

分析师: 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120021

联系人: 乐加栋 (8621)68751692 lejd@cjsc.com.cn

弹性十足

事件描述与点评

金地集团今日发布 2011 年一季度报, 一季度公司实现营业收入 21.44 亿元, 同比下降 70.31%; 实现营业利润 2.4 亿元, 同比下降 86.21%; 实现归属母公司净利润 1.62 亿元, 同比下降 86.08%, 每股收益 0.04 元。

当期费用上升较快, 财务较为稳健

公司本期业绩与去年同期相比下降较多, 其原因是因为一季度竣工交付较少, 2011 年公司较多项目竣工时间为今年第四季度。预计公司中期业绩仍然会低于去年同期水平。在毛利率方面, 公司本期结算毛利率约为 36%, 基本与去年同期持平, 预计全年结算毛利率会在 40% 左右。在费用方面, 相对于公司当期合同销售额来说, 公司当期管理费用与销售费用上升较快。在与万科和保利的比较中我们可以清晰的看出, 金地与销售与管理方面还是有差距的, 也在另一个侧面证明高端项目相对销售难度提升。公司一季度在土地市场上没有拿地, 期末财务较为稳健。在手货币资金高达 140 亿, 短期借款与一年内到期负债合计为 92 亿, 公司财务压力相对较小。

公司一季度销售中规中矩, 预收账款增加

一季度累计签约面积 26.8 万平方米, 同比增长 44.6%, 累计签约金额 37.2 亿元, 同比增长 82.4%。在龙头企业的比较中, 公司一季度销售只能算中规中矩, 其主要原因是公司在一季度中推出货量相对较少, 使得公司一季度销售额只占全年目标的十分之一。另外一方面是公司销售均价价高, 销售压力确实存在。公司期末在手预收账款为 223 亿, 这部分为公司为了锁定的 EPS 大约 0.84 元左右。

公司年内可售资源丰富, 高端项目存在压力

公司 2011 年可售面积约为 500 万平米, 可售金额为 600 亿, 公司年内完成 400 亿的销售目标没有变化。2011 年是金地走向高端的一年, 预计公司 11 年天字系列等高端产品要超过 10%。我们认为在目前市场环境下, 这些高端项目销售确实存在较大的压力。在二线城市方面, 11 年预计沈阳、西安、武汉、天津等地销售份额会加大。在土地拓展方面, 预计今年在西南地区与长三角地区二线城市会继续拓展。

盈利预测与估值

公司 11 年可售货源较多, 但是由于目前市场调整下, 目前已逐步进入开盘期的高端项目能否顺利实现销售是我们关注的重点。同时公司也是四大企业中, 弹性较高的企业, 预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.81、1.04, 维持“推荐”评级。

第一, 当期费用上升较快, 财务较为稳健

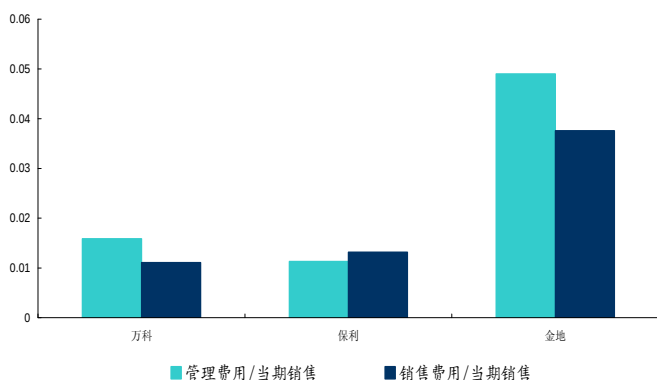
公司本期业绩与去年同期相比下降较多, 其原因是因为一季度竣工交付较少, 2011 年公司较多项目竣工时间为今年第

四季度。预计公司中期业绩仍然会低于去年同期水平。在毛利率方面，公司本期结算毛利率约为 36%，基本与去年同期持平，预计全年结算毛利率会在 40% 左右。

在费用方面，相对于公司当期合同销售额来说，公司当期管理费用与销售费用上升较快。在与万科和保利的比较中我们可以清晰的看出，金地在销售与管理方面还是有差距的，也在另一个侧面证明高端项目相对销售难度提升。

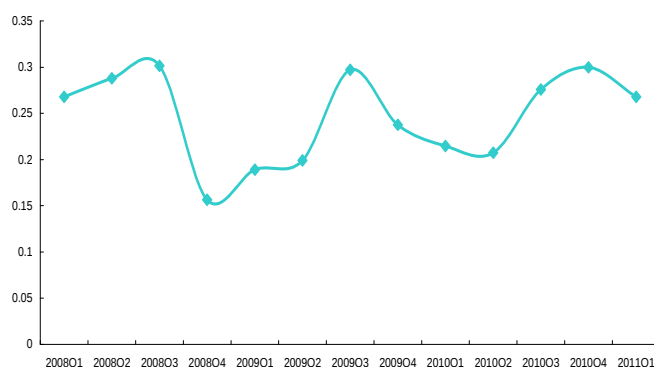
公司一季度在土地市场上没有拿地，期末财务较为稳健。在手货币资金高达 140 亿，短期借款与一年内到期负债合计为 92 亿，公司财务压力相对较小。

图：费用与当期销售的比值（万科、保利、金地）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：货币资金/存货

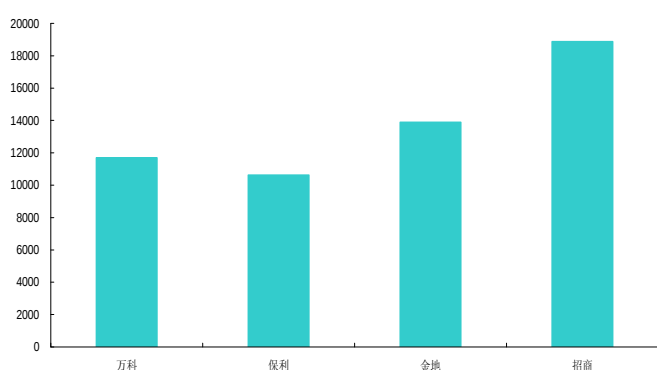


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司一季度销售中规中矩，预收账款增加

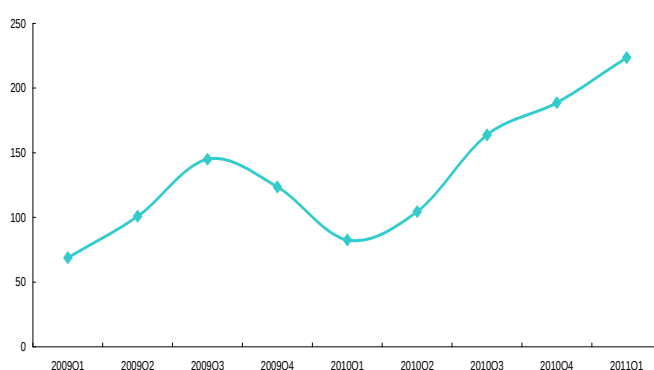
一季度累计签约面积 26.8 万平方米，同比增长 44.6%，累计签约金额 37.2 亿元，同比增长 82.4%。在龙头企业的比较中，公司一季度销售只能算中规中矩，其主要原因是公司在一季度中推出货量相对较少，使得公司一季度销售额只占全年目标的十分之一。另外一方面是公司销售均价较高，销售压力确实存在。公司期末在手预收账款为 223 亿，这部分为公司为了锁定的 EPS 大约 0.84 元左右。

图：四大公司销售均价



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：公司预收账款



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表：金地集团主要项目一季度销售情况

项目名称	城市	属性	销售面积(m²)	销售金额(万元)	销售套数(套)
金地仰山一期	北京	住宅	18,000	37054	134
金地·自在城二期	杭州	住宅	18,056	36945	167
天御苑	上海	住宅	10,554	33034	56

金地九珑壁	佛山	住宅	15,124	22362	174
金地·名京一期	沈阳	住宅	23,669	21408	211
金地格林世界四期	天津	住宅	21,347	21299	225
金地长青湾一期	沈阳	住宅	18,440	20223	93
金地格林春岸	武汉	住宅	23,505	14945	237
金地自在城	南京	住宅	14,457	14248	126
金地上塘道花园	深圳	住宅	6,343	12762	102
金地格林世界一期	上海	住宅	5,506	12307	51
金地滨河国际社区二期	沈阳	住宅	16,965	10857	160
金地·檀郡一期	沈阳	住宅	13,789	10547	84
金地西岸故事	武汉	住宅	11,778	10270	156

资料来源：CRIC，长江证券研究部

第三，公司年内可售资源丰富，高端项目存在压力

公司 2011 年可售面积约为 500 万平米，可售金额为 600 亿，公司年内完成 400 亿的销售目标没有变化。2011 年是金地走向高端的一年，预计公司 11 年天字系列等高端产品要超过 10%。我们认为在目前市场环境下，这些高端项目销售确实存在较大的压力。

在二线城市方面，11 年预计沈阳、西安、武汉、天津等地销售份额会加大。在土地拓展方面，预计今年在西南地区与长三角地区等二线城市会继续拓展。

表：预计开盘项目

项目名称	城市	区域	板块	总建筑面积(m²)	开工时间	开盘时间	交房时间
金地团泊湖项目	天津	静海	团泊镇	461,077	2011-10-01	2012-05-01	2015-10-14
金地卡诗维亚	吉林	昌邑区		60,000	2011-06-10	2011-09-16	2011-12-31
金地天逸	杭州	萧山区	萧山区休博园、湘湖	432,989		2011-08-28	
金地天悦湾	深圳	宝安区	观澜板块	150,231	2010-03-24	2011-06-01	2012-06-24
金地天境	上海	青浦	赵巷板块	210,000	2010-09-02	2011-05-07	2012-12-31
金地澜菲溪岸	武汉	汉阳	四新	580,000	2010-07-01	2011-04-30	2012-06-28

资料来源：cric，长江证券研究部

表：金地产品线

产品线	特点	目标客户群	代表楼盘
格林系	大规模中档 郊区住宅 欧洲风情	向往郊区生活的白领阶层等中产阶级	北京格林小镇 上海格林世界 东莞格林小城
未来系	主要是针对生活方式、建筑方式的创新和突破	向往前卫生活的、活跃的中产阶级	未来域城 未未来
天字系	中式古典园林的空间序列原创平墅	务实简化、拥有重新精神的社会高端群体	金地·佘山天境 金地·天御
褐石系	三大产品低密生态洋房、高层空中院馆和 SOHO 空间体验最纯真安逸的生活	向往风尚、经典、时尚、风情的中产阶级	金地·艺境
大境系	拥有人文历史及其景观资源的别墅	向往景观、美学意境 的中高收入群体	金地·湖城大境
官邸系	踞于城市中心别墅	高收入、有社会地位群体	天津金地紫乐府

资料来源：长江证券研究部

第四，盈利预测与估值

公司 11 年可售货源较多，但是由于目前市场调整下，目前已逐步进入开盘期的高端项目能否顺利实现销售是我们关注的重点。同时公司也是四大企业中，弹性较高的企业，我们预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.81、1.04，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	19593	24830	31743	38469	货币资金	13631	17934	18794	24140
营业成本	12134	14708	18603	22422	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7459	10123	13140	16046	应收账款	1449	1813	2317	2808
% 营业收入	38.1%	40.8%	41.4%	41.7%	存货	45455	44295	53820	59805
营业税金及附加	2016	2731	3492	4232	预付账款	8882	10659	13449	16190
% 营业收入	10.3%	11.0%	11.0%	11.0%	其他流动资产	1455	1840	2353	2851
销售费用	514	646	825	1000	流动资产合计	70873	76541	90733	105795
% 营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	824	1043	1333	1616	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	长期股权投资	144	144	144	144
财务费用	32	50	77	86	投资性房地产	1345	1345	1345	1345
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产合计	83	125	179	244
资产减值损失	-49	0	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	8	8	8	8
投资收益	85	0	0	0	递延所得税资产	352	0	0	0
营业利润	4206	5653	7413	9113	其他非流动资产	11	11	11	11
% 营业收入	21.5%	22.8%	23.4%	23.7%	资产总计	72817	78174	92419	107546
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	5047	0	0	0
利润总额	4226	5653	7413	9113	应付款项	2953	3511	4430	5333
% 营业收入	21.6%	22.8%	23.4%	23.7%	预收账款	18870	23837	30473	36930
所得税费用	1093	1413	1853	2278	应付职工薪酬	662	778	982	1182
净利润	3133	4240	5560	6835	应交税费	571	763	983	1198
归属于母公司所有者					其他流动负债	4446	5329	6735	8115
的净利润	2694.0	3617.8	4670.0	5741.1	流动负债合计	32549	34218	43604	52758
少数股东损益	439	622	890	1094	长期借款	18064	18064	18064	18064
EPS (元/股)	0.60	0.81	1.04	1.28	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	8	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	1190	1190	1190	1190
经营活动现金流净额	-3039	9992	1701	6371	负债合计	51811	53472	62858	72011
取得投资收益	85	0	0	0	归属于母公司	17680	20755	24725	29605
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	3325	3947	4837	5930
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	21006	24703	29562	35535
固定资产投资	-39	-50	-63	-77	负债及股东权益	72817	78174	92419	107546
其他	57	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	18	-50	-63	-77		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.602	0.809	1.044	1.284
股权融资	1161	0	0	0	BVPS	3.95	4.64	5.53	6.62
银行贷款增加 (减少)	6983	-5047	0	0	PE	10.99	8.18	6.34	5.16
筹资成本	1475	-593	-778	-947	PEG	0.38	0.29	0.22	0.18
其他	-2983	0	0	0	PB	1.67	1.43	1.20	1.00
筹资活动现金流净额	6636	-5640	-778	-947	EV/EBITDA	9.18	5.21	3.85	2.55
现金净流量	3615	4303	860	5346	ROE	15.2%	17.4%	18.9%	19.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。