

投资评级：

谨慎推荐（首次）

基本资料：

当前股价（元）	8.46
总股本（百万）	557
流通股（百万）	337
EPS (ttm)	0.2495
每股净资产（元）	3.09
资产负债率	81.47%
真实资产负债率	67.62%

公司走势图



研发部

邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340510120001

联系电话：010-68858133

Email: zhangpeng@cnpsec.com

坏账准备“利空”出尽，未来业绩平稳增长

——格力地产（600185）2010 年年报点评

2010 年公司实现营业收入 11.57 亿元，同比增长 125.65%；归属于上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比减少 38.72%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.29 亿元，同比增长 2789.4%；基本每股收益 0.25 元，同比下降 62.69%。

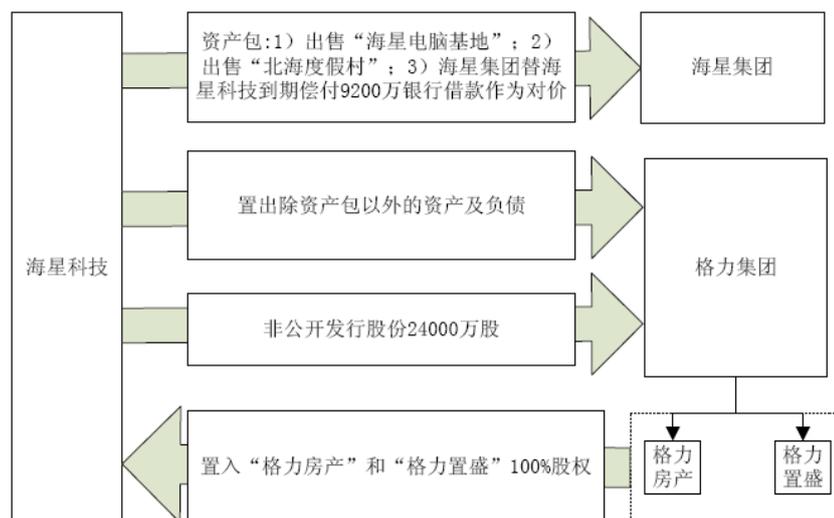
- **投资收益和坏账准备影响净利增长。**报告期内公司毛利率有较大幅度提高，达 48.13%，比 2009 年提高 10.35 个百分点；营业税金及附加占营业收入比重为 13.32%，比 2009 年提高 1.5 个百分点，主要是土地增值税征收数额增加；三大费用占营业收入比重合计 10.54%，较 2009 年略有降低，主要是财务费用下降；报告期内公司实现投资净收益降幅较大，主要是 2009 年公司出售格力电器股票获得 2.8 亿元的投资收益，导致基期同比较高所致，如果扣除 2009 年的非经常性损益再进行比较，2010 年归属上市公司股东净利润的增长率为 2789.4%；报告期内资产减值损失增长 63.64%，主要是增加了与海星集团往来款的坏账准备计提。目前与海星集团的坏账比例已计提至 77% 左右，未来继续大规模提取坏账准备的可能性不大。
- **公司项目储备丰富。**公司目前主要的可售项目有 8 个，具体包括格力广场一期 A/B/C 区、格力广场二期、拱北夏湾 C 区、香香樟美筑、洪湾项目和格力海岸。除了格力海岸是公司 2009 年底通过招标方式取得的项目外，其他项目均是 2008 年通过资产置换注入公司取得，可以认为公司这部分土地储备成本较低。目前这 8 个项目总建筑面积为 218 万平方米（均为 100%权益），相对于公司目前的开发速度来说，足够公司开发 5 年。
- **财务状况实质好于形式。**公司期末资产负债率为 81.47%，真实资产负债率为 67.62%，处于较高水平。但公司负债中包含 32.48 亿元的其他应付款，占公司负债总额的 41.4%，主要是公司向格力集团的借款，可以认为这部分借款的还款条件比较宽松，对公司的实际运营不会构成太大压力。
- **盈利预测：**我们认为，公司 2011 年、2012 年和 2013 年营业收入分别为 13.8 亿元、17.94 亿元和 23.32 亿元；归属上市公司股东净利润分别为 2.52 亿元、3.28 亿元和 4.27 亿元；对应每股收益分别为 0.44 元、0.57 元和 0.74 元。
- **投资建议：**公司是深耕珠海市的区域型开发商，在珠海有较大的品牌影响力和土地储备优势。根据《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008-2020 年）》，明确了珠海作为珠江口西岸核心城市的战略定位，珠海将成为与港澳地区对接的重要窗口。在国家规划的推动下，港珠澳大桥、广珠铁路、广珠城轨、高栏港高速、机场高速等基础设施在上述两大规划的推动下进程明显加快，这将较大的拓展珠海未来的发展空间。公司目前多数土地储备成本较低，盈利能力可观，未来随着珠海经济能力提升，公司业绩释放速度有望加快。首次关注给予公司“谨慎推荐”评级。

¹ 报告贡献人：张鹏

1、公司简介

公司前身是西安海星现代科技股份有限公司（简称海星科技），2008年，公司实施重大资产重组，通过向珠海格力集团有限公司（简称格力集团）非公开发行2.4亿股的方式置入格力集团持有的珠海格力房产有限公司100%股权及珠海格力置盛房产有限公司100%股权。完成重组后，公司变更名称为“西安格力地产股份有限公司”，主营业务将变更为房地产开发。

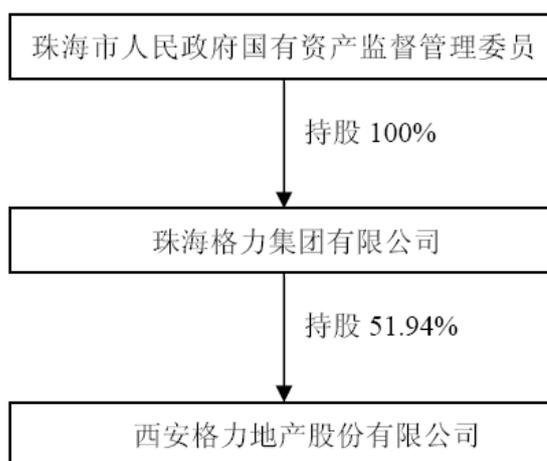
图表 1：公司资产置换结构图



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

公司目前的大股东是珠海格力集团有限公司，实际控制人是珠海市国资委。珠海格力集团有限公司是珠海目前规模最大、实力最强的企业集团之一，连续多年在中国500强企业名列第百位左右。经过20多年的发展，格力集团形成了工业、房地产两翼齐飞、综合发展的格局，旗下格力电器、格力地产均为上市公司。

图表 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

2、公司土地储备

公司目前主要的可售项目有 8 个，具体包括格力广场一期 A/B/C 区、格力广场二期、拱北夏湾 C 区、香樟美筑、洪湾项目和格力海岸。除了格力海岸是公司 2009 年底通过招标方式取得的项目外，其他项目均是 2008 年通过资产置换注入公司取得。目前这 8 个项目总建筑面积为 218 万平方米（均为 100% 权益），相对于公司目前的开发速度来说，足够公司开发 5 年。

图表 3：公司重点开发项目一览

项目名称	占地面积 (万平方米)	总建筑面 积(万平 米)	用地性质	预计总投 资(亿元)	单位面积投 资(元/平方 米)
1 格力广场一期 A 区	4.90	18.38	住宅、商业	12.8	6964.09
2 格力广场一期 B 区	4.72	16.00	住宅、商业	11.2	7000.00
3 格力广场一期 C 区	0.72	1.44	商业	5.6	38968.18
4 格力广场二期	4.31	10.78	住宅、商业	11.9	11038.80
5 拱北夏湾 C 区	4.51	9.12	住宅、商业		
6 香樟美筑	4.58	13.73	住宅、商业	11.256	8199.93
7 洪湾项目	23.58	58.94	住宅、商业		
8 格力海岸	33.96	89.39	住宅、商业	66.148 (土地 成本)	7399.93 (单位楼 面地价)
合计	81.28	217.78			

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

3、公司利润变动分析

报告期内公司毛利率有较大幅度提高，达 48.13%，比 2009 年提高 10.35 个百分点；营业税金及附加占营业收入比重为 13.32%，比 2009 年提高 1.5 个百分点，主要是土地增值税征收数额增加；三大费用占营业收入比重合计 10.54%，较 2009 年略有降低，主要是财务费用下降；报告期内公司实现投资净收益降幅较大，主要是 2009 年公司出售格力电器股票获得 2.8 亿元的投资收益，导致基期同比较高所致。如果扣除 2009 年的投资收益再进行比较，2010 年归属上市公司股东净利润的增长率为 2789.4%；报告期内资产减值损失增长 63.64%，主要是增加了与海星集团往来款的坏账准备计提。目前与海星集团的坏账比例已计提至 77% 左右，未来继续大规模提取坏账的可能性不大。

图表 4：公司利润变动分析表

单位：百万元	2009	2010	同比增长
营业收入	512.96	1,157.48	125.65%
营业成本	319.15	600.36	88.11%
营业税金及附加	60.60	154.15	154.38%
销售费用	28.25	71.08	151.63%
管理费用	19.65	53.08	170.19%
财务费用	13.97	-2.20	-115.74%
资产减值损失	54.82	89.71	63.64%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	287.10	11.48	-96.00%
营业利润	303.63	202.77	-33.22%
加：营业外收入	0.05	7.26	15370.65%

减：营业外支出	0.50	4.77	850.29%
五、利润总额	303.17	205.27	-32.29%
减：所得税	68.00	61.17	-10.05%
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	
六、净利润	235.17	144.10	-38.72%
减：少数股东损益	0.00	0.00	
归属于母公司所有者的净利润	235.17	144.10	-38.72%

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

4、盈利预测

我们认为，公司 2011 年、2012 年和 2013 年营业收入分别为 13.8 亿元、17.94 亿元和 23.32 亿元；归属上市公司股东净利润分别为 2.52 亿元、3.28 亿元和 4.27 亿元；对应每股收益分别为 0.44 元、0.57 元和 0.74 元。

图表 5：公司盈利预测表

单位：百万元、百万股	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,157.48	1,380.00	1,794.00	2,332.20
营业成本	600.36	690.00	897.00	1,166.10
营业税金及附加	154.15	193.20	251.16	326.51
销售费用	71.08	82.80	107.64	139.93
管理费用	53.08	63.48	82.52	107.28
财务费用	-2.20	13.80	17.94	23.32
资产减值损失	89.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	202.77	336.72	437.74	569.06
加：营业外收入	7.26	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	4.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	205.27	336.72	437.74	569.06
减：所得税	61.17	84.18	109.43	142.26
净利润	144.10	252.54	328.30	426.79
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	144.10	252.54	328.30	426.79
已发行股票数		577.60	577.60	577.60
基本每股收益(元)	0.25	0.44	0.57	0.74

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

5、投资建议

公司是深耕珠海市的区域型开发商，在珠海有较大的品牌影响力和土地储备优势。根据《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008-2020 年）》，明确了珠海作为珠江口西岸核心城市的战略定位，珠海将成为与港澳地区对接的重要窗口。在国家规划的推动下，港珠澳大桥、广珠铁路、广珠城轨、高栏港高速、机场高速等基础设施在上述两大规划的推动下进程明显加快，这将较大的拓展珠海未来的发展空间。公司目前多数土地储备成本较低，盈利能力可观，未来随着珠海经济能力提升，公司业绩释放速度有望加快。首次关注给予公司“谨慎推荐”评级。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。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。

中邮证券有限责任公司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。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。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。