

格力地产(600185)

公司研究/深度报告

推荐 维持评级

合理估值: 15 元

小公司、大平台、高成长

民生精品---深度研究报告/房地产行业

2010 年 08 月 18 日

报告摘要:

● 公司房地产项目含金量较高, 近期楼盘销售量探底回升

公司房地产项目均在珠海市, 项目地理位置好, 住宅项目为精装修, 品质过硬, 在珠海声誉较高。4 月份以来, 公司销售速度有所放缓, 售楼处看房人数下降, 销售量下滑。5 月份成交量低, 近期有回升态势。公司上半年推盘时机佳, 销售良好, 受调控新政影响较小。

● 公司资金压力逐步缓解, 下半年项目投资仍按计划进行

目前珠海格力海岸项目 66 亿土地款已缴纳 40 亿元, 大股东计划提供不高于银行贷款利率的贷款 24 亿元。公司正在准备为定向增发准备材料。下半年公司没有调整开复工计划打算。

● 公司 1.8 亿元应收款有保全措施, 持有格力电器 3400 万股, 成本低

该部分账款是根据会计准则做了计提, 预计先计提后冲回, 影响 EPS0.31 元。公司持有格力电器股权市值 5.25 亿元, 成本 330 万元。

● 公司未来三年净利润 CAGR70.8%, 业绩进入释放期

公司 2010 年及 2011 年结算收入主要来源于格力广场和格力香樟美筑项目, 2012 年格力黄金海岸大盘项目将进入结算期, 公司业绩进入快速释放期, 预计三年净利润 CAGR70.8%。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 19.66 亿、31.46 亿、55.14 亿元, EPS 分别为 0.56 元、1.03 元、2.03 元。公司 RNAV 值为 15.01 元, 目前股价对应 RNAV 值折价 33%。结合 PE 及 RNAV 估值水平, 公司合理估值为 15 元, 给予“推荐”评级。

● 风险提示

公司土地储备较少, 能否获取新项目尤其是珠海市之外的项目, 将决定公司未来的成长速度; 房产税政策变化是影响未来珠海房地产市场发展的重要因素。

民生证券研究所

分析师: 王新亮

执业证号: S0100210060003

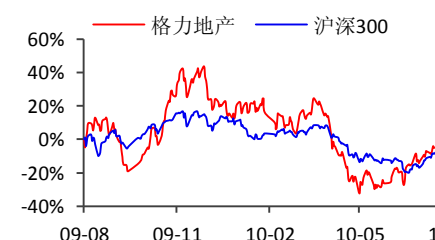
电话: (8610)85127648

邮箱: wangxinliang@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-08-18)

收盘价 (元)	9.88
近 12 个月最高/最低	15.68/7.10
总股本 (百万股)	577.59
流通股本 (百万股)	337.59
流通股比例%	58.44
总市值 (亿元)	57.06
流通市值 (亿元)	33.35

相关研究

1. 《格力地产调研简报-小公司、大平台、高成长》2010.8.4

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	513	1,966	3,146	5,514
增长率 (%)	161.39%	283.27%	60.02%	75.27%
归属母公司股东净利润 (百万元)	235	321	597	1,171
增长率 (%)	399.30%	36.50%	86.07%	96.10%
每股收益 (元)	0.44	0.56	1.03	2.03
毛利率 (%)	37.8%	50.4%	53.5%	55.5%
净资产收益率 ROE (%)	15.4%	19.8%	29.8%	43.0%
每股净资产 (元)	2.87	3.38	4.32	6.17
PE	23	18	10	5
PB	3.53	3.00	2.34	1.64
EV/EBITDA	--	17.14	10.32	6.24

资料来源: 民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

投资要点:

➤ 投资逻辑

在房地产行业调控的大背景下,依然有区域性房地产市场是估值洼地,珠海是其中之一。珠海市房地产市场的价值正伴随着珠港澳大桥修建、珠广轻轨建设、横琴岛开发、海西经济区规划等利好因素不断提升。

公司 2009 年借壳上市,目前项目储备含金量高,股东背景强,融资渠道广,与政府关系融洽,未来高成长性值得期待。公司有望在未来 3-5 年发展成为以珠海市场为主,并逐步向其他城市拓展的二线房地产公司。规模小、平台大、成长性高是投资格力地产的三大主要因素。



➤ 有别于大众的认识

1、融资问题: 市场最担心的莫过于公司短期内的资金压力问题,我们认为公司融资渠道广泛,融资问题应是公司的长项,而非短板。大股东格力集团财务公司给予公司资金支持,比如近期大股东拟提供公司 24 亿元借款额度,利率不高于商业银行同期同档次贷款利率;其次,珠海市多家银行愿意为公司提供信贷支持;最后,公司持有的格力电器股权 3400 万股,市值为 5.25 亿元,成本只有 300 万元,随时可以变现,而短期内并没有出售打算。

2、公司的竞争优势问题: 市场普遍认为公司的优势在于强大的股东背景,忽略了格力地产的项目质量品质。我们认为格力地产的优势在于开发的房地产项目的品质。格力地产一向倡导“品牌的力度在于品质,品牌的精度在于细节”,格力地产的房地产项目体现了“见细入微”的工业精神,项目相对一般公司开发的项目应该享受溢价。公司的核心竞争优势在于项目开发的品质,获取资源的优势在于股东背景及融资优势。

目 录

一、公司房地产项目含金量高.....	4
(一) 格力广场楼盘项目是公司追求房屋品质和品牌的体现.....	4
(二) 格力香樟美筑项目地理位置佳, 配套设施全.....	5
(三) 格力阳光海岸项目将是公司未来利润增长最大的看点.....	6
(四) 拱北夏湾 C 区项目开发尚存在不确定性.....	7
二、大股东背景为公司未来发展提供了高平台.....	7
(一) 公司大股东为企业融资、品牌、项目获取提供了有力支撑.....	7
(二) 港珠澳大桥人工岛建设凸显与政府良好关系.....	7
(三) 格力集团拥有的工业用地使得公司获取项目后备空间大.....	8
三、珠海房地产市场未来发展潜力大.....	9
(一) 珠海市房地产市场处于快速发展期.....	9
(二) 城市间基础设施建设提振珠海房地产市场.....	12
(三) 多种需求拉动珠海房地产市场发展.....	12
(四) 公司在珠海房地产市场拥有竞争优势.....	13
四、公司业绩将逐步提升, 具有高成长性.....	14
(一) 重组后公司盈利能力大幅提升.....	14
(二) 公司房地产项目陆续进入结算期.....	14
五、公司股价的五大催化因素.....	14
六、估值与投资评级.....	15
(一) 绝对估值.....	15
(二) 相对估值.....	15
(三) 评级及投资建议.....	16
七、风险提示.....	16
插图目录.....	18
表格目录.....	18

一、公司房地产项目含金量高

公司现有房地产项目 4 个，均位于珠海市香洲区。香洲区是珠海市政治、经济、文化、交通和金融中心。公司项目总占地面积为 57.2 万平方米，总规划建筑面积为 171 万平方米，占地面积规模不大。公司项目地理位置好，住宅项目为精装修，品质过硬，在珠海声誉较高。格力地产一向倡导“品牌的力度在于品质，品牌的精度在于细节”，格力地产的房地产项目正是在“见细入微”的工业精神中筑造的。

表 1：公司现有房地产项目基本情况

项目名称	土地位置	占地面积 (万㎡)	建筑面积 (万㎡)	权益可售 (万㎡)	土地款(万元)
格力一期 A 区	吉大九洲大道南、石花西路北	4.9	18.38	14.48	45950
格力广场 B 区	吉大九洲大道南、石花西路北	4.72	16	13	40000
格力一期 C 区	吉大九洲大道南、石花西路北	0.72	1.44	1.44	3600
格力二期	吉大九洲大道南、石花西路北	3.81	17	17	42500
香樟美筑	拱北九洲大道北侧	4.58	20	20	60000
格力海岸	香洲情侣北路南端	33.96	89.39	89.39	661486
拱北夏湾 C 区	拱北昌盛路北侧	4.51	9.12	9.74	0
合计		57.2	171.33	165.05	853536

资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 1：公司 4 个房地产项目均处于珠海市核心位置



资料来源：公司公告，民生证券研究所

（一）格力广场楼盘项目是公司追求房屋品质和品牌的体现

格力广场项目是公司品牌和追求产品品质的集中体现。该项目从建筑工程质量、环保、智能化等方面精心设计建造，获得了“全国优秀示范小区”荣誉称号，在珠海市民中拥有较高知名度，是公司房地产项目的典范。该楼盘 1800 元/平方米的装修标准，包含了格力中央空调、三菱电梯、KOHLE 整体橱柜等知名品牌，注重了实用与艺术的结合。

格力广场项目分二期开发，其中一期又分为 A、B、C 三区。目前 A 区 7 栋高层已销售完毕，并交付使用。B 区共开发 5 栋 30 层高层住宅，其中 4 栋为 100-200 平方米户型。B 区于 2009 年 11 月 18 日销售，销售均价为 1.1 万元/平方米，目前已售罄，在售一栋为楼王，共计 50 套，主力户型为 240-260 平方米，销售价为 2.3 万元/平方米，目前已售出近 20 套。B 区项目将在 2010 年 10 月竣工，2011 年交付使用。C 区规划为综合楼，以商业及公寓为主，计划 2010 年下半年动工。

格力广场二期占地 4.31 万平方米，规划住宅建筑面积 17 万平方米，目前处于拆迁和前期规划阶段，要拆迁建筑为公司所有，因此拆迁无难度。预计该项目于 2011 年建设，2012 年以后进入结算期。

表 2: 格力广场项目未来结算收入预测

项目名称	结算时间	结算面积(万平方米)				结算收入(亿元)			
		2010E	2011E	2012E	2013E	2010E	2011E	2012E	2013E
格力一期 A 区	2008-2010	7	3			7.7	3.3	0	0
格力一期 B 区	2009-2010	2	8	3		2.6	10.4	3.9	0
格力一期 C 区	2011-2012		1.44			0	2.16	0	0
格力二期	2011-2013			5	7	0	0	7.5	10.5

资料来源：公司公告，民生证券研究所

(二) 格力香樟美筑项目地理位置佳，配套设施全

格力香樟项目位于拱北九洲大道北侧，毗邻格力广场，北靠板障山，南临九洲大道，东接迎宾路，西近圆明新园，拥有优美的自然景观。该项目交通便利，附近生活配套设施齐全，项目周边有多个小学、中学，教育资源配套齐全。香樟美筑项目距离正在建设的珠广轻轨仅 5 分钟车程，公司项目将随着国家重大工程建设而享受溢价。

该项目占地面积 4.58 万平方米，规划住宅建筑面积 19 万平方米，商业部分 1 万平方米。香樟美筑共开发 12 栋，均为 27-30 层高层建筑，共计 1372 套，停车场比例为 1:1，2009 年底预售。除 1 号楼、11 号楼外，其他楼盘已售罄，其中 12 号楼为被团购定下。项目价格上，4-5 栋为 12000 元/平方米，6-7 栋为 13000 元/平方米，5-10 栋为 14000 元/平方米。

在售 1 号楼为小户型，共 200 套 47 平方米小户型单身公寓，剩下 50 套未售，11 号楼为 28 层，4 月份开盘，为 300 平方米大户型，目前销售 1/3，销售均价为 16000 元/平方米。商业部分售价为 3.3 万元，目前只有 4-5 个商铺未售，其余售罄。预计 1 号楼和 11 号楼将在下半年销售完毕。

表 3: 格力香樟美筑未来结算收入预测

项目名称	结算时间	结算面积(万平方米)			结算收入(亿元)		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
格力香樟美筑	2010-2012	6	10	4	9.36	15.6	6.24

资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 2：格力香樟项目地理位置优越



资料来源：搜房网，民生证券研究所

图 3：格力香樟项目建筑布局精致



资料来源：公司网站，民生证券研究所

（三）格力阳光海岸项目将是公司未来利润增长最大的看点

格力海岸项目为公司最大的储备项目，系公司 2009 年底通过二级市场土地拍卖方式竞得，预计开发周期为 5-6 年。项目地理位置绝佳，背山靠海，临近巨人以及金山两大总部经济区。公司格力黄金海岸项目将直接受益于珠港澳大桥建设。项目占地面积 33.96 万平方米，规划建筑面积为 89.39 万平方米，楼面地价为 7400 元/平方米。格力海岸第一期规划住宅 47.6 万平方米，2010 年 3 季度开工，2011 年初销售，预计 2012 年结算。

图 4：公司格力阳光海岸项目售价将在 25000 元以上



资料来源：公司网站，民生证券研究所

预计该项目售价在 25000 元/平方米左右，并有可能超出预期。目前该项目周围在售楼盘为凤凰山一号、远大美域、海怡湾畔等楼盘。目前凤凰山一号毛坯房售价为 2.3 万元

/平方米，远大美域售价为 3.2 万元/平方米。预计格力海岸项目售价在 2.5 万元以上。按照 7400 元/平方米的楼面地价计算，1800 元/平方米的装修标准，本项目成本在 12000 元/平方米，预计毛利率在 50%以上，预计该项目将从 2012 年开始贡献利润。

表 4: 格力阳光海岸项目未来结算收入预测

项目名称	结算周期	结算面积(万平方米)			结算收入(亿元)		
		2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
格力海岸	2011-2014	15	30	44.39	37.5	75	110.975

资料来源：公司公告，民生证券研究所

(四) 拱北夏湾 C 区项目开发尚存在不确定性

规划中的广州至珠海轻轨经过项目，占用该地块部分用地，因此夏湾项目重新规划可能性较大，存在开发时间上的不确定性。考虑与政府的良好关系，公司有望得到调整后的其他规划用地，因此本地块有望给公司带来其他项目储备。

二、大股东背景为公司未来发展提供了高平台

(一) 公司大股东为企业融资、品牌、项目获取提供了有力支撑

大股东格力集团在品牌、政府资源背景及融资方面给予上市公司支持，有利于公司在珠海市场精耕细作、做大做强。

自公司借壳以来，格力集团财务公司在融资方面给予了公司大力支持。2009 年 2 月，格力集团以无息借款的形式，向珠海格力置盛房产公司增加投资 2.5 亿元，预计集团会为公司后续发展提供优惠资金支持。2010 年 8 月 13 日，格力地产拟向控股股东申请 24 亿元借款额度，利率不高于商业银行对同行业的同期同档次贷款利率。

格力集团工业化“精耕细作”的精神为公司树立房地产品牌提供了有力支撑。调研结果显示，珠海居民对格力地产的品牌有一定了解，信任格力产品的品牌。

(二) 港珠澳大桥人工岛建设凸显与政府良好关系

珠澳口岸人工岛是港珠澳大桥主体工程与珠澳两地的衔接中心，也是整个大桥工程的重要组成部分之一。该人工岛位于珠海拱北湾南侧，预计总投资 40 亿元，填海造地面积约为 216 万平方米。珠海市政府委托珠海格力房产有限公司成立项目公司-珠海格力港珠澳大桥人工岛发展有限公司，作为珠澳人工岛填海工程的建设主体和融资主体。公司获准独家参与人工岛填海建设，体现了公司作为珠海市国有企业中坚力量的特征，也体现了公司与政府的良好关系。我们认为公司在珠海市取得房地产项目的潜在能力强。

人工岛的开发建设对公司未来的发展意义重大。2015 年后大桥通车后，人工岛成为连接香港至珠海、澳门的核心枢纽，岛上配套服务业的发展将会带动该岛商业地产价值上涨。公司有望取得人工岛上商业地产项目的配套开发建设，从而增加优质持有型物业面积。

目前人工岛堤心抛石近日成功浮出水面，预计该人工岛预计于 2012 年 12 月建成，成为集管理、服务、观光等为一体的运营中心。预计该工程会给公司带来直接的经济利益，

目前尚不好估算，但长远利益会逐渐体现。

图 5： 珠港澳大桥人工岛项目正在施工建设



资料来源：公开资料，民生证券研究所

（三）格力集团拥有的工业用地使得公司获取项目后备空间大

格力集团在珠海市拥有大量工业用地，主要集中分布在香洲区，随着香洲区的发展，部分工业用地有转化为住宅和商业用地的可能。目前来看工业用地转变用途难度较大，但是随着珠海经济的发展，工业厂房向偏远地区搬迁将是趋势，这为格力地产未来获取优质项目提供了前提条件。

图 6： 格力集团拥有的工业用地集中在香洲区



资料来源：google earth，民生证券研究所

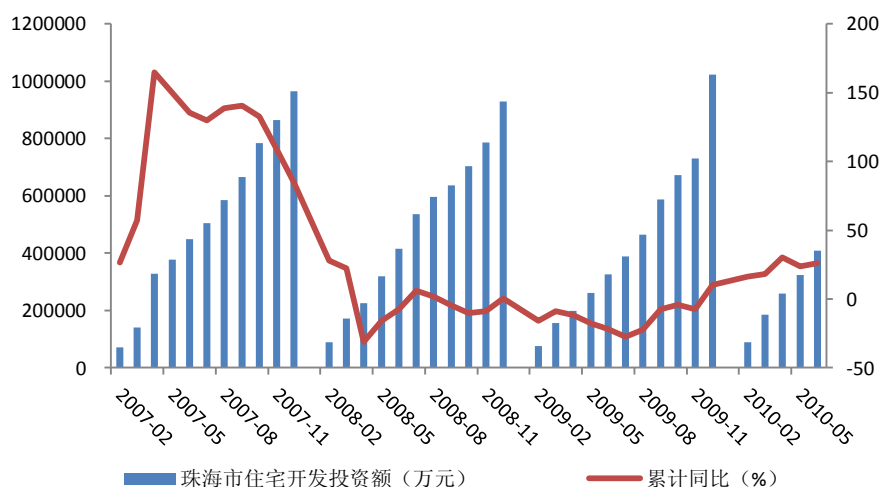
三、珠海房地产市场未来发展潜力大

(一) 珠海市房地产市场处于快速发展期

1、珠海市房地产开发投资及销售保持增长势头

珠海市房地产开发投资保持了快速增长。2010年1-6月，珠海市共完成房地产开发投资40.98亿元，同比增长26%，比1-5月份提高了2个百分点。从累计增速来看，珠海市房地产开发投资增从2009年的低点逐步提升，预计未来仍将保持快速增长，预计有望达到与全国房地产开发投资增速持平的水平。

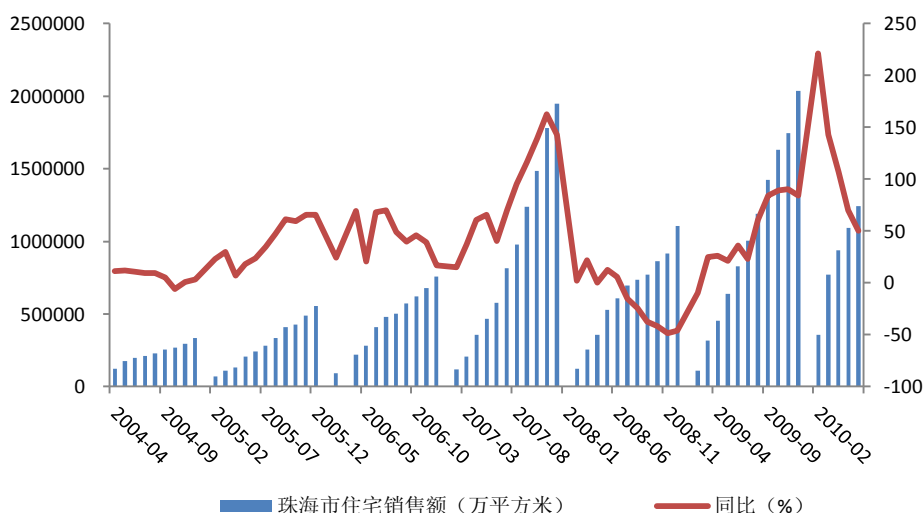
图7：近年来珠海市房地产开发投资呈现逐步提升势头



资料来源：wind，民生证券研究所

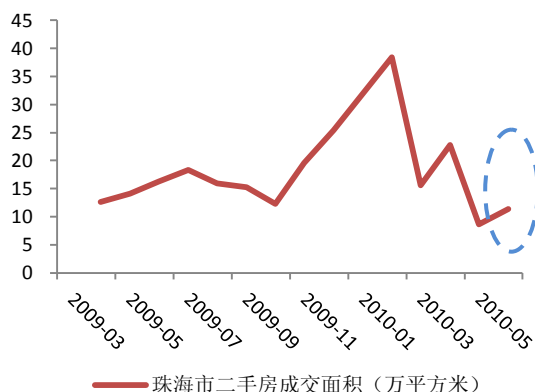
调控政策以来，珠海市房价未现下跌，成交额有所下降。2010年1-6月份珠海市新建商品房销售额为124.1亿元，同比增长50%。4月之后，商品房销售额增速出现了下滑，短期内受行业调控政策影响，房地产销售额受到明显影响。

图8：珠海市房地产销售额增速有所下滑，但仍保持在50%以上



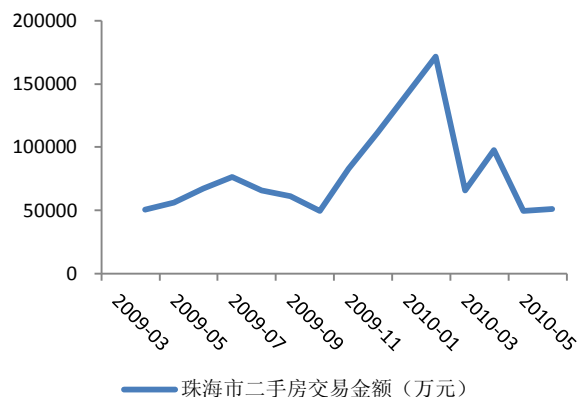
资料来源：wind，民生证券研究所

图 9: 珠海市二手房成交面积探底回升



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 10: 珠海市二手房成交金额近期保持稳定



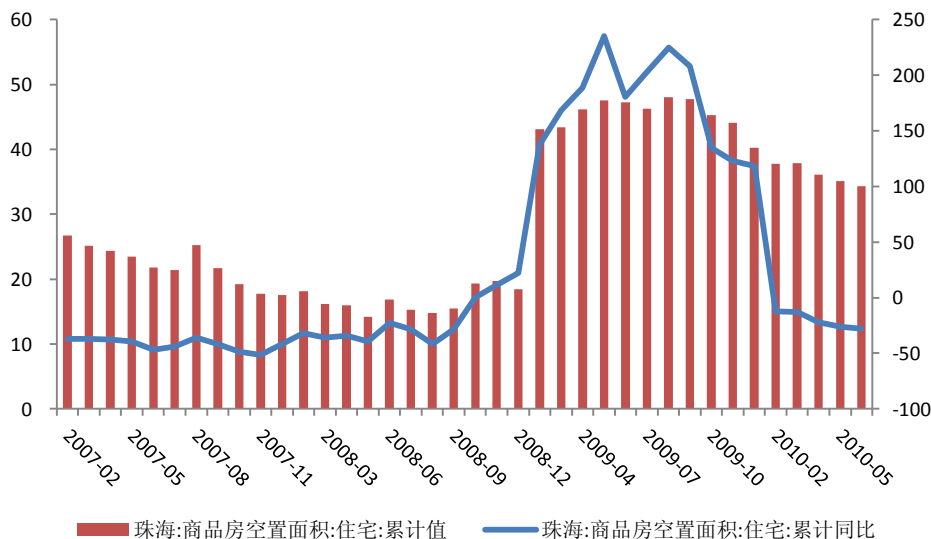
资料来源: wind, 民生证券研究所

2、珠海市房地产空置面积低，销售均价不断上升

截止到 2010 年 6 月，珠海市商品住宅空置面积为 34.36 万平方米，增速同比下降 28%，空置面积已经连续 5 个月负增长。空置面积相当于 2009 年度销售面积的 2.4%，比例较小，珠海市商品房库存量处于适中水平。

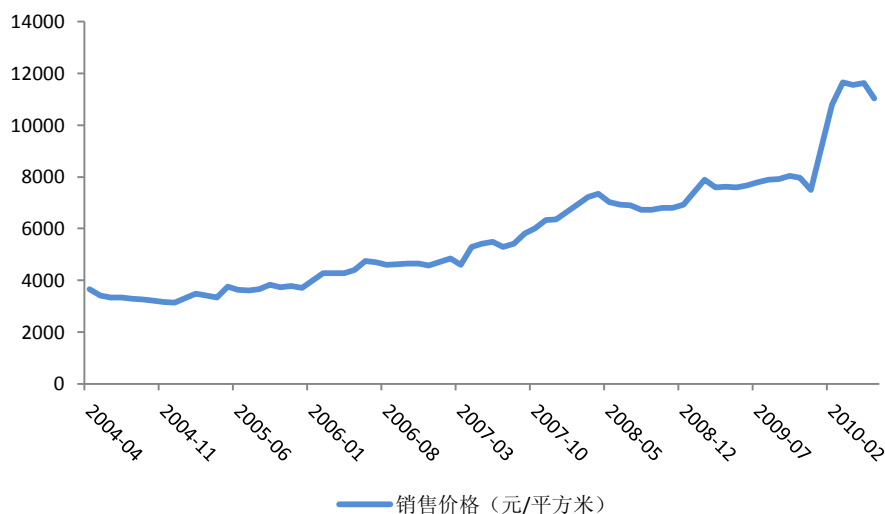
珠海市房价近年来保持了快速增长。2004 年以来，珠海市房价增长了近 3 倍，截止到 2010 年 6 月，销售均价为 11039 元/平方米，新政出台后的三个月价格基本持平。预计珠海市房价在四季度会有小幅调整。考虑到珠海市社会环境和经济发展的后备动力，房价小幅上涨的概率较大。

图 11: 珠海市商品住宅空置面积稳中有降



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 12: 珠海市房价销售价格呈现不断上升趋势



资料来源: wind, 民生证券研究所

3、珠海市商品住宅近半年供不应求, 去库存化时间短

2010 年以来珠海市商品住宅供不应求现象明显。月度数据来看, 销售竣工面积比接近 200%, 预计珠海市去库存化时间不会因调控政策而出现明显上升, 与一线城市及可比城市相比, 珠海市去库存化时间相对较小。

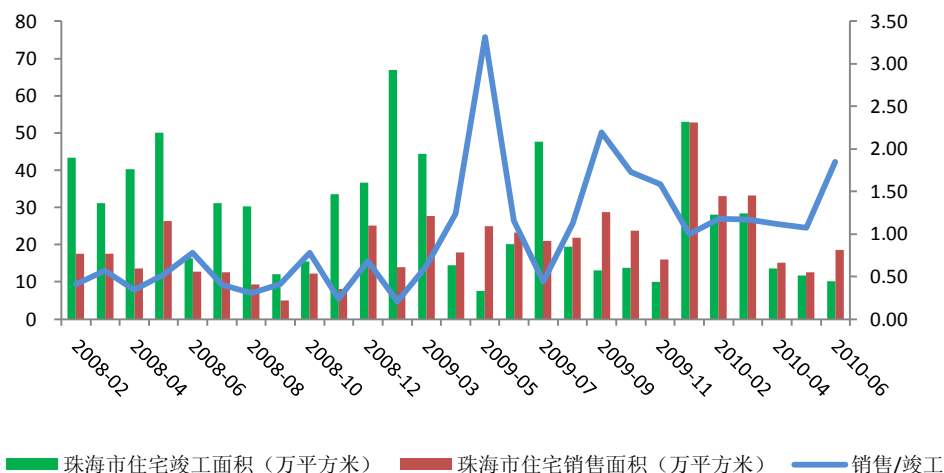
表 5: 重点城市去库存化时间有所增加

时间	北京	上海	杭州	深圳	宁波	青岛
2009-4	14	4	8	7	7	13
2009-5	11	3	4	6	5	9
2009-6	9	2	3	6	4	8
2009-7	8	2	3	6	3	6
2009-8	8	2	4	7	4	5
2009-9	8	2	4	10	5	6
2009-10	8	2	4	9	4	6
2009-11	8	2	4	9	3	5
2009-12	7	2	4	9	3	5
2010-1	7	2	5	9	4	6
2010-2	9	3	7	13	7	8
2010-3	12	5	16	15	8	9
2010-4	10	5	8	10	5	8
2010-5	11	5	10	10	4	7
2010-6	14	6	14	12	5	7

资料来源: wind, 民生证券研究所

注: 去库存化时间计算方式为可售面积除以前三个月销售面积平均数 (含当月), 移动平均得到, 珠海市没有可售面积数据, 可参照宁波

图 13: 2009 年以来珠海市新建商品房供不应求状况明显



资料来源: wind, 民生证券研究所

（二）城市间基础设施建设提振珠海房地产市场

目前珠海市正在利用港珠澳大桥，促成经济腾飞，并提出“大投入快发展、调结构促发展。”港珠澳大桥、横琴岛、广珠铁路、航空产业园、海洋工程装备制造基地等重大项目正在上马。今明两年重点是“调整产业结构，推动发展转型”，计划投资 3169 亿元，建设“十大重点工程”，启动 67 个项目，超过改革开放 30 年来全市社会固定资产投资的总和。珠海市基础设施建设将促进房地产市场发展

表 6: 珠海市部分重点工程将提振珠海经济和房地产市场发展

重大项目	拟建设工程
市政基础设施工程	2009 年《横琴岛总体规划》获批；港珠澳大桥主体建设工程于 2009 年 12 月 15 日开工建设，预计 2015 至 2016 年完成，珠澳口岸人工岛将率先动工；广珠铁路 2011 年通车
船舶和海洋装备制造工程	中船珠海大型海洋工程装备制造业基地项目、中海油深水海洋工程装备制造基地项目
航空及高新技术产业工程	《珠海航空产业发展规划》获批
生态环保工程	环保电力能源基地
公共服务工程以及能源保障工程	南海天然气陆上终端项目

资料来源: 公开资料, 民生证券研究所

（三）多种需求拉动珠海房地产市场发展

1、珠海本地市民住房需求 30%

珠海市人口为 150 万，城市 GDP 增长在广东省没有比较优势，因此，本地居民对珠海市房地产市场的需求不大，根据调研的情况来看，大概占到珠海市房地产总需求的 30%。

2、澳门、香港购房需求 40%，珠港澳大桥的修建有望提升这一比例

房价低和珠海的环境优美，是澳门人选择在珠海购房置业的主要原因。澳门房价大约是珠海的 3 倍，而珠海和澳门紧邻，相隔只是拱北口岸的桥梁。澳门地域小，人口多，是

世界上人口密度最大的地区。由于澳门紧邻珠海，出于改善拥挤的居住环境以及回避澳门房价高等原因，正促使越来越多的澳门人前往珠海购房。尤其是连接澳门的拱北区楼盘，澳门人已经成为主力客户群。如华发的世纪城二期项目，距离澳门只有 15 分钟车程，40% 左右的客户是来自澳门。且澳门人购房的主要用途是自住，需求相对具有刚性。

港珠澳大桥的建设将增加香港人对珠海市房地产市场的需求。随着大桥建设，珠海至香港之间的车程由现在 3 小时缩短至 1 小时，环境优美和楼价较低也将香港购房者增加对珠海房地产的投资，这 40% 的市场需求有保障。

港珠澳大桥主体长为 29.6 公里，另修 6.7 公里的海底隧道和两个长 1 公里、宽 100 米的人工岛进行桥隧接驳。大桥贯通后，由香港开车到珠海或澳门，只需要 15 至 20 分钟。目前从深圳到香港的车程大概在 20 分钟左右，珠海房价均价比深圳低了 50% 左右，因此，对香港购房者有足够的吸引力。

图 14：珠港澳大桥将提升香港居民投资珠海的比例



资料来源：公开资料，民生证券研究所

3、内地投资客需求占比 30%

内地购房者较为分散，大概占珠海市总需求的 30%，主要为新疆、山西、东北各省购房者。鉴于深圳、广州房价相对珠海而言相对较高，珠海环境宜人，优势较为明显。

（四）公司在珠海房地产市场拥有竞争优势

珠海市共有三家房地产上市公司，分别是华发股份、格力地产、世荣兆业，这三家公司是珠海市房地产行业的龙头企业。从市场占有率来看，华发股份市场占有率第一，年均销售面积市场占有率 10.55%，年均销售金额市场占有率 14.75%，格力地产为重组后新秀，世荣兆业项目资源相对较小。

从品牌来看，格力和华发是珠海房地产市场的两大知名品牌。公司在品牌及房屋建造质量方面具有声誉优势。从各项财务指标来看，公司的成长能力更强。

表 7: 珠海市房地产公司盈利指标比较

公司	营业收入同比增长率(%)	净资产收益率(%)	销售毛利率(%)	销售净利率(%)	销售期间费用率(%)
格力地产	161.4	14.17	37.78	20.78	12.06
华发股份	15.15	13.34	38.35	17.39	6.61
世荣兆业	-20.81	9.5	46.05	17.97	6.45

资料来源: wind, 民生证券研究所

四、公司业绩将逐步提升, 具有高成长性

(一) 重组后公司盈利能力大幅提升

重组后公司各项财务指标均有所改善, 盈利能力明显增强, 公司走向了以房地产开发为主页的快速发展轨道, 预计公司未来盈利能力和盈利水平将不断提高。

表 8: 公司重组后盈利能力大大改善

盈利能力指标	重组后	重组前
净资产收益率 ROE (加权, 公布值) (%)	16.09	-114.75
总资产报酬率 ROA (%)	7.37	-1.12
投入资本回报率 ROIC (%)	10.93	-2.34
销售净利率 (%)	45.85	-32.91
销售毛利率 (%)	37.78	6.13
销售期间费用率 (%)	12.06	32.59
净利润/营业总收入 (%)	45.85	-32.91

资料来源: wind, 民生证券研究所

(二) 公司房地产项目将陆续进入结算期

2010 年-2011 年公司商品房结算收入主要集中在格力广场及香樟美筑两个项目, 格力海岸项目将在 2012 年贡献利润。根据我们对公司房地产项目结进度的预测, 得到公司未来三年营业收入增长情况, 预计三年净利润 CAGR70.8%, 公司房地产项目的业绩将不断释放, 逐渐进入收获期。

表 9: 公司近三年结算收入预测

项目名称	结算面积(万平方米)			结算均价(元/平方米)			结算收入(亿元)		
	2010 年	2011 年	2012 年	2010 年	2011 年	2012 年	2010 年	2011 年	2012 年
格力一期 A 区	7	3	-	11000	11000	11000	7.7	3.3	-
格力广场 B 区	2	8	3	13000	13000	13000	2.6	10.4	3.9
格力一期 C 区	-	1.44	-	15000	15000	15000	0	2.16	-
格力二期	-	-	5	15000	15000	15000	0	0	7.5
香樟美筑	6	10	4	15600	15600	15600	9.36	15.6	6.24
格力海岸	-	-	15	25000	25000	25000	-	-	37.5
合计	15	22.44	27	-	-	-	19.66	31.46	55.14

资料来源: 民生证券研究所

五、公司股价的五大催化因素

- 1、公司项目推盘时期佳, 业绩保障性较高
- 2、大股东的背景和资源为公司未来发展提供了平台
- 3、未来业绩的高成长性

4、1.8 亿坏账准备有望冲回，影响 EPS0.31 元

公司资产重组期间，原股东海星科技向格力地产借款 1.8 亿元偿还欠其他公司的部分负债。2009 年公司对该项 1.8 亿元应收款计提了 30% 的坏账准备 0.54 亿元，使得公司 09 年 EPS 减少了 0.07 元。该部分账款是根据会计准则做了计提，实际损失可能性不大，有相关保全措施，预计先计提后冲回，影响 EPS0.31 元。

5、拥有格力电器 3400 万股的股权，总市值为 5.25 亿元

该部分股权成本价为 330 万元，按照格力电器目前股价 15.44 元计算，总市值为 5.25 亿元。该部分股权变现能力强，变现即可增加公司投资收益，亦能满足公司融资需求。

六、估值与投资评级

(一) 绝对估值

根据公司现有项目的销售情况，我们用假设开发法对公司项目 RNAV 估值，按照当前公司项目商品房销售数据为基础，如项目未销售，则参照项目周边房价作为评估基础。

核心假定：

- 以目前或周边可售项目的可比售价为基础，未来涨幅为 0
- 在项目开发速度上，考虑当前房地产调控的市场环境，给予一个长的销售周期
- 选取 10% 作为项目未来现金流入折现率

经测算，公司每股 RNAV 为 15.01 元，相对于 2010 年 8 月 16 日股价有 33% 的折让。

表 10：公司 RNAV 值为 15.01 元

项目名称	占地面积(万㎡)	权益可售(万㎡)	楼面地价 (元/㎡)	房价(元/平)	权益净利润
格力一期 A 区	4.9	14.48	2500	11000	3.22
格力广场 B 区	4.72	13	2500	13000	4.19
格力一期 C 区	0.72	1.44	2500	15000	0.63
格力二期	3.81	17	2500	15000	6.20
香樟美筑	4.58	20	3000	15600	8.48
格力海岸	33.96	89.39	7400	25000	46.74
账面净资产 (亿元)					17.2
总股本 (亿股)					5.77
RNAV 值 (元)					15.01

资料来源：民生证券研究所

表 11：公司 RNAV 值敏感性分析

房价变动	-20%	-15%	-10%	0%	10%	15%	20%
RNAV 值	9.72	11.04	12.36	15.01	17.65	18.97	20.29

资料来源：民生证券研究所

(二) 相对估值

核心假定：

- 不考虑公司 1.8 亿应收款坏账冲回情况
- 不考虑公司持有格力电器股权有可能形成的投资收益
- 公司按照年报披露的开工、施工、竣工计划做地产开发
- 楼盘销售价格基于现价，在未来两年保持稳定

➤ 公司销售率和结转率保持现有水平

➤ 在项目开发速度上，考虑当前房地产调控的市场环境，给予一个长的销售周期

我们对公司未来项目收入进行了预测和分解，预计公司 2010-2012 年营业收入分别达到 19.66 亿，31.46 亿，55.14 亿元，不考虑增发因素，EPS 分别为 0.56 元、1.03 元、2.03 元。

(三) 评级及投资建议

公司 RNAV 值为 15.01 元，目前股价对应 RNAV 值折价 33%。从珠海市未来发展及需求来看，珠海市房价长期仍将保持稳中有升的态势，因此公司 RNAV 值可以看作是价值底线。

公司 2010 年和 2011 年 PE 水平较低，参照可比公司 PE 水平，考虑公司成长性，给予 2011 年 15 倍 PE 较为合理，按照 2011 年 EPS1.03 元计算，公司合理价位为 15.45 元。

结合绝对估值和相对估值，按照绝对估值具有更高的安全边际，公司合理价位为 15 元，股价相对 RNAV 值折价 33%，给予“推荐”评级。

表 12: 房地产开发类公司预测市盈率比较

公司	2010(PE,TTM)	2011PE	2012PE
华业地产	15	8	6
中润投资	14	9	6
亿城股份	11	8	6
格力地产	14	10	6
中弘地产	17	10	6
信达地产	11	9	6
苏宁环球	12	9	6
中天城投	14	8	7
冠城大通	12	9	7
阳光城	10	9	7
华发股份	13	10	7
广宇集团	13	10	7
滨江集团	16	11	7
鲁商置业	13	9	7
云南城投	10	9	8
保利地产	13	10	8
中华企业	13	11	8
大龙地产	24	13	8
中南建设	14	11	8
福星股份	15	12	8

公司	2010(PE,TTM)	2011PE	2012PE
金地集团	13	11	8
首开股份	16	12	9
北京城建	12	11	9
栖霞建设	16	12	9
深长城	12	10	9
新湖中宝	15	11	9
名流置业	15	10	9
万通地产	18	13	10
深振业 A	18	14	10
荣盛发展	20	14	10
中航地产	25	16	10
万科 A	14	12	10
招商地产	17	13	10
卧龙地产	19	14	11
上实发展	19	13	11
苏州高新	16	12	12
阳光股份	15	16	13
津滨发展	24	19	14
中国宝安	26	19	14
合肥城建	25	16	18

资料来源：wind，民生证券研究所

七、风险提示

1、公司土地储备较少，能否获取新项目尤其是珠海市之外的项目，将决定公司未来的成长速度。

2、珠海房地产市场投资性购房比例高，房地产相关政策变化是影响未来珠海房地产市场发展的重要因素。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	513	1,966	3,146	5,514
减：营业成本	319	975	1,464	2,456
营业税金及附加	61	197	378	662
销售费用	28	98	157	276
管理费用	20	79	126	221
财务费用	14	94	137	165
资产减值损失	55	48	0	0
加：投资收益	287	0	0	0
二、营业利润	304	476	885	1,735
加：营业外收支净额	(0)	0	0	0
三、利润总额	303	476	885	1,735
减：所得税费用	68	119	221	434
四、净利润	235	357	664	1,301
归属于母公司的利润	235	321	597	1,171
五、基本每股收益 (元)	0.44	0.56	1.03	2.03
主要财务指标				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	
EV/EBITDA	/	17.14	10.32	6.24
成长能力:				
营业收入同比	161.4%	283.3%	60.0%	75.3%
营业利润同比	391.7%	56.6%	86.1%	96.1%
净利润同比	399.3%	51.7%	86.1%	96.1%
营运能力:				
应收账款周转率	100.88	199.39	123.08	127.34
存货周转率	0.18	0.48	0.59	0.83
总资产周转率	0.12	0.33	0.40	0.50
盈利能力与收益质量:				
毛利率	37.8%	50.4%	53.5%	55.5%
净利率	45.8%	16.3%	19.0%	21.2%
总资产净利率 ROA	5.5%	5.9%	8.4%	11.8%
净资产收益率 ROE	15.4%	19.8%	29.8%	43.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.32	2.42	2.25	2.04
资产负债率	69.2%	72.4%	73.8%	73.3%
长期借款/总负债	32.0%	43.3%	40.1%	33.7%
每股指标:				
每股收益	0.44	0.56	1.03	2.03
每股经营现金流量	(1.58)	(1.51)	1.35	2.37
每股净资产	2.87	3.38	4.32	6.17

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,110	1072	2177	3,626
应收票据	0	0	0	0
应收账款	0	20	31	55
预付账款	76	295	472	827
其他应收款	134	492	629	1,103
存货	3,360	4,875	5,855	7,368
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	4,681	6,753	9164	12,979
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19	37	54	70
在建工程	2	2	2	2
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	712	39	56	72
资产总计	5,393	6,792	9,220	13,051
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	405	975	1,464	2,456
预收账款	420	975	1,464	2,456
其他应付款	1,111	600	600	500
应交税费	73	197	503	882
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2,015	2,747	4,031	6,294
长期借款	1,193	2,093	2,693	3,193
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	1,193	2,093	2,693	3,193
负债合计	3,734	4,840	6,724	9,488
股本	578	578	578	578
资本公积	110	110	110	110
留存收益	972	1,228	1,706	2,643
少数股东权益	0	36	102	232
所有者权益合计	1,659	1,952	2,496	3,563
负债和股东权益合计	5,393	6,792	9,220	13,051
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	(915)	(871)	781	1,368
投资活动现金流量	267	(20)	(20)	(20)
筹资活动现金流量	1,358	742	344	101
现金及等价物净增加	710	(149)	1,105	1,449

插图目录

图 1: 公司 4 个房地产项目均处于珠海市核心位置	4
图 2: 格力香樟项目地理位置优越.....	6
图 3: 格力香樟项目建筑布局精致.....	6
图 4: 公司格力阳光海岸项目售价将在 25000 元以上	6
图 5: 珠港澳大桥人工岛项目正在施工建设.....	8
图 6: 格力集团拥有的工业用地集中在香洲区.....	8
图 7: 近年来珠海市房地产开发投资呈现逐步提升势头.....	9
图 8: 珠海市房地产销售额增速有所下滑, 但仍保持在 50% 以上.....	9
图 9: 珠海市二手房成交面积探底回升	10
图 10: 珠海市二手房成交金额近期保持稳定.....	10
图 11: 珠海市商品住宅空置面积稳中有降	10
图 12: 珠海市房价销售价格呈现不断上升趋势.....	11
图 13: 2009 年以来珠海市新建商品房供不应求状况明显.....	12
图 14: 珠港澳大桥将提升香港居民投资珠海的比例	13

表格目录

表 1: 公司现有房地产项目基本情况.....	4
表 2: 格力广场项目未来结算收入预测	5
表 3: 格力香樟美筑未来结算收入预测	5
表 4: 格力阳光海岸项目未来结算收入预测	7
表 5: 重点城市去库存化时间有所增加	11
表 6: 珠海市部分重点工程将提振珠海经济和房地产市场发展	12
表 7: 珠海市房地产公司盈利指标比较	14
表 8: 公司重组后盈利能力大大改善	14
表 9: 公司近三年结算收入预测	14
表 10: 公司 RNAV 值为 15.01 元.....	15
表 11: 公司 RNAV 值敏感性分析	15
表 12: 房地产开发类公司预测市盈率比较	16

分析师简介

王新亮，西南财经大学金融学硕士，两年房地产企业投资管理经验，2008年6月加入民生证券，任房地产行业研究员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com