

最坏的时候已经过去，评级调高至“买入”
■ 2008年业绩低于预期

金地集团2008年实现净利润8.41亿元（EPS0.50元），同比下跌13%，比瑞银和市场预期分别低35%和25%。我们认为公司业绩未达到预期的原因是利润率被压缩、营业费用上升以及3.57亿元的存货减值准备。每股派息0.1元，股息支付率20%。净负债比率92%，高于瑞银估算的76%。

■ 但我们认为最坏的时候已经过去

我们认为房价跌幅非常有限，原因是许多城市需求爆发性增长，城市库存消化时间急剧下降以及由于开发商在2008年削减土地储备和项目施工计划导致的新增供应慢于销售速度。我们估算，如果平均售价从目前水平上升5%，金地将有16-17%的盈利上升空间。我们认为公司净利润率和收益率有望改善。

■ 调低2009/10年盈利预期，开始使用09年NAV以体现更新后项目信息

基于其最新项目信息，我们更新了金地的土地储备和今后开发计划。此举使我们公司将公司2009/10年EPS预期下调10%和11%，分别从0.87元和1.05元降至0.78元和0.93元。我们估算2009年底金地NAV为19.6元。

■ 估值：我们认为金地遭低估，评级调高至“买入”，目标价Rmb15.9

金地目前股价对应的2009/10年市盈率为13.2倍/11.1倍，较2009年19.6元的NAV折让高达47%。由于公司全额支付的权益土地成本已经稍高于其市值，我们认为公司当前股价没有体现出任何开发利润。我们按照瑞银的三阶段增长模型将金地的目标价从4.70元提升至15.9元，对应的2009/10年预期市盈率为20.3倍/17.1倍，较我们预计的2009年NAV折让19%。

重要数据 (Rmb百万)	12/07	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
营业收入	7,487	9,762	10,747	12,285	15,297
息税前利润 (UBS)	1,846	1,775	2,104	2,462	2,954
净利润 (UBS)	958	822	1,310	1,555	1,802
每股收益 (UBS, Rmb)	0.57	0.49	0.78	0.93	1.07
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.05	0.10	0.10	0.12	0.15

盈利能力和估值	五年历史均值	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
息税前利润率 (%)	-	18.2	19.6	20.0	19.3
投资资本回报率 (息税前利润) (%)	-	8.8	9.0	10.4	14.0
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心) (x)	-	16.2	13.5	10.4	8.8
市盈率 (UBS) (x)	-	24.0	13.2	11.1	9.6
净股息收益率 (%)	-	0.9	1.0	1.2	1.5

资料来源：公司报表，Thomson Financials，UBS估算。UBS的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2009年04月27日23时40分的股价（Rmb10.28）得出。

章海云

分析师

haiyun.zhang@ubssecurities.com

+8621-3866 8816

中国

房地产业

12个月评级

买入

之前：卖出

12个月目标价位

Rmb15.90/US\$2.33

之前：Rmb4.70/US\$0.69

股价

Rmb10.33/US\$1.51

路透代码：600383.SS 彭博代码600383 CH

2009年4月27日
交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb14.04-4.73/US\$2.00-0.69

市值 Rmb17.3十亿/US\$2.52十亿

已发行股本 1,678百万 (ORD)

流通股比例 67%

日均成交量 (千股) 54,309

日均成交额(Rmb 百万) 521.6

资产负债表数据 12/09E

股东权益 Rmb10.4十亿

市净率 (UBS) 1.7x

净现金 (债务) (Rmb12.0十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 +54.7%

预测股息收益率 1.0%

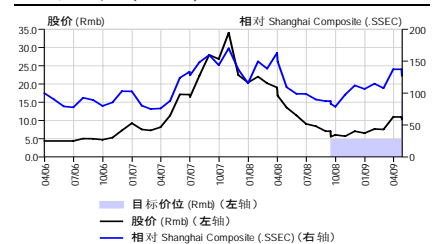
预测股票回报率 +55.7%

市场回报率假设 8.1%

预测超额回报率 +47.6%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/09E		12/08	
	从	到	市场预测	实际
H1E	0.26	0.23	-	0.15
H2E	0.61	0.55	-	0.34
12/09E	0.87	0.78	0.87	-
12/10E	1.05	0.93	1.05	-

股价表现 (Rmb)


资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

08年业绩回顾

金地集团2008年实现销售收入97.6亿元（同比增长30%），其中94亿元来自房地产销售，3亿元来自租赁、房地产管理和其他业务。全年净利润8.41亿元（同比下跌13%），比我们预计的13亿元低35%，比市场预期的11亿元低25%。EPS0.50元，低于瑞银预估的0.77元和0.67元的市场预测值。同时，公司计划08年每股派现金0.1元，股息支付率为20%（07年为4%）。净负债比率92%，高于瑞银估算的76%。

我们认为公司业绩低于预期的主要原因包括：

- (1) 利润率被压缩—金地2008年结算建筑面积106万平米，平均售价8,866元/平米（2007年结算建筑面积89万平米，平均售价8,068元/平米）。平均售价虽比上年增长10%，但销售成本上升了13%，毛利率因此下跌2个百分点，从2007年的32.8%降至30.9%；

我们认为净利润低于预期的原因包括利润率被压缩、营业费用上升以及存货减值准备

表1: 房地产结算情况细分

	收入(百万元)			结算面积(万平米)			结算均价(元/平米)		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
珠三角									
深圳	1,031	2,583	1,004	14	18	9	7,556	14,366	11,765
广州	-	492	529	-	9	6	-	5,298	9,108
东莞	600	178	373	13	3	7	4,544	6,423	5,240
珠海	-	-	-	-	-	-	-	-	-
佛山	-	-	-	-	-	-	-	-	-
长三角									
上海	1,136	1,960	2,646	13	23	20	8,895	8,609	13,454
杭州	-	-	-	-	-	-	-	-	-
南京	-	-	-	-	-	-	-	-	-
宁波	-	379	692	-	5	7	-	7,418	9,796
环渤海									
北京	74	-	885	0	-	10	15,692	-	8,544
天津	-	616	760	-	11	11	-	5,401	6,947
沈阳	-	-	584	-	-	10	-	-	6,088
其他									
武汉	489	706	1,115	12	16	18	4,098	4,452	6,055
西安	-	287	774	-	3	8	-	10,702	9,871
其他	-	-	71	-	-	1	-	-	6,668
总计	3,329	7,200	9,433	52	88	106	6,401	8,197	8,866

资料来源：公司数据、瑞银估算

- (2) 2008年销售费用在房地产销售收入中所占比例从2007年的2.9%升至4.3%；
- (3) 2008年利息开支在销售收入中所占比例从2007年的4.5%升至10.7%。实际有效利率从07年的5.3%升至9.5%。此外，08年只有77%的利息开支实现资本化（07年为83%）；
- (4) 08年存货减值准备3.57亿元，其中包括三个项目—深圳龙华（2007年3月购得，楼板价6,848元/平米）、东莞格林庭院（2006年8月购得，楼板价1,129元/平米）、武汉京汉大道（2007年8月购得，楼板价6,878元/平米）。

金地2008年调低了开发计划。公司新开工面积从原计划的260万平方米降至138万平方米，降幅47%（同比跌43%）。此外，08年全年仅增加了一个位于西安的地产项目，总建筑面积88万平方米，土地成本18亿元。这些做法使得公司可以降低营运资本需求，从而大大改善了经营现金流水平（虽然经营现金流仍然为负）。

我们认为减少新开工面积和谨慎增加土地储备使得08年经营现金流大大改善

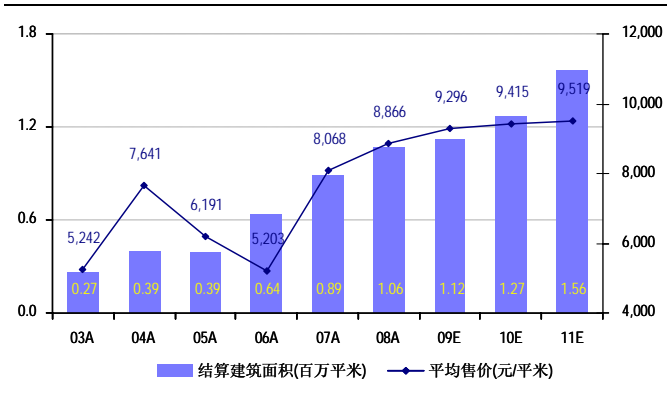
除2008年3月发行12亿元8年期、利率5.5%的公司债券外，金地还净增银行借款33亿元。我们认为08年上半年的过度借贷给公司带来了沉重的财务成本，并造成净负债率上升（从2007年的71%升至2008年的92%）。不过，鉴于当时信贷环境极其紧张，我们开发商有理由尽可能的保留现金，无论是来自借款还是房地产销售。

我们认为借贷超过营运需要造成负债率高

更新 2009-11 年财务预测

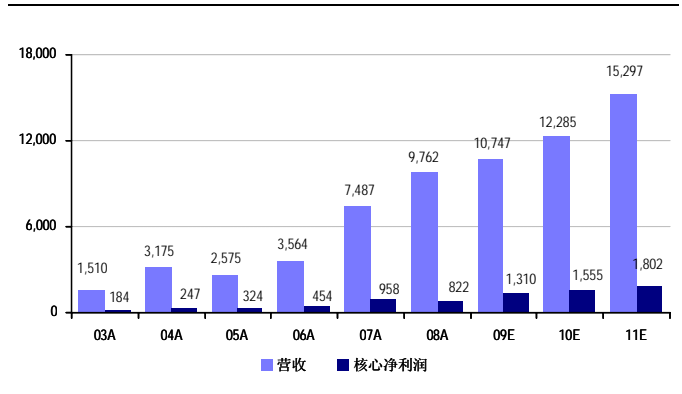
按照更新后的项目信息和开发计划，我们调整了2009-11年金地的财务模型。我们预计公司的销售面积和平均售价都能实现增长。但是，由于更多高地价的项目（尤其是2007年购地的项目）开始进入结转，我们预计成本将增加，毛利率将下跌。不过，我们认为金地的银行借款成本可能下降，而且随后几年应当不会再出现存货减值。因此，我们预计今后的净利润率将高于2008年的水平。如果公司不再购买土地，公司负债率将随土地储备减少而下降，其需要的运营资本将变少。而且，净利润率和销售周转率的上升会相应提高净资产收益率。

图1: 结算建筑面积和平均售价



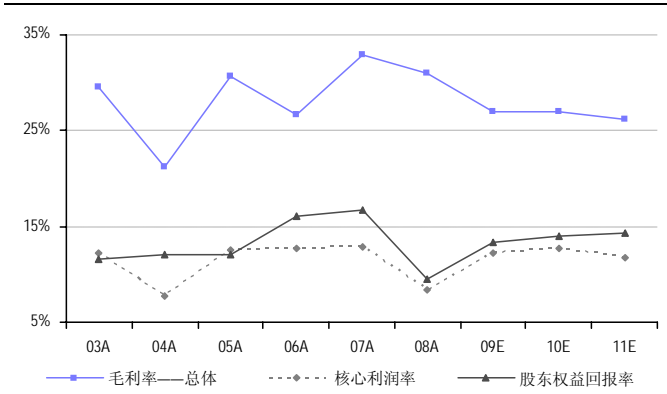
资料来源：公司数据、瑞银估算

图2: 销售额和核心净利润（百万元）



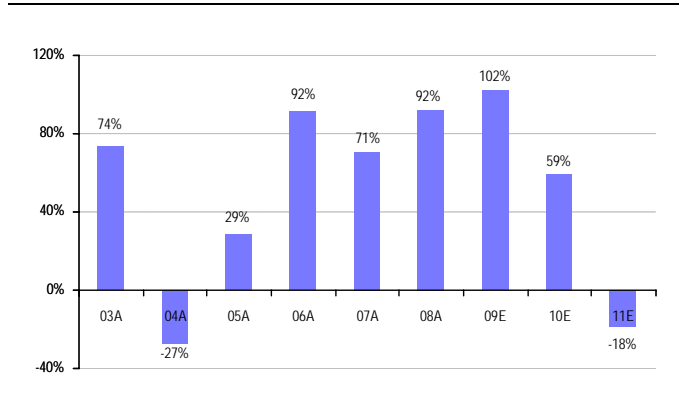
资料来源：公司数据、瑞银估算

图3: 利润率和净资产收益率



资料来源：公司数据、瑞银估算

图4: 净负债比率



资料来源：公司数据、瑞银估算

表2: 金地土地储备细分

	土地储备(百万平米)		%		项目数量
	总计	权益	总计	权益	
珠三角					
深圳	0.26	0.24	2.3%	2.5%	3
广州	2.24	1.79	20.1%	18.5%	1
东莞	0.43	0.29	3.9%	3.0%	2
珠海	0.81	0.81	7.3%	8.4%	2
佛山	0.22	0.11	1.9%	1.1%	1
长三角					
上海	0.90	0.73	8.0%	7.5%	4
杭州	0.70	0.53	6.2%	5.5%	2
南京	1.18	1.18	10.5%	12.1%	2
宁波	0.00	0.00	0.0%	0.0%	1
环渤海					
北京	0.16	0.16	1.4%	1.6%	2
天津	0.82	0.82	7.3%	8.5%	2
沈阳	1.52	1.52	13.6%	15.7%	2
其他					
武汉	0.59	0.43	5.3%	4.4%	4
西安	1.34	1.07	12.0%	11.1%	4
总计	11.15	9.68	100.0%	100.0%	32

资料来源: 公司数据、瑞银估算

表3: 预测值调整

	更新后				更新前			
	2008	2009E	2010E	2011E	2008E	2009E	2010E	2011E
结算建筑面积 (百万平米)	1.06	1.12	1.27	1.56	0.80	1.19	1.54	1.67
平均售价 (元/平米)	8,866	9,296	9,415	9,519	9,963	10,055	9,780	9,736
总销售收入 (百万元)	9,762	10,747	12,285	15,297	8,230	12,292	15,456	16,733
净利润 (百万元)	841	1,310	1,555	1,802	1,300	1,453	1,755	1,870
EPS (元)	0.50	0.78	0.93	1.07	0.77	0.87	1.05	1.11
毛利率	30.9%	27.0%	27.0%	26.2%	33.0%	27.3%	27.2%	27.4%
净利润率	8.6%	12.2%	12.7%	11.8%	15.8%	11.8%	11.4%	11.2%
NAV (元) (注: 估算时间从08年变为09年)		19.6			13.7			

资料来源: 瑞银估算

我们认为最坏阶段已结束; 评级调高至“买入”

我们认为金地遭低估, 当前股价没有体现任何开发利润。我们将其评级从“卖出”上调至“买入”。金地已支付权益土地成本186亿元(提取存货减值后), 在270亿元的企业价值中所占比例为70%, 为公司184.6亿元当前市值的101%。我们因此认为, 目前股价表明金地将无法从地产开发项目中获得任何利润。

另一方面, 金地目前股价对应的2009/10年预期市盈率为13.2倍/11.1倍, 与19.6元的2009年NAV相比存在高达47%的折价。另外3家A股房地产公司(万科、招商地产和保利地产)的股价对每股NAV则存在平均25%的溢价, H股地产公司股价对NAV的折价也只有29%。

我们认为平均售价可能上升，存在盈利上行风险。我们估算，2009-11年金地净利润率约为12%（万科为10%，保利地产为14%）。我们认为这将使金地成为盈利对房价变动最敏感的地产开发商之一，其敏感程度仅次于万科。房价趋势方面，我们认为其下跌空间有限，原因是许多城市（包括二、三线城市）需求旺盛、城市存量房急剧减少以及开发商在2008年削减土地储备和新开工计划将使得房地产市场新增供应放慢。在我们看来，房价更可能呈现上升趋势。因此我们认为公司盈利面临进一步上升的风险。我们的敏感性分析显示，房价每上升5%，金地2009/10/11年利润将分别增长17%/16%/17%（万科盈利将增长20%/22%/22%，保利地产将增12%/12%/13%）。

表4: 利润对房价变动的敏感性分析

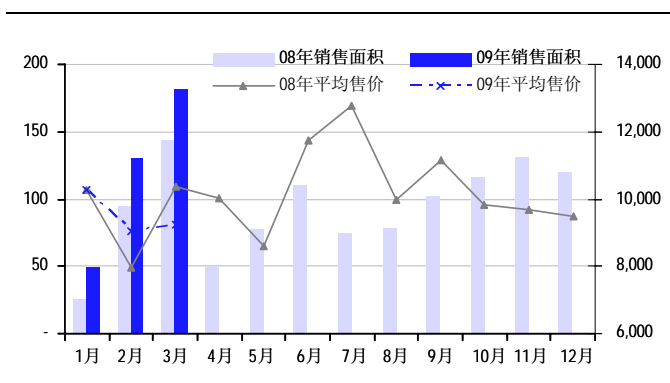
2009年均价变化	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
EPS (元)							
2009E	0.37	0.51	0.65	0.78	0.91	1.03	1.15
2010E	0.45	0.61	0.77	0.93	1.07	1.21	1.36
2011E	0.49	0.69	0.89	1.07	1.25	1.43	1.60
EPS变化 (%)							
2009E	-53%	-35%	-17%	0%	17%	32%	48%
2010E	-52%	-34%	-16%	0%	16%	31%	46%
2011E	-54%	-35%	-17%	0%	17%	33%	49%

资料来源：瑞银估算

我们认为盈利能力和收益率可能改善。和其他许多开发商一样，金地在2008年处境艰难，核心净利润率仅8.4%，净资产收益率仅为9.5%。这种收益率甚至不足以弥补公司的资金成本。不过在今后几年中，随利息费用下降，进一步控制销售管理费用，加上有可能不再提取存货减值准备，我们认为金地的盈利能力和回报率将得到改善。

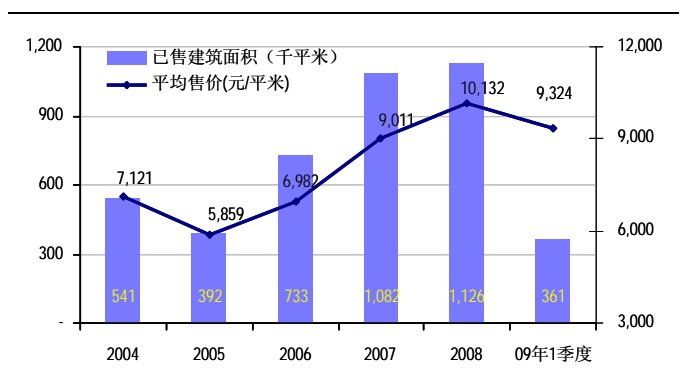
2009年1季度公司销售收入/销售面积为34亿元/36万平米，约占我们全年销售预期的30%。2008年金地合同销售收入/销售面积为114亿元/113万平米。公司2009年的销售收入目标为100亿元。09年1季度34亿元/36万平米的销售收入/销售面积与我们113亿元/123万平米的预期相比，所占比例为30%/29%。此外，2008年金地未结算的预售收入/预售面积为54亿元/56万平米。

图5: 每月合同销售面积和平均售价 (千平米, 元/平米)



资料来源：公司数据、瑞银

图6: 年度合同销售面积和平均售价



资料来源：公司数据、瑞银

如果增发成功，NAV将进一步提高。金地计划向不超过10位股东定向增发4亿股，增发价格不低于9.22元/股。增发所得36.88亿元资金将作为当前房地产项目开发的营运资本。如果按计划实施增发，我们估计2009年底公司净负债率将跌至67%，NAV将增至21.8元。

估值和目标价

我们预测NAV的时间从2008年底变为2009年底，估算每股NAV为19.6元，其中考虑了如下因素：

- (1) 瑞银标准的无风险利率从5.4%降至2.9%，这使我们的加权平均资本成本WACC从11.2%降至8.9%；
- (2) 金地的土地储备信息和我们首次评级报告中的数字相比出现的变化（每个项目的未结算建筑面积、平均售价和成本等）。

表5: NAV估算

项目	城市	类型	股权 (%)	总建筑 面积 (平米)	未完工 总建筑面积 (平米)	未完工 权益建筑面 (平米)	总资产 价值(GAV) (百万元)
开发项目							
Gemdale Mellon Town	深圳梅陇镇	深圳	住宅	80%	418,617	107,861	479
Shenzhen Longhua	深圳上塘道	深圳	住宅	100%	125,739	125,739	502
Shenzhen 104	深圳名座	深圳	住宅	100%	26,479	26,479	149
Dongguan Green Garden	东莞格林庭院	东莞	住宅	100%	189,316	144,960	263
Dongguan Bodeng Lake	东莞博登湖	东莞	住宅	51%	315,991	289,328	253
Leechee Lake	广州荔湖城	广州	住宅	80%	2,382,000	2,237,222	4,714
Foshan Project	佛山九珑璧	佛山	住宅	51%	217,311	217,311	426
Zhuhai Industrial Park	珠海工业园	珠海	住宅	100%	847,710	780,336	326
Zhuhai Hongshanlou	珠海红山楼项目	珠海	住宅	100%	31,522	31,522	86
Shanghai Green World	上海格林世界	上海	住宅	70%	861,073	526,468	2,977
Shanghai Green County	上海格林郡	上海	住宅	75%	238,337	44,471	119
Shanghai Wan Liu Yu	上海湾流域	上海	住宅	100%	188,413	169,993	1,430
Shanghai Vision	上海未未来	上海	住宅	100%	154,950	154,950	965
Ningbo Int'l Garden	宁波国际公馆	宁波	住宅	100%	124,696	2,990	22
Nanjing Suojie	南京名京	南京	住宅	100%	152,604	152,604	1,035
Nanjing Banqiao	南京板桥项目	南京	住宅	100%	1,023,003	1,023,003	3,290
Hangzhou Sandun 24/25	杭州自在城	杭州	住宅	60%	406,454	406,454	1,891
Hangzhou Sandun 41	杭州三墩41号地块	杭州	住宅	100%	288,642	288,642	1,811
Beijing Green Town 6	北京格林小镇6	北京	住宅	100%	159,299	55,667	192
Beijing Sihui Project	北京名京	北京	住宅	100%	102,527	102,527	984
Tianjin Green World	天津格林世界	天津	住宅	100%	711,328	488,232	1,789
Tianjin Int'l Plaza	天津国际广场	天津	住宅	100%	330,450	330,450	1,495
Wuhan Green Town	武汉格林小城	武汉	住宅	100%	652,191	83,170	177
Wuhan Int'l Garden	武汉国际花园	武汉	住宅	18%	196,500	196,500	110
Wuhan EW Lake	武汉金银湖项目	武汉	住宅	100%	239,111	239,111	560
Wuhan Jinghan Avenue	武汉京汉大道	武汉	住宅	100%	70,255	70,255	442
Imperial Garden	西安尚林苑	西安	住宅	100%	79,867	4,105	15
Xi'an Furong Lake	西安芙蓉湖畔	西安	住宅	100%	164,404	135,682	795
Xi'an Nanhu	西安南湖项目	西安	住宅	100%	315,600	315,600	1,541
Xi'an Furong Road, res	西安芙蓉路, 住宅	西安	住宅	70%	814,891	814,891	3,967
Xi'an Furong Road, com	西安芙蓉路, 商业	西安	商业	70%	70,033	70,033	343
Shenyang Int'l Garden	沈阳国际花园	沈阳	住宅	100%	218,172	122,185	323
Shenyang Changqin	沈阳滨河国际	沈阳	住宅	100%	1,393,575	1,393,575	4,449
小计					13,511,060	11,152,318	37,918
已完工项目							3,513
投资物业							2,199
净债务							(10,684)
NAV总额							32,945
每股NAV (元)							19.6

资料来源: 瑞银估算

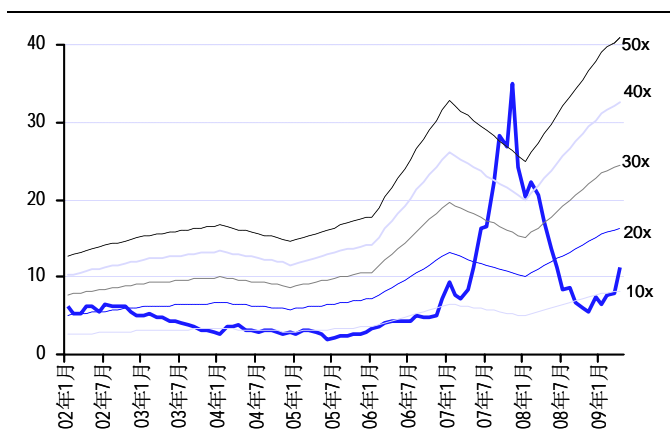
我们根据瑞银标准的三阶段市盈率估值法推导出15.9元的目标价，公式如下：
 市盈率 = (净资产收益率-增长率) / (净资产收益率 x (权益成本 - 增长率))。新的目标价高于先前的4.70元，原因是我们在给出具体预测值的阶段中更新了公司的利润估值，提高了假设中期增长率以及股息支付率。新目标价对应的2009/10年预期市盈率为20.3倍/17.1倍，和19.6元的2009年预计NAV相比折价19%。

表6:目标价15.90元

百万元	09E	10E	11E	12E	13E	14E	15E	16E	17E	18E
核心净利润	1,310	1,555	1,802	2,186	2,623	3,016	3,469	3,989	4,588	4,817
09-17年股息	168	201	252	336	393	452	520	598	688	
2018年永续价值										57,345
权益成本										9.9%
市值	26,644									
股本(百万)	1,678									
目标价(元)	15.9									

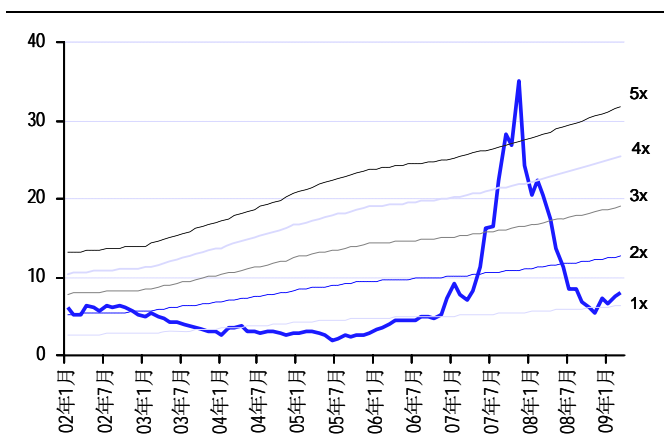
资料来源：瑞银估算

图7: 市盈率区间



资料来源： Thomson Datastream、瑞银估算

图8: 市净率区间



资料来源： Thomson Datastream、瑞银估算

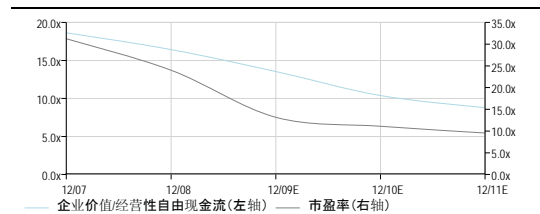
损益表 (Rmb 百万)	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08	12/09E	%	12/10E	%	12/11E	%
营业收入	3,175	2,575	3,564	7,487	9,762	10,747	10.1	12,285	14.3	15,297	24.5
营业费用 (不含折旧)	(2,729)	(2,085)	(2,992)	(5,626)	(7,962)	(8,599)	8.0	(9,818)	14.2	(12,337)	25.7
息税折旧摊销前利润 (UBS)	446	490	572	1,862	1,800	2,148	19.3	2,468	14.9	2,960	19.9
折旧	(15)	(17)	(15)	(16)	(25)	(44)	72.2	(6)	-86.3	(6)	0.0
营业利润 (息税前利润, UBS)	432	473	556	1,846	1,775	2,104	18.5	2,462	17.0	2,954	20.0
其他盈利和联营公司盈利	(3)	(9)	90	2	(6)	8	-	9	15.4	11	15.1
净利息	(6)	10	3	(59)	(253)	(97)	-61.7	(57)	-41.2	(12)	-79.2
非正常项目 (税前)	(1)	(6)	26	9	26	0	-	0	-	0	-
税前利润	420	468	675	1,797	1,542	2,015	30.7	2,414	19.8	2,952	22.3
税项	(94)	(112)	(128)	(474)	(447)	(504)	12.6	(603)	19.8	(738)	22.3
税后利润	326	356	547	1,323	1,094	1,511	38.1	1,810	19.8	2,214	22.3
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(80)	(36)	(73)	(358)	(253)	(201)	-20.7	(255)	27.1	(412)	61.3
净利润 (本地会计准则)	246	320	475	965	841	1,310	55.8	1,555	18.7	1,802	15.9
净利润 (UBS)	247	324	454	958	822	1,310	59.3	1,555	18.7	1,802	15.9
税率 (%)	22	24	19	26	29	25	-13.9	25	0.0	25	0.0
不计非正常项目税率 (%)	22	23	22	26	29	25	-13.2	25	0.0	25	0.0
每股 (Rmb)	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08	12/09E	%	12/10E	%	12/11E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.18	0.24	0.36	0.58	0.50	0.78	55.8	0.93	18.7	1.07	15.9
每股收益 (UBS)	0.19	0.24	0.34	0.57	0.49	0.78	59.3	0.93	18.7	1.07	15.9
每股股息净值	0.33	0.15	0.24	0.05	0.10	0.10	0.0	0.12	20.0	0.15	25.0
每股现金收益	0.20	0.26	0.35	0.58	0.51	0.81	59.7	0.93	15.3	1.08	15.9
每股账面净值	1.91	2.06	2.35	5.03	5.54	6.22	12.3	7.05	13.3	8.00	13.5
资产负债表 (Rmb 百万)	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08	12/09E	%	12/10E	%	12/11E	%
有形固定资产净值	167	166	77	79	81	75	-7.4	70	-6.7	65	-7.1
无形固定资产净值	29	3	3	11	48	10	-79.1	9	-10.0	8	-11.1
净营运资本 (包括其他资产)	3,504	4,159	6,879	17,321	22,919	23,395	2.1	23,638	1.0	18,438	-22.0
其他负债	(10)	(3)	0	(8)	(8)	0	-	0	-	0	-
运营投入资本	3,689	4,325	6,959	17,403	23,040	23,480	1.9	23,717	1.0	18,511	-21.9
投资	178	247	431	247	241	249	3.3	258	3.7	268	4.1
运用资本总额	3,867	4,572	7,390	17,650	23,281	23,729	1.9	23,975	1.0	18,779	-21.7
股东权益	2,546	2,744	3,136	8,442	9,303	10,445	12.3	11,832	13.3	13,433	13.5
少数股东权益	181	315	478	760	1,107	1,308	18.1	1,564	19.5	1,976	26.4
总股东权益	2,727	3,058	3,614	9,202	10,410	11,753	12.9	13,396	14.0	15,408	15.0
净债务 / (现金)	1,140	1,514	3,776	8,448	12,871	11,976	-7.0	10,579	-11.7	3,371	-68.1
视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	3,867	4,572	7,390	17,650	23,281	23,729	1.9	23,975	1.0	18,779	-21.7
现金流量表 (Rmb 百万)	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08	12/09E	%	12/10E	%	12/11E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	432	473	556	1,846	1,775	2,104	18.5	2,462	17.0	2,954	20.0
折旧	15	17	15	16	25	44	72.2	6	-86.3	6	0.0
营运资本变动净值	778	(1,566)	(1,921)	(7,991)	(4,169)	(3,458)	-17.1	2,069	-	7,441	259.6
其他 (经营性)	109	61	(40)	701	1,552	193	-87.6	246	27.6	402	63.0
经营性现金流	1,332	(1,015)	(1,389)	(5,428)	(817)	(1,117)	36.7	4,783	-	10,803	125.9
收到 / (支付) 利息净值	(6)	10	3	(59)	(253)	(97)	-61.7	(57)	-41.2	(12)	-79.2
已付股息	(105)	(213)	(231)	(675)	(1,051)	(168)	-84.0	(168)	0.0	(201)	20.0
已缴付税项	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
资本支出	(8)	(12)	(10)	(18)	(13)	0	-	0	-	0	-
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	(255)	(587)	(1,179)	(863)	(704)	-18.4	(850)	20.6	(1,140)	34.1
股份发行	918	12	129	4,517	300	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	1,795	(1,474)	(2,085)	(2,842)	(2,698)	(2,087)	-22.7	3,708	-	9,450	154.8
外汇/非现金项目	-	1,100	(177)	(1,830)	(1,725)	2,982	-	(2,312)	-	(2,242)	-3.0
资产负债表净债务增加/减少	-	(374)	(2,262)	(4,672)	(4,423)	895	-	1,397	56.0	7,208	416.1
核心息税折旧摊销前利润	446	490	572	1,862	1,800	2,148	19.3	2,468	14.9	2,960	19.9
维护资本支出	(13)	(15)	(13)	(12)	(23)	(6)	-74.1	(5)	-16.5	(5)	0.0
维护营运资本净支出	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	433	475	558	1,850	1,777	2,142	20.5	2,463	15.0	2,955	20.0

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

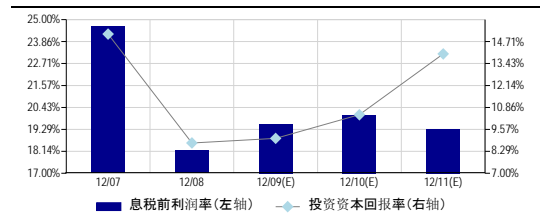
公司概况

1996年深圳市政府创立金地集团，2001年4月上市。凭借通过首次公开发行及之后多次增发募得的资金，金地在深圳总部以外的地区快速扩张。截至2008年8月，公司在中国14座城市的总建筑面积达1117万平方米（权益建筑面积978万平方米）。

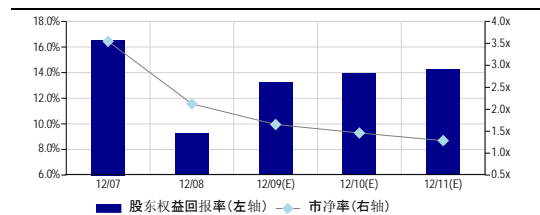
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



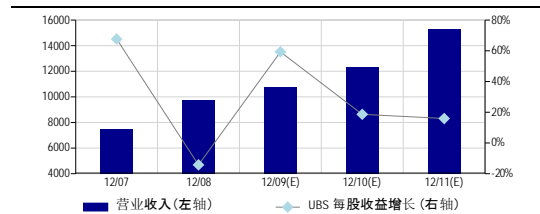
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	五年均	12/07	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
市盈率 (本地会计准则)	-	31.0	23.5	13.2	11.1	9.6
市盈率 (UBS)	-	31.2	24.0	13.2	11.1	9.6
股价/每股现金收益	-	30.7	23.3	12.7	11.1	9.5
净股息收益率 (%)	-	0.3	0.9	1.0	1.2	1.5
市净率	-	3.5	2.1	1.7	1.5	1.3
企业价值/营业收入 (核心)	-	4.6	3.0	2.7	2.1	1.7
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	18.5	16.2	13.5	10.4	8.8
企业价值/息税前利润 (核心)	-	18.7	16.5	13.8	10.4	8.8
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	18.7	16.4	13.5	10.4	8.8
企业价值/运营投入资本	-	2.8	1.4	1.2	1.1	1.2

企业价值 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
平均市值	28,107	19,740	17,251	17,251	17,251
+ 少数股东权益	760	1,107	1,308	1,564	1,976
+ 平均净债务 (现金)	5,962	8,598	10,684	6,976	6,975
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(324)	(234)	(234)	(234)	(268)
核心企业价值	34,504	29,211	29,010	25,557	25,934

增长率 (%)	五年均值	12/07	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
营业收入	-	110.1	30.4	10.1	14.3	24.5
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	NM	-3.3	19.3	14.9	19.9
息税前利润 (UBS)	-	NM	-3.8	18.5	17.0	20.0
每股收益 (UBS)	-	67.6	-14.2	59.3	18.7	15.9
每股现金收益	-	64.8	-13.0	59.7	15.3	15.9
每股股息净值	-	-79.0	100.0	0.0	20.0	25.0
每股账面净值	-	113.7	10.2	12.3	13.3	13.5

利润率 (%)	五年均值	12/07	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	24.9	18.4	20.0	20.1	19.3
息税前利润/营业收入	-	24.7	18.2	19.6	20.0	19.3
净利润 (UBS) /营业收入	-	12.8	8.4	12.2	12.7	11.8

资本回报率 (%)	五年均值	12/07	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	15.2	8.8	9.0	10.4	14.0
税后投资资本回报率	-	11.1	6.2	6.8	7.8	10.5
净股东权益回报率	-	16.6	9.3	13.3	14.0	14.3

偿付比率	五年均值	12/07	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
息税前利润/净利息	-	NM	7.0	21.8	NM	NM
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	11.4	4.9	7.8	7.7	7.2
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	8.8	20.4	12.8	13.0	14.0
净债务/息税折旧摊销前利润	-	4.5	7.1	5.6	4.3	1.1

效益比率 (x)	五年均值	12/07	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
营业收入/运营投入资本	-	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7
营业收入/固定资产	-	NM	NM	NM	NM	NM
营业收入/净营运资本	-	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7

投资比率 (x)	五年均值	12/07	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
经营性自由现金流/息税前利润	-	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
资本支出/营业收入 (%)	-	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
资本支出/折旧	-	1.1	0.5	0.0	0.0	0.0

资本结构 (%)	五年均值	12/07	12/08	12/09E	12/10E	12/11E
净债务/总权益	-	NM	NM	NM	89.4	25.1
净债务/ (净债务 + 权益)	-	50.0	58.0	53.4	47.2	20.1
净债务 (核心) / 企业价值	-	17.3	29.4	36.8	27.3	26.9

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2009年04月27日23时40分的股价 (Rmb10.28) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

章海云

分析师

haiyun.zhang@ubssecurities.com

+8621-3866 8816

■ 金地集团

1996年深圳市政府创立金地集团，2001年4月上市。凭借通过首次公开发行及之后多次增发募得的资金，金地在深圳总部以外的地区快速扩张。截至2008年8月，公司在中国14座城市的总建筑面积达1117万平方米（权益建筑面积978万平方米）。

■ 风险声明

由于许多城市需求量急剧放大，我们认为政府部门有可能再次颁布并实施紧缩性政策，以防止房地产价格进一步上升。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	51%	36%
中性	持有/中性	37%	31%
卖出	卖出	12%	22%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	43%
卖出	卖出	低于1%	36%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2009年03月31日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率（FSR） 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设（MRA） 指一年期当地利率加上5%（假定的并非预测的股票风险溢价）

处于观察期（UR）：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变化

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义：买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外（CBE）：投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 章海云.

涉及报告中提及的公司的披露

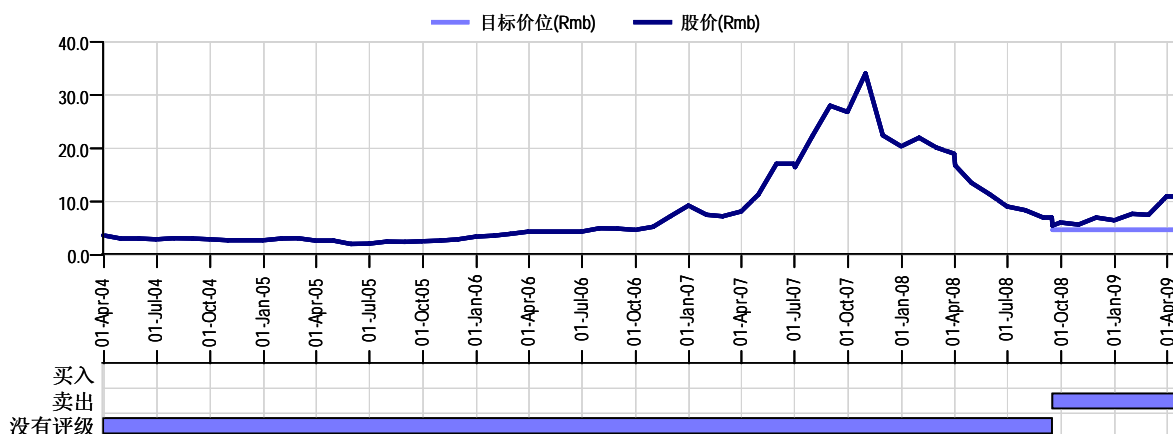
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
金地集团	600383.SS	买入	不适用	Rmb11.01	2009年4月24日

资料来源：UBS（瑞银）。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

金地集团 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至2009年4月24日

更多股价: 万科A, Rmb8.00 (2009年04月27日); 保利地产, Rmb22.00 (2009年04月27日); 招商地产, Rmb21.80 (2009年04月27日); 资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。在某些国家,UBS AG也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定,但是,分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭致的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国)及/或瑞银资本市场公司)担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究报告中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行持仓或做空、自营交易和买卖。

本报告所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户,且仅提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合FSA所有关于披露之要求和法例,并于适用时在研究报告中显示。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Menkul Değerler AS代表UBS Limited编制。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:** 由UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1955/01140/07)是JSE有限公司、南非期货交易所以和南非证券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供者。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见<http://www.ubs.co.za>。美国:由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(非美国关联机构)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.分发,UBS Securities Canada Inc.是UBS AG的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd或UBS AG新加坡分行分发。**日本:** 由UBS Securities Japan Ltd仅向机构投资者分发。当本报告由UBS Securities Japan Ltd编制,则UBS Securities Japan为本报的制作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)仅分发给按照2001年颁布的公司法s761G定义的机构客户。**新西兰:** 由UBS New Zealand Ltd分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向PO Box45, Auckland, NZ索取。**中国:** 由瑞银证券有限责任公司分发。葡萄牙:由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Bank, SA, Sucursal em Portugal分发。UBS Bank, SA, Sucursal em Portugal受Comissão do Mercado de Valores Mobiliários(CMVM)监管。如果UBS Bank, SA, Sucursal em Portugal的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由UBS UBS Bank, SA, Sucursal em Portugal编制。

由UBS Limited编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。© UBS 2009版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

