

## 湘财证券研究所

### 房地产

杨森： Tel: 021-68634518-8990  
E-Mail: [ys2875@xcsc.com](mailto:ys2875@xcsc.com)

张化东： Tel: 021-68634518-8051  
E-Mail: [zhd3063@xcsc.com](mailto:zhd3063@xcsc.com)

徐广福： Tel: 021-68634518-8626  
E-Mail: [xgf2388@xcsc.com](mailto:xgf2388@xcsc.com)

目标价： 7.0 元  
本次评级： 增持  
当前价格： 5.93 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：

□ 我们近日对金地集团进行了实地调研，和管理层就公司近况进行了交流。

### 投资要点与关注：

#### □ 下半年的销售高峰即将到来：

公司上半年月均销售面积 8 万平方米左右，主要源于存货较少和房地产市场调控。7 月销售面积 8.92 万平米，8 月销售面积 26.59 万平米，较上半年明显回升。7 月以后周均销售在 800 套附近。

我们认为，公司下半年供应 200 万方的目标不难实现，9 月、10 月和 11 月将是供应高峰。下半年库存较上半年增加明显，大概占全年比例的 80%，三四季度稳定在 140 万方以上。其中，二线城市的新增库存占比在 76%，一线城市占比为 24%。从推盘结构来看，下半年将以中小户型为主，大概占比为 75%。从推盘区域来看，长三角将是下半年销售收入的主要来源，其中南京自在城、上海格林世界和杭州自在城将是销售主力。预计 9 月、10 月和 11 月月均销售净额有望达到 40 亿元，全年销售额 210 亿的目标完成确定性较高，全年销售均价将保持在 11000 元/平米附近。

□ **调控对资金链的影响与财务状况：**本轮调控对公司的影响目前主要体现在前期的成交量上，即系统性风险。对公司资金链的影响不大：（1）仅仅银行借款成本略有上升，开发贷利率由年初的下浮升至目前的基准利率；（2）截至中期，公司现金 94 亿，是短期负债和流动负债总和的 1.68 倍，目前并无应付地价款；（3）地产金融业务——金地稳盛，已经开始运作，目前进展不错；（4）今后土地购置将更多考虑项目合作方式，降低资金占用（今年新增的烟台和大连土地都是通过这种方式）。

□ **未来业务发展展望：**（1）公司今年主要新增土地储备 80 万方左右，分布于沈阳、大连、烟台和珠海。预计随着土地市场逐步回归理性，公司将加大拿地力度；（2）公司今明两年的战略方向将主要是现有地区的深耕和深圳本地更新改造，预计公司在保持长三角地区业务重点的同时，会重点关注西南和河南地区的业务拓展；（3）预计公司 11 年销售目标在 350 亿~400 亿，各季度之间销售将更加均衡，毛利率将较目前水平（10 年中期 34%）有所提高。

□ **维持公司“增持”评级，综合 RNAV 为 7.30 元/股，目标价 7.0 元：**目前公司 RNAV 为 7.3 元，截止至 9 月 21 日，公司股价 5.93 元，对比 RNAV 折价 19%。我们预计公司 10~12 年房地产开发项目分别结算 150 万平米、208 万平米和 264 万平米。预计公司 10~12 年将分别实现结算收入 157 亿元、233 亿元和 293 亿元。预计公司 10~12 年将分别实现 EPS 为 0.47 元、0.66 元和 0.89 元，现价对应 PE 分别为 12.40X、9.04X 和 6.76X。我们维持公司“增持”评级，给予目标价 7 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 | 17339 | 23384 | 28980 |
| YoY (%)   | 30%   | 24%   | 43%   | 35%   | 24%   |
| 归属母公司净利润  | 841   | 1776  | 2139  | 2932  | 3922  |
| YoY (%)   | -13%  | 111%  | 20%   | 37%   | 34%   |
| ROE       | 9.0%  | 11.8% | 12.7% | 15.0% | 17.1% |
| EPS       | 0.19  | 0.40  | 0.48  | 0.66  | 0.88  |
| P/E       | 31.53 | 14.93 | 12.40 | 9.04  | 6.76  |
| P/B       | 2.85  | 1.77  | 1.57  | 1.36  | 1.15  |
| EV/EBITDA | 13.14 | 8.85  | 7.17  | 5.11  | 3.85  |

表 1: 金地集团项目结算预测 (单位: 万平米, 亿元)

| 在开发项目 |                     | 2010E | 2011E | 2012E | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 序 号   | 项目名称                | 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  | 7.88  | 10.61 |
| 3     | 天津金地格林世界            | 12.00 | 12.00 | 12.00 | 8.40  | 8.48  | 8.57  |
| 4     | 天津金地国际广场            | 0.00  | 8.00  | 15.00 | 0.00  | 12.12 | 22.95 |
| 5     | 天津团泊湖               | 0.00  | 8.00  | 13.00 | 0.00  | 8.08  | 13.26 |
| 6     | 上海金地格林世界            | 10.00 | 6.44  | 0.00  | 15.00 | 9.76  | 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 3 号地块项目-天御   | 0.00  | 5.00  | 4.93  | 0.00  | 7.58  | 7.54  |
| 9     | 上海赵家巷项目             | 0.00  | 5.00  | 5.38  | 0.00  | 25.25 | 27.42 |
| 10    | 宝山城市工业园<br>区市台路地块项目 | 0.00  | 7.00  | 10.81 | 0.00  | 9.19  | 14.33 |
| 11    | 绍兴县柯桥地块             | 0.00  | 10.00 | 12.00 | 0.00  | 7.07  | 8.57  |
| 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  | 2.00  | 3.03  | 3.23  |
| 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  | 2.83  | 4.38  |
| 16    | 东莞市黄江镇项目            | 0.00  | 5.00  | 7.00  | 0.00  | 3.54  | 5.00  |
| 17    | 广州荔湖城               | 12.00 | 12.00 | 15.00 | 7.80  | 7.88  | 9.95  |
| 18    | 佛山九珑壁               | 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  | 4.55  | 7.20  |
| 20    | 深圳观澜项目              | 0.00  | 5.00  | 7.00  | 0.00  | 10.10 | 14.28 |
| 21    | 深圳宝安龙华 A818-0206    | 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    | 金地上塘道               | 14.76 | 0.00  | 0.00  | 25.09 | 0.00  | 0.00  |
| 24    | 珠海红山楼 1 号地块         | 0.00  | 2.00  | 1.21  | 0.00  | 2.02  | 1.24  |
| 25    | 香洲梅华北居住片区 3 号地块     | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 26    | 杭州自在城 24-25         | 7.00  | 8.00  | 9.37  | 14.00 | 16.16 | 19.11 |
| 27    | 杭州自在城 41            | 0.00  | 6.00  | 10.00 | 0.00  | 9.09  | 15.30 |
| 28    | 杭州萧山地块              | 0.00  | 7.00  | 9.00  | 0.00  | 16.26 | 21.12 |
| 29    | 武汉金地国际花园            | 6.28  | 0.00  | 0.00  | 5.65  | 0.00  | 0.00  |
| 30    | 武汉金地名郡              | 0.00  | 7.02  | 0.00  | 0.00  | 7.09  | 0.00  |
| 31    | 武汉金地格林春岸            | 5.00  | 7.00  | 11.63 | 2.75  | 3.89  | 6.52  |
| 32    | 武汉西岸故事              | 3.00  | 5.00  | 6.92  | 2.10  | 3.54  | 4.94  |
| 33    | 武汉四新项目              | 0.00  | 7.00  | 10.00 | 0.00  | 4.95  | 7.14  |
| 34    | 武汉农科院项目             | 0.00  | 3.00  | 7.00  | 0.00  | 2.12  | 5.00  |
| 35    | 南京金地名京              | 13.96 | 0.00  | 0.00  | 16.75 | 0.00  | 0.00  |
| 36    | 南京自在城               | 6.84  | 8.00  | 15.00 | 5.47  | 6.46  | 12.24 |
| 37    | 宁波金地东御              | 0.00  | 3.00  | 6.34  | 0.00  | 4.55  | 9.70  |

|    |           |        |        |        |        |        |        |
|----|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 38 | 西安金地芙蓉世家  | 10.21  | 0.00   | 0.00   | 7.15   | 0.00   | 0.00   |
| 39 | 西安湖城大镜    | 0.00   | 8.00   | 10.00  | 0.00   | 9.60   | 7.14   |
| 40 | 沈阳金地国际花园  | 3.46   | 0.00   | 0.00   | 2.18   | 0.00   | 0.00   |
| 41 | 沈阳长青-滨河国际 | 11.00  | 15.00  | 16.00  | 6.60   | 9.09   | 9.79   |
| 42 | 沈阳国际花园四期  | 2.00   | 3.97   | 0.00   | 1.20   | 2.40   | 0.00   |
| 43 | 沈阳浑南华海新区  | 0.00   | 6.00   | 10.00  | 0.00   | 3.64   | 6.12   |
| 44 | 沈阳铁西项目    | 0.00   | 8.00   | 10.00  | 0.00   | 5.66   | 7.14   |
| 45 | 大连民主广场    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 46 | 烟台中农大项目   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 0  | 合计        | 150.52 | 208.43 | 262.90 | 157.12 | 233.84 | 289.80 |

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2: 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 | 65,575  | 83,617 | 97,344 | 营业收入      | 9,762.03 | 12,098.17 | 17,339.42 | 23,383.87 | 28,980.10 |
| 现金        | 4,450  | 9,639  | 4,384   | 5,246  | 5,930  | 营业成本      | 5,550.90 | 7,656.96  | 10,750.44 | 14,264.16 | 17,388.06 |
| 应收账款      | 11     | 11     | 20      | 22     | 31     | 营业税金及附加   | 1,191.04 | 1,175.41  | 1,902.48  | 2,563.52  | 3,057.43  |
| 其他应收款     | 659    | 1,463  | 1,243   | 2,620  | 2,031  | 营业费用      | 408.10   | 411.54    | 641.56    | 888.59    | 1,014.30  |
| 预付账款      | 346    | 1,751  | 2,714   | 2,624  | 3,994  | 管理费用      | 478.67   | 495.59    | 797.61    | 1,099.04  | 1,449.01  |
| 存货        | 28,440 | 40,544 | 56,311  | 72,201 | 84,455 | 财务费用      | 253.34   | 180.24    | 260.09    | 467.68    | 579.60    |
| 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  | 3,007.72  | 4,123.41  | 5,516.48  |
| 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 | 66,765  | 84,823 | 98,543 | 利润总额      | 1,541.72 | 2,498.09  | 3,007.72  | 4,123.41  | 5,516.48  |
| 流动负债      | 15,700 | 24,554 | 28,598  | 38,661 | 43,435 | 所得税       | 447.41   | 564.69    | 679.89    | 932.09    | 1,246.99  |
| 短期借款      | 1,484  | 853    | 3,232   | 3,890  | 4,682  | 净利润       | 1,094.31 | 1,933.40  | 2,327.83  | 3,191.32  | 4,269.49  |
| 应付账款      | 2,146  | 2,879  | 3,886   | 5,244  | 5,867  | 少数股东损益    | 253.45   | 157.17    | 189.23    | 259.43    | 347.08    |
| 其他流动负债    | 12,071 | 20,822 | 21,480  | 29,526 | 32,886 | 归属母公司净利润  | 840.86   | 1,776.23  | 2,138.59  | 2,931.89  | 3,922.41  |
| 非流动负债     | 8,991  | 14,113 | 19,233  | 24,356 | 29,473 | EBITDA    | 1,786.33 | 2,651.39  | 3,271.56  | 4,594.95  | 6,099.99  |
| 长期借款      | 7,797  | 12,917 | 18,037  | 23,156 | 28,276 | EPS       | 0.50     | 0.72      | 0.48      | 0.66      | 0.88      |
| 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 | 47,830  | 63,017 | 72,908 | 成长能力      |          |           |           |           |           |
| 少数股东权益    | 1,107  | 1,842  | 2,031   | 2,290  | 2,637  | 营业收入      | 30.38%   | 23.93%    | 43.32%    | 34.86%    | 23.93%    |
| 股本        | 1,678  | 2,484  | 4,472   | 4,472  | 4,472  | 营业利润      | -14.28%  | 61.20%    | 21.71%    | 37.09%    | 33.78%    |
| 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%   | 20.40%    | 37.09%    | 33.78%    |
| 留存收益      | 2,814  | 4,423  | 6,313   | 8,924  | 12,407 | 获利能力      |          |           |           |           |           |
| 归属母公司股东权益 | 9,303  | 15,009 | 16,904  | 19,515 | 22,998 | 毛利率(%)    | 43.14%   | 36.71%    | 38.00%    | 39.00%    | 40.00%    |
| 负债和股东权益   | 35,102 | 55,518 | 66,765  | 84,823 | 98,543 | 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%    | 12.65%    | 15.02%    | 17.06%    |
| 经营活动现金流   | -546   | 1,100  | -12,272 | -4,148 | -4,232 | ROIC(%)   | 6.89%    | 8.70%     | 6.58%     | 7.69%     | 8.54%     |
| 净利润       | 1,094  | 1,933  | 2,328   | 3,191  | 4,269  | 偿债能力      |          |           |           |           |           |
| 折旧摊销      | 0      | 0      | 4       | 4      | 4      | 资产负债率(%)  | 70.34%   | 69.65%    | 71.64%    | 74.29%    | 73.99%    |
| 财务费用      | 253    | 180    | 260     | 468    | 580    | 净负债比率(%)  | 47.32%   | 41.82%    | 49.49%    | 46.73%    | 48.50%    |
| 投资损失      | -11    | -19    | -20     | -23    | -25    | 流动比率      | 219.21%  | 221.17%   | 229.30%   | 216.28%   | 224.11%   |
| 营运资金变动    | 0      | 0      | -14,863 | -7,785 | -9,060 | 速动比率      | 38.06%   | 56.05%    | 32.39%    | 29.53%    | 29.67%    |
| 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%    | 28.36%    | 30.85%    | 31.61%    |
| 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  | 6,998   | 4,997  | 4,901  | EPS(摊薄)   | 0.19     | 0.40      | 0.48      | 0.66      | 0.88      |
| 短期借款      | -460   | -630   | 2,379   | 658    | 792    | 每股经营现金流   | -0.12    | 0.25      | -2.74     | -0.93     | -0.95     |
| 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      | 3.78      | 4.36      | 5.14      |
| 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       | 31.53    | 14.93     | 12.40     | 9.04      | 6.76      |
| 其他筹资现金流   | 1,580  | -253   | -501    | -781   | -1,011 | P/B       | 2.85     | 1.77      | 1.57      | 1.36      | 1.15      |
| 现金净增加额    | 0      | 0      | -5,255  | 862    | 684    | EV/EBITDA | 13.14    | 8.85      | 7.17      | 5.11      | 3.85      |

资料来源: 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。