

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

目标价: 12 元
当前评级: 买入
当前价格: 9.37 元

格力地产最近一年走势:



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

事件:

- 格力地产 8 月 31 日公布 10 年中期业绩, 公司上半年实现营业收入 87.45 亿元, 实现归属于母公司净利润 12.28 亿元, 同比增长 327.02%。实现 EPS 0.27 元, 同比增长 285.71%。

投资要点与关注:

□ 重组后业绩实现高增长:

报告期内, 公司实现营业收入 5.49 亿元, 比上年增长 913.50%; 实现营业利润 1.32 亿元, 比上年增长 938.68%; 实现归属于母公司股东的净利润 1.04 亿元, 比上年增加 766.49%; 基本每股收益 0.18 元, 比上年同期增长 260%。

- 上半年结算较少, 后续可结算资源丰富: 公司上半年项目结算较少, 下半年格力广场一期 A 区将大部分参与结算。公司未来可结算资源较多, 格力广场一期 B 区、C 区和二期从 11 年开始参与结算; 格力香樟主要是 11 年开始参与结算; 公司最新的项目格力海岸将在 11 年动工。

我们预计公司 10~12 年在房地产开发项目分别结算 8 万平米、16.38 万平米和 23.44 万平米。预计公司 10~12 年将分别实现结算收入 14 亿元、27.22 亿元和 37.68 亿元。截至 10 年 2 季度, 公司共有已售未结算收入 13.58 亿元, 10 年业绩锁定性较好。

□ 维持公司“买入”评级, RNAV 为 11.82 元/股, 目标价 12 元:

我们认为植根珠海的格力地产未来的发展具有几大优势: 1、珠海市未来有加速发展的潜力, 房地产市场空间较大: 港珠澳大桥在建, 广珠城际铁路即将通车、横琴岛开发等等; 2、背靠大股东资源格力集团, 未来有可预期的资金支持; 3、已经设立重庆子公司, 预计未来将开始布局全国, 有望成为新的全国龙头; 4、目前股价较 RNAV 折价依然明显。

目前公司 RNAV 为 11.82 元。截止至 8 月 30 日, 公司股价 9.37 元, 对比 RNAV 折价 21%。预计公司 10~12 年将分别实现 EPS 为 0.59 元、0.82 元和 1.04 元, 现价对应未来 3 年 PE 分别为 15.79X、11.40X 和 9.05X。我们维持公司“买入”评级, 给予目标价 12 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	422	513	1400	2692	3689
YoY (%)	-47%	22%	173%	92%	37%
归属母公司净利润	-431	235	343	475	598
YoY (%)	-764%	-45%	46%	39%	26%
ROE	-748.3%	14.2%	17.6%	19.6%	19.8%
EPS	-0.75	0.41	0.59	0.82	1.04
P/E	-12.56	23.01	15.79	11.40	9.05
P/B	94.00	3.26	2.78	2.23	1.79

表 1：格力地产项目结算预测（单位：万平米，亿元）

在开发项目		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
序 号	项目名称	结算价格	结算价格	结算价格	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	珠海格力广场一期 A 区	17,500	17,500	17,500	8.00	5.38	0.00	14.00	9.42	0.00
2	珠海格力广场一期 B 区	17,500	17,500	17,500	0.00	6.00	10.00	0.00	10.50	17.50
3	珠海格力广场一期 C 区	18,000	18,000	18,000	0.00	0.00	1.44	0.00	0.00	2.59
4	珠海格力广场二期	18,000	18,000	18,000	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
5	珠海香樟美筑	14,000	14,000	14,000	0.00	5.00	12.00	0.00	7.00	16.80
7	珠海拱北夏湾 C 区	15,000	15,000	15,000	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
8	珠海洪湾项目	9,000	9,000	9,000	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6	珠海格力海岸	25,000	25,000	25,000	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计		16,750	16,750	16,750	8.00	16.38	23.44	14.00	26.92	36.89

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2: 格力地产预测与估值表

资产负债表						利润表					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	501	4,681	7,026	10,438	13,130	营业收入	421.57	512.96	1,400.00	2,691.50	3,689.20
现金	30	1,110	7,811	3,757	10,334	营业成本	409.48	319.15	896.00	1,695.65	2,287.30
应收账款	82	0	223	206	383	营业税金及附加	6.97	60.60	182.00	349.90	479.60
其他应收款	70	134	423	648	820	营业费用	71.72	28.25	77.09	148.21	203.15
预付账款	112	76	219	427	560	管理费用	32.23	19.65	53.62	103.09	141.30
存货	207	3,360	-1,655	5,395	1,029	财务费用	40.30	13.97	42.00	80.75	110.68
其他流动资产	0	0	5	5	5	资产减值损失	94.22	54.82	0.00	0.00	0.00
非流动资产	274	712	749	786	823	公允价值变动收益	-0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4	0	0	0	0	投资净收益	-97.17	287.10	292.85	298.70	304.68
固定资产	186	19	21	21	21	营业利润	-275.41	303.63	442.13	612.62	771.84
无形资产	1	0	1	1	1	营业外收入	7.56	0.05	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	84	693	727	764	801	营业外支出	164.06	0.50	0.00	0.00	0.00
资产总计	776	5,393	7,775	11,225	13,953	利润总额	-431.91	303.17	442.13	612.62	771.84
流动负债	470	2,015	2,921	4,770	5,759	所得税	0.79	68.00	99.48	137.84	173.66
短期借款	164	0	0	0	0	净利润	-432.70	235.17	342.65	474.78	598.18
应付账款	61	405	904	1,573	1,768	少数股东损益	-1.84	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	245	1,610	2,017	3,197	3,991	归属母公司净利润	-430.86	235.17	342.65	474.78	598.18
非流动负债	219	1,718	2,905	4,031	5,171	EBITDA	-235.10	317.60	485.15	694.50	883.72
长期借款	56	1,193	2,331	3,469	4,607	EPS	-1.28	0.41	0.59	0.82	1.04
其他非流动负债	163	525	574	562	565	主要财务比率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	689	3,734	5,826	8,801	10,931	成长能力					
少数股东权益	29	0	0	0	0	营业收入	-46.66%	21.68%	172.93%	92.25%	37.07%
股本	338	578	578	578	578	营业利润	-1057.30%	10.25%	45.62%	38.56%	25.99%
资本公积	119	110	110	110	110	归属于母公司净利润	-764.28%	-45.42%	45.71%	38.56%	25.99%
留存收益	-399	972	1,256	1,731	2,329	获利能力					
归属母公司股东权益	58	1,659	1,949	2,424	3,022	毛利率(%)	2.87%	37.78%	36.00%	37.00%	38.00%
负债和股东权益	776	5,393	7,775	11,225	13,953	净利率(%)	-102.20%	45.85%	24.48%	17.64%	16.21%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	-748.33%	14.17%	17.58%	19.59%	19.79%
经营活动现金流	-546	1,100	5,386	-5,368	5,280	ROIC(%)	-88.59%	20.49%	-9.18%	34.78%	-20.53%
净利润	-433	235	343	475	598	偿债能力					
折旧摊销	0	0	1	1	1	资产负债率(%)	88.80%	69.23%	74.93%	78.41%	78.34%
财务费用	40	14	42	81	111	净负债比率(%)	36.94%	31.96%	40.21%	39.50%	42.23%
投资损失	97	-287	-293	-299	-305	流动比率	106.73%	232.25%	240.57%	218.84%	227.98%
营运资金变动	0	0	5,295	-5,629	4,877	速动比率	62.62%	65.52%	297.24%	105.74%	210.11%
其他经营现金流	-251	1,138	-2	4	-3	营运能力					
投资活动现金流	-1	267	259	263	267	总资产周转率	42.81%	16.63%	21.26%	28.33%	29.31%
资本支出	1	21	0	0	0	应收账款周转率	3.74	12.53	12.53	12.53	12.53
长期投资	0	281	33	35	37	应付账款周转率	5.70	1.37	1.37	1.37	1.37
其他投资现金流	0	570	292	298	304	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-52	1,358	1,057	1,051	1,029	EPS(摊薄)	-0.75	0.41	0.59	0.82	1.04
短期借款	-7	-164	0	0	0	每股经营现金流	-0.95	1.91	9.32	-9.29	9.14
长期借款	-5	1,138	1,138	1,138	1,138	每股净资产(摊薄)	0.10	2.87	3.37	4.20	5.23
普通股增加	0	240	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	-9	0	0	0	P/E	-12.56	23.01	15.79	11.40	9.05
其他筹资现金流	-41	153	-81	-87	-109	P/B	94.00	3.26	2.78	2.23	1.79
现金净增加额	0	0	6,701	-4,054	6,576	EV/EBITDA	-20.55	15.21	9.96	6.96	5.47

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。