

# 格力地产 (600185.sh)

## 销售风险加大、下调盈利预测

沈爱卿 分析师

电话: 020-87555888-8637

eMail: saq@gf.com.cn

执业编号: S0260511020008

### 事件: 公司公布预增公告

公司公布预增公告: 预计 2011 年归属于母公司股东的净利润较上年同期增长 50% 以上。增加的主要原因是公司可结转销售收入较上年同期增加所致。以下是我们的点评:

### 结算面积增加及坏账计提减少导致业绩大幅增长

首先, 2011 年公司可结算项目增加至 2 个。除了原有格力广场一期(2011 年结算部分毛利率有显著提高)外, 格力香樟项目也开始结算。此外, 去年公司计提了 9000 万海星集团欠款的坏账。2011 年该项坏账只剩下 3600 万, 即使全部计提也较 2010 年的计提水平下降 60%。

### 珠海双限之下、销售风险加大

2011 年 11 月珠海出台双限令, 在香洲主城区限购并限价。珠海是典型的外需房地产市场, 60%-70% 的需求由外地购房者支撑。此政策的出台对珠海楼市打击较大。公司所有在售或待售的 3 个项目均在珠海, 其中直接受到限购冲击的有格力广场和香樟 2 个, 格力广场后续项目还会受到限价政策的影响而无法拿到预售证。而待售的格力海岸项目尽管不在限购限价范围, 但是由于属于高端项目, 在如此市场形势下也很难有大的突破。

### 下调 2011 年盈利预测至 0.43 元/股, 维持“持有”评级

考虑到海星集团剩余坏账可能在 2011 年全部计提, 我们下调 2011 年的净利润至 2.5 亿元, 下调后公司净利润同比增幅为 72%。

公司目前股价已处两年来新低, 较大股东借壳及增发的约 7 元/股的平均持股成本也低出 28%。从估值来看, 也处于中等偏低水平, 但考虑到销售风险的加大, 继续维持对公司的“持有”评级。

**风险提示:** 政策分析、区域市场风险

### 预测及评估

|             | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 512.96  | 1157.48 | 1348.31 | 1584.09 | 2434.72 |
| 增长率(%)      | 21.68%  | 125.65% | 16.49%  | 17.49%  | 53.70%  |
| EBITDA(百万元) | 91.10   | 287.27  | 355.52  | 428.10  | 641.07  |
| 净利润(百万元)    | 235.17  | 144.10  | 247.78  | 330.23  | 488.85  |
| 增长率(%)      | 154.58% | -38.72% | 71.95%  | 33.28%  | 48.03%  |
| 每股收益(元)     | 0.41    | 0.25    | 0.43    | 0.57    | 0.85    |
| 市盈率         | 31.66   | 29.34   | 11.75   | 8.82    | 5.95    |
| 市净率         | 4.49    | 2.37    | 1.43    | 1.23    | 1.02    |
| EV/EBITDA   | 82.63   | 14.87   | 3.58    | 1.58    | 0.03    |

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 | 5.04 元 |
| 合理价值 | 6.50 元 |
| 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   | -7.01 | -16.42 | -34.46 |
| 沪深 300 | -8.97 | -11.26 | -27.50 |

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

577/337

主要股东:

珠海格力集团有限公司

主要股东持股比例 51.94%

流通 A 股比例 58.41%

### 财务比率

ROE 8.08%

ROA 1.92%

资产负债率 81.47%

2010 年报数据

## 资产负债表

单位：百万元

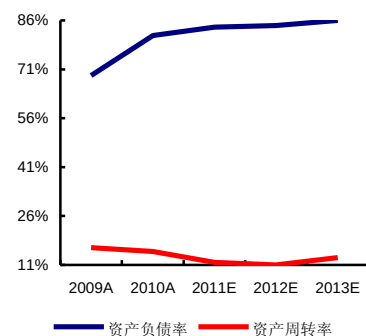
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 4,681 | 8,843 | 11,979 | 14,525 | 19,776 |
| 货币资金           | 1,110 | 2,247 | 5,709  | 7,305  | 8,458  |
| 应收及预付          | 210   | 135   | 318    | 326    | 529    |
| 存货             | 3,360 | 6,460 | 5,953  | 6,894  | 10,789 |
| 其他流动资产         | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| <b>非流动资产</b>   | 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    |
| <b>资产总计</b>    | 5,393 | 9,630 | 12,684 | 15,230 | 20,481 |
| <b>流动负债</b>    | 2,015 | 5,254 | 6,583  | 7,799  | 12,061 |
| 短期借款           | 0     | 30    | 0      | 0      | 0      |
| 应付及预收          | 2,015 | 5,032 | 6,583  | 7,799  | 12,061 |
| 其他流动负债         | 0     | 193   | 0      | 0      | 0      |
| <b>非流动负债</b>   | 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      |
| <b>负债合计</b>    | 3,734 | 7,845 | 10,652 | 12,867 | 17,630 |
| 股本             | 578   | 578   | 578    | 578    | 578    |
| 资本公积           | 110   | 91    | 91     | 91     | 91     |
| 留存收益           | 972   | 1,116 | 1,363  | 1,694  | 2,182  |
| 归属母公司股东权益      | 1,659 | 1,784 | 2,032  | 2,362  | 2,851  |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| <b>负债和股东权益</b> | 5,393 | 9,630 | 12,684 | 15,230 | 20,481 |

## 利润表

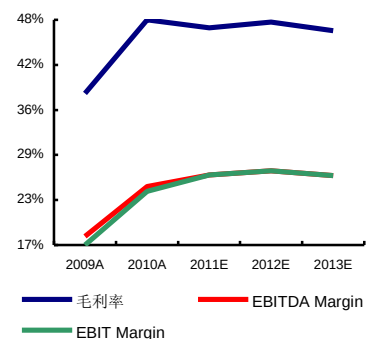
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 513   | 1157  | 1348  | 1584  | 2435  |
| 营业成本            | 319   | 600   | 715   | 827   | 1299  |
| 营业税金及附加         | 61    | 154   | 170   | 203   | 299   |
| 销售费用            | 28    | 71    | 54    | 63    | 97    |
| 管理费用            | 20    | 53    | 54    | 63    | 97    |
| 财务费用            | 14    | -2    | -1    | -2    | -1    |
| 资产减值损失          | 55    | 90    | 36    | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 287   | 11    | 10    | 10    | 10    |
| <b>营业利润</b>     | 304   | 203   | 330   | 440   | 652   |
| 营业外收入           | 0     | 7     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 1     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 303   | 205   | 330   | 440   | 652   |
| 所得税             | 68    | 61    | 83    | 110   | 163   |
| <b>净利润</b>      | 235   | 144   | 248   | 330   | 489   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 235   | 144   | 248   | 330   | 489   |
| EBITDA          | 91    | 287   | 356   | 428   | 641   |
| EPS (元)         | 0.41  | 0.25  | 0.43  | 0.57  | 0.85  |

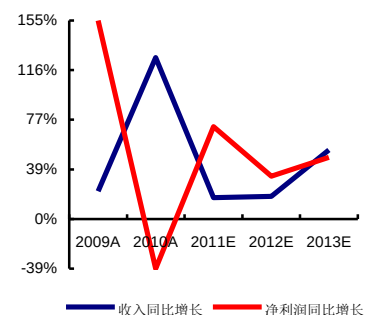
## 资产负债率趋势



## 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

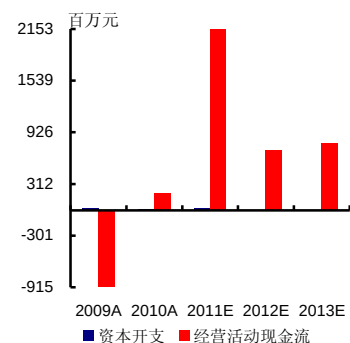
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -915  | 201   | 2,153 | 714   | 800   |
| 净利润            | 235   | 144   | 248   | 330   | 489   |
| 折旧摊销           | 6     | 8     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -923  | 12    | 1,877 | 266   | 165   |
| 其它             | -232  | 36    | 28    | 118   | 147   |
| <b>投资活动现金流</b> | 267   | -3    | -17   | 10    | 10    |
| 资本支出           | -21   | -15   | -27   | 0     | 0     |
| 投资变动           | 288   | 11    | 10    | 10    | 10    |
| 其他             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1,358 | 945   | 1,326 | 872   | 343   |
| 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  | -79   | -128  | -157  |
| <b>现金净增加额</b>  | 710   | 1,142 | 3,461 | 1,596 | 1,153 |
| <b>期初现金余额</b>  | 30    | 1,110 | 2,247 | 5,709 | 7,305 |
| <b>期末现金余额</b>  | 740   | 2,253 | 5,709 | 7,305 | 8,458 |

## 主要财务比率

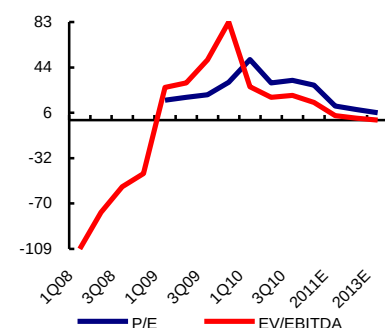
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A  | 2010A   | 2011E  | 2012E  | 2013E   |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|---------|
| <b>成长能力</b>     |        |         |        |        |         |
| 营业收入            | 21.7%  | 125.6%  | 16.5%  | 17.5%  | 53.7%   |
| 营业利润            | 210.2% | -33.2%  | 62.9%  | 33.3%  | 48.0%   |
| 归属于母公司净利润       | 154.6% | -38.7%  | 71.9%  | 33.3%  | 48.0%   |
| <b>获利能力</b>     |        |         |        |        |         |
| 毛利率             | 37.8%  | 48.1%   | 47.0%  | 47.8%  | 46.6%   |
| 净利率             | 45.8%  | 12.4%   | 18.4%  | 20.8%  | 20.1%   |
| ROE             | 14.2%  | 8.1%    | 12.2%  | 14.0%  | 17.1%   |
| ROIC            | 5.4%   | 14.8%   | -99.6% | -60.2% | -68.9%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |         |        |        |         |
| 资产负债率           | 69.2%  | 81.5%   | 84.0%  | 84.5%  | 86.1%   |
| 净负债比率           | 5.0%   | 2.5%    | -80.7% | -94.7% | -101.3% |
| 流动比率            | 2.32   | 1.68    | 1.82   | 1.86   | 1.64    |
| 速动比率            | 0.62   | 0.44    | 0.90   | 0.96   | 0.73    |
| <b>营运能力</b>     |        |         |        |        |         |
| 总资产周转率          | 0.17   | 0.15    | 0.12   | 0.11   | 0.14    |
| 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    |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |         |        |        |         |
| 每股收益            | 0.41   | 0.25    | 0.43   | 0.57   | 0.85    |
| 每股经营现金流         | -1.58  | 0.35    | 3.73   | 1.24   | 1.39    |
| 每股净资产           | 2.87   | 3.09    | 3.52   | 4.09   | 4.94    |
| <b>估值比率</b>     |        |         |        |        |         |
| P/E             | 31.7   | 29.3    | 11.7   | 8.8    | 6.0     |
| P/B             | 4.5    | 2.4     | 1.4    | 1.2    | 1.0     |
| EV/EBITDA       | 82.6   | 14.9    | 3.6    | 1.6    | 0.0     |

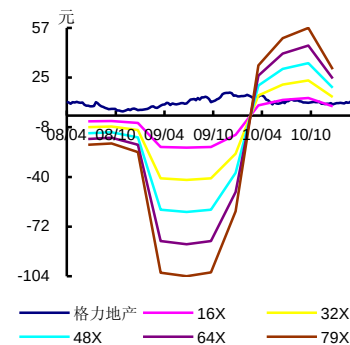
## 资本支出与经营活动现金流



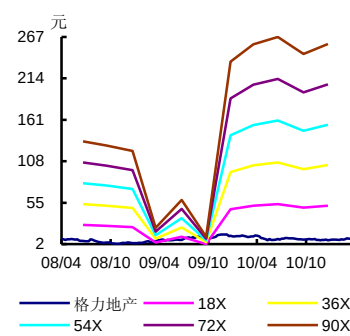
## 相对估值



## 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): 高弹性品种、暂维持“持有” 沈爱卿 2011-03-31

## 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。

|      | 广州市                        | 深圳市                        | 北京市                         | 上海市                            |
|------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 5 楼 | 深圳市福田区民田路 178<br>号华融大厦 9 楼 | 北京市西城区月坛北街 2 号<br>月坛大厦 18 层 | 上海市浦东南路 528 号<br>上海证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                     | 518026                     | 100045                      | 200120                         |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn             |                            |                             |                                |
| 服务热线 | 020-87555888-8612          |                            |                             |                                |

## 免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。