

股价较行权价折让 20%，价值凸显

——金地集团 4 月销售数据点评

事件：

2011 年 4 月公司实现签约面积 12.7 万平方米，同比下降 16.9%；签约金额 17.7 亿元，同比下降 3.2%；2011 年 1—4 月公司累计实现签约面积 39.5 万平方米，同比增长 16.9%；累计签约金额 54.8 亿元，同比增长 41.9%。

我们的观点

- 1—4 月累计销售额约 55 亿，相当于 10 年全年销售额的 19%，整体销售一般。主要原因是有二：1、受政策影响，部分项目预售证取得时间滞后；2、刚性产品还未及时跟进。
- 我们预计 5—6 月销售将明显好转。理由是：5—6 月公司新推盘量将明显增多，在售项目将达到 17 个，是今年到现在为止在售项目最多的月份；公司顺应市场加大了刚需产品的比例，预计 5—6 月刚需产品将明显增多。
- 11 年营业收入锁定率 101%，2011 和 2012 年合计营业收入锁定率 55%，要想锁定 12 年业绩，后续销售非常关键。截至 2010 年底，公司已售未结算金额约 235 亿元，相当于 11 年预测营业收入的 101%。考虑 11 年 1—4 月销售的 55 亿元，合计可供 2010 年后结算金额高达 290 亿元，相当于我们预计 2011 和 2012 年合计营业收入 525 亿的 55%。后续公司需销售 235 亿，方可锁定 2012 年营业收入。
- 净负债率低于行业平均，11 年偿债压力小。截至 2011 年一季度末，公司净负债率为 56%，属于行业主流公司偏低水平。同时，公司债务结构较为合理，短期债务占长短期债务比例为 26%；现金较为充裕，其中现金对短期债务的覆盖率达到 217%。
- 年后尚未新增土地储备，扩张趋于谨慎。截至 1—4 月，公司新增权益土地建面约 134 万平米，权益成交地价 27 亿，分别相当于 2010 年全年的 54%和 29%。但从获取时间来看，今年新增土地储备均在年前，可见公司目前扩张趋于谨慎。
- 公司股价较已经实施的股权激励的行权价低约 20%，预计公司 2011 年—2012 年 EPS 分别为 0.75 元、1.00 元，目前对应 PE 仅为 8.3 倍、6.3 倍。目前公司重估净资产 RNAV 为 8.8 元（折现率 9%），折价约 28%。PB 仅 1.3 倍，远低于主流公司 2 倍的水平，价值明显低估，维持公司“买入”评级。
- 股价催化剂：销售大幅上升
- 风险：房地产再次出台调控政策，房价大幅下跌。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨国华

房地产行业高级分析师

8601—66210585

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

联系人

周强

010—66210621

zhouqiang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 5 月 9 日)	6.28 元
目标价格	10.60 元
总股本/A 股 (万股)	447151/ 447151
A 股市值 (亿元)	281
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2011 年 5 月 10 日

股价表现



财务预测

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	19593	23262	29241	41725
收入同比	62%	19%	26%	43%
归属母公司净利润	2694	3371	4482	5683
净利润同比	52%	25%	33%	27%
毛利率(%)	38.1%	45.9%	44.7%	38.2%
ROE(%)	15.2%	16.2%	18.1%	19.0%
每股收益(元)	0.60	0.75	1.00	1.27
P/E (倍)	10.41	8.32	6.26	4.93
P/B (倍)	1.59	1.35	1.13	0.94

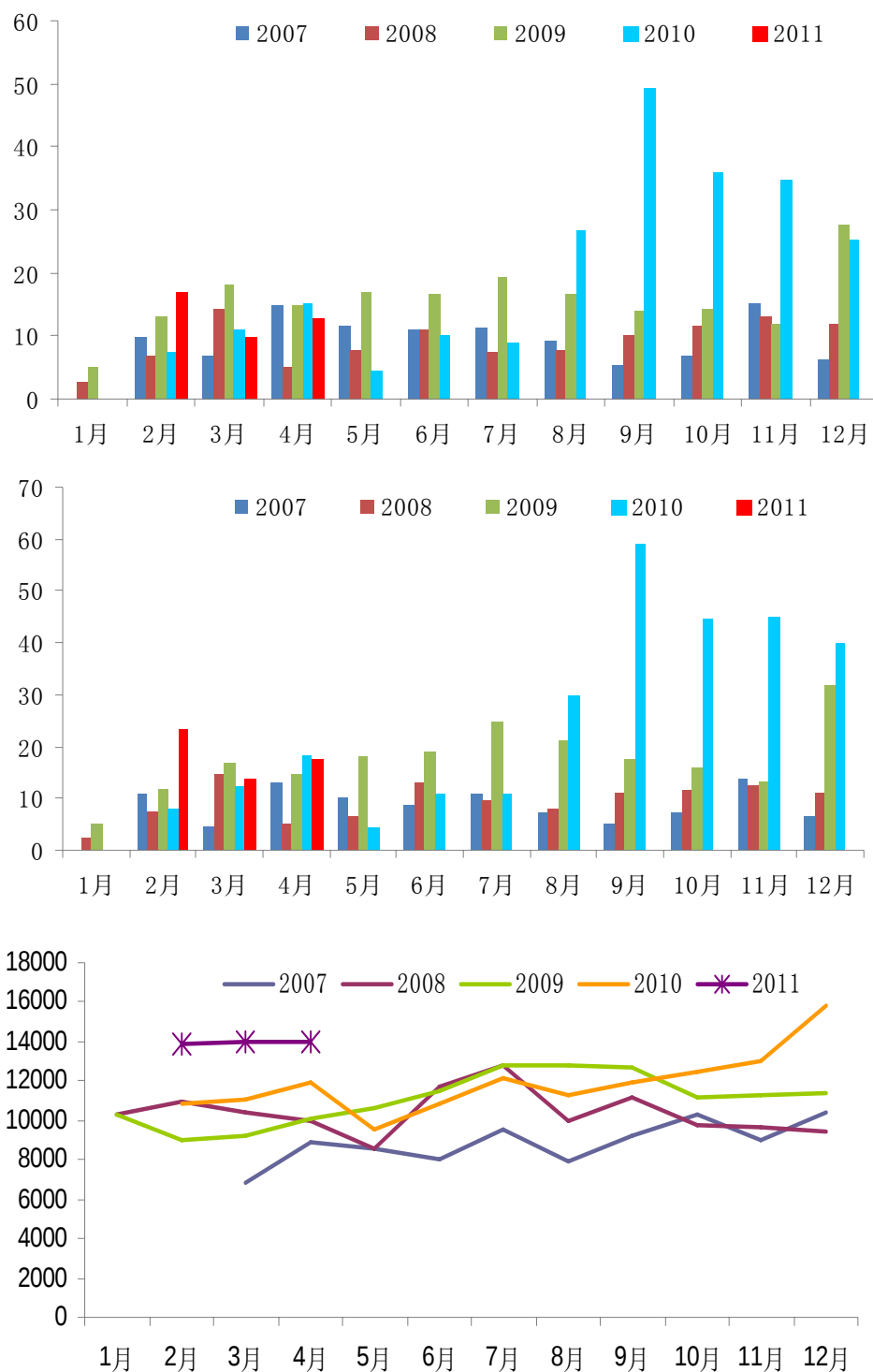
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图：截至 11 年 4 月金地月度销售面积（万平米）、销售金额（亿元）、销售均价（元/平米）



资料来源：东方证券研究所

表：金地集团财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	70873	90461	113388	134546	营业收入	19593	23262	29241	41725
现金	13631	24666	31503	32751	营业成本	12134	12582	16176	25765
应收账款	12	20	23	33	营业税金及附加	2016	2869	3460	3440
其他应收款	1437	1437	1437	1437	营业费用	514	814	1023	1460
预付账款	8882	2516	3235	5153	管理费用	824	930	1170	1669
存货	45456	60368	75735	93717	财务费用	32	317	430	414
其他流动资产	1455	1455	1455	1455	资产减值损失	-49	0.0	0	0
非流动资产	1943	1934	1930	1926	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	144	144	144	144	投资净收益	85	85	85	85
固定资产	81	77	73	69	营业利润	4206	5834	7067	9061
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	25	28	28	27
其他非流动资产	1719	1713	1713	1713	营业外支出	5	7	6	6
资产总计	72817	92395	115318	136471	利润总额	4226	5855	7088	9082
流动负债	32549	43037	56071	65960	所得税	1093	1464	1772	2271
短期借款	200	500	1000	1000	净利润	3133	4391	5316	6812
应付账款	2953	3775	4853	7730	少数股东损益	439	1020	834	1129
其他流动负债	29396	38762	50218	57230	归属母公司净利润	2694	3371	4482	5683
非流动负债	19262	24262	29262	34262	EBITDA	4264	6155	7500	9479
长期借款	18064	23064	28064	33064	EPS（元）	0.60	0.75	1.00	1.27
其他非流动负债	1198	1198	1198	1198					
负债合计	51811	67299	85333	100222	主要财务比率				
少数股东权益	3325	4345	5179	6308		2010	2011E	2012E	2013E
股本	4472	4472	4472	4472	成长能力				
资本公积	6145	6145	6145	6145	营业收入	61.9%	18.7%	25.7%	42.7%
留存收益	6868	9972	14016	19156	营业利润	70.2%	38.7%	21.1%	28.2%
归属母公司股东权益	17680	20754	24808	29945	归属于母公司净利润	51.7%	25.1%	32.9%	26.8%
负债和股东权益	72817	92398	115321	136474	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	38.1%	45.9%	44.7%	38.2%
单位：百万元					净利率(%)	13.8%	14.5%	15.3%	13.6%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	15.2%	16.2%	18.1%	19.0%
经营活动现金流	-3039	7079	2120	-2880	ROIC(%)	10.5%	16.8%	18.1%	17.3%
净利润	3133	4391	5316	6812	偿债能力				
折旧摊销	26	4	4	4	资产负债率(%)	71.2%	72.8%	74.0%	73.4%
财务费用	32	317	430	414	净负债比率(%)	45.13%	11.55%	5.20%	14.65%
投资损失	-85	-85	-85	-85	流动比率	2.18	2.10	2.02	2.04
营运资金变动	-7297	2481	-3555	-10021	速动比率	0.78	0.70	0.67	0.62
其他经营现金流	1152	-29	10	-3	营运能力				
投资活动现金流	18	85	85	85	总资产周转率	0.31	0.28	0.28	0.33
资本支出	40	0	0	0	应收账款周转率	1609	1457	1366	1491
长期投资	-29	0	0	0	应付账款周转率	4.16	3.74	3.75	4.10
其他投资现金流	29	85	85	85	每股指标（元）				
筹资活动现金流	6636	3871	4632	4043	每股收益（最新摊薄）	0.60	0.75	1.00	1.27
短期借款	-653	-353	500	0	每股经营现金流（最	-0.68	0.00	0.47	-0.64
长期借款	5147	10147	5000	5000	每股净资产（最新摊	3.95	4.64	5.55	6.70
普通股增加	1987	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1850	0	0	0	P/E	10.41	8.32	6.26	4.93
其他筹资现金流	2005	-5922	-868	-957	P/B	1.59	1.35	1.13	0.94
现金净增加额	3633	11034	6837	1248	EV/EBITDA	-	-	-	-

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50万股或100万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1万股或5万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60日累计：当日净量的60日累计值；
10日均值：60日累计线的10日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn