

2011 年 7 月 4 日

金地集团

销售弹性好，估值吸引强

买入
A 600383.SS - 人民币 6.56
 目标价格: 人民币 8.18

田世欣*

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	4	10	(6)	6
相对新华富时 A50 指数 (%)	4	8	(2)	(3)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	4,472
流通股 (%)	89
流通股市值 (人民币 百万)	26,109
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	302
11 年末净负债比率 (%)	55
11 年末每股重估净资产值 (人民币)	10.15
主要股东 (%)	
深圳市福田投资发展公司	47.8

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*程冬为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

金地上半年签约金额超百亿, 同比接近翻番; 三季度开始, 金地推盘进入高峰期, 在理性定价、走量为主的销售策略指导下, 其良好的销售弹性也将表现出来, 并成为股价催化剂。我们看好行业龙头在淡市中的行业集中度提升趋势, 金地 2011 年动态市盈率 8.5 倍, 估值优势突出。我们重申买入评级。

支撑评级的要点

- 根据中房信集团的上半年房企销售榜单, 金地上半年签约金额同比大幅增长约 91% 至 105 亿元。公司上半年新推盘量占到全年总计划的 3 成左右, 去化率约为 6 成。
- 预计公司下半年新推盘量将达到 200 多万平米, 是上半年的 2 倍, 而三季度则是年度推盘高峰; 在理性定价、走量为主的销售策略指导下, 公司完成年初制定的 400 亿销售目标仍有希望。
- 至 6 月末, 粗略估计公司预收帐款约 290 多亿元, 可以锁定我们 2011 年开发类业务预测收入的 100% 和 2012 年预测收入的 10% 以上, 锁定率较高。
- 公司近期拟收购港股至祥置业是其贯彻“一体两翼”发展战略的重要举措, 如收购成功, 将对公司构造商业地产和建设海外融资平台起到重要作用。

评级面临的风险因素

- 中高端楼盘去化率达不到预期。

估值

- 金地集团下半年销售弹性较大, 三季度的环比增长值得期待; 而从一体两翼的战略布局中我们也看到公司核心竞争力的逐步建立。公司 2011 年动态市盈率仅为 8.5 倍, NAV 折价率 35%, 估值优势明显, 我们重申买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万) 12,0	98	19,593	26,6	57 34,3	54 43,025
变动 (%)		62	36	29	25
净利润 (人民币 百万) 1,78	1	2,694	3,43	5 4,41	3 5,767
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.398	0.602	0.76	8 0.98	7 1.290
变动 (%)		51.3	27.5	28.5	30.7
市盈率 (倍) 16.5		10.9	8.5	6.6	5.1
每股现金流量 (人民币)	(1.15)	(0.87)	(0.45)	0.01	(0.68)
价格/每股现金流量 (倍)	(5.7)	(7.5)	(14.6)	440.9	(9.7)
企业价值/息税折旧前利润 (倍) 10.4		10.1	8.0	6.7	5.6
每股股息 (人民币) 0.10	0	0.000	0.1	15 0.148	0.193
股息率 (%)	1.5	0.0	1.8	2.3	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年销售超百亿，同比激增约 9 成

金地集团在 2011 年上半年采取了灵活的销售策略，销售同比快速增长。根据中房信集团公布的上半年房企销售榜单，公司上半年累计实现签约面积约 75.9 万平方米，同比约增长 36%，由于产品结构升级使得成交均价大幅上涨约 41% 至 13,834 元/平米，带动签约金额同比大幅增长约 91% 至 105 亿元。

金地集团通常下半年供货量较大，销售习惯后半程发力。公司上半年新推盘量约为 100 万平米，加上存量可售资源，上半年去化率约为 6 成左右，从上半年严厉的行业调控环境看，公司的销售业绩令人满意。

其中，武汉、沈阳、西安等地项目表现较好，开盘两日内去化率仍能达到 60-70% 或以上的水平。2011 年公司新推盘的产品中，公寓占 60%，洋房占 17%，别墅占 19%，洋房、别墅比例较 2010 年分别大幅度提高 7% 和 14%，考虑到产品档次的提升和上半年市场整体降温明显，公司上半年 6 成去化表现来之不易。

图表 2. 公司近期部分新开盘项目销售情况

项目	推盘时间	推盘套数	产品类型	认购套数	认购价格	开盘去化率
绍兴自在城	6 月 11 日	314	公寓 126-178 叠墅 147-229	202	9,900/13,000	64%
深圳上塘道	6 月 4 日	18	LOFT83	18	27,000	100%
广州荔湖城	5 月 28 日	192	多层复式 149-209	169	6,400	88%
南京自在城	5 月 28 日	60	洋房 130-250 25		14,000	42%
西安湖城大境	5 月 27 日	150	高层 130-420 96		16,000	64%
武汉澜菲溪岸	5 月 22 日	50	洋房/叠拼 135-235	39	12,500	78%
沈阳檀郡	5 月 22 日	132	高层 88-155 125		7,400	95%
沈阳滨河国际	5 月 22 日	277	高层 87-106	277	6,500	100%
武汉圣爱米伦	5 月 21 日	126	高层/洋房 106-298	78	9,000	62%
武汉格林春岸	5 月 15 日	48	小高 91/160	29	6,700	60%
杭州自在城	5 月 7 日	130	洋房 120-190	57	26,000	44%
西安湖城大境	4 月 29 日	120	高层/小高 179-197	108	15,000	90%

资料来源：各地房地产交易网站，搜房网，中银国际研究

6 月末，预计公司预收帐款超过 290 亿元，锁定了我们 2011 年开发类业务预测收入的 100% 和 2012 年预测收入的 13%，预售锁定表现良好。

下半年推盘充足，实现销售目标存在希望

我们估计金地上半年新推盘量仅占到全年计划的约 30%，而下半年供货量将更为充足，预计新推盘量将达到 200 万平方米以上，加上存量资源，总可售货值将达到 350-400 亿元。其中，三季度将又是下半年的重点，形成年内的推盘高潮，从 7 月份开始，金地将逐步进入销售高峰期。

理性定价、以走量为主是金地今年的销售策略上的特点，下半年，金地仍将坚持快速去化为首要目标。从推盘区域构成来看，北京、上海和深圳三地全年新推盘量约占到公司推盘总量的 60% 左右。一线城市的限购条件与执行均较为严格对投资性需求影响显著，但一线城市的强大购买力仍可以为中高端楼盘提供旺盛的潜在需求。金地的产品竞争力是其传统优势，同时 6 月份一线城市市场表现也验证了中高端楼盘在定价合理的情况下，仍对改善型需求有较大的吸引力。我们认为下半年随着选择观望的需求在合理的价格刺激下开始入市，金地也将展现良好的销售弹性，按照 7 成去化率计算，我们预计公司实现年初制定的 400 亿销售额还是有希望的。

一体两翼，积极拓展融资新渠道

2010 年，金地集团明确了“以住宅业务为核心，以商业地产和金融业务为两翼，协同发展，成为复合型的地产开发商”的一体两翼发展战略。在住宅业务近期内受到调控影响的时候，公司也将更大精力致力于两翼的发展上。

金地已经成立稳盛投资，并发起和设立了多个由稳盛基金募集和管理的美元基金和人民币基金，目前房地产基金的募集资金累计已达约 30 亿人民币，是国内开发商中在房地产金融方面尝试较早和进展较快的企业；公司规划至 2015 年，稳盛房地产基金的累计募集资金达到 600 亿元，资产管理规模达到 200 亿元。在房企开发贷等传统融资受到严格控制的情况下，金地集团面临的融资环境也趋向艰难，公司在融资方面的多样化尝试亦是形成一项发展的核心竞争力。

在商业地产方面，金地已成立商业地产公司，并考虑适时利用商业地产基金谋求进一步发展。

公司近期拟以 8.36 亿港元购买 Billion Up Limited 所持有的香港联合交易所主板上市的至祥置业(0112.HK/港币 2.38, 未有评级)61.96%的股份。收购港股至祥置业是其贯彻“一体两翼”发展战略的重要举措，如收购成功，将对公司构造商业地产平台和建设海外融资平台起到重要作用。

低估值、高销售弹性的优质房企

我们看好龙头地产公司在当前淡市中的销售增长能力，今年以来房地产行业的市场集中度出现了显著提升，品牌房企多年累积的竞争力在买方市场中终于显示出效果。

下半年我们预计随着各地房地产项目供给增长，降价促销的面积将扩大，市场中观望已久的购买力也可能重新进场，在此情况下，金地由于其供应量的大幅增长、强大的品牌号召力、以及高周转的销售策略，将展现良好的销售弹性。

我们维持对公司 0.77 元的 2011 年盈利预测不变，2011 年动态市盈率仅为 8.5 倍，NAV 折价率 35%，估值优势相当显著。我们重申对金地的买入评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	12,098	19,593	26,657	34,354	43,025
销售成本	(8,832)	(14,150)	(19,193)	(25,080)	(30,899)
经营费用	(855)	(1,313)	(1,805)	(2,218)	(2,781)
息税折旧前利润	2,411	4,130	5,659	7,056	9,345
折旧及摊销	(52)	(26)	(7)	(15)	(15)
经营利润(息税前利润)	2,359	4,104	5,652	7,041	9,330
净利息收入/(费用)	(178)	(32)	(74)	(78)	(94)
其他收益/(损失)	322	154	0	0	0
税前利润	2,502	4,226	5,578	6,963	9,236
所得税	(565)	(1,093)	(1,394)	(1,741)	(2,309)
少数股东权益	(157)	(439)	(748)	(809)	(1,160)
净利润	1,781	2,694	3,435	4,413	5,767
核心净利润	1,568	2,657	3,435	4,413	5,767
每股收益(人民币) 0.39	8	0.602	0.768	0.987	1.290
核心每股收益(人民币) 0.35	1	0.594	0.768	0.987	1.290
每股股息(人民币) 0.10	0	0.000	0.115	0.148	0.193
收入增长(%) n.a.		62	36	29	25
息税前利润增长(%) n.a.		74	38	25	33
息税折旧前利润增长(%) n.a.		71	37	25	32
每股收益增长(%) n.a.		51	28	28	31
核心每股收益增长(%) n.a.		69	29	28	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 9,63	9	13,631	13,329	15,459	17,210
应收帐款 1,47	5	1,449	2,666	3,435	4,303
库存 40,5	44	45,455	47,983	54,967	68,840
其他流动资产 2,64	9	10,337	12,022	14,600	17,592
流动资产总计	54,307	70,873	75,999	88,462	107,945
固定资产 74		83	76	61	46
无形资产	8	8	8	8	8
其他长期资产 1,12	9	1,852	1,901	1,973	2,062
长期资产总计	1,211	1,943	1,985	2,041	2,115
总资产	55,518	72,817	77,984	90,504	110,060
应付帐款 8,55	9	7,949	7,316	7,011	8,607
短期债务 3,25	3	5,047	7,658	10,530	16,360
其他流动负债 12,7	42	19,553	19,196	24,738	30,981
流动负债总计	24,554	32,549	34,170	42,279	55,947
长期借款 14,1	05	19,254	19,253	19,253	19,253
其他长期负债	8	8	0	0	0
股本 2,48	4	4,472	4,472	4,472	4,472
储备 12,5	25	13,209	16,128	19,850	24,752
股东权益	15,009	17,680	20,600	24,322	29,224
少数股东权益 1,84	2	3,325	3,961	4,649	5,635
总负债及权益	55,518	72,817	77,984	90,504	110,060
每股帐面价值(人民币) 6.04		3.95	4.61	5.44	6.54
每股有形资产(人民币) 6.04		3.95	4.61	5.44	6.53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 2,50	2	4,226	5,578	6,963	9,236
折旧与摊销 52		26	7	15	15
净利息费用 178		32	74	78	94
运营资本变动	(5,356)	(7,297)	(6,272)	(5,249)	(10,067)
税金	(565)	(1,093)	(1,394)	(1,741)	(2,309)
其他经营现金流	325	1,067	(8)	0	0
经营活动产生的现金流	(2,863)	(3,039)	(2,016)	67	(3,031)
购买固定资产净值	(495)	(68)	133	155	172
投资减少/增加	0	85	0	0	0
其他投资现金流	1	0	(172)	(100)	(118)
投资活动产生的现金流	(495)	18	(39)	55	54
净增权益 4,89	4	1,162	2	3	4
净增债务 4,48	6	6,983	2,611	2,872	5,830
支付股息	(1,008)	(1,475)	(515)	(662)	(865)
其他融资现金流	174	344	(344)	(200)	(237)
融资活动产生的现金流	8,546	7,014	1,754	2,013	4,732
现金变动 5,18	9	3,993	(301)	2,134	1,755
期初现金 4,45	0	9,639	13,631	13,329	15,459
公司自由现金流	(3,358)	(3,021)	(2,054)	121	(2,977)
权益自由现金流 1,12	8	3,961	556	2,993	2,853

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	19.9	21.1	21.2	20.5	21.7
息税前利润率 19.5		20.9	21.2	20.5	21.7
税前利润率 20.7		21.6	20.9	20.3	21.5
净利率(%) 14.7		13.8	12.9	12.8	13.4
流动性(倍)					
流动比率 2.2		2.2	2.2	2.1	1.9
利息覆盖倍数 9.1		127.7	27.3	30.3	35.1
净权益负债率(%)	45.8	50.8	55.3	49.4	52.8
速动比率 0.6		0.8	0.8	0.8	0.7
估值(倍)					
市盈率 16.5		10.9	8.5	6.6	5.1
核心业务市盈率 18.7		11.0	8.5	6.6	5.1
目标价对应核心业务市盈率	23.2	13.7	10.6	8.2	6.3
市净率 1.1		1.7	1.4	1.2	1.0
价格/现金流	(5.7)	(7.5)	(14.6)	440.9	(9.7)
企业价值/息税折旧前利润 10.4		10.1	8.0	6.7	5.6
周转率					
存货周转天数 1,67	5.5	1,109.2	888.5	749.1	731.3
应收帐款周转天数 44.5		27.2	28.2	32.4	32.8
应付帐款周转天数 258.	2	153.8	104.5	76.1	66.2
回报率(%)					
股息支付率 14.0		0.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	11.9	16.5	17.9	19.6	21.5
资产收益率	3.3	4.7	5.6	6.3	7.0
已运用资本收益率 7.1		10.3	12.0	13.1	14.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371