

激励方案落定 稳健发展可期

报告关键点：

- 股权激励方案落定，激励兑现和业绩释放有望相互促进，形成效益在较长时间内稳健增长的局面。2010年业绩增长较为确定，满足期权授予条件的可能性大。
- 公司战略管理水平进一步提高，在多方面有体现：在防风险和抓发展之间谋求适度平衡；产品品牌优势突出；09年取得储备盈利能力较强等等。
- 维持增持-A评级。

报告摘要：

- 股权激励方案落定，稳健发展可期。股权激励方案26日获股东大会通过。此前已报证监会备案无异议。股权激励方案有效期为7年，分5期生效，生效的条件主要包括净利润较09年复合增长率 $\geq 20\%$ 、销售收入较09年复合增长率 $\geq 30\%$ 、净资产收益率 $\geq 10\%$ 等。09年业绩已经预增100%左右。今后激励方案的实施和业绩释放有望相互促进，形成公司效益在较长时间内稳健增长的局面。
- 2010年业绩增长较为确定，满足期权授予条件的可能性大。2009年1-12月公司累计实现销售面积188.35万平方米，同比增长71.3%；累计销售金额210.48亿元，同比增长84.6%。我们估算留待2010年及以后结算的预收账款超过100亿元。
- 公司战略管理水平进一步提高，在防风险和抓发展之间谋求适度平衡。如09年中期，公司提出下半年适度提高开工量，坚持快速销售、快速回款的原则，以提高应对不确定性的能力；以及保持适度投资规模，侧重于短平快项目，以进一步优化土地储备结构等。均具有较强的预见性。
- 公司产品品牌优势突出，在市场转淡时有助于保持议价能力。这在08年曾有所表现：深圳梅陇镇项目08年销售金额11.6亿元，列深圳销售榜前三甲；上海格林世界项目，销售金额16.6亿元，获上海单盘销售面积第一名；上海湾流域项目，开盘后连续三月蝉联上海市单盘销售量第一名；上海未来项目，销售金额14亿元，列上海年度楼盘销售套数榜第三名；武汉格林小镇项目，位列2008年武汉市楼市销售排行榜第三名；西安芙蓉世家项目，在销售价格保持区域内标杆水平的情况下，销售金额位列西安市楼盘同期销售第二名。
- 09年深耕已进入的省市，取得地块盈利能力较强。公司现有项目大多在一线城市和省座城市，09年拿地方面侧重已进入的省市，在上海、北京、天津等城市新增的项目每平方米盈利能力较强，这类项目的规划建筑面积超过200万平米。
- 两年前形成的高价地压力至09年度已明显缓解。08年三个计提减值准备的项目，在09年三季度冲回了大部分减值准备。番禺地块09年11月解除了土地出让合同，3亿元地价款退回公司。
- 多元化融资步伐较为领先。09年完成定向增发，募集资金41亿元。该公司已采用的融资方式除银行贷款还包括公司债、信托融资等。
- 维持增持-A评级。我们在2月份月度报告（见2月7日报告《房地产：风险尚未完全释放》）中上调了公司2010年EPS至0.91元，给予18倍PE，目标价16.40元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,487.5	9,762.0	13,078.4	17,001.9	22,442.5
Growth(%)	110.1%	30.4%	34.0%	30.0%	32.0%
净利润	965.0	840.9	1,695.5	2,264.7	2,625.8
Growth(%)	103.3%	-12.9%	101.6%	33.6%	15.9%
毛利率(%)	43.8%	43.1%	40.5%	44.0%	42.0%
净利润率(%)	12.9%	8.6%	13.0%	13.3%	11.7%
每股收益(元)	0.39	0.34	0.68	0.91	1.06
每股净资产(元)	3.70	4.19	6.64	7.72	8.98
市盈率	32.7	37.5	18.6	13.9	12.0
市净率	3.4	3.0	1.9	1.6	1.4
净资产收益率(%)	14.4%	10.5%	12.8%	14.8%	14.7%
ROIC(%)	22.7%	9.2%	12.1%	11.6%	12.2%
EV/EBITDA	9.1	17.0	14.1	10.9	9.3
股息收益率	0.5%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：16.40元

期限：12个月 上次预测：16.40元

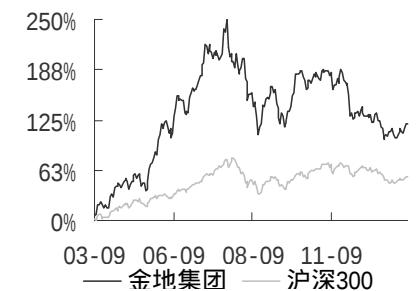
现价：12.71元

报告日期：2010-02-27

市场数据

总市值(百万元)	31,573.82
流通市值(百万元)	27,728.14
总股本(百万股)	2,484.17
流通股本(百万股)	2,181.60
12个月最高/最低	7.41/20.30元
十大流通股东(%)	25.24%
股东户数	249,301

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.76	(12.74)	67.46
绝对收益	8.36	(15.72)	120.77

研究员

徐胜利	行业分析师
010-66581636	xusl@essence.com.cn
柳世庆	行业分析师
010-66581630	liusq@essence.com.cn

前期研究成果

金地集团：2009年3季报点评	2009-10-26
金地集团：2009中报点评	2009-08-10

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2010-2-27**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,487.5	9,762.0	13,078.4	17,001.9	22,442.5	成长性					
减: 营业成本	4,204.4	5,550.9	7,781.6	9,521.1	13,016.7	营业收入增长率	110.1%	30.4%	34.0%	30.0%	32.0%
营业税费	823.6	1,191.0	1,438.6	2,040.2	2,693.1	营业利润增长率	175.5%	-14.3%	84.0%	33.8%	15.9%
销售费用	212.2	408.1	523.1	646.1	897.7	净利润增长率	103.3%	-12.9%	101.6%	33.6%	15.9%
管理费用	400.4	478.7	588.5	765.1	1,009.9	EBITDA 增长率	181.8%	-2.7%	66.9%	33.6%	19.8%
财务费用	59.0	253.3	196.2	255.0	448.9	EBIT 增长率	185.9%	-3.3%	68.9%	33.6%	19.7%
资产减值损失	0.9	358.5	-270.0	-	-	NOPLAT 增长率	153.9%	-2.5%	68.0%	33.5%	19.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	141.8%	27.2%	39.0%	14.0%	11.7%
投资和汇兑收益	1.6	11.5	-	-	-	净资产增长率	154.6%	13.1%	58.6%	16.2%	16.3%
营业利润	1,788.4	1,533.0	2,820.3	3,774.4	4,376.3	利润率					
加: 营业外净收支	8.8	8.7	-	-	-	毛利率	43.8%	43.1%	40.5%	44.0%	42.0%
利润总额	1,797.3	1,541.7	2,820.3	3,774.4	4,376.3	营业利润率	23.9%	15.7%	21.6%	22.2%	19.5%
减: 所得税	474.5	447.4	703.0	943.6	1,094.1	净利率	12.9%	8.6%	13.0%	13.3%	11.7%
净利润	965.0	840.9	1,695.5	2,264.7	2,625.8	EBITDA/营业收入	24.8%	18.5%	23.1%	23.7%	21.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	24.7%	18.3%	23.1%	23.7%	21.5%
货币资金	2,510.7	4,450.0	10,000.0	9,000.0	8,500.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	4	3	2	1	1
应收帐款	719.1	670.3	1,850.6	1,966.6	1,896.5	流动营业资本周转天数	476	598	594	568	493
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	826	1,086	1,148	1,086	887
预付帐款	2,166.7	346.0	490.0	464.0	516.4	应收帐款周转天数	0	0	1	1	1
存货	18,624.5	28,440.4	35,426.0	40,994.9	44,978.2	存货周转天数	653	874	885	810	690
其他流动资产	440.7	509.6	1,200.0	1,200.0	1,034.0	总资产周转天数	869	1,114	1,176	1,115	902
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	500	616	615	589	504
持有至到期投资	-	-	200.0	200.0	200.0	投资回报率					
长期股权投资	246.6	240.8	750.0	750.0	10.0	ROE	14.4%	10.5%	12.8%	14.8%	14.7%
投资性房地产	192.4	81.8	80.0	80.0	80.0	ROA	5.2%	3.1%	4.2%	5.1%	5.7%
固定资产	79.0	81.0	70.0	70.0	70.0	ROIC	22.7%	9.2%	12.1%	11.6%	12.2%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	-	-	-	-	-	销售费用率	2.8%	4.2%	4.0%	3.8%	4.0%
其他非流动资产	335.4	281.9	247.6	247.6	247.6	管理费用率	5.3%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%
资产总额	25,315.0	35,101.6	50,314.2	54,973.1	57,532.7	财务费用率	0.8%	2.6%	1.5%	1.5%	2.0%
短期债务	1,943.3	1,483.7	430.0	500.0	300.0	三费/营业收入	9.0%	11.7%	10.0%	9.8%	10.5%
应付帐款	3,426.5	5,846.5	6,500.0	5,500.0	5,500.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	63.7%	70.3%	67.2%	65.1%	61.2%
其他流动负债	4,183.3	5,866.0	13,392.7	16,400.8	15,978.3	负债权益比	175.1%	237.2%	204.8%	186.5%	157.8%
长期借款	5,404.7	7,797.3	12,000.0	12,000.0	12,000.0	流动比率	2.29	2.19	2.38	2.37	2.59
其他非流动负债	7.6	1,194.1	1,194.6	1,194.6	1,194.6	速动比率	0.55	0.36	0.65	0.56	0.54
负债总额	16,113.1	24,691.7	33,807.3	35,785.4	35,212.9	利息保障倍数	31.31	7.05	15.38	15.80	10.75
少数股东权益	759.6	1,107.1	1,528.9	2,095.1	2,751.5	分红指标					
股本	839.1	1,678.2	2,484.2	2,484.2	2,484.2	DPS(元)	0.06	0.02	0.06	0.06	0.06
留存收益	7,558.4	7,518.3	12,493.8	14,608.4	17,084.2	分红比率	16.4%	5.0%	8.8%	6.6%	5.7%
股东权益	9,201.8	10,409.9	16,506.8	19,187.7	22,319.9	股息收益率	0.5%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,322.8	1,094.3	1,695.5	2,264.7	2,625.8	EPS(元)	0.39	0.34	0.68	0.91	1.06
加: 折旧和摊销	16.0	25.4	3.9	6.4	10.5	BVPS(元)	3.70	4.19	6.64	7.72	8.98
资产减值准备	0.9	358.5	-270.0	-	-	PE(X)	32.7	37.5	18.6	13.9	12.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.4	3.0	1.9	1.6	1.4
财务费用	2.1	360.3	1,087.3	196.2	255.0	P/FCF	-10.6	25.0	-6.8	-22.3	-31.4
投资收益	-1.6	-11.5	-	-	-	P/S	4.2	3.2	2.4	1.9	1.4
少数股东损益	357.8	253.4	421.8	566.2	656.4	EV/EBITDA	9.1	17.0	14.1	10.9	9.3
营运资金的变动	-8,379.4	-4,095.2	-529.1	-3,560.8	-4,222.2	CAGR(%)	28.9%	44.2%			
经营活动产生现金流量	-6,309.1	-1,751.3	1,518.2	-468.6	-480.6	PEG	1.1	0.8			
投资活动产生现金流量	-371.2	13.6	-709.3	-101.1	-101.1	ROIC/WACC	2.7	1.1	1.5	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	8,267.9	3,513.1	4,835.7	-435.0	-748.9	REP	0.4	1.5	1.1	1.1	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	刘欢	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034