

格力地产(600185.sh)

高弹性品种、暂维持“持有”

沈爱卿 分析师

电话: 020-87555888-637

eMail: saq@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020008

业绩低于预期

格力地产公布 2010 年报: 2010 年实现营业收入 11.6 亿元, 比上年增长 125.7%; 实现净利润 1.4 亿元, 比上年减少 38.7%。每股收益为 0.25 元。公司业绩下滑的原因在于非经常性损益的大幅度波动。2009 年公司出售格力电器股票获得 2.8 亿元的投资收益, 而 2010 年不仅没有类似投资收益, 反而提取了 0.9 亿元的资产减值损失(海星集团借款)。如果不考虑这些非经常性损益, 2010 年公司的净利润比上年增长 2789%。总体而言, 公司业绩低于预期。

预收账款高、锁定高增长

销售方面, 全年销售约 20 亿元, 较上年增长 66%。高增长主要源于推盘量增加。土地投资方面, 2010 年公司未拓展新项目。短期来看, 公司无暇关注拓展问题。格力海岸项目对公司至关重要, 这将决定公司未来 3 年的成长性。2010 年末预收账款高达 13 亿元, 这使得公司今年的业绩基本锁定。预计今年公司的净利润将达到 3.3 亿元, 增长率达 127%。

高弹性品种、暂维持“持有”评级

备受关注的格力海岸项目仍在进行软基处理, 今年开工面积将在 30 万平方米, 计划 10 月进入销售。公司今年在建面积在 100 万平方米以上, 可售价值也在 110 亿元以上。如果市场顺利, 实现 100 亿元销售额(5 倍增)是有可能的。但是, 我们预计二季度楼市成交量显著复苏无望。而短期内, 珠海市场有可能遭遇限购令, 这对于 70% 以上购房者是外地人的珠海楼市来说, 短期的打击是非常大的。因此, 我们暂时维持对公司的“持有”评级。如果楼市明显回升, 那么公司将是非常好的投资标的。

风险提示: 政策风险、行业风险

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	512.96	1,157.48	1,987.76	2,658.90	4,707.42
增长率(%)	21.68%	125.65%	71.73%	33.76%	77.04%
EBITDA(百万元)	318.31	206.7	457.04	702.07	1137.45
净利润(百万元)	235.17	144.1	322.18	511.76	848.52
增长率(%)	-154.58	-38.72%	123.58%	58.84%	65.80%
每股收益(元)	0.407	0.25	0.56	0.89	1.47
市盈率	31.66	29.34	16.15	10.17	6.13
市净率	4.49	2.37	2.47	1.99	1.50
EV/EBITDA	23.65	20.67	7.58	2.94	0.86

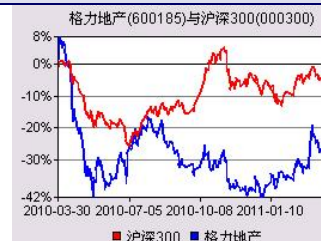
数据来源: 西安格力地产股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	9.01
目标价格(元)	11.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.78%	24.97%	-26.99%
沪深 300	0.51%	6.27%	-3.29%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

577.59/337.59

主要股东:

珠海格力集团有限公司

主要股东持股比例

51.94%

财务比率

ROE	14.17%
ROA	10.28%
资产负债率	69.23%
每股净资产(元)	2.87

2009 年报数据

业绩低于预期

格力地产公布2010年报：2010年实现营业收入11.6亿元，比上年增长125.7%；实现利润总额2.1亿元，比上年减少32.3%；实现归属于母公司所有者净利润1.4亿元，比上年减少38.7%。每股收益为0.25元。公司业绩下滑的原因在于非经常性损益的大幅度波动。2009年公司出售格力电器股票获得2.8亿元的投资收益，而2010年不仅没有类似投资收益，反而提取了0.9亿元的资产减值损失（海星集团借款）。如果不考虑这些非经常性损益，2010年公司的净利润比上年增长2789%。总体而言，公司业绩低于预期。

表 1：业绩比较			单位：百万元
项目	2009	2010	变动
一、营业收入	513	1157	125.6%
减：营业成本	319	600	88.1%
营业税金及附加	61	154	154.4%
销售费用	28	71	151.6%
管理费用	20	53	170.2%
财务费用	14	-2	-115.7%
资产减值损失	55	90	63.6%
投资收益	287	11	-96.0%
二、营业利润	304	203	-33.2%
加：营业外收入	0	7	15370.6%
减：营业外支出	1	5	850.3%
三、利润总额	303	205	-32.3%
减：所得税费用	68	61	-10.1%
四、净利润	235	144	-38.7%
归属于母公司所有者的净利润	235	144	-38.7%
五、每股收益（元）	0.67	0.25	-62.7%
净资产收益率-摊薄(%)	14.1	8.0	-6.0
总资产净利率-平均(%)	7.6	1.9	-5.7
销售毛利率(%)	37.7	48.1	10.3
销售净利率(%)	45.8	12.4	-33.4
资产负债率(%)	69.2	81.4	12.2
资产总计	5,392	9,629	78.6%
归属母公司股东的权益	1,659	1,784.37	7.5%
经营活动产生的现金流量	-914	200	N.A.

数据来源：公司公告

预收账款高、锁定高增长

销售方面，2010年公司在售项目仅格力广场和香樟项目。全年两项目合同销售金额约20亿元，较上年增长66%。**高增长主要源于推盘量的增加。**

土地投资方面，2010年公司并未拓展新的项目。除了两个在售项目外，公司的注意力都放在“一号工程”格力海岸上。**短期来看，公司无暇关注拓展问题。格力海岸项目对公司至关重要，这将决定公司未来3年的成长性。**

2010年末公司的预收账款为13.3亿元，比上年增长216%。这主要是格力香樟项目的预收款，香樟项目将于年底交楼，这使得公司今年的业绩基本锁定。预计今年公司的净利润将达到3.3亿元，增长率达127%。

高弹性品种、暂维持“持有”评级

备受关注的格力海岸项目仍在进行软基处理，今年的开工面积将在30万平方米左右，计划10月进入销售。加上开工的格力广场项目，公司今年在建面积在100万平方米以上，可售价值也在110亿元以上。如果市场顺利，实现100亿元的销售额（5倍增）是有可能的。但是，我们预计二季度楼市成交量显著复苏无望，而且政策不放松的话，楼市低迷状态会持续下去。而短期内，**珠海市场有可能遭遇限购令，这对于70%以上购房者是外地人的珠海楼市来说，短期的打击是非常大的。因此，我们暂时维持对公司的“持有”评级。**

随着“珠江口西岸核心城市”定位、以及一系列重大交通设施建设和重点工程（港珠澳大桥、广珠城际轻轨等）的逐步推进，处于交通末梢的珠海将转变为珠江口西岸核心。而《粤澳合作框架协议》的签订，更将使得横琴岛大开发进入加速阶段。珠海经济迎来历史性的发展机遇，有望成为珠三角重要的增长极和辐射极，珠海经济将迎来二次腾飞。我们看好珠海房地产市场的中长期发展前景。**作为一个销售具备低基数、拥有大量优质的土地储备以及强力大股东的公司而言，格力地产的成长性是值得期待的。因此，如果楼市明显回升，那么公司将是非常好的投资标的。**

资产负债表

单位：百万元

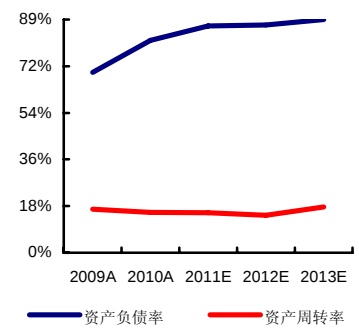
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	4,681	8,843	15,600	20,120	32,246
货币资金	1,110	2,247	5,809	8,209	9,797
应收及预付	210	135	480	546	1,036
存货	3,360	6,460	9,311	11,366	21,413
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	712	787	705	705	705
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19	44	44	44	44
在建工程	2	0	0	0	0
无形资产	6	10	1	1	1
其他长期资产	686	733	660	660	660
资产总计	5,393	9,630	16,305	20,825	32,951
流动负债	2,015	5,254	10,130	13,139	23,915
短期借款	0	30	0	0	0
应付及预收	2,015	5,032	10,130	13,139	23,915
其他流动负债	0	193	0	0	0
非流动负债	1,718	2,591	4,069	5,069	5,569
长期借款	1,193	2,069	4,069	5,069	5,569
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	525	522	0	0	0
负债合计	3,734	7,845	14,199	18,207	29,484
股本	578	578	578	578	578
资本公积	110	91	91	91	91
留存收益	972	1,116	1,438	1,950	2,798
归属母公司股东权益	1,659	1,784	2,107	2,618	3,467
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	5,393	9,630	16,305	20,825	32,951

利润表

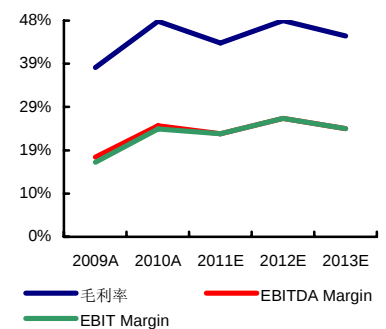
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	513	1157	1988	2659	4707
营业成本	319	600	1127	1375	2596
营业税金及附加	61	154	225	343	551
销售费用	28	71	99	133	235
管理费用	20	53	80	106	188
财务费用	14	-2	27	20	6
资产减值损失	55	90	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	287	11	0	0	0
营业利润	304	203	430	682	1131
营业外收入	0	7	0	0	0
营业外支出	1	5	0	0	0
利润总额	303	205	430	682	1131
所得税	68	61	107	171	283
净利润	235	144	322	512	849
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	235	144	322	512	849
EBITDA	91	287	457	702	1137
EPS (元)	0.41	0.25	0.56	0.89	1.47

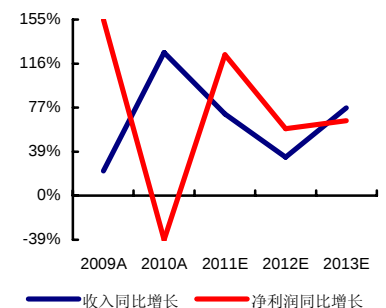
资产负债率趋势



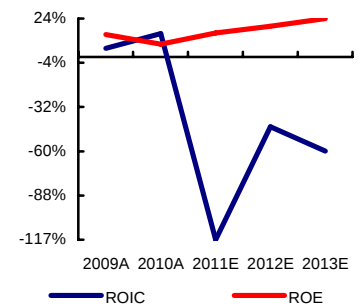
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-915	201	2,257	1,559	1,275
净利润	235	144	322	512	849
折旧摊销	6	8	0	0	0
营运资金变动	-923	12	1,903	888	240
其它	-232	36	32	160	186
投资活动现金流	267	-3	9	0	0
资本支出	-21	-15	9	0	0
投资变动	288	11	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,358	945	1,296	840	314
银行借款	1,600	1,544	1,970	1,000	500
债券融资	-200	-455	-566	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-42	-144	-108	-160	-186
现金净增加额	710	1,142	3,562	2,399	1,588
期初现金余额	30	1,110	2,247	5,809	8,209
期末现金余额	740	2,253	5,809	8,209	9,797

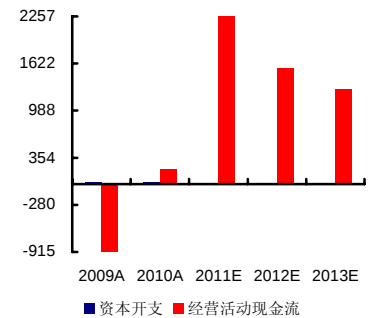
主要财务比率

单位：%

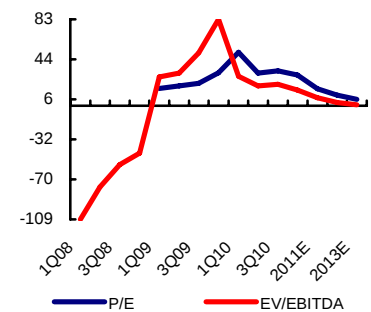
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	21.7%	125.6%	71.7%	33.8%	77.0%
营业利润	210.2%	-33.2%	111.9%	58.8%	65.8%
归属于母公司净利润	154.6%	-38.7%	123.6%	58.8%	65.8%
获利能力					
毛利率	37.8%	48.1%	43.3%	48.3%	44.9%
净利率	45.8%	12.4%	16.2%	19.2%	18.0%
ROE	14.2%	8.1%	15.3%	19.5%	24.5%
ROIC	5.4%	14.8%	-116.7%	-44.6%	-60.0%
偿债能力					
资产负债率	69.2%	81.5%	87.1%	87.4%	89.5%
净负债比率	5.0%	2.5%	-82.6%	-119.9%	-122.0%
流动比率	2.32	1.68	1.54	1.53	1.35
速动比率	0.62	0.44	0.60	0.65	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.15	0.15	0.14	0.18
应收账款周转率	12.53	1265.82	36.87	54.51	47.01
存货周转率	0.18	0.12	0.12	0.12	0.12
每股指标 (元)					
每股收益	0.41	0.25	0.56	0.89	1.47
每股经营现金流	-1.58	0.35	3.91	2.70	2.21
每股净资产	2.87	3.09	3.65	4.53	6.00
估值比率					
P/E	31.7	29.3	16.2	10.2	6.1
P/B	4.5	2.4	2.5	2.0	1.5
EV/EBITDA	82.6	14.9	7.6	2.9	0.9

资本支出与经营活动现金流

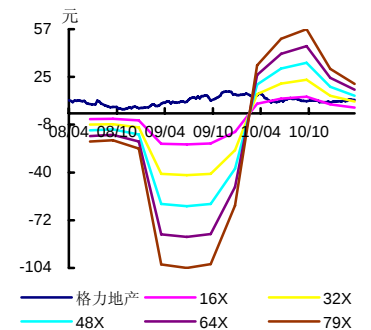
识别 百万元 现价值



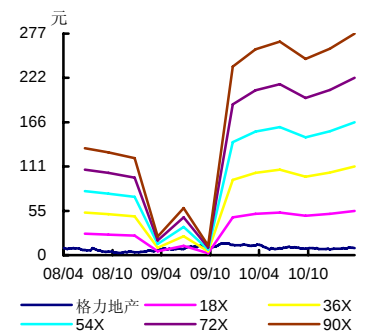
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

格力地产(600185.sh)_中报点评	沈爱卿	2010-08-30
格力地产(600185.sh)_公司调研简报	沈爱卿	2010-03-29
格力地产(600185.sh)_公司调研简报	沈爱卿	2010-03-17

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。