



迎接跨越式发展

2013.10.14

谨慎推荐(首次覆盖)

房地产行业

分析师: 俞冲 研究员: 田江华
电话: 020-88836117 020-88831169
邮箱: Yuc@gzgzhs.com.cn tianjh@gzgzhs.com.cn
证书编号: A1310512070011 A1310113050002

与众不同的观点:

优势突出、发展潜力极佳的珠海区域龙头, 受益于政策利好带来的珠海城市价值提升, 在大项目起航、异地布局深化、再融资启动等多重利好驱动下, 公司即将迎来跨越式发展。

投资要点:

- **优势突出、发展潜力极佳的珠海区域龙头。**公司作为珠海本地龙头, 充分受益于珠海城市价值提升, 同时, 背靠大股东格力集团带来显著的拿地与资金优势, 而坚持精工品质也给公司带来了良好的品牌声誉。
- **珠海楼市景气向上为公司提供良好发展环境。**13年以来珠海楼市延续了去年以来的回暖行情, 量价齐升态势明显。在城市价值提升带动需求增长, 而政策影响消退同时供给放缓的局面下, 预计珠海楼市仍将延续当前的景气向上态势。
- **去化速度加快, 大项目起航有望助未来业绩上台阶。**公司在售项目竞争优势突出, 在市场持续回暖局面下, 13年销售势头表现良好。大项目格力海岸质优量大, 未来业绩有望迎来爆发点。
- **异地拿地再下一城, 重庆项目值得期待。**公司自去年伴随大股东在重庆成功拿地后, 今年9月又成功摘得后续地块。公司重庆项目区域优势明显, 具备良好的升值潜力。
- **可转债发行助力公司发展提速。**可转债将显著改善公司财务结构, 同时, 可转债发行很可能意味着公司将重拾借助资本市场实现跨越式发展的路径, 下行的资金成本以及充裕的资金储备将促进公司加快存量项目的开发节奏并加大土地储备的斩获力度, 以更为激进的态度快速发展。
- **盈利预测与估值:**我们预计公司13-15年摊薄EPS分别为0.65、0.77、0.90元, 对应PE分别为14、12、10倍, 首次覆盖, 给予“谨慎推荐”。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
格力地产	30.7	54.7	37.9
房地产	-0.6	8.2	4.5
沪深300	-0.5	9.2	-2.4

基本资料

总市值(亿元)	85.89
总股本(亿股)	5.7759
流通股比例	100%
资产负债率	80.82%
大股东	珠海格力集团有限公司
大股东持股比例	51.94%

相关报告

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1624	2081	2722	3568
同比(%)	22%	28%	31%	31%
归属母公司净利润	321	375	446	521
同比(%)	27%	17%	18%	17%
毛利率	47.5%	45.4%	42.7%	40.0%
净利率	19.7%	18.0%	16.4%	14.6%
每股收益(元)	0.56	0.65	0.77	0.90
P/E	10	14	12	10

- **风险提示:** 珠海调控政策升级风险、项目滞销风险



目录

1. 优势突出、发展潜力极佳的珠海区域龙头	3
1.1 珠海区域龙头地产商，地产+X业务布局	3
1.2 背靠大股东格力集团，拿地与资金优势明显.....	4
1.3 秉承工业精神塑造精工品质，品牌进入全国 50 强.....	5
1.4 充分受益于政策利好带来的珠海城市价值提升.....	5
2. 珠海楼市景气向上为公司提供良性发展环境.....	6
3. 去化速度加快，大项目起航有望助未来业绩上台阶.....	8
3.1 在售项目销售势头良好，业绩增长有保障.....	8
3.2 大项目格力海岸质优量大，未来三年业绩有望迎来爆发点.....	9
4. 异地布局深化，重庆项目值得期待.....	10
4.1 重庆公司再次成功取地，后续仍有望获取大幅地块.....	10
4.2 重庆项目看点颇多，毛利率有保障	11
5. 可转债发行助力公司发展提速	13
6. 盈利预测与估值.....	16
7. 风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 格力地产组织架构	4
图表 2: 1-8 月珠海楼市成交大幅增长.....	6
图表 3: 13 年珠海商品房价格同比增长显著.....	6
图表 4: 13 年商品房供销比持续维持低位	7
图表 5: 库存小幅增长但去化压力不大	7
图表 6: 珠海双限令内容	7
图表 7: 格力广场三期年初以来均价上涨 26%	8
图表 8: 格力海岸一期年初以来均价上涨 31%	8
图表 9: 公司近年来结算金额与预售账款	9
图表 10: 公司近年来销售金额	9
图表 11: 格力海岸鸟瞰图.....	10
图表 12: 格力海岸所在区位图.....	10



图表 13: 格力海岸一期规划布局.....	10
图表 14: 格力海岸一期实景图.....	10
图表 15: 公司前后两次在重庆两江新区获取土地储备.....	11
图表 16: 两江新区规划范围示意图.....	12
图表 17: 两江新区的十大功能分区.....	12
图表 18: 格力地产两江新区项目所在位置.....	12
图表 19: 项目鸟瞰图.....	12
图表 20: 项目周边楼盘价格在 6000-9000 元/平米.....	13
图表 21: 格力地产可转债预案内容.....	13
图表 22: 公司长期借款明细.....	14
图表 23: 公司资产负债率一直较高.....	14
图表 24: 公司净负债率近年来大幅攀升.....	14
图表 25: 可转债发行可显著改善公司财务结构.....	15
图表 26: 09 年以来上市公司发行可转债多数已实现转股.....	15

1. 优势突出、发展潜力极佳的珠海区域龙头

1.1 珠海区域龙头地产商，地产+X 业务布局

格力地产是珠海最具实力和影响力的房地产企业之一，已具备 20 多年发展历史，2009 年通过借壳 ST 海星成功上市。

公司目前在珠海、西安、重庆等地拥有 10 余家下属公司。业务布局上，在加快拓展房地产主业的同时，积极寻找新的发展机遇，致力抢占海洋经济先机。从港珠海岸大桥人工岛和口岸工程，到格力海岸游艇码头、万山岛酒店建设，以及洪港中心渔港建设和香洲渔港改造等，通过这一系列重点项目运作，格力地产已成功打造以码头为产业带，对外有效辐射海岛，

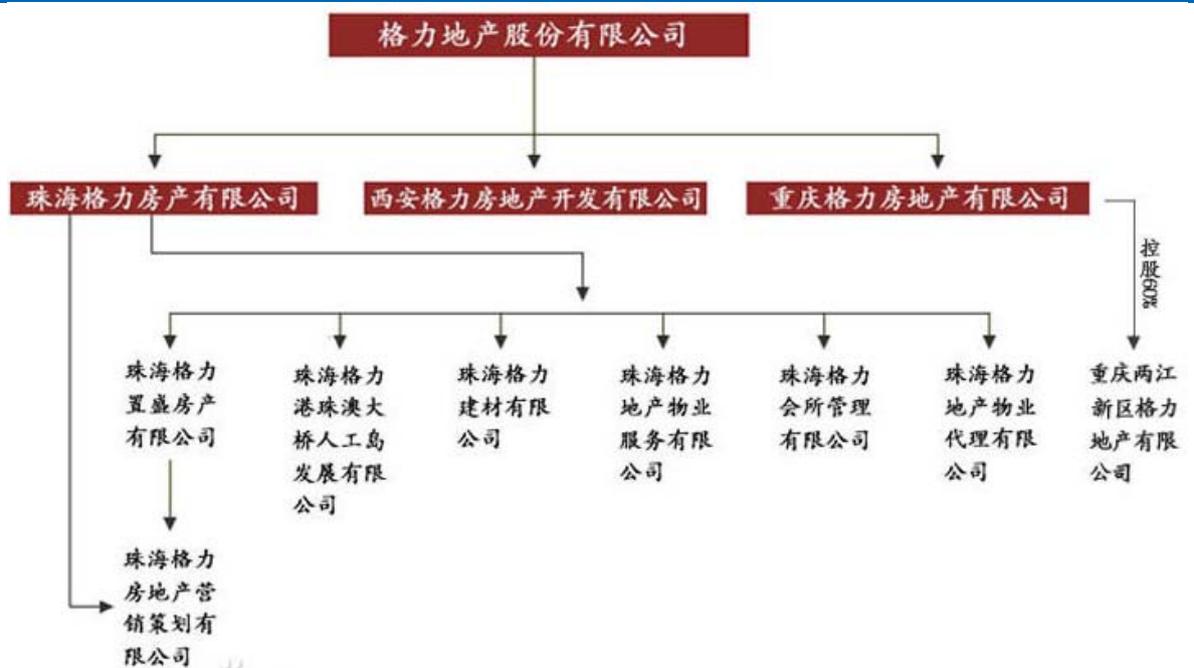


具有充分资源优势和市场控制力的海洋经济产业链。

根据整体工作部署，格力海岸游艇码头将在 2014 年建成营运；洪湾渔港中心区域建设、香洲渔港改造工程将在 2015 年内竣工并投入使用。届时，公司将形成集游艇码头与游艇会、渔港及配套设施、渔业交易、冷链及水产品深加工、新渔村建设、与海洋相关的旅游休闲娱乐等多个产业链条于一体，全面、多元的海洋经济产业布局。

9 月 29 日，格力地产新近设立的万山酒店管理有限公司、珠海格力船务有限公司两家新公司开业，标志着由游艇码头、游艇租赁及管理、海岛酒店等串接的格力地产海洋旅游度假休闲产业链条已初步打造完成，并成功启航，进入正式营运阶段。

图表 1：格力地产组织架构



资料来源：公司资料，广证恒生整理

1.2 背靠大股东格力集团，拿地与资金优势明显

公司大股东格力集团是珠海市国企目前规模最大、实力最强的企业集团之一，2011 年格力集团在广东省大型企业综合实力前 50 名的排名中位列第九名，是珠海唯一上榜的企业。2011 年全集团实现销售收入达人民币 860 亿元，利润和上交税收双双突破 50 亿元。截至 2011 年末，格力集团资产总额超过人民币 1000 亿元，所有者权益总额达 200 多亿元，现有员工近 8 万人。

格力集团多年来对于格力地产的发展给予了充分的支持。在财务上，大股东积极支持公司的发展，每年给予公司的借款额度高达 10 亿，近年来通过直接借款或担保的方式为公司融资近 50 亿元。在拿地上，除了 09 年在大股东鼎力支持下拿下数倍于自身净资产的珠海地王



以外，公司去年通过跟随大股东进军重庆市场，成功联手与大股东在重庆两江新区获得大幅优质地块；此外，大股东作为珠海最大国企的背景使得公司在获取本地项目上也享尽优势，港珠澳大桥人工岛建设权以及香洲游艇码头建设权的获取无疑也是受益于大股东的背景优势。

格力集团对于格力地产的财务支持很大程度上是通过旗下孙公司格力财务实现。格力财务公司2003年7月1日正式营运，主要业务是为企业集团成员单位提供财务管理和金融服务。格力财务公司设立了较完备的部门体系，包括信贷部、金融投资部、结算部、财务部、综合管理部、风险控制部、审计部。截至2012年12月31日，格力财务公司资本充足率为46.38%，净资产收益率10.89%，存贷比（含贴现）48.51%。在股权结构上，格力电器拥有格力财务约90%的股份，而格力地产目前旗下子公司拥有格力电器1.15%的股份。近期，媒体报到格力电器有意通过格力财务试水民营银行，而格力电器也在公告中承认已与横琴银行进行过接触，若最终试水成功，则无疑将会给格力地产增加更多的想象空间。

1.3 秉承工业精神塑造精工品质，品牌进入全国50强

公司提出以“见细入微，精益求精”的“工业精神”打造房地产，创建精品工程，始终把产品质量放在第一位，建立了极为严格的质量管理体系，以过硬的产品质量获得消费者的认同和肯定，格力地产“好品质，筑好家”的口碑广为人知，成为公司的核心竞争力之一。公司格力广场项目还以其先进的规划设计、高端的楼盘品质获得了中国土木工程学会的最高奖项“中国土木工程詹天佑奖”，成为住宅小区唯一大奖项目。

日前，“2013中国房地产品牌价值排行榜”公布，格力地产凭借近年来陆续推出的格力广场、格力海岸等高品质楼盘，成功跨入全国房地产开发企业50强。据悉，这是珠海唯一一家进军全国50强的房企。

1.4 充分受益于政策利好带来的珠海城市价值提升

近年来，珠海市城市建设与规划利好不断。

2012年，两铁（广珠铁路、广珠轻轨）的通车结束了珠海没有铁路的历史，两高速（高栏港高速、机场高速）为西区经济发展画上腾飞的翅膀，两路（明珠路、昌盛路）结束了珠海主城区尴尬的出行局面，另外珠海大桥、横琴环岛路的通车均为珠海在下个十年快速发展奠定了基础。

在城市建设不断改善的同时，横琴开发也迎来蓝图升级。最近，珠海横琴新区管理委员会主任牛敬在北京介绍横琴新区开发建设情况时表示，广东省正积极筹划集横琴新区、南沙、前海于一体的粤港澳服务贸易自由区，而横琴主要发展商务服务、金融服务、休闲旅游、文化创意等七大高端服务业产业，并将在借鉴上海自贸区总体方案的基础上创新。



目前，横琴新区正在加快基础设施建设和产业开发进度。目前在建 56 个项目，总投资 2263 亿人民币。基础建设经过 3 年多努力，已经完成 80%，一期市政投资 135 亿已经完成，到 2014 年全岛主干道将全部建设完毕。在建的长隆国际海洋度假区，将于 2013 年底开业第一期，澳门大学新校区 7 月已经正式移交给澳门政府。

随着横琴开发的不断升温，以及其它城市建设与规划的不断推进落实，珠海的城市价值正在日益得到提升，而房地产的投资价值也势必水涨船高。作为在珠海核心地段拥有超百万平方米土地储备的本地龙头地产商，格力地产将充分受益于珠海城市价值的提升。

2. 珠海楼市景气向上为公司提供良性发展环境

2013 年以来珠海楼市延续了自 12 年二季度以来的回暖势头，量价齐升态势明显。

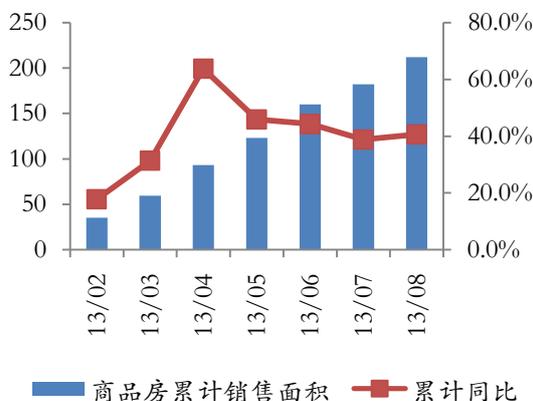
从成交量上看，今年 1-8 月累计成交量 211.87 万平米，同比增长 40.6%，涨幅比上月提升 1.8 个百分点。下半年以来，受推盘量减少缘故，成交量有所放缓，但绝对值仍旧相当可观。9 月主城区成交 568 套，环比 8 月小幅增长，成交面积 9.38 万平米，环比 8 月增长 40%。

价格方面，受限价影响，年初以来商品房价格呈稳中有升的态势，同比去年则大幅上升，8 月按照中指院统计的商品房样本均价为 12460 元/平米，同比增长 14.3%。

在销售火爆的同时，供应量却在小幅放缓，1-8 月全市商品房累计新增预售面积 149.38 万平米，同比去年下降 5.9%。

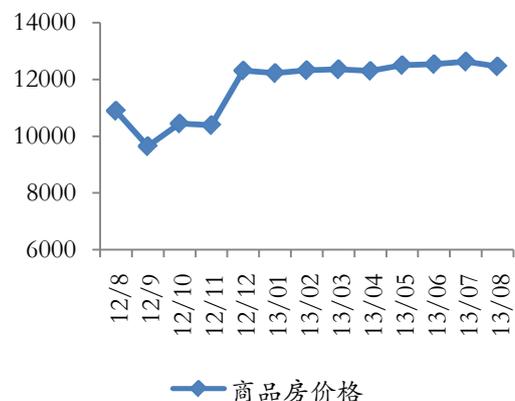
供应的放缓叠加销售的火爆，导致供销比持续维持低位，8 月份供销比显示为 70.5%，商品房去库存明显。另外，8 月份商品房待售面积 163.12 万平米，尽管同比增长 33%，但 3 个月移动平均去化月数仅为 5.7，进一步显示了楼市的供求矛盾突出。

图表 2: 1-8 月珠海楼市成交大幅增长



资料来源：珠海统计局，广证恒生

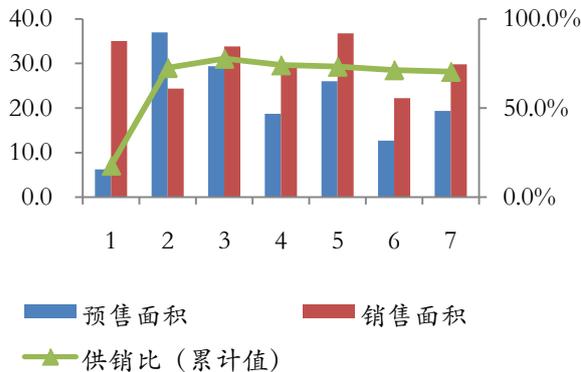
图表 3: 13 年珠海商品房价格同比增长显著



资料来源：中国指数研究院，广证恒生

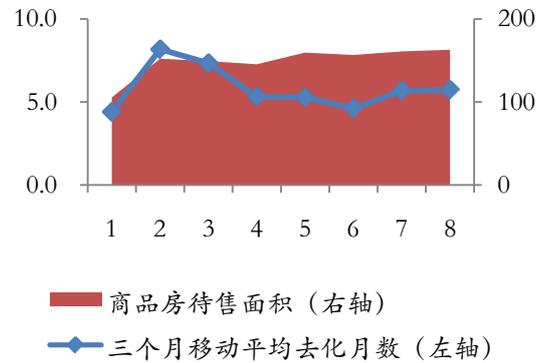


图表 4: 13 年商品房供销比持续维持低位



资料来源: 珠海统计局, 广证恒生

图表 5: 库存小幅增长但去化压力不大



资料来源: 珠海统计局, 广证恒生

政策方面, 11 年 11 月颁布的限购令目前仍在执行, 但执行效力已大打折扣。限购针对范围在主城区, 格力海岸所在唐家湾不在限购范围; 限价则只针对预售楼盘, 目前包括格力在售楼盘大多采取现楼销售模式, 可以规避限价, 而即使是预售楼盘, 很多开发商大都采用另签装修合同等形式来规避, 因而限价令也几乎等同白纸。

在城市价值提升带动需求增长, 而政策影响消退同时供给放缓的局面下, 预计珠海楼市仍将延续当前的景气向上态势, 特别是对于供给放缓同时外销特征更为明显的主城区, 未来商品房仍将具有较大的升值空间, 这将给项目储备主要位于主城区的格力地产创造良好的市场发展环境。

图表 6: 珠海双限令内容

政策	内容
珠海限购令	<ul style="list-style-type: none"> • 2011 年 11 月 1 日起, 珠海市户籍居民家庭只能在<u>香洲主城区</u>内新购 1 套商品住房; • 非本市户籍居民家庭如可提供购房之日起算的前 2 年内在珠海市累计缴纳 1 年以上的个税缴纳证明或社保缴纳证明的, 也只能在香洲主城区内新购 1 套商品住房, 否则暂停在香洲主城区内购房
珠海限价令	<ul style="list-style-type: none"> • 2011 年 11 月 1 日起, 房地产开发企业按照规定将商品房预售价格报价格主管部门备案, 持同意备案的文件向商品房预售管理部门申请预售。报备项目的住房平均价格超过我市 2011 年度房价控制目标 (<u>11285 元/平建筑面积</u>) 的价格主管部门暂停备案, 商品房预售管理部门暂停核发商品房预售许可证

资料来源: 广证恒生整理



3. 去化速度加快，大项目起航有望助未来业绩上台阶

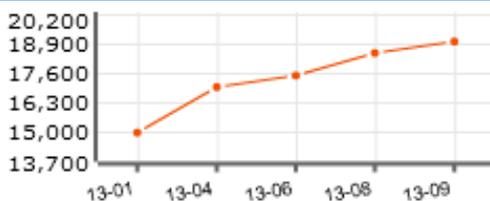
3.1 在售项目销售势头良好，业绩增长有保障

公司在售项目竞争优势突出，在市场持续回暖局面下，13年销售势头表现良好。

根据公司相关人员介绍，公司前期主推项目格力广场二期已于今年基本售罄，目前主要在售项目为格力广场三期及格力海岸一期。格力广场三期可售面积约15万平方米，总货值约27亿，去年9月开始销售，最先销售的三栋高层今年5月份就基本售罄，6月份推出1栋超高层，开盘均价1.85万，目前只剩20多套，9月17号推出最后1栋也是超高层，开盘当天销售过亿，均价1.9万。格力海岸一期总建面47万平方米，总货值超过100亿，目前共推出9栋房屋来销售，全部为精装修标准，其中风帆洋房6栋，蝶式高层3栋。这9栋楼最早于2012年11月推出，最晚于今年9月中旬推出，目前已有4栋风帆洋房和1栋蝶式高层售罄。售罄房源中，直接面海的风帆洋房平均售价在3.4万元/平方米。在售房源总体起价18000元/m²，蝶式高层20#均价25000元/m²、21#均价23000元/m²，户型为93--178 m²单位；风帆洋房39#、40#均价24000元/m²，户型为166--206 m²单位，全款96折，按揭99折。

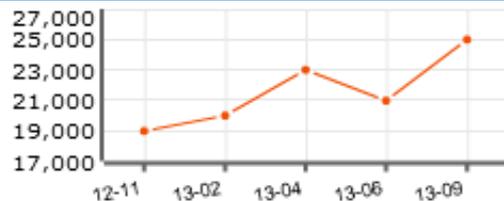
销售记录显示，格力地产两个在售项目的销售均价自年初以来均保持强烈的上涨势头，其中，格力广场三期由年初的15000元/平方米上涨至9月份的19000元/平方米，涨幅26%；格力海岸一期则由年初的19000元/平方米上涨至9月份的25000元/平方米，涨幅31%。在项目前后所推产品形态上并无明显差异的情况下，销售价格在不到一年时间内实现如此大幅的上涨，从侧面也证实了销售的火爆。

图表 7: 格力广场三期年初以来均价上涨 26%



资料来源：搜房网，广证恒生整理

图表 8: 格力海岸一期年初以来均价上涨 31%



资料来源：搜房网，广证恒生整理

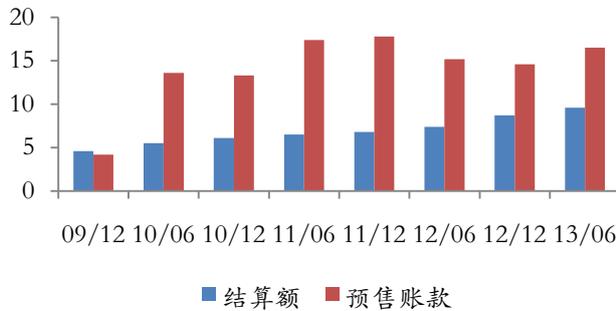
公司上半年销售金额约为11亿元，与12年同期相比增长120%，创下10年上半年以来的新高。下半年以来珠海楼市仍然延续火爆局面，而公司下半年可售货值充足，相信在金九银十助推下，公司下半年销售金额仍将录得不错增长，预计全年销售金额将不少于25亿元。

结算方面，公司上半年已实现结算额约9.6亿，同比增长近30%。上半年预收账款16.5亿，较年初增长1.9亿，是1012年结算收入的102%。当前正在结算的主要为格力广场二期的已售未结部分以及格力香樟、格力广场一期的少量尾盘。从预收账款结构上看，以上三个项目年中时尚余7.8亿未结算额，由于以上三个项目早已呈现现房状态，因此相信余留部分年底时均可实现结算。除此之外，格力广场三期与格力海岸一期也基本为现房销售，两个项



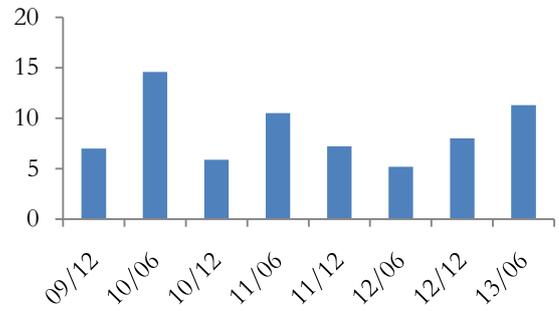
目的预收账款年中合计为 8.6 亿，根据公司相关人员介绍，这两个项目年底时均有可能实现部分结算。综合来看，我们预测 2013 年公司结算额有望突破 20 亿，同比 12 年可实现 20% 以上的增长。

图表 9：公司近年来结算金额与预售账款



资料来源：搜房网，广证恒生整理

图表 10：公司近年来销售金额



资料来源：搜房网，广证恒生整理

3.2 大项目格力海岸质优量大，未来三年业绩有望迎来爆发点

公司当前权益未结算土地储备总计约 167 万平米，其中，约 66 万平米处于已售未结或待售状态。按项目来看，格力海岸总计约 103 万平米体量，占全部未结算土地储备的 60%。据公司介绍，格力海岸总共销售周期可能持续 5 年，以当前价格来看，其总货值有望超过 250 亿，平均每年销售额可达到 50 亿，远超公司当前不足 20 亿的营业收入。我们认为，格力海岸不仅体量大，而且地段绝佳，区域以及项目规划高端，竞争优势非常突出，未来有望在珠海楼市景气向上的背景下迎来持续热销，从而带动公司业绩的爆发。

格力海岸项目系公司于 2009 年 12 月通过招拍挂的方式获得，为当时的珠海地王。该项目在经过与拱北夏湾 C 地块的项目部分置换后的总建筑面积为 103 万平方米，土地用途为住宅和商业，楼面地价在 7000 元/平方米以上。

项目位于情侣北路唐家湾新城核心片区，地理位置较好，属于珠海市区最后的沿海住宅用地，项目背山面海，整体处在绝佳的南向位置，海景房是公司最大的卖点。周边千米范围内六大主题公园萦绕，淇澳岛湿地公园、郊野公园、体育公园、城市公园、社区公园、滨海公园，其中南中国海沿岸规划为生态滨海公园，设计总长 5.2 公里观海绿色长廊。邻近总部基地核心片区，金山软件园、蓝湾智岛等重大项目均已启动，大学园区集结了北师大、北理工、中大等知名学府。娱乐、休闲、生活、交通等配套一应俱全。

项目所在的唐家新城被规划为珠海未来重点发展区域之一，定位为珠三角西岸以及珠海城市发展主轴上重要功能节点和滨海生活中心，以发展高新技术和文化旅游产业为主，建设在区域具有影响的适合创业、居住、休闲、娱乐，具有最佳生态环境的滨海新城，总体规划“一心”滨海城市核心；“一岛”淇澳生态绿岛；“两轴”情侣北路、港湾大道；“三片”综合服务片区、高新技术产业片区、休闲旅游片区。项目位于两轴之上，综合服务片区，是政府重点打造的一个片区。



项目自身规划高端，由风帆洋房、蝶式高层、凌云高层及其他多元化建筑错落布局而成，与自然共生共处，绿化率高达53%，项目配套200泊位私家游艇会、50万平米热带风情园林、6000平米高端瞰海会所、8000平米人工湖、18班幼儿园以及18万平米滨海风情商业街等优越配套。

图表 11: 格力海岸鸟瞰图



资料来源：公司资料，广证恒生整理

图表 12: 格力海岸所在区位图



资料来源：公司资料，广证恒生整理

图表 13: 格力海岸一期规划布局



资料来源：公司资料，广证恒生整理

图表 2: 格力海岸一期实景图



资料来源：公司资料，广证恒生整理

4. 异地布局深化，重庆项目值得期待

4.1 重庆公司再次成功取地，后续仍有望获取大幅地块

公司于2012年4月紧随大股东以公开招拍挂方式取得重庆两江新区鱼嘴组团P项目，成功开启异地拿地第一步。该地块土地面积17.2万平米，总建面31万平米。地块属商业性质，成交总价为1.66亿元，对应楼板价为536元/平米。据公司介绍，该项目定位为总部基地，目前已处于开工状态，预计最快有望年底发售。

就在近期，公司又通过招拍挂方式获得与该项目紧邻的后续地块。根据重庆市土地交易中心的公告显示，近期取得的地块仍属商业性质，占地面积5.6万平米，总建面约13万平米，成交总价为7834万元，对应楼板价约600元/平米。



图表 3：公司前后两次在重庆两江新区获取土地储备

土地位置	用途	土地面积	建筑规模	起始价	成交价	竞得时间	出让方式
两江新区鱼复片区 组团 P 标准分区	其它商务用地（生 产性服务业用地）	55650	《130554	7834	7834	2013/9/18	挂牌
两江新区鱼嘴组团 P 标准分区	教育科研设计用地	172119	《310569	16610	16610	2012/4/23	挂牌

资料来源：重庆土地交易网，广证恒生整理

再次成功拿地后，公司在重庆两江新区的土地储备总计已达到 44 万平米，为未来重庆公司的持续发展奠定了坚实的基础。而根据公司相关人员介绍，此前在与两江新区政府所签订的意向协议中，意向取地范围总计约 800 亩，除去约 300 亩地块打造总部基地，剩下有 200 亩商业及酒店用地，以及 300 亩住宅用地。目前前后两次已取得 340 亩土地，仍剩 460 亩意向地块待获取，即使按 2.0 的容积率来算，剩余地块的总建面有望达到 60 万平米，加上已获取的 44 万平米土地储备，两江新区项目体量最终有望超过格力海岸。

我们认为，公司前后两次在重庆拿地显示伴随大股东拿地的模式已获得极大成功，公司今后继续在当地获取后续地块应无悬念。除此之外，我们认为重庆拿地仅仅是公司伴随大股东拿地模式的开始，未来这一模式有望在其它地区成功复制。

4.2 重庆项目看点颇多，毛利率有保障

格力地产重庆项目所在的两江新区是继浦东新区、滨海新区之后，由国务院直接批复设立的第三个国家级开发开放的重点新区。作为我国内陆唯一国家级新区，将重点探索内陆开放新模式，国务院赋予两江新区三大优惠政策叠加优势，即西部大开发优惠政策、统筹城乡综合配套改革先行先试政策，以及比照浦东新区和滨海新区的开发开放政策。两江新区将用 10 年时间“再造一个重庆”，即实现 GDP6000 亿元，工业销售值将超过 1 万亿元，常住人口约 400 万人，直接利用外资、进出口总量和金融机构存贷款余额分别占全重庆 1/3 以上。

两江新区位于重庆主城区北部，概念规划的范围包括江北区的江北中心区、江溉片区、唐家沱-寸滩片区与鱼嘴-复胜片区；渝北区的北部新区、龙溪片区、两路地区、木耳-古路片区以及龙兴-石船片区；北碚区的蔡家片区与水土-复兴片区。

两江新区功能定位：立足重庆市、服务大西南、依托长江经济带、面向国内外，形成“一门户两中心三基地”。在功能布局上，形成三大板块，十大功能区。

在两江新区规划前，江北渝北等地区已经是重庆发展重心。两江新区成立后，更大的政策倾斜、产业布局、优惠政策等必将加快区域发展步伐。十年产值赶万亿的规划，各大企业纷纷入驻，增加区域就业机会的同时带动区域消费能力，再加上城市化进程的加速而涌入的大量农村人口，将为新区带来购房需求，未来两江新区具有较大的房产升值空间。

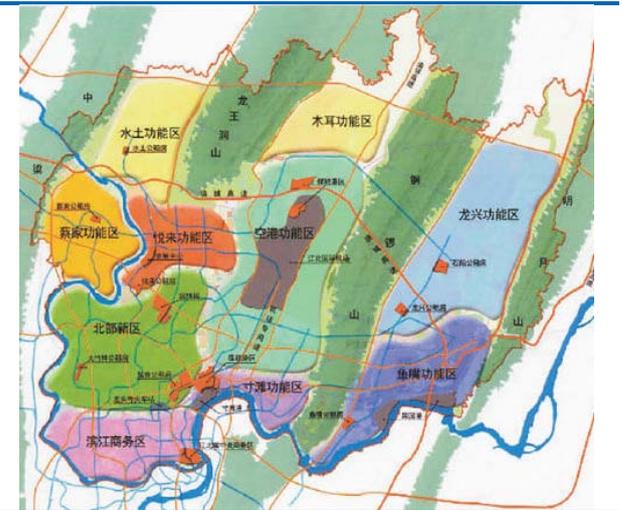


图表 164：两江新区规划范围示意图



资料来源：广证恒生整理

图表 17：两江新区的十大功能分区

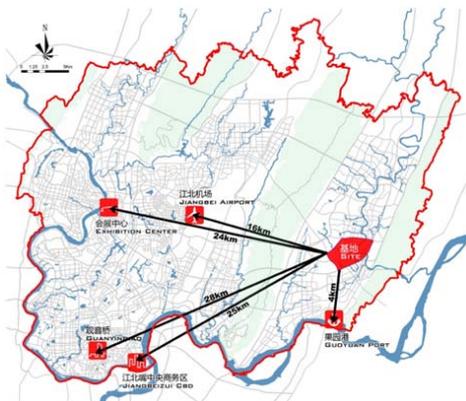


资料来源：广证恒生整理

格力地产重庆项目位于两江新区东南部的龙盛中心城，行政上隶属于江北区的复盛镇。龙盛中心城是两江新区的核心启动区，定位为片区的综合服务中心，将承担商务办公、科技研发、生活居住三大职能，目前已经有格力电器、长安汽车、韩泰轮胎、长春轨道车辆、霍尼韦尔以及万科、中航置业等大批工业、地产企业进驻，周边则规划有千亿汽车产业基地、千亿轨道交通基地、大型装备制造基地、西部最大物流集散地等四大千亿产业基地，区域的市场前景和发展潜力十分巨大。

项目地块环绕三块碑水库而立，中心湖面面积近 10 万平方米，用地连绵起伏，高低错落，具有极佳的景观资源，为不可多得的大面积优质地块。地块北接山体公园，西临重庆绕城高速公路（用地边沿设置有高速公路出口），南连规划中的重庆高铁复盛站（重庆市第二大高铁客运站），东靠规划中的两江新区金融核心区 CBD、中欧免税商城、龙湾森林公园，配套丰富，交通便利。

图表 18：格力地产两江新区项目所在位置



资料来源：广证恒生整理

图表 19：项目鸟瞰图



资料来源：公司资料，广证恒生整理



项目规划为扁平的城市综合体架构，组成“一湖、两环及五区”的串联结构，功能包括总部办公、高端住宅、配套商业、酒店会展等。

目前，项目周边房价在 6000-9000 元/平米之间，而项目楼板价不足 600 元/平米，可见未来项目销售后的毛利率将十分可观。

图表 50：项目周边楼盘价格在 6000-9000 元/平米

项目名称	项目区位	产品形态	项目价格
凡阁 SOCO	渝北冉家坝	LOFT 公寓	9200 元/平米
巨龙江山国际	两江新区鱼嘴镇	花园洋房	6200 元/平米
拓新时代	江北鱼嘴立交旁	公寓	8300 元/平米

资料来源：搜房网资料，广证恒生整理

5. 可转债发行助力公司发展提速

公司于 9 月 7 日公告拟发行不超过 9.8 亿可转债，票面利率不超过 3.5%，用于格力海岸 S3、S4 项目。

图表 21：格力地产可转债预案内容

项目	内容
发行种类	A 股可转换公司债券
发行规模	不超过 9.8 亿
可转债存续期限	自发行之日起 5 年
票面利率	不超过 3.5%
转股期限	发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止
初始转股价格	不低于募集说明书公布日前二十个交易日公司股票交易均价
有条件赎回条款	以下任一情况出现时：1、在转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；2、当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。
有条件回售调控	自本次可转债第三个计息年度起，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%，可转债持有人有权将全部或部分其持有的可转债按照 103 元（含当期应计利息）的价格回售给公司
附加回售条款	若项目实施情况与募集说明书承诺出现重大变化，被证监会视作或认定改变用途的，债券持有人有权按照 103 元（含当期应计利息）回售给公司
募集资金用途	格力海岸 S3、S4 项目

资料来源：公司公告，广证恒生整理

可转债的利率成本和实际利息支出明显低于其他债权融资的品种，公司目前资金来源中，银行借款成本都是基准利率上浮一定比例，信托借款成本则高达 10% 以上，因此，票面利率为 3.5% 的可转债如果能发行成功，将有效降低公司的综合资金成本。



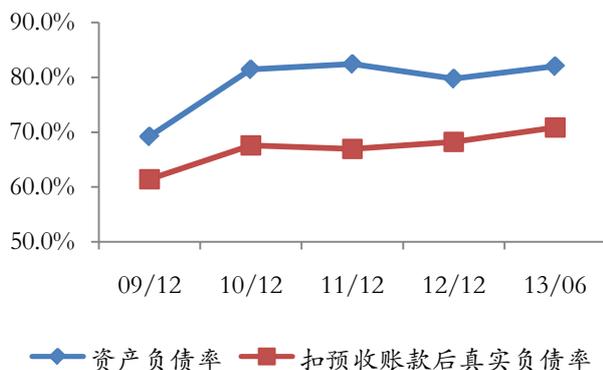
图表 6: 公司长期借款明细

贷款单位	贷款条件	开始日	到期日	利率	期末数
中国农业银行股份有限公司珠海分行	委托贷款	2009/8/28	2014/8/17	按同期基准利率浮动	220,848,385.00
中国工商银行股份有限公司珠海分行	抵押	2012/10/24	2015/12/31	按同期基准利率浮动	600,000,000.00
交通银行股份有限公司珠海分行	抵押加保证	2012/12/7	2015/12/7	按同期基准利率浮动	880,000,000.00
珠海农村商业银行股份有限公司南湾支行	保证	2012/8/3	2015/11/23	按同期基准利率浮动	160,000,000.00
珠海华润银行股份有限公司	保证	2012/11/5	2015/11/5	按同期基准利率浮动	300,000,000.00
中国建设银行股份有限公司珠海分行	保证	2013/2/1	2016/1/31	按同期基准利率浮动	850,000,000.00
中国民生银行股份有限公司深圳分行	抵押	2013/5/29	2016/5/9	按同期基准利率浮动	600,000,000.00
中国农业银行股份有限公司珠海分行		2010/5/18	2028/5/17	按同期基准利率浮动	453,121,736.55
交银国际信托有限公司	抵押	2012/3/16	2014/3/29	14.50%	0.00
交通银行股份有限公司	保证	2011/1/30	2014/6/29	按同期基准利率浮动	0.00

资料来源: 公司公告, 广证恒生整理

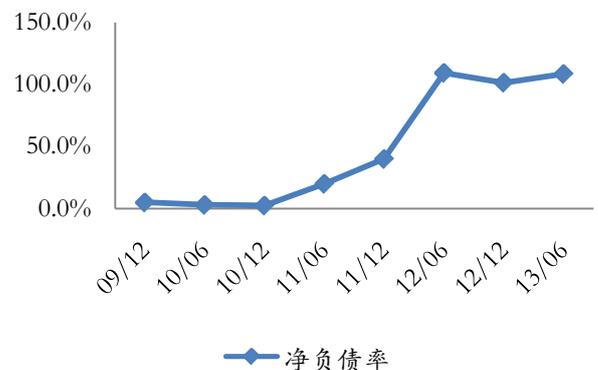
除此之外, 可转债的条款设置使得其实现转股的概率很高, 转股后则起到增发的效果, 能显著降低负债水平。当前, 公司流动负债主要由公司应付格力集团借款构成, 实际偿债压力不大, 但资产负债率以及净负债率分别高达 82% 与 109%, 这一状况限制了公司的杠杆扩张能力。若公司能成功发行可转债并在今后顺利完成转股, 则资产负债率与净负债率在其它因素不变的情况下可分别降低至 77% 与 52%, 债务结构的改善效果十分显著, 公司将重新获得杠杆扩张的能力。

图表 23: 公司资产负债率一直较高



资料来源: 公司公告, 广证恒生整理

图表 24: 公司净负债率近年来大幅攀升



资料来源: 公司公告, 广证恒生整理



图表 7: 可转债发行可显著改善公司财务结构

指标	13/06	发行后转股前	转股后	对比分析
资产负债率	82%	83%	77%	发行后公司负债水平下降， 净负债率下降更为显著
真实负债率	71%	73%	66%	
净负债率	109%	109%	52%	

资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 8: 09 年以来上市公司发行可转债多数已实现转股

名称	上市日期	发行规模(亿元)	期限(年)	票面利率(%)	补偿利率(%)	最新余额
厦工股份	2009/9/11	6	5	1.2	2.92	0
大西洋	2009/9/21	2.7	5	1	2.04	0
浙江龙盛	2009/9/25	12.5	5	1	2.04	0
安泰科技	2009/10/12	7.5	6	1	2.17	0
博汇纸业	2009/10/16	9.8	5	1	2.46	9.7
王府井	2009/10/30	8.2	6	0.5	2.5	0
双良节能	2010/5/14	7.2	5	0.5		0
中国银行	2010/6/18	400	6	0.5	1.92	400
四川美丰	2010/6/25	6.5	5	0.8	1.9	0
铜陵有色	2010/8/6	20	6	0.6	1.83	0
工商银行	2010/9/10	250	6	0.5	1.6	193.1
塔牌集团	2010/9/16	6.3	5	0.8	2.92	0
燕京啤酒	2010/11/3	11.3	5	0.5		0.8
歌华有线	2010/12/10	16	6	0.6	1.72	16
宁波海运	2011/1/20	7.2	5	0.7	1.4	7.2
国投电力	2011/2/15	34	6	0.5	2.43	0
中鼎股份	2011/3/1	3	5	0.8	2.2	3
中国石化	2011/3/7	230	6	0.5	2.05	221.4
川投能源	2011/3/31	21	6	0.5	2.43	21
巨轮股份	2011/8/4	3.5	5	0.8	1.92	0
深圳机场	2011/8/10	20	6	0.6	2.05	20
中海发展	2011/8/12	39.5	6	0.5	1.67	39.5
国电电力	2011/9/2	55	6	0.5	2.67	55
恒丰纸业	2012/4/12	4.5	5	0.7	1.8	3.1
中国重工	2012/6/18	80.5	6	0.5	1.83	80.5
南山铝业	2012/10/31	60	6	3.5	4.5	60
泰尔重工	2013/1/28	3.2	5	0.6		3.2
民生银行	2013/3/29	200	6	0.6	1.8	200
东华软件	2013/8/19	10	6	0.5	1.73	10
华天科技	2013/8/28	4.6	6	0.5	2.08	4.6

资料来源：WIND，广证恒生整理



我们注意到，公司借壳上市之初的两次举动表明其曾有意借助资本市场实现跨越式发展：一方面，其在借壳之后随即以数倍于自身净资产的巨资一举拿下当时的地王，另一方面，在拿下地王后又先后两次抛出增发方案。遗憾的是，受制于房地产调控下的市场低迷以及房企再融资闸门的关闭，公司不仅最终两次增发均告失利，反而背上了沉重的地王包袱，叠加之后珠海楼市在调控升级之后的持续低迷，导致公司此后几年的发展步履维艰。当前，在市场回暖同时房地产再融资闸门重启的背景下，我们相信此次可转债发行很可能意味着公司将重拾借助资本市场实现跨越式发展的路径，下行的资金成本以及充裕的资金储备将促进公司加快存量项目的开发节奏并加大土地储备的斩获力度，以更为激进的态度快速发展。

6. 盈利预测与估值

我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别是 20.8 亿、27.2 亿、35.7 亿，归属于上市公司股东的净利润分别为 3.75 亿、4.44 亿、5.18 亿，EPS 分别为 0.65 元、0.77 元、0.90 元。公司储备项目质优量大，且有大量可售资源处于现房状态，前期推出的再融资方案若能顺利通过，后续势必加快开发、销售与拿地力度，公司未来将有可能出现跨越式发展。首次覆盖，给予谨慎推荐评级。

7. 风险提示

- 珠海政策调控升级的风险
- 大项目格力海岸滞销的风险

利润表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1623.67	2081.00	2722.00	3568.00
营业成本	851.76	1137.30	1559.20	2142.50
营业税金及附加	226.85	283.02	364.75	474.54
营业费用	64.59	77.00	97.99	124.88
管理费用	71.64	83.24	97.99	117.74
财务费用	34.31	21.85	28.88	36.57
资产减值损失	0.85	5.00	6.00	8.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.23	20.00	20.00	20.00



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

营业利润	390.90	493.60	587.19	683.76
营业外收入	24.41	10.78	11.95	15.71
营业外支出	6.35	4.61	4.56	5.18
利润总额	408.96	499.76	594.58	694.30
所得税	88.68	124.94	148.64	173.57
净利润	320.28	374.82	445.93	520.72
少数股东损益	-1.09	0.00	2.00	3.00
归属母公司净利润	321.37	374.82	443.93	517.72
EBITDA	617.94	548.45	454.83	468.12
EPS (摊薄)	0.56	0.65	0.77	0.90

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG