

格力地产 (600185)

高送转彰显发展动力，区域主题机会渐近

——格力地产 2015 年年报点评

	侯丽科 (分析师)	申思聪 (分析师)	李品科 (分析师)
	0755-23976713	0755-23976926	010-59312815
	houlike@gtjas.com	shensicong@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
证书编号	S0880514030004	S0880515010002	S0880511010037

本报告导读:

公司业绩大幅增长，“房地产、海洋经济、口岸经济、现代服务业和金融业”五大板块产业格局有望为公司打开盈利的新成长空间。

投资要点:

- **维持增持评级，目标价 24 元。**维持 2016/17 年 EPS 预测 1.25 和 1.63 元。我们认为公司以房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业发展为核心，辅以现代服务业、现代金融业的转型将有效带动业绩的提升。考虑到行业整体估值下移，下调目标价至 24 元，对应 2016 年 19xPE。
- **投资收益带动业绩大增，高送转 10 转增 18，派息 0.2 元。**业绩符合预期。2015 年实现营业收入 25.45 亿元，同增 73.56%；毛利率 41.2%，同增 8.1pts；实现归母净利润 13.71 亿元，同增 337.72%；扣非归母净利润 4.53 亿元，同增 352.60%；EPS 2.37 元，以资本公积 10 转增 18，每 10 股派 2 元现金。出售格力电器股权带动公司业绩大幅提升。
- **受益粤港澳一体化，土地储备价值稳步提升。**当前未结土地储备超 200 万方，主要布局珠海、重庆，可支持未来 2-3 年业绩高速增长。随着地产市场的火爆延续，珠海市场延续良好势头，目前房价相比香港、澳门房价低估严重，预计港珠澳大桥通车（2017 年）将有效推动公司土地资源价值的提升。
- **发展动力强，新兴业务稳步推进。**1) 安全边际及内生动力：公司股权激励行权价格为 25.33 元，目前定增批文价格下限为 19.16 元，均较现价有较大空间，公司发展动力强；2) 海洋经济：公司定增募集资金主要投放于港区整治和渔港改造，游艇泊位建设有望加速；3) 口岸经济：珠港澳大桥人工岛建设稳步推进，通车后逐步贡献业绩。
- **风险因素：**新业务拓展进度不及预期。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,466	2,545	3,870	4,628	5,693
(+/-)%	-32%	74%	52%	20%	23%
经营利润 (EBIT)	187	598	829	1,214	1,493
(+/-)%	-57%	219%	39%	46%	23%
净利润	313	1,371	724	942	1,134
(+/-)%	-11%	338%	-47%	30%	20%
每股净收益 (元)	0.54	2.37	1.25	1.63	1.96
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.68	0.41	0.53

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	12.8%	23.5%	21.4%	26.2%	26.2%
净资产收益率 (%)	13.5%	37.1%	18.0%	19.9%	20.4%
投入资本回报率 (%)	2.4%	5.4%	10.3%	12.0%	16.1%
EV/EBITDA	78.3	25.3	15.4	11.5	8.3
市盈率	33.5	7.7	14.5	11.1	9.3
股息率 (%)	1.1%	1.1%	3.8%	2.3%	2.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **24.00**

上次预测: 28.00

当前价格: 18.16

2016.04.19

交易数据

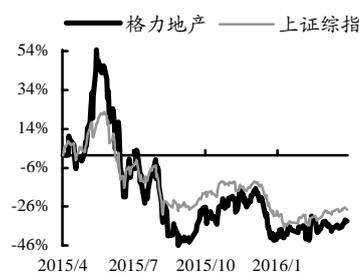
52 周内股价区间 (元)	14.35-43.55
总市值 (百万元)	10,491
总股本/流通 A 股 (百万股)	578/578
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1149.58
日均成交值 (百万元)	199.98

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,465
每股净资产	6.00
市净率	3.0
净负债率	208.94%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	1.39	1.39
Q2	0.20	0.31
Q3	-0.15	-0.18
Q4	0.94	-0.26
全年	2.37	1.25

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	17%	-34%
相对指数	-2%	13%	-6%

相关报告

《国企改革激励充足，主题公园持续催化》2015.08.27

《主题公园风渐起，积极融资动力足》2015.06.01

《“大海洋、大金融、大健康”，飞跃在即》2015.04.27

《宛若明珠，在水一方》2015.01.28

模型更新时间: 2016.04.19

股票研究

信息科技
计算机

格力地产 (600185)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.00

上次预测: 28.00

当前价格: 18.16

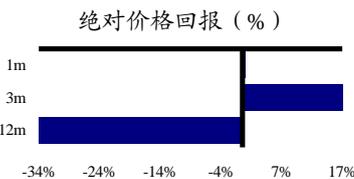
公司网址

www.greeduc.com

公司简介

公司作为珠海最具实力和影响力的房地产企业之一, 是一家集房地产开发、营销、服务于一体大型企业, 业务范围遍及房地产开发、物业服务、会所管理、营销策划等房地产开发多个领域, 其中房地产业务范围遍及房地产开发的全链条, 在珠海、西安、重庆等地拥有 10 余家下属公司。

公司建筑项目遍布珠海, 曾荣获"全国优秀示范小区"、"詹天佑优秀住宅小区金奖"、"全球人居环境生态社区"等大奖。



52 周价格范围 14.35-43.55

市值 (百万) 10,491

财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	1,466	2,545	3,870	4,628	5,693
营业成本	981	1,498	2,268	2,547	3,133
税金及附加	133	286	418	469	577
销售费用	85	84	177	182	224
管理费用	80	80	178	216	266
EBIT	187	598	829	1,214	1,493
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	265	1,018	36	0	0
财务费用	77	66	-31	60	107
营业利润	376	1,729	896	1,154	1,386
所得税	65	378	172	212	252
少数股东损益	0	-1	0	0	0
净利润	313	1,371	724	942	1,134
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,390	3,016	2,478	1,410	2,931
其他流动资产	66	66	0	0	0
长期投资	1,485	102	102	102	102
固定资产合计	310	505	685	866	1,048
无形及其他资产	3	7	7	7	8
资产合计	18,519	20,613	21,720	22,026	27,861
流动负债	8,894	9,834	12,437	12,036	17,041
非流动负债	6,301	6,816	4,990	4,992	4,995
股东权益	2,321	3,693	4,024	4,730	5,555
投入资本(IC)	6,553	8,747	6,491	8,267	7,575
现金流量表					
NOPLAT	155	468	670	991	1,221
折旧与摊销	16	18	14	14	13
流动资金增量	-1,637	-2,722	3,582	-1,437	802
资本支出	-86	-190	-195	-195	-195
自由现金流	-1,551	-2,426	4,071	-627	1,842
经营现金流	-1,145	182	4,769	-290	2,141
投资现金流	180	891	-159	-195	-195
融资现金流	1,931	-445	-5,148	-583	-425
现金流净增加额	966	629	-538	-1,068	1,520
财务指标					
成长性					
收入增长率	-32.2%	73.6%	52.1%	19.6%	23.0%
EBIT 增长率	-56.9%	219.3%	38.7%	46.4%	23.0%
净利润增长率	-11.2%	337.7%	-47.2%	30.1%	20.3%
利润率					
毛利率	33.1%	41.2%	41.4%	45.0%	45.0%
EBIT 率	12.8%	23.5%	21.4%	26.2%	26.2%
净利润率	21.4%	53.9%	18.7%	20.4%	19.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.5%	37.1%	18.0%	19.9%	20.4%
总资产收益率(ROA)	1.7%	6.7%	3.3%	4.3%	4.1%
投入资本回报率(ROIC)	2.4%	5.4%	10.3%	12.0%	16.1%
运营能力					
存货周转天数	4786	3647	2800	2700	2500
应收账款周转天数	0	1	1	1	1
总资产周转天数	4255	2806	1996	1725	1599
净利润现金含量	-3.66	0.13	6.58	-0.31	1.89
资本支出/收入	6%	7%	5%	4%	3%
偿债能力					
资产负债率	82.1%	80.8%	80.2%	77.3%	79.1%
净负债率	233.5%	137.8%	62.4%	75.7%	37.2%
估值比率					
PE	33.5	7.7	14.5	11.1	9.3
PB	4.5	2.8	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	78.3	25.3	15.4	11.5	8.3
P/S	7.2	4.1	2.7	2.3	1.8
股息率	1.1%	1.1%	3.8%	2.3%	2.9%

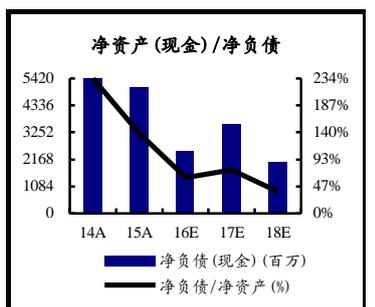
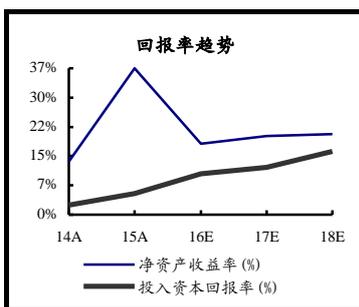
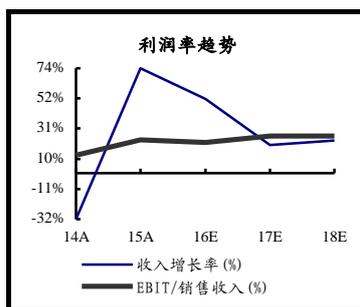


表 1: 公司 2015 年营收同比增加 73.6%，净利润增长 337.7%

项目	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
主营业务收入增长率	-46.7%	21.7%	125.6%	15.3%	21.6%	33.3%	-32.2%	73.6%
净利润增长率	564.3%	-154.6%	-38.7%	75.3%	27.2%	9.8%	-11.2%	337.7%
经常性净利润增长率	2307.0%	-108.4%	562.1%	84.4%	19.7%	8.9%	-64.9%	426.3%
毛利率	2.9%	37.8%	48.1%	51.8%	47.5%	41.2%	33.1%	41.2%
ROE	-748.3%	14.2%	8.1%	12.6%	12.6%	11.9%	36.6%	19.2%
三项费用率	21.1%	12.1%	10.5%	9.0%	10.5%	11.7%	16.6%	9.0%
净利率	-102.2%	45.8%	12.4%	18.9%	19.8%	16.3%	21.4%	53.9%
存货周转率	1.98	0.09	0.09	0.07	0.08	0.10	0.07	0.09

数据来源：公司公告、WIND、国泰君安证券研究

表 2: 公司 2015 年末净负债率 74.9%，在手现金充裕（单位：百万元）

项目	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
现金	30.4	1110.2	2247.3	1627.7	650.8	1425.7	2390.1	3016.1
每股经营性净现金流	0.00	-1.58	0.35	-0.65	-2.36	-0.22	-1.98	0.32
预收房款	16.4	419.5	1333.7	1775.5	1464.8	1536.2	1192.0	1207.0
银行借款	254	1193	2292	2432	3273	5393	7030	6596
银行借款/负债	21.8%	100.0%	90.3%	66.3%	89.9%	79.6%	71.4%	52.8%
速动比率	36.9%	32.0%	29.2%	25.7%	32.2%	42.6%	46.3%	39.6%
资产负债率	0.39	0.62	0.44	0.23	0.10	0.19	0.28	0.33
真实资产负债率	88.8%	69.2%	81.5%	82.5%	79.7%	80.8%	82.1%	80.8%
净负债率	86.7%	61.5%	67.6%	67.0%	68.3%	71.0%	75.6%	74.9%

数据来源：公司公告、WIND、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		