

受政策调控影响，去化速度放缓

谨慎推荐 维持评级

分析师：潘玮 ✉: panwei@chinastock.com.cn ☎: 010-66568212 执业证书编号: S0130109074249

1、事件

近日，我们对格力地产进行了调研，与公司管理层进行了沟通，并对在售项目进行了实地考察。

2、我们的分析与判断

1) 受行业调控和产品本身性质为高端影响，格力广场当前去化速度降低

图1 格力广场1



资料来源：中国银河证券研究所

图2 格力广场2



资料来源：中国银河证券研究所

图3 格力广场3



资料来源：中国银河证券研究所

图4 格力广场项目样板间



资料来源：中国银河证券研究所

格力广场项目当前销售情况：总建筑面积约 53 万平米。分为一、二两期开发。其中一期分为 A、B、C 三个区。A 区规划建筑面积 18 万平米，可售面积 14 万平米。该项目从开盘均价 1.3 万元，后来不断上升。当前 A 区剩下最后一栋楼王在售。均价 2.3 万元，为精装修大户型，共 56 套，含 19 套复式单元。起价 500 万元一套，整栋楼王销售金额能达到 5 亿元，项目的车库部分能提供 2 亿元收入。

当前项目去化速度较春节期间有明显减缓。一个原因是在售的楼王项目起价较高，属于低周转高毛利的项目，本身销售周期就比较长；另一个原因，珠海地区也受到了地产行业调控政策的影响，虽然珠海不属于地产泡沫严重的一线城市，但是由于外来购房客户较多，地产调控政策对外地购房的行为也有影响。

格力广场 2009 年结算了 5 亿元收入，2010 年一季度结算了 4 亿元的销售收入，基本每股收益 0.15 元。预计楼王和车库今年还能贡献约 4 亿元销售收入。

B 区建筑面积约 16 万平米，可售面积 12 万平米，有 2-3 万平米的商业街。B 区现在刚刚出地面，预计国庆节可以开始预售。结算应该在 2011 年。

C 区面积较小，为 1.5 万平米的商铺，涉及到规划调整的问题，最后动工。

二期规划建筑面积 17 万平米，可售面积 15 万平米，预计今年动工。二期住宅品质将超越一期，建成 40 多层的高档住宅。考虑到一期项目的销售处于行业周期的顶峰，未来项目的去化速度有可能慢于一期，预计整个项目需要 3-5 年的开发和销售周期。我们认为，二期项目能够在 2012 年开始释放业绩。

2) 格力香樟项目将全部在 2011 年进行结算

项目总建筑面积 13.7 万平米；2009 年 11 月份第一次开盘，均价 1 万元左右，项目销售情况非常好，当前只剩下 1#楼（精装修小户型公寓，平均面积 45 平米）和 11#（高层住宅）在卖，均价 1.5 万到 1.6 万元，其余已售罄。该项目将全部在 2011 年结算。

3) 夏湾及洪湾项目当前仍面临不确定性

夏湾项目：原定规划建筑面积 9 万平米。未来广珠城际快速轨道交通线将经过该项目，对该项目地块有一定的影响（影响一角）；公司当前的考虑是通过跟政府协商，提高项目原先设定的容积率，或者通过补偿的方式推进项目进行。

洪湾项目：该项目地块当前交付了诚意金，但是属于未来珠海十字门中央商务区的规划范围，有可能因为规划的问题面临收回。

4) 唐湾项目拟于 2010 年动工（格力海岸）

2009 年 12 月 3 日，格力房产有限公司经公开竞拍获得珠海市商用土地交易中心以公开挂牌方式出让的珠国土储 2009-08 号地块，成交价格为 66.148 亿元。珠国土储 2009-08 号地块位于珠海唐家湾情侣北路南段，土地面积为 33.96 万平方米，总建筑面积为 89.39 万平方米，土地用途为住宅和商业，使用权年限为住宅 70 年、商业 40 年。该地块楼面地价为 7400 元/平米。珠海近年来出让的土地较少。香洲区 07 年出让平均地价 7000 元每平米。预计唐湾项目未来售价不低于 15000 元每平米。

项目所在唐家湾镇属于珠海市香洲区，为珠海的传统高档海景房区域项目所处区域为规划新区，规划起点高，住宅开发少，拟建的配套设施全，南向拥有优美的海景资源，北向石坑山郁郁葱葱，东西两边各有一城市公园，景观资源极其丰富，产品及价格的提升空间巨大。

格力海岸项目即唐湾项目的一期工程。格力海岸位于唐家石坑山东侧与南侧，石坑山环绕其后，紧邻珠江海域，

背山面海。该项目共由 6 宗地块组成，分为 A、B 两区，共分两期开发，第一期启动区为 A 区属于住宅用地，建筑面积共 47.6 万平方米；剩余区域为 B 区，第二期开发。格力海岸一期项目由公司之全资子公司格力房产实施。该项目开发周期为 6 年，拟于 2010 年 3 季度开始动工。预计从 2012 年开始能够贡献业绩。

3、投资建议

四大因素促使珠海由交通末梢向交通枢纽转变：（一）广珠城际快速轨道交通；（二）粤西沿海高速公路珠海段；（三）江珠高速公路珠海段；（四）港珠澳大桥的建成。我们看好珠海地区未来的区位优势和经济增长潜力。

根据最新的调研情况，我们调整了格力地产未来三年的盈利预测和收入预测表，我们预计，2010、2011、2012 年，公司的主营业务收入将达到 8.2 亿、24 亿和 29 亿元，因为原先预计的格力香樟项目有部分在 2010 年结算，现在是全部在 2011 年结算，还有格力广场因为在售项目为高档高毛利项目楼王，周转率有所下降，故 2010 年的营业收入低于之前预期，保守估计有 8.2 亿元。我们的假设条件中的价格按未来不涨价计算，公司也表示基本不会采取降价措施。并且假设项目销售速度在下半年也保持现在的水平。

预计 2010、2011、2012 的净利润分别为 1.8 亿元、5.8 亿元和 7.1 亿元。公司当前股价 7.66 元，不考虑未来增发或者配股的影响，也不考虑公司卖出格力电器股票带来的投资性收益，则每股收益为 0.35 元，1.0 元和 1.3 元。不考虑洪湾和夏湾项目的情况下，保守估计公司 RNAV 为 9.2 元每股。公司股价对 RNAV 折价 16.7%。由于受地产调控和在售项目本身为慢周转项目的两重因素影响，公司去化速度低于之前预期，2010 年业绩也低于之前预期。政策不放松的局面如果继续，去库存将维持低速度。考虑到公司 2011 年的业绩已经锁定了格力香樟项目，我们维持公司“谨慎推荐”投资评级。

表1 格力地产当前项目储备表

项目名称	土地位置	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	土地用途	状态	折合楼面价 (元/平方米)
格力广场一期A区	九洲大道南、石花西路北	4.9	18.3	商住	在建	3799
格力广场一期B区	九洲大道南、石花西路北	4.7	16	商住	在建	3799
格力广场一期C区	九洲大道南、石花西路北	0.72	1.5	商铺	前期规划	5957
格力广场二期	九洲大道南、石花西路北	3.8	17	商住	前期规划	3655
香樟美筑	拱北九洲大道北侧	4.58	13.7	商住	在建	3859
洪湾项目	南湾区的湾仔	23.58	58.94	商住	前期规划	3800
夏湾C区	拱北昌盛路北侧	4.51	9.12	商住	前期规划	3800
唐湾项目(国土储 2009-8地块)	珠海唐家湾情侣北路南段	33.96	89.39	商住	前期规划	7400
合计			224.05			

资料来源：中国银河证券研究所

表2 格力地产未来三年盈利预测和结算收入计算表格

项目名称	建筑面积 (万平方米)	销售均价 (元/平方米)	预计结算面积(万平方米)			预计结算收入(万元)		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
格力广场一期A区	18.4	14000	5.8	2	1.5	81200	28000	0
格力广场一期B区	16	16000		3	9	0	48000	144000
格力广场一期C区	1.5	18000			1.5	0	0	27000
格力广场二期	17	18000			5	0	0	90000
香樟美筑	13.7	15000		11	0	0	165000	0
洪湾项目	58.94					0	0	0
夏湾C区	9.12					0	0	0
唐湾项目(格力海岸)	33.96	15000			2	0	0	30000
总计						81200	241000	291000

资料来源：中国银河证券研究所

表3 重点关注公司估值对比表格

证券代码	证券简称	股价 6月7日	EPS			PE			2010 RNAV	股价对 RNAV 溢价
			EPS08	EPS09	EPS10	08PE	09PE	10PE		
000002.SZ	万科A	7.12	0.37	0.48	0.65	19.2	14.8	11.0	10.8	-34.07%
600048.SH	保利地产	10.63	0.91	1.06	1.3	11.7	10.0	8.2	18	-40.94%
600663.SH	陆家嘴	18.01	0.47	0.5	0.57	38.3	36.0	31.6	17.8	1.18%
000024.SZ	招商地产	15.41	0.94	1	1.45	16.4	15.4	10.6	25.8	-40.27%
000069.SZ	华侨城A	12.68	0.35	0.57	0.72	36.2	22.2	17.6	21.3	-40.47%
000402.SZ	金融街	8.11	0.43	0.55	0.7	18.9	14.7	11.6	16.5	-50.85%
000046.SZ	泛海建设	8.96	0.09	0.18	0.28	99.6	49.8	32.0	16.3	-45.03%
600895.SH	张江高科	9.10	0.38	0.46	0.68	23.9	19.8	13.4	15.6	-41.67%
600208.SH	新湖中宝	4.65	0.3	0.34	0.6	15.5	13.7	7.8	6.3	-26.19%
600383.SH	金地集团	6.54	0.38	0.78	0.64	17.2	8.4	10.2	9.5	-31.16%
601588.SH	北辰实业	3.94	0.13	0.23	0.28	30.3	17.1	14.1	4.8	-17.92%
002244.SZ	滨江集团	9.21	0.61	0.48	0.68	15.1	19.2	13.5	14.6	-36.92%
000031.SZ	中粮地产	6.85	0.08	0.21	0.15	85.6	32.6	45.7	8.2	-16.46%
600325.SH	华发股份	10.55	0.88	0.83	1.18	12.0	12.7	8.9	18.6	-43.28%
000718.SZ	苏宁环球	9.25	0.33	0.42	0.82	28.0	22.0	11.3	13.8	-32.97%
600748.SH	上实发展	8.09	0.34	0.23	0.49	23.8	35.2	16.5	13.55	-40.30%
600675.SH	中华企业	7.18	0.5	0.585	0.66	14.4	12.3	10.9	9.3	-22.80%
600376.SH	首开股份	13.62	0.7	0.95	0.98	19.5	14.3	13.9	19.6	-30.51%
600639.SH	浦东金桥	9.20	0.33	0.43	0.46	27.9	21.4	20.0	13.2	-30.30%
600246.SH	万通地产	5.45	1.04	0.27	0.45	5.2	20.2	12.1	9.8	-44.39%
600007.SH	中国国贸	10.16	0.35	0.26	0.35	29.0	39.1	29.0	10.5	-3.24%
600266.SH	北京城建	11.69	0.43	1.15	0.75	27.2	10.2	15.6	15.3	-23.59%
600736.SH	苏州高新	5.67	0.23	0.23	0.45	24.7	24.7	12.6	9.5	-40.32%
600185.SH	格力地产	7.66	0.47	0.66	0.7	16.3	11.6	10.9	9.2	-16.74%
002146.SZ	荣盛发展	9.30	0.46	0.73	1	20.2	12.7	9.3	16.2	-42.59%
600067.SH	冠城大通	8.04	0.3	0.46	1.19	26.8	17.5	6.8	14	-42.57%
000926.SZ	福星股份	9.34	0.55	0.48	0.75	17.0	19.5	12.5	14.32	-34.78%
000537.SZ	广宇发展	10.65		0.16	0.6		66.6	17.8	16.6	-35.84%
600777.SH	新潮实业	6.30	0.027	0.1	0.35		71	20	6.9	-8.70%

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

****行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围（举例）：**

A 股：陆家嘴（600663.SH）、张江高科（600895.SH）、华侨城（000069.SZ）、深振业 A（000006.SZ）、万通地产（600246.SH）、深长城（000042.SZ）、中航地产（000043.SZ）、天房发展（600322.SH）、格力地产（600185.SH）、大连圣亚（600593.SH）、世茂股份（600823.SH）、南国置业（002305）、首开股份（600376.SH）、金融街（000402.SZ）、冠城大通（600067.SH）、苏州高新（600736.SH）、苏宁环球（000718.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908