

强烈推荐-A (维持)

格力地产 600185.SH

目标估值: 11.40 元

当前股价: 8.88 元

2010 年 7 月 5 日

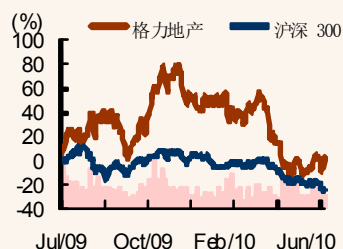
好房子，格力造

基础数据

上证综指	2383
总股本(万股)	57759
已上市流通股(万股)	33759
总市值(亿元)	51
流通市值(亿元)	30
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	19.0
资产负债率	75.3%
主要股东	珠海格力集团有限公司
主要股东持股比例	51.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	-32	12
相对表现	26	-2	35



相关报告

- 1、《ST 海星(600185)-2010、2011 年业绩增长确定》2010/2/5
- 2、《ST 海星(600185)-珠海房地产新贵，未来高成长可期》2010/1/25

贾祖国

010-88088569
jjazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理

洪俊骅
021-68407139
hongjh@cmschina.com.cn

近日，我们对格力地产进行了调研，和公司董事长、总经理、董秘以及证券部部长进行了交流和沟通。公司在目前的时点将苦练内功，努力将自己的建筑质量保持在行业领先地位；同时，公司也将加强人才培养和信息化系统的建设。我们看好公司中长期的发展前景，维持公司“强烈推荐-A”的投资评级。

- **格力海岸项目将在下半年全面开工：**6月29日，公司格力海岸项目的软基工程正式开工。鉴于目前的市场情况，格力海岸项目将率先推出一些高层和多层，并争取在明年下半年实现预售；
- **公司的建筑质量处于业内的领先地位：**公司的建材采用甲控的操作模式，即避免了质量出现问题，又可以较好的控制成本。公司的门窗装修全部采用日本进口的原材料，在近日珠海连绵雨天的天气情况下，公司的格力广场、格力香樟的建成项目达到了门窗不渗漏一滴雨水的效果，这在南方地区是难能可贵的；
- **公司加强人才团队和信息化建设，苦练内功：**公司喜欢自己培养新人。刚刚毕业的大学生有3个月的试用期，试用期过后有1年的见习期，随后有一系列的竞岗流程，脱颖而出的可以成为见习主管，收入可以翻番。这给员工提供了较好的发展通道。公司也是最早在珠海实行无纸化办公和信息化建设的公司，公司的OA系统可以实现公司大部分业务流程；
- **公司再融资还处在材料前期准备过程中：**公司正在核对所有的地产项目，争取在材料上报证监会后，可以做到一次性过关；
- **公司的销售情况较为正常：**公司6月份的销售额超过了1个亿，5月份也超过了6千万，目前公司推出的格力香樟的商铺也获得了不错的销售业绩；
- **业绩预测与投资评级：**根据目前的市场情况，我们适当下调公司2010年、2011年及2012年的EPS至0.57元、0.73元及1.00元。公司2010年的RNAV为10.61元。我们按照2010年20倍PE给予公司股价11.40元的目标值，维持公司股票“强烈推荐-A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	422	513	1601	1851	2480
同比增长	-47%	22%	212%	16%	34%
营业利润(百万元)		304	424	543	740
同比增长	857%	-210%	39%	28%	36%
净利润(百万元)	-431	235	329	422	575
同比增长	564%	-155%	40%	28%	36%
每股收益(元)	-1.28	0.41	0.57	0.73	1.00
PE	-10.0	31.4	22.4	17.5	12.8
PB	74.9	4.4	3.7	3.1	2.5

资料来源：招商证券

公司项目进度情况

格力广场 1 期 A 区将在今年全部结算。

格力广场 1 期 B 区将在今年下半年预售，2012 年结算。

格力广场 1 期 C 区将在明年开工，可能还会晚于 2 期的开工，将在 2013 年以后结算。

格力广场 2 期将在明年开工，2013 年左右结算。

公司 10-12 年房地产结算面积和收入假设

10 年预计结算面积 9.7 万平方米，结算收入 16.01 亿元；

11 年预计结算面积 13.71 万平方米，结算收入 18.51 亿元；

12 年预计结算面积 14 万平方米，结算收入 24.8 亿元。

表 1：10-12 年公司结算项目，结算面积和收入预测

项目	位置	10 年结 算面积	11 年结 算面积	12 年结 算面积	10 年结 算收入	11 年结 算收入	12 年结 算收入
格力广场一期 A 区	珠海市吉大石花西路，在香洲区与拱北区之间	9.70			16.01		
格力广场一期 B 区	珠海市吉大石花西路，在香洲区与拱北区之间			8.00			12.8
格力广场一期 C 区	珠海市吉大石花西路，在香洲区与拱北区之间						
格力广场二期	珠海市吉大石花西路，在香洲区与拱北区之间						
香樟美筑	珠海市九州大道和迎宾南路的交汇点		13.71			18.51	
夏湾 C	珠海市拱北夏湾						
格力海岸	珠海市唐家湾			6.00			12
合计		9.7	13.71	14.00	16.01	18.51	24.8

资料来源：招商证券研发中心

10-12 年 EPS 分别为 0.57 元，0.73 元和 1.00 元

基于上述收入与成本假设，我们预计公司 10 年到 12 年，EPS 分别为 0.57 元，0.73 元和 1.00 元。

表 2: 公司盈利预测简表

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	513	1601	1851	2480
二、营业总成本	496	1178	1307	1740
其中: 营业成本	319	685	727	842
营业税金及附加	61	335	428	708
营业费用	28	64	74	99
管理费用	20	56	65	87
财务费用	14	37	14	3
资产减值损失	55	0	0	0
三、其他经营收益	287	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	287	0	0	0
四、营业利润	304	424	543	740
加: 营业外收入	0	0	0	0
减: 营业外支出	1	0	0	0
五、利润总额	303	424	543	740
减: 所得税	68	95	121	166
六、净利润	235	329	422	575
减: 少数股东损益	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	235	329	422	575
股本 (百万)	578	578	578	578
每股收益 (元)	0.41	0.57	0.73	1.00

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

10 年 RNAV 为 10.61 元, 目前股价有 16.3% 的低估

公司 10 年的 RNAV 是 10.61 元, 目前股价有 13.8% 的低估。

表 3: 公司 RNAV 计算表

开发项目评估溢价 (亿元)	44.76
帐面净资产 (亿元)	16.59
重估净资产 (亿元)	61.35
总股本	5.78
RNAV	10.61

资料来源: 招商证券研发中心 (由于洪湾项目公司仅仅签订了意向书, 在此我们没有考虑洪湾项目)

维持 “强烈推荐-A” 评级

维持“强烈推荐—A”评级: 我们认为公司股价没有完全反映公司的价值, 我们给予公司 2010 年 20 倍 PE 估值, 目标股价 11.4 元。

未来公司股价的催化剂在于:

- 1) 公司历史项目较少, 再融资很有可能获批, 如果再融资获批, 公司将迎来快速增长的契机。
- 2) 公司目前定位为苦练内功, 不断加强公司产品品质。公司优异的建筑质量将会为公司在未来的市场竞争中加上重重的筹码。

风险提示

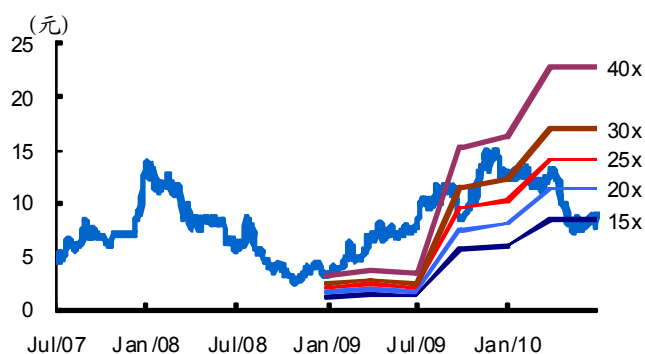
公司的风险主要在于严厉政策调控带来的房地产市场萧条，房地产市场量价齐跌，价格跌幅超过 50%；公司的项目较少且较为集中，公司可能会面临销售困难。

表 4：重点公司估值表

	股价	每股净资产	PB	RNAV	P/RNAV	房价下跌 30%后 RNAV	P/调整后 RNAV	10EPS	10PE	评级
荣盛发展	9.52	4.71	2.02	9.41	1.01	6.02	1.58	0.58	16.48	强烈推荐—A
冠城大通	8.36	2.50	3.35	10.80	0.77	5.00	1.67	1.05	7.96	强烈推荐—A
格力地产	8.88	2.98	2.98	10.41	0.84	7.97	1.11	0.57	15.58	强烈推荐—A
首开股份	14.54	8.41	1.73	18.50	0.79	11.79	1.23	1.18	12.32	强烈推荐—A
金地集团	6.33	3.56	1.78	11.00	0.58			0.85	7.45	强烈推荐—A
鲁商置业	6.75	0.65	10.37	7.93	0.85	4.24	1.59	0.81	8.33	强烈推荐—A
福星股份	8.63	5.44	1.59	11.88	0.73	7.26	1.19	0.70	12.33	强烈推荐—A
世联地产	25.30	4.74	5.33					1.73	14.62	强烈推荐—A
金融街	8.64	6.14	1.41	16.40	0.53	12.15	0.71	0.70	12.34	强烈推荐—A
世茂股份	12.18	5.33	2.29	22.90	0.53	11.36	1.07	1.11	10.97	强烈推荐—A
苏宁环球	8.86	1.74	5.08	12.00	0.74	7.00	1.27	0.96	9.23	强烈推荐—A
华业地产	5.87	3.25	1.80	13.10	0.45	9.37	0.63	0.50	11.74	强烈推荐—A
招商地产	15.42	9.70	1.59	30.00	0.51	16.30	0.95	1.60	9.64	审慎推荐—A
万科A	6.93	3.48	1.99	8.88	0.78	5.72	1.21	0.69	10.04	审慎推荐—A
保利地产	10.51	5.53	1.90	11.87	0.89	8.23	1.28	1.02	10.27	审慎推荐—A
华发股份	10.56	6.30	1.68	22.40	0.47			1.00	10.56	审慎推荐—A
新湖中宝	4.87	1.20	4.05	3.66	1.33	3.09	1.58	0.37	13.28	审慎推荐—A
天津松江	6.86	1.20	5.72	7.66	0.90	4.57	1.50	0.40	17.15	审慎推荐—A
浙江广厦	4.85	2.17	2.24	5.10	0.95	4.05	1.20	0.43	11.28	审慎推荐—A
张江高科	8.85	3.64	2.43	14.16	0.63	13.53	0.65	0.60	14.75	审慎推荐—A
浦东金桥	9.88	4.03	2.45	13.02	0.76	12.39	0.80	0.46	21.48	审慎推荐—A
信达地产	6.60	3.45	1.91	8.01	0.82	5.38	1.23	0.60	11.00	审慎推荐—A
滨江集团	8.30	2.61	3.18	12.68	0.65	9.64	0.86	0.79	10.51	审慎推荐—A
苏州高新	5.48	2.96	1.85	6.23	0.88	5.68	0.96	0.45	12.18	审慎推荐—A
龙元建设	8.23	4.84	1.70					0.63	13.06	审慎推荐—A
华丽家族	8.83	2.12	4.16	7.65	0.62	4.19	2.11	0.96	9.20	审慎推荐—A
亿城股份	4.45	2.82	1.58	7.07	0.62	4.3	1.03	0.54	8.2	审慎推荐—A
建发股份	8.36	4.10	2.04	13.9	0.62	8.4	1.00	0.88	8.2	审慎推荐—A
北京城建	11.84	6.60	1.79	19.40	0.62	16.75	0.71	1.23	9.63	审慎推荐—B
平均	8.40	3.96	2.52	12.80	0.71	8.53	1.09	0.76	11.65	

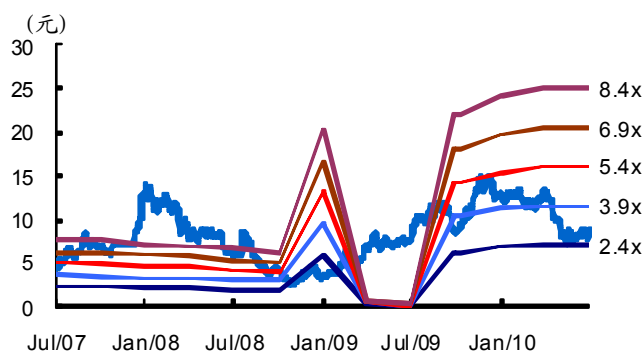
资料来源：招商证券研发中心（股价为 2010 年 7 月 2 日收盘价）

图 1：格力地产历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：格力地产历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	501	4681	10208	11469	13760
现金	30	1110	3115	4653	5821
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	82	0	16	19	25
其它应收款	70	134	160	185	248
存货	207	3360	6849	6540	7582
其他	112	76	68	73	84
非流动资产	274	712	738	735	734
长期股权投资	4	0	0	0	0
固定资产	186	19	18	16	14
无形资产	1	0	0	0	0
其他	84	693	720	719	719
资产总计	776	5393	10946	12204	14494
流动负债	470	2015	4315	4951	6516
短期借款	164	0	0	0	0
应付账款	61	405	103	109	126
预收账款	16	420	274	363	421
其他	228	1191	3938	4478	5968
长期负债	219	1718	4643	4843	4993
长期借款	56	1193	4143	4343	4493
其他	163	525	500	500	500
负债合计	689	3734	8958	9794	11509
股本	338	578	578	578	578
资本公积金	119	110	110	110	110
留存收益	(399)	972	1300	1722	2297
少数股东权益	29	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	58	1659	1988	2410	2985
负债及权益合计	776	5393	10946	12204	14494

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1	(915)	(939)	1402	1023
净利润	(431)	235	329	422	575
折旧摊销	0	0	3	3	3
财务费用	0	0	37	14	3
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(1269)	963	442
其它	432	(1150)	(39)	0	0
投资活动现金流	(1)	267	0	0	(1)
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(1)	267	0	0	(1)
筹资活动现金流	(52)	1358	2943	136	147
借款变动	0	0	3000	150	150
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(52)	1358	(57)	(14)	(3)
现金净增加额	(52)	710	2005	1538	1169

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	422	513	1601	1851	2480
营业成本	409	319	685	727	842
营业税金及附加	7	61	335	428	708
营业费用	17	28	64	74	99
管理费用	32	20	56	65	87
财务费用	40	14	37	14	3
资产减值损失	94	55	0	0	0
公允价值变动收	(0)	0	0	0	0
投资收益	(97)	287	0	0	0
营业利润	(275)	304	424	543	740
营业外收入	8	0	0	0	0
营业外支出	164	1	0	0	0
利润总额	(432)	303	424	543	740
所得税	1	68	95	121	166
净利润	(433)	235	329	422	575
少数股东损益	(2)	0	0	0	0
归属于母公司净	(431)	235	329	422	575
EPS (元)	(1.28)	0.41	0.57	0.73	1.00

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-47%	22%	212%	16%	34%
营业利润	857%	-210%	39%	28%	36%
净利润	564%	-155%	40%	28%	36%
获利能力					
毛利率	2.9%	37.8%	57.2%	60.7%	66.0%
净利率	-102.2%	45.8%	20.5%	22.8%	23.2%
ROE	-748.4%	14.2%	16.5%	17.5%	19.3%
ROIC	-69.0%	8.6%	5.8%	6.4%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	88.8%	69.2%	81.8%	80.3%	79.4%
净负债比率	32.8%	22.1%	38.3%	35.6%	31.0%
流动比率	1.1	2.3	2.4	2.3	2.1
速动比率	0.6	0.7	0.8	1.0	0.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.1	0.1	0.2	0.2
存货周转率	1.5	0.3	0.3	0.3	0.4
应收帐款周转率	3.7	12.5	199.3	107.2	114.5
应付帐款周转率	5.7	1.4	2.7	6.9	7.2
每股资料 (元)					
每股收益	-1.28	0.41	0.57	0.73	1.00
每股经营现金	0.00	-1.58	-1.63	2.43	1.77
每股净资产	0.17	2.87	3.44	4.17	5.17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-7.0	21.8	15.6	12.2	8.9
PB	52.1	3.1	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	-25.1	17.3	12.3	10.2	7.6

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产: 美国最大的上市写字楼 REIT》2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕: 全球房地产服务业龙头》2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪: 全球房地产开发业龙头》2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》2010/01/2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作。一年证券从业经验，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。