

湘财证券研究所

房地产

杨森： Tel: 021-68634518-8990
E-Mail: ys2875@xcsc.com

张化东： Tel: 021-68634518-8051
E-Mail: zhd3063@xcsc.com

徐广福： Tel: 021-68634518-8626
E-Mail: xgf2388@xcsc.com

首次目标价： 7.5 元

首次评级： 增持

当前价格： 6.52 元

金地集团最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

事件：

□ 我们最近对金地集团进行了实地调研，和公司领导交流了行业和公司的状况。

投资要点与关注：

- **人事变动影响不大：**张华纲和赵汉忠高管的离职给公司管理层造成了短期震荡，新任总裁黄俊灿和上海公司总经理陈必安已赴任。我们认为高管的离职是正常现象，人事更替不会影响公司长期的发展。
- **下半年业绩释放：**金地上半年销售金额 55 亿、销售面积 56 万平米，同比有所下降。主要源于公司 09 年销售较好，库存下降明显，项目有所断档。预计下半年将新增销售面积 200 万平米，业绩将明显回升。我们预计公司 10~12 年在房地产开发项目分别结算 157 万平米、201 万平米和 279 万平米。预计公司 10~12 年将分别实现结算收入 162 亿元、220 亿元和 298 亿元，贡献 EPS0.41 元、0.59 元和 0.76 元。
- **未来业务线条：**公司目前主要营收来自住宅地产，未来的发展战略是：住宅+商业地产+地产金融。公司计划到 2015 年地产金融收益占到集团总收益的 20%。
- **股权激励进展：**公司股权激励方案正待审批，预计通过后将对公司业绩和管理层的稳定起到较好的刺激作用。
- **首次给予公司“买入”评级，综合 RNAV 为 7.32 元/股，目标价 7.5 元。**

根据公司的资产负债结构得出公司的 WACC 是 7.52%，我们测算 RNAV 的结果显示，公司目前的 RNAV 为 7.5 元，截止至 7 月 9 日，公司股价 6.52 元，对比 RNAV 折价 11%。

预计公司 10~12 年将分别实现 EPS 为 0.49 元、0.62 元和 0.90 元，现价对应未来 3 年 PE 分别为 13.25X、10.35X 和 6.93X。我们首次给予公司“增持”评级，给予目标价 7.5 元。

□ **风险提示：**管理层出台严厉的税收政策和加息。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	9762	12098	17841	22457	31083
YoY (%)	30%	24%	47%	26%	38%
归属母公司净利润	841	1776	2200	2816	4206
YoY (%)	-13%	111%	24%	28%	49%
毛利率	43.1%	36.7%	38.0%	39.0%	40.0%
ROE	9.0%	11.8%	13.0%	14.5%	18.1%
EPS	0.19	0.40	0.49	0.63	0.94
P/E	34.67	16.41	13.25	10.35	6.93
P/B	3.13	1.94	1.72	1.50	1.25
EV/EBITDA	13.96	9.40	7.41	5.65	3.81

下半年业绩开始释放

金地上半年销售金额55亿、销售面积56万平米，同比有所下降。主要源于公司09年销售较好，库存下降明显，项目有所断档。公司房源主要在下半年开始集中供应，预计下半年将新增销售面积200万平米，业绩将明显回升。

我们预计公司10~12年在房地产开发项目分别结算157万平米、201万平米和279万平米。预计公司10~12年将分别实现结算收入162亿元、220亿元和298亿元，贡献EPS0.41元、0.59元和0.76元。

表 1：金地集团项目结算预测（单位：万平米，亿元）

序 号	项目名称	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
		结算面积	结算面积	结算面积	结算收入	结算收入	结算收入
1	北京金地名京	4.64	0.00	0.00	8.35	0.00	0.00
2	北京大兴项目	0.00	6.00	8.00	0.00	7.80	10.40
3	天津金地格林世界	15.00	12.00	15.00	10.50	8.40	10.50
4	天津金地国际广场	0.00	8.00	15.00	0.00	12.00	22.50
5	天津团泊湖	0.00	8.00	13.00	0.00	8.00	13.00
6	上海金地格林世界	16.44	0.00	0.00	24.67	0.00	0.00
7	上海金地湾流域	4.74	0.00	0.00	9.49	0.00	0.00
8	青浦区徐泾镇	0.00	5.00	4.93	0.00	7.50	7.39
9	上海赵家巷项目	0.00	5.00	5.38	0.00	25.00	26.88
10	宝山城市工业园	0.00	7.00	10.81	0.00	9.10	14.05
11	绍兴县柯桥地块	0.00	10.00	15.00	0.00	7.00	10.50
12	东莞金地格林庭院	2.55	0.00	0.00	2.04	0.00	0.00
13	东莞金地博登湖	4.00	6.00	6.34	2.80	4.20	4.44
14	东莞金地格林上院	5.71	0.00	0.00	4.00	0.00	0.00
15	东莞市万江项目	0.00	4.00	6.14	0.00	2.80	4.30
16	东莞市黄江镇项目	0.00	5.00	7.00	0.00	3.50	4.90
17	广州荔湖城	12.00	12.00	15.00	7.80	7.80	9.75
18	佛山久珑壁	8.71	0.00	0.00	8.45	0.00	0.00
19	佛山大良项目	0.00	5.00	7.84	0.00	4.50	7.06
20	深圳观澜项目	0.00	5.00	7.00	0.00	10.00	14.00
21	深圳宝安龙华	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
22	深圳金地名座	2.65	0.00	0.00	2.65	0.00	0.00
23	深圳上塘道	14.76	0.00	0.00	22.14	0.00	0.00
24	珠海红山楼1号地块	0.00	2.00	1.21	0.00	2.00	1.21
25	杭州自在城	5.00	7.00	12.37	10.00	14.00	24.74
26	杭州自在城	0.00	6.00	10.00	0.00	9.00	15.00
27	杭州萧山地块	0.00	7.00	9.00	0.00	16.10	20.70
28	武汉金地国际花园	6.28	0.00	0.00	5.65	0.00	0.00
29	武汉金地名郡	0.00	7.02	0.00	0.00	7.02	0.00
30	武汉金地格林春岸	5.00	7.00	11.63	2.75	3.85	6.39
31	武汉市洪山区珞狮路	3.00	5.00	6.92	2.10	3.50	4.84
32	武汉四新项目	0.00	7.00	10.00	0.00	4.90	7.00

33	武汉农科院项目	0.00	3.00	7.00	0.00	2.10	4.90
34	南京金地名京	13.96	0.00	0.00	16.75	0.00	0.00
35	南京市自在城	6.84	8.00	15.00	5.47	6.40	12.00
36	宁波金地东御	0.00	3.00	6.34	0.00	4.50	9.51
37	西安金地芙蓉世家	10.21	0.00	0.00	7.15	0.00	0.00
38	西安湖城大镜	0.00	8.00	10.00	0.00	9.60	7.00
39	沈阳金地国际花园	3.46	0.00	0.00	2.18	0.00	0.00
40	沈阳长青项目	10.00	15.00	23.00	6.00	9.00	13.80
41	沈阳国际花园四期	2.00	3.97	0.00	1.20	2.38	0.00
42	沈阳浑南华海新区	0.00	6.00	10.00	0.00	3.60	6.00
43	沈阳铁西项目	0.00	8.00	10.00	0.00	4.80	6.00
合计		156.96	200.99	278.90	162.14	220.35	298.76

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

根据公司的资产负债结构得出公司的 WACC 是 7.52%，我们测算 RNAV 的结果显示，公司目前的 RNAV 为 7.32 元，截止至 7 月 9 日，公司股价 6.52 元，对比 RNAV 折价 11%。

预计公司 10~12 年将分别实现 EPS 为 0.49 元、0.62 元和 0.90 元，现价对应未来 3 年 PE 分别为 13.25X、10.35X 和 6.93X。我们首次给予公司“增持”评级，给予目标价 7.5 元。

表 2：金地集团 RNAV 测算（单位：万元，元）

住宅、商业 RNAV	1,639,660.1
出租 RNAV	42,124.3
合计地产 RNAV	1,681,784.4
账面净资产	1,593,329.21
股本（亿股）	44.72
每股 RNAV	7.32

表 3：金地集团预测与估值表

资产负债表						利润表					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	34,416	54,307	68,534	78,513	112,973	营业收入	9,762.03	12,098.17	17,840.98	22,035.14	29,875.81
现金	4,450	9,639	4,384	10,811	5,930	营业成本	5,550.90	7,656.96	11,061.41	13,441.43	17,925.48
应收账款	11	11	21	19	36	营业税金及附加	1,191.04	1,175.41	1,957.51	2,415.66	3,151.93
其他应收款	659	1,463	1,321	2,319	2,476	营业费用	408.10	411.54	660.12	837.34	1,045.65
预付账款	346	1,751	2,792	2,473	4,117	管理费用	478.67	495.59	820.69	1,035.65	1,493.79
存货	28,440	40,544	59,112	61,987	99,511	财务费用	253.34	180.24	267.61	440.70	597.52
其他流动资产	510	899	904	904	904	资产减值损失	358.48	-274.09	0.00	0.00	0.00
非流动资产	685	1,211	1,190	1,205	1,200	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	241	748	748	748	748	投资净收益	11.49	18.62	20.48	22.53	24.78
固定资产	81	74	73	70	67	营业利润	1,532.98	2,471.15	3,094.13	3,886.88	5,686.21
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	23.81	34.26	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	364	389	370	387	385	营业外支出	15.08	7.32	0.00	0.00	0.00
资产总计	35,102	55,518	69,724	79,719	114,173	利润总额	1,541.72	2,498.09	3,094.13	3,886.88	5,686.21
流动负债	15,700	24,554	31,490	33,682	59,033	所得税	447.41	564.69	699.42	878.62	1,285.36
短期借款	1,484	853	5,534	853	18,457	净利润	1,094.31	1,933.40	2,394.70	3,008.26	4,400.85
应付账款	2,146	2,879	4,081	4,522	6,933	少数股东损益	253.45	157.17	194.67	244.55	357.76
其他流动负债	12,071	20,822	21,874	28,307	33,643	归属母公司净利润	840.86	1,776.23	2,200.03	2,763.71	4,043.10
非流动负债	8,991	14,113	19,233	24,356	29,473	EBITDA	1,786.33	2,651.39	3,365.49	4,331.44	6,287.64
长期借款	7,797	12,917	18,037	23,156	28,276	EPS	0.50	0.72	0.49	0.62	0.90
其他非流动负债	1,194	1,196	1,196	1,200	1,197	主要财务比率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	24,692	38,667	50,723	58,038	88,506	成长能力					
少数股东权益	1,107	1,842	2,036	2,281	2,639	营业收入	30.38%	23.93%	47.47%	23.51%	35.58%
股本	1,678	2,484	4,472	4,472	4,472	营业利润	-14.28%	61.20%	25.21%	25.62%	46.29%
资本公积	4,704	7,995	6,008	6,008	6,008	归属于母公司净利润	-12.86%	111.24%	23.86%	25.62%	46.29%
留存收益	2,814	4,423	6,374	8,808	12,437	获利能力					
归属母公司股东权益	9,303	15,009	16,966	19,399	23,028	毛利率(%)	43.14%	36.71%	38.00%	39.00%	40.00%
负债和股东权益	35,102	55,518	69,724	79,719	114,173	净利率(%)	8.61%	14.68%	12.33%	12.54%	13.53%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	9.04%	11.83%	12.97%	14.25%	17.56%
经营活动现金流	-546	1,100	-14,567	6,740	-26,617	ROIC(%)	6.89%	8.70%	6.38%	8.93%	7.04%
净利润	1,094	1,933	2,395	3,008	4,401	偿债能力					
折旧摊销	0	0	4	4	4	资产负债率(%)	70.34%	69.65%	72.75%	72.80%	77.52%
财务费用	253	180	268	441	598	净负债比率(%)	47.32%	41.82%	51.20%	45.51%	55.52%
投资损失	-11	-19	-20	-23	-25	流动比率	219.21%	221.17%	217.64%	233.10%	191.37%
营运资金变动	0	0	-17,232	3,313	-31,595	速动比率	38.06%	56.05%	29.92%	49.07%	22.80%
其他经营现金流	-1,883	-995	19	-3	0	营运能力					
投资活动现金流	14	-495	20	13	15	总资产周转率	32.32%	26.70%	28.49%	29.49%	30.82%
资本支出	14	18	0	0	0	应收账款周转率	1097.78	1090.38	1094.08	1092.23	1093.15
长期投资	23	-481	8	8	9	应付账款周转率	3.12	3.05	3.18	3.12	3.13
其他投资现金流	51	-958	27	22	24	每股指标(元)					
筹资活动现金流	3,513	8,334	9,292	-325	21,721	EPS(摊薄)	0.19	0.40	0.49	0.62	0.90
短期借款	-460	-630	4,681	-4,681	17,604	每股经营现金流	-0.12	0.25	-3.26	1.51	-5.95
长期借款	2,393	5,120	5,120	5,120	5,120	每股净资产(摊薄)	2.08	3.36	3.79	4.34	5.15
普通股增加	839	806	1,987	0	0	估值比率					
资本公积增加	-839	3,291	-1,987	0	0	P/E	33.82	16.01	12.93	10.29	7.03
其他筹资现金流	1,580	-253	-508	-764	-1,003	P/B	3.06	1.89	1.68	1.47	1.23
现金净增加额	0	0	-5,255	6,428	-4,882	EV/EBITDA	13.74	9.25	7.29	5.66	3.90

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。