	49,505
沈阳国际花园	浑南区	100%	218,172	70,635	147,537
沈阳滨河国际（长青项目）	浑南区	100%	1,393,575	308,097	0
合计			10,327,553	1,379,255	1,341,187

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

1Q09 净利润跌幅扩大，全年盈利将前低后高

公司同时公布了 09 年一季报，一季度公司营业收入为 14.36 亿元，较上年同期增长 62.73%，净利润为 5477.67 万元，同比下滑 42.49%，每股收益为 0.03 元，主要原因是结算项目结构差异和价格下行，导致毛利率下滑 26 个百分点。从销售情况来看，一季度实现销售面积 36.09 万平方米，较上年同期增长 51.6%；累计销售金额 33.65 亿元，较上年同期增长 34.1%，已经达到去年销售额的 30%。一季度末公司预收款为 69 亿元，占我们对公司全年收入预测的约 60%。随着推盘量的增加和市场回暖效应的体现，我们认为公司全年销售实现同比增长的概率较大，季度盈利将呈现前低后高的态势。

公司 09 年主要开发项目共 26 个，计划开工面积 135 万平方米，与 08 年基本持平，计划竣工面积 170 万平方米，比 08 年增长 27%。

表 4：公司 09 年度计划开发房地产项目

平方米

项目	位置	权益	规划可售面积	项目资源	09 计划开工面积	09 计划竣工面积
深圳梅陇镇	宝安区	80%	418,617	107,861	0	40,200
深圳上塘道	宝安区	100%	125,739	125,739	0	68,300
深圳名座（104 项目）	福田区	100%	26,479	26,479	0	26,479
佛山九珑壁	禅城区	51%	217,311	217,311	0	139,969
广州荔湖城	增城区	80%	2,382,000	2,237,222	0	0
东莞格林庭院（大岭山项目）	大岭山镇	100%	189,316	144,960	0	67,390
珠海工业园	香洲区	100%	847,710	780,336	26,557	0
东莞博登湖（新世纪塘厦项目）	塘厦镇	51%	315,991	289,328	0	30,276
珠海红山楼项目	香洲区	100%	31,522	31,522	31,522	0
北京格林小镇 6	通州区	100%	159,299	55,667	0	52,645
北京名京（四惠项目）	朝阳区	100%	102,527	102,527	0	56,211
天津格林世界	津南区	100%	711,328	488,232	158,543	154,743
上海格林世界	嘉定区	70%	861,073	526,468	149,955	153,714
上海格林郡	青浦区	100%	238,337	44,471	0	31,580
上海未来（高行项目）	浦东新区	100%	154,950	154,950	0	154,950
上海湾流域（三林项目）	浦东新区	100%	188,413	169,993	48,783	81,482
南京名京（所街项目）	建邺区	100%	152,604	152,604	0	99,623
南京板桥项目	雨花台区	100%	1,023,003	1,023,003	339,488	0
杭州自在城（三墩 24、25 地块）	西湖区	60%	406,454	406,454	54,216	0
武汉国际花园	武昌区	18.40%	196,500	196,500	0	182,406

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

武汉金银湖项目	东西湖区	100%	239,111	239,111	178,295	0
西安芙蓉湖畔	雁塔区	100%	164,404	135,682	0	114,899
西安南湖曲江池项目	雁塔区	100%	884,924	884,924	0	0
西安南湖项目	雁塔区	100%	315,600	315,600	274,455	0
沈阳国际花园	浑南区	100%	218,172	122,185	0	70,635
沈阳滨河国际（长青项目）	浑南区	100%	1,393,575	1,393,575	92,870	176,581
合计			11,964,959	10,372,704	1,354,684	1,702,096

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

债务结构改善，积极拓展融资渠道

资产负债表显示，公司 09 年一季度持有货币资金 53.7 亿元，同比下降 14%，但比 08 年底增加了 9.2 亿元；资产负债率为 70.8%，预收款较 08 年底年增加 15.1 亿元至 68.9 亿元，扣除预收款后负债率为 52%。因归还银行借款，公司一季度短期借款为 5.2 亿元，同比下降 85%；一年内到期的非流动负债 21.45 亿元，下降 3%，长期借款 91.5 亿元，增加 35%；支付工程款项使得应付账款由年初的 21.5 亿元降至一季末的 14.3 亿元；因按期支付利息，一季度末应付利息只有 312 万元，较今年年初下降 94%。总体来看，公司债务结构进一步改善，但考虑到 09 年有更多项目进入开工期，并有新增项目计划，仍面临一定的资金压力。

09 年公司除加快已有项目的开发速度、快速销售、快速回款等多种手段加强现金储备外，还将积极拓展融资渠道。截至 08 年末，公司共获得约 232 亿元的银行授信额度，并与 ING 房地产建立战略合作伙伴关系。为进一步开拓国际资本融资渠道，公司与多家境外银行开展项目融资，包括德国 HYPO 银行、香港永亨银行等，并在多个项目上有了实质合作。08 年公司与 UBS 签定了战略合作协议，房地产基金管理有望在 09 年发挥融资造血的功能，成为住宅业务真正的支持平台。此外，公司将于近期审议 4 亿股定向增发议案，预期增发额 40 亿元，此举也将有利于公司优化债务结构，加速项目建设。

维持“谨慎推荐”评级

经过 08 年市场的严峻考验，公司的发展方针更为务实稳健，轻装上阵后 09 年业绩将恢复增长。我们依然看好公司长期发展前景，预计 09-11 年 EPS 分别为 0.65 元（18.1x）、0.83 元（14.1x）和 1.01 元（11.7x），维持“谨慎推荐”的评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	4450	5000	6000	7000	营业收入	9762	10641	12769	15322
应收款项	670	729	875	1049	营业成本	5551	6278	7534	8887
存货净额	28440	30864	37069	43886	营业税金及附加	1191	1277	1532	1839
其他流动资产	856	1064	1277	1532	销售费用	408	532	511	613
流动资产合计	34416	37657	45220	53467	管理费用	479	532	511	613
固定资产	81	(1)	(1)	(0)	财务费用	253	156	298	478
无形资产及其他	0	1	2	3	投资收益	11	3	3	3
投资性房地产	364	364	364	364	资产减值及公允价值变动	(358)	0	0	0
长期股权投资	241	235	230	224	其他收入	0	0	0	0
资产总计	35102	38256	45815	54058	营业利润	1533	1868	2387	2896
短期借款及交易性金融负债	3887	6466	11029	15589	营业外净收支	9	0	0	0
应付款项	2146	2058	2471	2926	利润总额	1542	1868	2387	2896
其他流动负债	9667	9861	11548	13690	所得税费用	447	467	597	724
流动负债合计	15700	18384	25048	32205	少数股东损益	253	307	392	476
长期借款及应付债券	8984	8754	8754	8754	归属于母公司净利润	841	1094	1398	1696
其他长期负债	8	8	8	8					
长期负债合计	8991	8761	8761	8761	现金流量表 (百万元)				
负债合计	24692	27146	33809	40966		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	1107	1261	1457	1695	净利润	841	1094	1398	1696
股东权益	9303	9850	10549	11397	资产减值准备	358	53	(28)	(28)
负债和股东权益总计	35102	38256	45815	54058	折旧摊销	23	45	46	47
					公允价值变动损失	358	0	0	0
					财务费用	253	156	298	478
关键财务与估值指标					营运资本变动	(3338)	(2532)	(4490)	(4678)
	2008	2009E	2010E	2011E	其它	(421)	100	224	266
每股收益	0.50	0.65	0.83	1.01	经营活动现金流	(2179)	(1240)	(2850)	(2697)
每股红利	0.63	0.33	0.42	0.51	资本开支	(24)	(17)	(19)	(21)
每股净资产	5.54	5.87	6.29	6.79	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	8%	6%	7%	7%	投资活动现金流	(18)	(11)	(13)	(15)
ROE	9%	11%	13%	15%	权益性融资	300	0	0	0
毛利率	43%	41%	41%	42%	负债净变化	2393	(230)	0	0
EBIT Margin	22%	19%	21%	22%	支付股利、利息	(1051)	(547)	(699)	(848)
EBITDA Margin	22%	19%	21%	22%	其它融资现金流	1154	2579	4563	4560
收入增长	30%	9%	20%	20%	融资活动现金流	4137	1802	3864	3712
净利润增长率	-13%	30%	28%	21%	现金净变动	1939	550	1000	1000
资产负债率	73%	74%	77%	79%	货币资金的期初余额	2511	4450	5000	6000
息率	5.3%	2.8%	3.5%	4.3%	货币资金的期末余额	4450	5000	6000	7000
P/E	23.5	18.1	14.1	11.7	企业自由现金流	(1825)	(989)	(2452)	(2124)
P/B	2.1	2.0	1.9	1.7	权益自由现金流	1721	1243	1887	2078
EV/EBITDA	20.6	22.7	19.6	17.8					

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄飙	0755-82133476	陈林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轩	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-82133406
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠		谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	廖绪发	021-82133406
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张如	021-68866233			邱波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨涛	0755-82133339	戴军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦戡	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		