



## 格力地产（600185）深度研究报告

报告日期：2010年8月17日

——良好的成长潜力 美好的发展前景

### 基础数据

总股本（百万股）	578
流通A股（百万股）	338
流通B股（百万股）	0
流通A股市值（百万元）	3434

### 公司评级

所属行业	房地产行业
公司股价	10.16元
投资评级	增持

### 公司市场表现



房地产行业研究员：蔡荣  
 执业证书编号：S0990210020001  
 Email: cairong@vsun.com

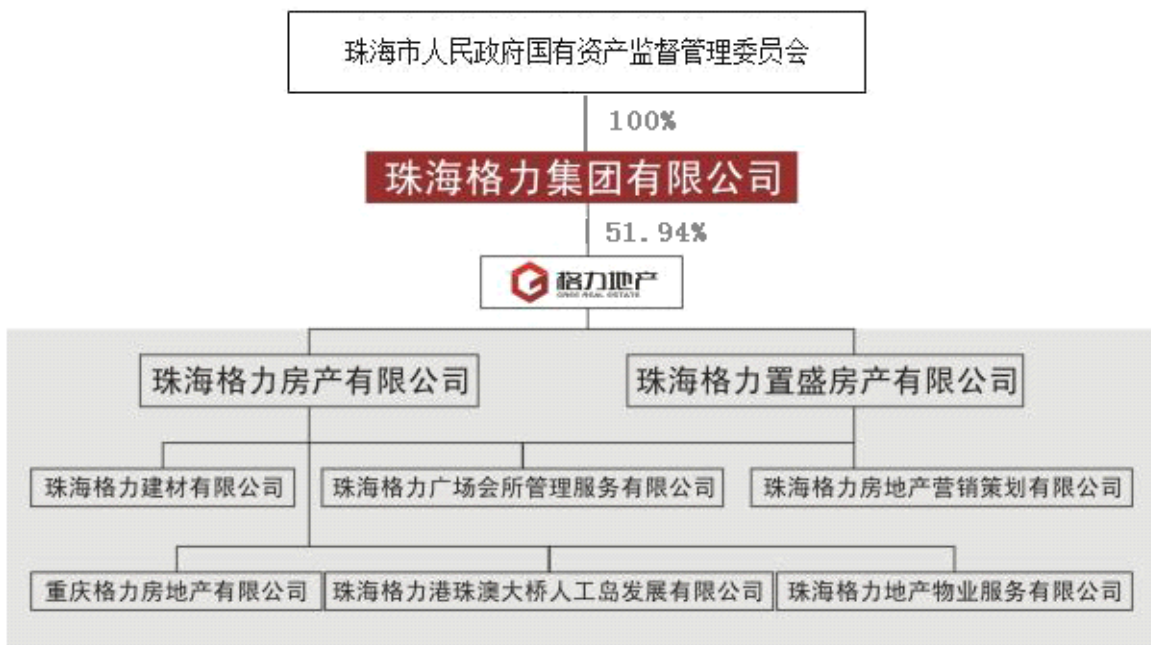
### 报告概要：

- ◇ 格力地产目前奉行“立足珠海，重点布局”的发展战略，主要在珠海地区开展精品住宅开发建设，并将在未来合适时机加大国内其它地区的重点布局。
- ◇ 目前公司主要开发精装修中高档住宅。随着业务规模的扩大，公司有计划逐渐增加商业地产的业务比重。
- ◇ 公司依托于格力集团而成立和发展起来，能够从集团获得以下几方面支持：（一）资金支持（二）土地资源支持（三）销售资源支持（四）管理经验借鉴。与此同时，格力地产也能够反过来促进集团业务的发展。
- ◇ 公司目前主要拥有项目包括格力广场、格力香樟、格力海岸、夏湾项目和洪湾项目，五个项目均在珠海。另外，公司与华发股份合作开发华发水郡项目。公司五个项目总占地面积80.78万平方米，建筑面积224万平方米，但由于夏湾项目和洪湾项目面临不确定因素，如果保守将其剔除，公司土地储备建筑面积仅为155.94万平方米，规模相对较小，按照公司每年40万平方米的开发进度，现有项目储备可满足公司未来3-4年的开发需要。
- ◇ 今年公司主要结算项目为格力广场一期A区，2011年公司主要结算项目为格力香樟，2012年以后格力海岸项目将为公司贡献利润，同时，格力广场一期B区和二期也将进入结算期。
- ◇ 忽略公司商业地产营业收入，预计公司2010年-2012年营业收入分别为19.50亿元、22.80亿元和37.10亿元，每股收益分别为0.50元、0.78元和1.26元，增长率分别为23.59%、54.27%和61.98%，三年净利润CAGR达到46%。按照目前价格水平，PE分别为20.19倍、13.08倍和8.08倍，相对估值较低，建议适当增持。
- ◇ 通过公司RNAV测算及其对房价变动敏感性分析，按照目前房价，公司RNAV值为14.24元，而目前股价折价了29%。或者说，公司目前股价反映了公司项目售价下跌15%情况下的价值。因此，我们认为，公司目前股价偏低，存在上涨空间。
- ◇ 资金面上，公司资金压力较小。一季度末，公司账面货币资金11.23亿元，预收账款7.7亿元，经营活动流入现金12.68亿元。目前，格力海岸项目的土地款已缴纳过半，公司主要面临开发资金需求的压力，集团的资金支持和向合作银行借款融资可基本满足其需求。另外，公司还已经向中国证监会上报定向增发材料，计划融资不超过16亿元。
- ◇ 风险提示：（一）政策风险；（二）销售风险；（三）项目分布过于集中的风险。

## 一、公司简介

西安格力地产股份有限公司，原名为西安海星现代科技股份有限公司，前身为西安凯卓工贸有限责任公司，成立于1995年2月，主营业务为计算机信息技术业、高速公路和房地产。1999年6月11日公司在上海证券交易所上市交易。2008年公司开始重大资产重组，2010年1月正式完成重组。通过重组，西海科技原有的资产和负债全部剥离，格力集团的优质地产业务置入上市公司，公司主营业务变为房地产开发与经营。目前，公司第一大股东为珠海格力集团有限公司，持有公司总股本的51.94%。公司实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司公告 英大证券

格力地产是格力集团工业、地产和港口物流三大产业结构中的一个重要板块，公司起家于1991年，经过近20年的发展，在珠海地区已经树立了良好的品牌形象，积累了一定的客户基础，系珠海颇具实力和影响力的房地产企业之一。格力地产将格力集团“少说空话，多干实事，精工细作，标准严谨，控制有序，追求创新”的工业精神应用到建筑上，努力打造高品质、精细化的商品住宅。曾获“珠海最具价值地产品牌”、“珠海最具创新理念规划奖”、“中国最具品牌创新价值示范楼盘”、“中国地产二十年·最具影响力楼盘”、“全球人居环境生态社区”等多项荣誉。

格力地产主要由珠海格力房产有限公司和珠海格力置盛房产有限公司组成。格力房产成立于1991年6月，是由珠海经济特区工业发展总公司、香港千钜有限公司和香港庞坚发展有限公司合资成立的中外合作经营企业。1992年6月，格力集团进入公司；1999年10月，格力房产转为内资企业；2007年11月，格力集团获得格力房产100%股权。格力置盛成立于2004年6月，由珠海格力集团和珠海格力

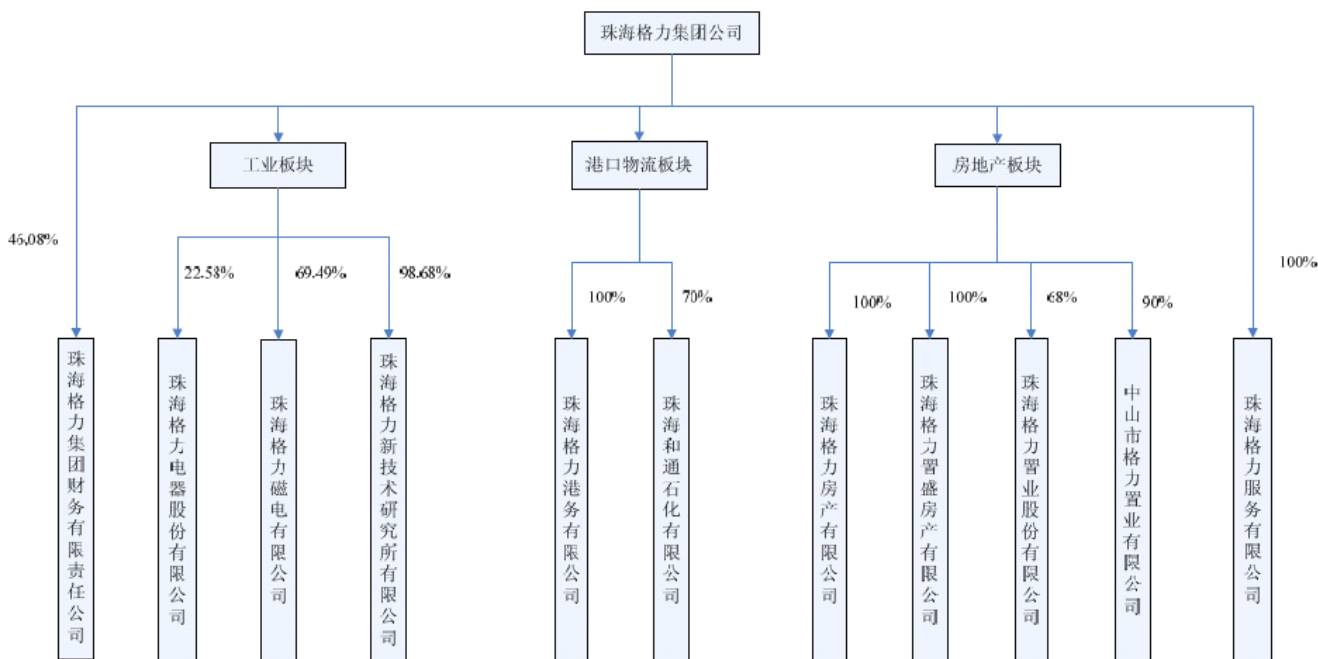
罗西尼公司共同出资成立，主要负责格力香樟项目的开发与销售。

格力地产目前奉行“立足珠海，重点布局”的发展战略，主要在珠海地区开展精品住宅开发建设，并将在未来合适时机加大国内其它地区的重点布局。公司在珠海地区已确立了一定的竞争优势，短期公司将继续挖掘珠海市场潜力，中长期公司制定了全国化的发展方向，在开发好二线城市的基础上，适当选择部分大城市及经济相对发达的中型城市拓展，逐步形成珠三角区域、中西部和环渤海三大区域的发展格局。

公司核心产品是精品、中高档住宅的开发，主要包括公寓、低密度住宅、配套商业等。目前公司主要开发产品均为精装修中高档住宅。随着业务规模的扩大，公司将逐渐增加商业地产的业务比重。目前公司已决定出售格力香樟的商业项目，自留格力广场的商业项目。

## 二、依靠股东平台，谋求快速发展

图 2 格力集团股权结构图



资料来源：公司公告 英大证券

公司依托于格力集团而成立和发展起来，集团能够从以下几方面给予公司发展支持：

### （一）资金支持

格力集团凭借其在家电领域的强劲竞争力，拥有稳定丰沛的现金流收入，有实力为格力地产提供筹融资安排，特别是格力集团财务公司对公司资金链能够提供有力支持。近期，公司就通过董事会审议向控股股东及关联方申请不超过 24 亿元人民币的借款额度，利率不高于商业银行同业同期同档次贷款利率，每笔贷款期限不超过 3 年。同时，凭借格力集团良好的品牌信誉，格力地产较容易从银行等各

种金融机构获得成本较低的贷款。另外，公司持有格力电器 1525.16 万股流通股股权，可为公司提供项目开发所需部分资金来源。

#### （二）土地资源支持

公司依托格力集团的品牌效益以及地区影响力，利用格力集团工业板块全国布局的机遇，计划在格力电器生产基地所在重点城市增加土地储备。目前公司主要项目——格力广场和格力香樟的项目用地均为格力集团转让所得。

#### （三）销售资源支持

格力集团的品牌优势为公司建设营销网络提供了良好条件，格力品牌已在全国获得一定的认知度和美誉度，格力工业为一些地区的经济发展做出贡献，公司可以充分利用这些资源发掘客户资源，推动营销网络建设。

#### （四）管理经验借鉴

公司由于前期项目运作已经拥有了较为丰富的房地产开发经营的经验，集团在公司经营、营销管理、质量监控、成本管理、人力资源管理等方面拥有较成功的经验和先进的理念，有助于公司建立起较完善和成熟的经营管理机制。

与此同时，格力地产也能够反过来促进集团业务的发展。格力地产不仅以丰厚的利润收益回报股东，同时也能为格力电器产品的销售和推广贡献力量。由于格力地产坚持开发精装修住宅，其中，住宅中家私电器部分主要采购格力产品，对于格力电器产品的销售有一定帮助。

### 三、项目追求高品质，业绩开始逐步释放

公司目前主要拥有项目包括格力广场、格力香樟、格力海岸、夏湾项目和洪湾项目，五个项目均在珠海。另外，公司与华发股份合作开发华发水郡项目。公司五个项目总占地面积 80.78 万平方米，建筑面积 224 万平方米，但由于夏湾项目和洪湾项目面临不确定因素，如果保守将其剔除，公司土地储备建筑面积仅为 155.94 万平方米，规模相对较小，按照公司每年 40 万平方米的开发进度，现有项目储备可满足公司未来 3-4 年的开发需要。

表 1 公司主要项目数据

(万平方米)	占地面积	建筑面积
格力广场	14.15	52.82
格力香樟	4.58	13.73
格力海岸	33.96	89.39
夏湾项目	4.51	9.12
洪湾项目	23.58	58.94
合计	80.78	224.00

资料来源：公司公告 英大证券

#### 公司主要销售项目介绍：

##### 1、格力香樟





格力香樟位于拱北九洲大道北侧，北傍板障山，南临九洲大道，东临迎宾路，西靠圆明新园，自然景观优美。项目占地 4.58 万平方米，总建筑面积 13.73 万平方米，其中住宅建筑面积 10.98 万平方米，商业建筑面积 2.75 万平方米。项目容积率为 3，建筑密度为 22%，绿化率为 35%。共有 12 栋高层，其中 11 栋为 27 层到 30 层的高层住宅，1 栋为 39 层的单身公寓，其中 6、7、8 栋为专属住宅，底层没有商铺，其余的楼宇均在底层配套商铺。户型面积从 40-170 平方米的单身公寓到四居室。住宅设计代简约，空间南北通透。根据公司公布的评估报告，项目评估楼面地价约 3664 元/平方米。项目于 2009 年 11 月首次开盘，销售情况较好，预计 2011 年项目将全部竣工交付。目前销售均价约 15000 元/平方米。

## 2、格力广场



格力广场东起建业四路、西至建业五路，南北连通九州大道和石花西路，位于珠海繁华商务区吉大与拱北交汇处，为珠海中心地段，周边环境较好。项目总占地面积 14.15 万平方米，总建筑面积 52.82 万平方米。项目由格力广场一期 A 区、格力广场一期 B 区、格力广场一期 C 区、格力广场二期和格力广场综合楼组成，分二期建设，一期 A 区占地面积 4.90 万平方米，建筑面积 18.38 万平方米，包括 2 幢 32 层商住楼（首层为商铺）、5 幢 32 层的住宅楼和 1 幢 2 层会所工程；B 区占地面积 4.72 万平方米，建筑面积 16 万平方米；C 区占地面积 0.72 万平方米，建筑面积 1.44 万平方米；二期占地面积 3.81 万平方米，建筑面积 17 万平方米。预计项目总投资约 11.9 亿元。项目容积率为 3.21，建筑密度为 19.5%，绿化率为 45.8%。规划建成集高档住宅、商业街区、办公楼、酒店式公寓于一体的大型综合示范区。户型面积从 90 平方米的两房到 140 平方米的三房，再到 160-200 平

平方米的四房。住宅景观佳、采光和通风好。根据公司公布的评估报告，格力广场一期 A、B 区项目评估楼面地价约 3799 元/平方米，C 区评估楼面地价 5957 元/平方米，二期评估楼面地价约 3655 元/平方米。目前格力广场一期 A 区除楼王外已基本销售完毕，年底实现结算；B 区预计在今年 10 月达到预售条件，2011 年竣工结算；二期计划在 11 月开始动工，C 区最后动工，预计 2012 年竣工交付。A 区开盘均价为 12500 元/平方米，目前仅剩楼王在售，均价为 23000 元/平方米。

### 3、格力海岸



项目位于珠海市情侣北路唐家湾南段，背山面海，总用地面积 33.96 万平方米，总建筑面积 89.39 万平方米。项目共由 6 宗地块组成，其中 5 宗地为居住功能，容积率 2.5-3.0 不等，其余 1 宗为商业用地，容积率为 1.5。项目分为 A、B 两区，分两期开发，A 区属于住宅用地，占地面积 18.1 万平方米，建筑面积 47.6 万平米；剩余区域为 B 区，第二期开发。项目拟打造为高等学府、高尚住宅、高尚娱乐的集聚地，根据市政规划，周边将兴建软件园区。项目计划于今年 3 季度动工，开发周期 6 年，预计首期以精装修小洋房为主，2011 年或可入市销售，2012 年起有望陆续实现结算。周边可比楼盘不多，售价在 1-3 万不等，预计项目销售均价在 2 万左右。

### 4、其它项目

夏湾项目由于广珠城际快速轨道建设，将占用项目约三分之一的土地面积，因此，目前公司正与政府协商以换地或者提高项目容积率等方式进行补偿。

洪湾项目由于珠海十字门中央商务区规划问题，面临被政府收回的可能，公司将收回前期支付的诚意金。

华发水郡项目公司占有 50% 的权益，项目占地 115 万平方米，总建筑面积 46 万平方米，一期 188 套别墅于 2009 销售完毕并开始结算，5 月份二期开始销售，售价达到 19000 元/平方米，目前项目未结算可售面积为 38 万平方米，预计在今后两至三年内为公司带来收益约 8 亿元。

## 四、价值评估

今年公司主要结算项目为格力广场一期 A 区，2011 年公司主要结算项目为格力香

樟，2012年以后格力海岸项目将为公司贡献利润，同时，格力广场一期B区和二期也将进入结算期。

忽略公司商业地产营业收入，预计公司2010年-2012年营业收入分别为19.50亿元、22.80亿元和37.10亿元，每股收益分别为0.50元、0.78元和1.26元，增长率分别为23.59%、54.27%和61.98%，三年净利润CAGR达到46%。按照目前价格水平，PE分别为20.19倍、13.08倍和8.08倍，相对估值较低，建议适当增持。

通过公司RNAV测算及其对房价变动敏感性分析，按照目前房价，公司RNAV值为14.24元，而目前股价折价了29%。或者说，公司目前股价反映了公司项目售价下跌15%情况下的价值。因此，我们认为，公司目前股价偏低，存在上涨空间。

财务预测基本假设：

（一）我国房地产市场保持平稳发展，房价不发生过快过大的下滑；（二）公司销售、管理等费用控制稳定，税率水平基本保持不变；（三）利率水平按照当前水平计算，公司在2012年完成定向增发；（四）2010年-2012年期间公司未进行重大非主营投资活动。

表2 公司项目结算预估

单位：万平方米，万元

项目	建筑面积	销售均价 (元/平)	结算面积			结算收入		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
格力广场一期A区	18.38	15000	13	1	0	195000	15000	0
格力广场一期B区	16	14000	0	5	5	0	70000	70000
格力广场一期C区	1.44	15000	0	0	0	0	0	0
格力广场二期	17	15000	0	0	5	0	0	75000
格力香樟	13.73	13000	0	11	2	0	143000	26000
格力海岸	89.39	20000	0	0	10	0	0	200000
合计	155.94		13	17	22	195000	228000	371000

数据来源：公司公告 英大证券

表3 公司RNAV测算及敏感性分析

单位：万平方米，元/平方米，亿元

	建筑面积	楼面地价	销售均价	权益净利润及敏感性分析						
				房价变动 -20%	房价变动 -15%	房价变动 -10%	0%	房价变动 10%	房价变动 15%	房价变动 20%
格力广场一期A区	18.38	2696	15000	3.87	4.42	4.97	6.07	7.18	7.73	8.28
格力广场一期B区	16	2696	14000	2.85	3.30	3.75	4.65	5.54	5.99	6.44
格力广场一期C区	1.44	2570	15000	0.32	0.36	0.41	0.49	0.58	0.62	0.67
格力广场二期	17	1045	15000	6.38	6.89	7.40	8.42	9.44	9.95	10.46
格力香樟	13.73	2017	13000	2.94	3.30	3.66	4.37	5.08	5.44	5.80
格力海岸	89.39	7400	20000	19.67	25.03	30.39	41.12	51.85	57.21	62.57
账面净资产							17.20			
总股本							5.78			
RNAV				9.21	10.47	11.73	14.24	16.76	18.02	19.28

数据来源：公司公告 英大证券



资金面上，公司资金压力较小。一季度末，公司账面货币资金 11.23 亿元，预收账款 7.7 亿元，经营活动流入现金 12.68 亿元。目前，格力海岸项目的土地款已缴纳过半，公司主要面临开发资金需求的压力，集团的资金支持和向合作银行借款融资可基本满足其需求。8 月，公司公告由于获得了格力集团财务公司提供的授信额度，计划向集团申请不超过 24 亿元借款额度。另外，公司还已经向中国证监会上报定向增发材料，计划融资不超过 16 亿元。

## 五、风险提示

目前，公司具备良好的投资价值，但仍需注意以下投资风险：

（一）政府对房地产市场调控并未松口，后续调控新政的出台以及严格执行前期已出台相关政策的信息仍将为房地产行业投资的不定时炸弹。

（二）在房地产宏观调控政策的影响下，市场观望气氛较重，房地产销售面临巨大压力。房价不降，则商品房销售量无法提升；房价下降，则商品房销售额增速降低。如果市场观望态度持续时间较长，则公司可能面临销售不畅、回款不顺、开发资金缺乏的问题，将对公司未来发展有不良影响。

（三）项目分布区域过于集中，受单一地区房地产市场影响较大。公司项目全部在珠海地区，如果该地区房地产市场出现波动，公司业务将随之波动。



财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	512.96	1,950.00	2,280.00	3,710.00
归属母公司股东净利润	235.17	290.68	448.49	725.95
每股收益 (EPS)	0.407	0.503	0.776	1.257
每股经营现金流	(1.583)	(8.27)	10.61	(15.66)
销售净利率	45.85%	14.91%	19.67%	19.57%
净利润增长率	154.35%	23.61%	54.29%	61.86%
净资产收益率 (ROE)	14.17%	14.91%	18.70%	15.37%
资产负债率	67.89%	82.34%	73.71%	73.54%
市盈率 (P/E)	24.95	20.19	13.08	8.08
市净率 (P/B)	3.54	3.01	2.45	1.24

数据来源: WIND 英大证券

报表预测				
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	906	19	3697	37
预付款项	76	345	202	540
存货	3360	9802	4319	16292
其他流动资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	19	18	15	12
无形资产和开发支出	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5167</b>	<b>11043</b>	<b>9122</b>	<b>17852</b>
短期借款	0	0	0	0
预收款项	420	999	1401	2609
长期借款	1193	2093	2993	3293
长期应付款	364	364	364	364
<b>负债合计</b>	<b>3508</b>	<b>9093</b>	<b>6724</b>	<b>13128</b>
股本	578	578	578	778
资本公积	110	110	110	1510
留存收益	972	1262	1711	2437
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1659</b>	<b>1950</b>	<b>2398</b>	<b>4724</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1659</b>	<b>1950</b>	<b>2398</b>	<b>4724</b>
负债和股东权益合计	5167	11043	9122	17852

现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-914	-4779	6128	-9043
投资性现金净流量	267	0	0	0
筹资性现金净流量	1358	3893	-2450	5383
<b>现金流量净额</b>	<b>906</b>	<b>20</b>	<b>3697</b>	<b>37</b>
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	513	1950	2280	3710
减: 营业成本	319	1053	1094	1855
营业税金及附加	61	195	228	371
销售费用	28	78	91	148
管理费用	20	68	80	130
财务费用	14	168	189	238
资产减值损失	0	0	0	0
加: 投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>17</b>	<b>388</b>	<b>598</b>	<b>968</b>
加: 其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>17</b>	<b>388</b>	<b>598</b>	<b>968</b>
减: 所得税	4	97	149	242
<b>净利润</b>	<b>13</b>	<b>291</b>	<b>448</b>	<b>726</b>
减: 少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>235</b>	<b>291</b>	<b>448</b>	<b>726</b>

数据来源: WIND 英大证券

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

### 行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

### 公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

#### 评级说明：

##### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

##### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准