

## 模式之跃 未来之源

### 报告要点

- 公司在 2002 年正式进入上海，09 年上海公司的当期销售突破了 100 亿元，占据金地集团半壁江山。由于上海公司的成功，使得集团在资源投入方面也更加偏向于上海区域。在 10 年中市场对于公司区域发展不平衡的担忧爆发。
- 2011 年金地重新实现区域再平衡，公司专注的沈阳、西安、武汉等二线城市发力。我们认为公司再平衡的实现并非偶然而是积累的效果，其必将会使公司的增长进入一个新的阶段，区域的扩散将使得这个阶段的增长会更加稳健。公司在 08 年提出的“3R+3C+nP”的全国化战略布局正在得到逐步的完善。
- 对于一个地产公司，想要实现快速扩张把自己成熟的产品成功复制到其他地区最重要的是资金、土地储备与产品能力。公司目前总土地储备约 1687 万平米，权益土地储备约 1398 万平米，分布于 20 个城市，其中一线城市 4 个，二三线城市 16 个。在产品方面，金地于 2009 年正式新增了产品研发部，目前金地已经有较为完整的产品线。
- 金地作为一家龙头地产公司，其特点有别于其他公司，主要体现为其中高端定位、注重前端价值挖掘、注重产品创新。未来的金地将实现以住宅业务为核心，以商业地产和房地产金融业务为两翼，协同发展，成为复合型的地产开发商。
- 公司 2011 年受政策影响较大，在 11 年下半年后公司开始调整结构将有益于公司 12 年的销售，若地产政策出现微调，公司边际改善的幅度最大。我们预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.64、0.8 元，维持“推荐”评级。

### 主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	19593	21072	26273	34169
增长率 (%)	62%	8%	25%	30%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	2694.0	2861.8	3564.9	4678.5
增长率 (%)	52%	6%	25%	31%
每股收益 (元)	0.602	0.640	0.797	1.046
净资产收益率 (%)	15.2%	14.2%	15.4%	17.3%

当前股价: 5.46  
 地产行业评级: 看好

#### 公司基本数据 2012.1.20

总股本(万股)	447151
流通 A 股/B 股(万股)	447151/0
资产负债率	71.15%
每股净资产 (元)	4.70
市盈率 (当前)	9.06
市净率 (当前)	1.16
12 个月内最高/最低价	7.44/4.30

#### 市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

#### 行业内跟踪公司比较

PE  
 PB  
 EV/EBITDA  
 PE  
 PB  
 EV/EBITDA

#### 相关研究

分析师:  
 苏雪晶  
 (8621)68751692  
 suxj@cjsc.com.cn  
 执业证书编号: S0490510120021  
 联系人:  
 乐加栋  
 (8621)68751692  
 lej@cjsc.com.cn

## 正文目录

<b>金地一路走来 .....</b>	<b>5</b>
发展历程 .....	5
资本化路径 .....	6
<b>规模增长进入新阶段 .....</b>	<b>7</b>
金地上海的故事 .....	7
再平衡并非偶然 .....	10
土地瓶颈已解决 .....	13
产品线丰富 .....	16
调结构力促 2012 销售 .....	18
<b>金地的特色 .....</b>	<b>19</b>
中高端定位 .....	19
前端价值挖掘 .....	23
产品创新 .....	26
管控体系 .....	29
<b>未来的金地 .....</b>	<b>30</b>
<b>盈利预测与估值 .....</b>	<b>35</b>
EPS 预测 .....	35
NAV 估值 .....	35
<b>投资建议与风险提示 .....</b>	<b>37</b>
投资建议 .....	37
风险提示 .....	37

## 图目录

图 1: 金地集团总资产情况（亿元） .....	5
图 2: 金地集团结算收入情况（亿元） .....	5
图 3: 金地发展历程 .....	6
图 4: 公司资本化路径.....	6
图 5: 2011 年前 10 月销售占比（按面积） .....	9
图 6: 2011 年前 10 月销售占比（按金额） .....	9
图 7: 近年上海结算收入占比（%） .....	9
图 8: 2010 年各地区结算收入占比 .....	9
图 9: 10 年下半年以来万科、保利、金地走势 .....	9
图 10: 公司上市后全国化布局进程 .....	10
图 11: 2010 年销售面积区域分布 .....	12
图 12: 2010 年销售金额区域分布 .....	12
图 13: 公司目前土地储备区域分布 .....	12
图 14: 公司目前土地储备一二线分布 .....	12
图 15: 公司目前城市布局 .....	13
图 16: 公司近年存货变化情况.....	14
图 17: 公司土地储备情况 .....	14
图 18: 公司历史拿地均价 .....	14
图 19: 公司货币资金/存货 .....	15
图 20: 金地集团组织架构 .....	17
图 21: 公司 2011 年推盘节奏（万平米） .....	18
图 22: 公司 2012 年推盘量（按面积算） .....	18
图 23: 2011 年推量产品结构及去化率 .....	18
图 24: 公司 2011 年货量结构分布 .....	18
图 25: 公司项目储备分布 .....	19
图 26: 公司 2011 年推盘户型分布 .....	19
图 27: 公司月度销售与均价 .....	19
图 28: 万科金地拿地均价比较 .....	20
图 29: 万科、保利、金地销售均价 .....	20
图 30: 万科、保利、金地结算毛利率 .....	20
图 31: 金地天御 .....	21
图 32: 金地天御区位图 .....	21
图 33: 金地佘山天镜 1 .....	23
图 34: 金地佘山天镜 2 .....	23
图 35: 公司未来业务架构 .....	30
图 36: 新鸿基收入结构 .....	32
图 37: 2010 年营业利润占比 .....	32
图 38: 新鸿基股价走势与地产板块走势比较 .....	32
图 39: 产业结构（按 GDP 贡献） .....	33
图 40: 社会消费品零售总额（百亿） .....	33

图 41: 金地商业地产与房地产金融组织架构 .....	33
图 42: 嘉德商用全业务链条 .....	34
图 43: 嘉德置地资产结构 .....	35
图 44: 嘉德置地与同业企业 ROE 比较 .....	35

## 表目录

表 1: 金地上海区域公司拿地情况 .....	8
表 2: 2010 年以来拿地情况 .....	12
表 3: 金地 07 年拿地情况 .....	14
表 4: 公司 08 年以来拿地情况 .....	15
表 5: 金地中端产品线 .....	17
表 6: 金地高端产品线 .....	17
表 7: 金地开盘的部分高端项目 .....	20
表 8: 金地天御成交情况 .....	21
表 9: 金地天御附近项目 .....	22
表 10: 金地佘山天镜销售情况 .....	22
表 11: 金地房地产金融探索历程 .....	23
表 12: 信托资金投资于房地产领域的规模 .....	24
表 13: 部分 A 股上市房企信托融资 .....	25
表 14: 部分非 A 股上市房企信托融资 .....	25
表 15: 金地产品创新案例 .....	27
表 16: 金地集团创新荣誉 .....	27
表 17: 公司战略思想 .....	29
表 18: 公司管控流程 .....	29
表 19: 2011 年国内地产商销售排名 .....	31
表 20: 新鸿基的转型 .....	31
表 21: 预计结算利润表 .....	35
表 22: NAV 测算表 .....	36
公司财务报表及指标预测 .....	38

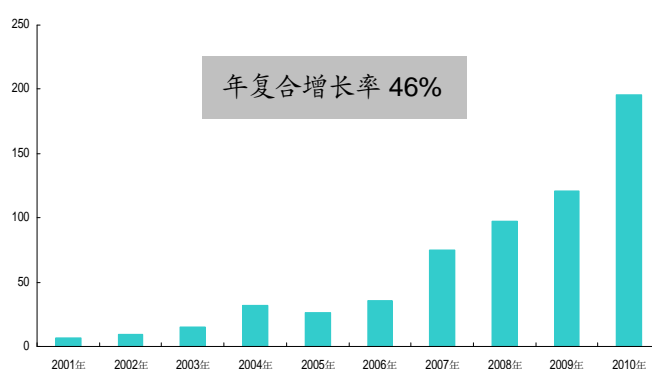
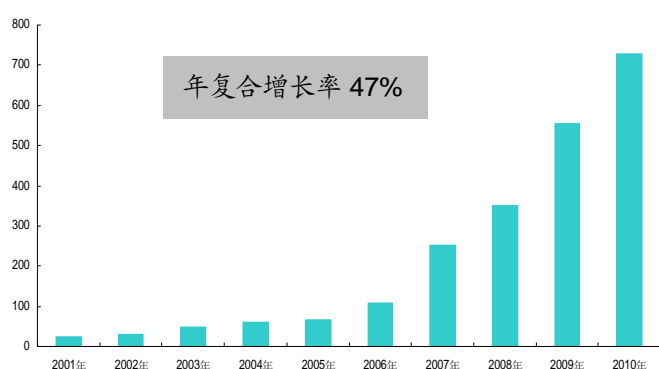
## 金地一路走来

金地集团初创于 1988 年，1993 年开始正式经营房地产，于 2001 年成功上市。22 年的探索与实践，金地集团以“科学筑家”为使命，以其特有的文化快速成长为房地产行业极富竞争力的全国化品牌企业。金地集团连续 7 年跻身中国房地产上市公司 10 强行列，连续 6 年荣获“蓝筹地产”殊荣，截止 2010 年年底，公司已进入 20 个城市，其中四个一线城市，16 个二三线城市。

自从 2001 年上市以来，公司开始了快速发展，总资产年复合增长率高达 47%，结算收入年复合增长 46%，目前已经成长为 A 股房地产上市公司中典型的蓝筹地产股。

图 1：金地集团总资产情况（亿元）

图 2：金地集团结算收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 发展历程

我们认为从金地集团的历史来看，公司的发展主要经历了五个阶段。

第一阶段（1988---1995），公司从建设公司转型为房地产开发公司，在 1994 年，金地主动请缨成为深圳市首批现代企业制度试点的 28 家企业之一，在全国率先推行企业“员工持股”制度，并以此为突破口，进行产权多元化改革，建立了现代企业制度。

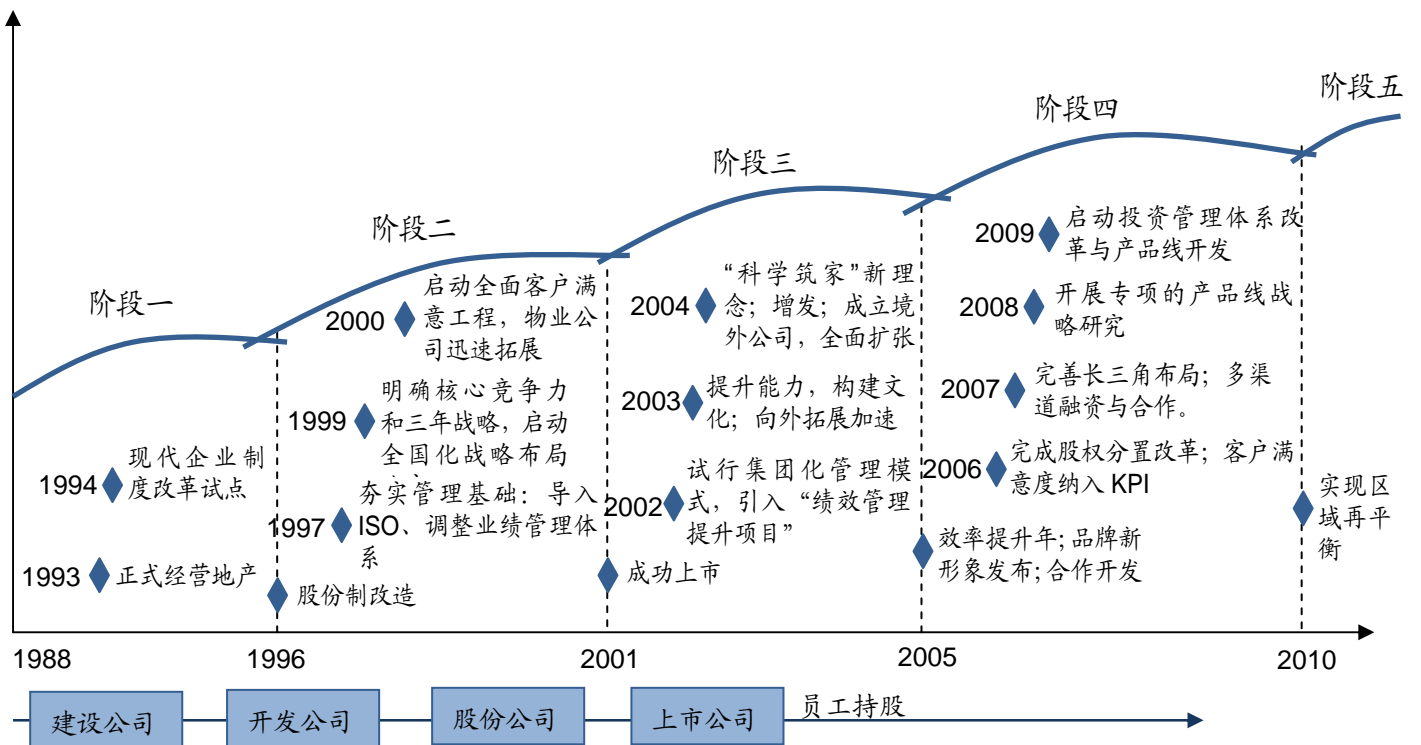
第二阶段（1996---2000），1996 年，公司完成股份制改造定名为“金地（集团）股份有限公司”，公司股本翻了几倍，为金地实施地产发展战略提供了资金保障。2000 年，申请成为房地产上市解禁后第一批试点企业时，又因为以前就曾经是股份改制试点企业而顺利获准。公司在这个阶段建立了比较规范的治理结构和基础管理体系，开始了全国布局。

第三阶段（2001---2004），公司在 2001 年成功上市，建立了资本平台，公司于 2002 年进入北京市场，2003 年进入上海市场，这个阶段基本上完成了珠三角、长三角、环渤海三个区域核心城市的布局。

第四阶段（2005---2010），公司在这个阶段充分利用资本市场平台，分别于 2005 年、2007 年、2009 年实现再融资，总额接近 100 亿。在这个阶段公司运行效率大大提高，进行快速滚动开发以及多元化融资的探索，三个核心区域+三个重点城市（沈阳、武汉、西安）布局形成，实现区域再平衡。

第五阶段（2011---），公司在实现区域再平衡后，在规模持续扩张的同时未来将以住宅为主、加大商业地产持有以及房地产金融的探索。

图 3：金地发展历程

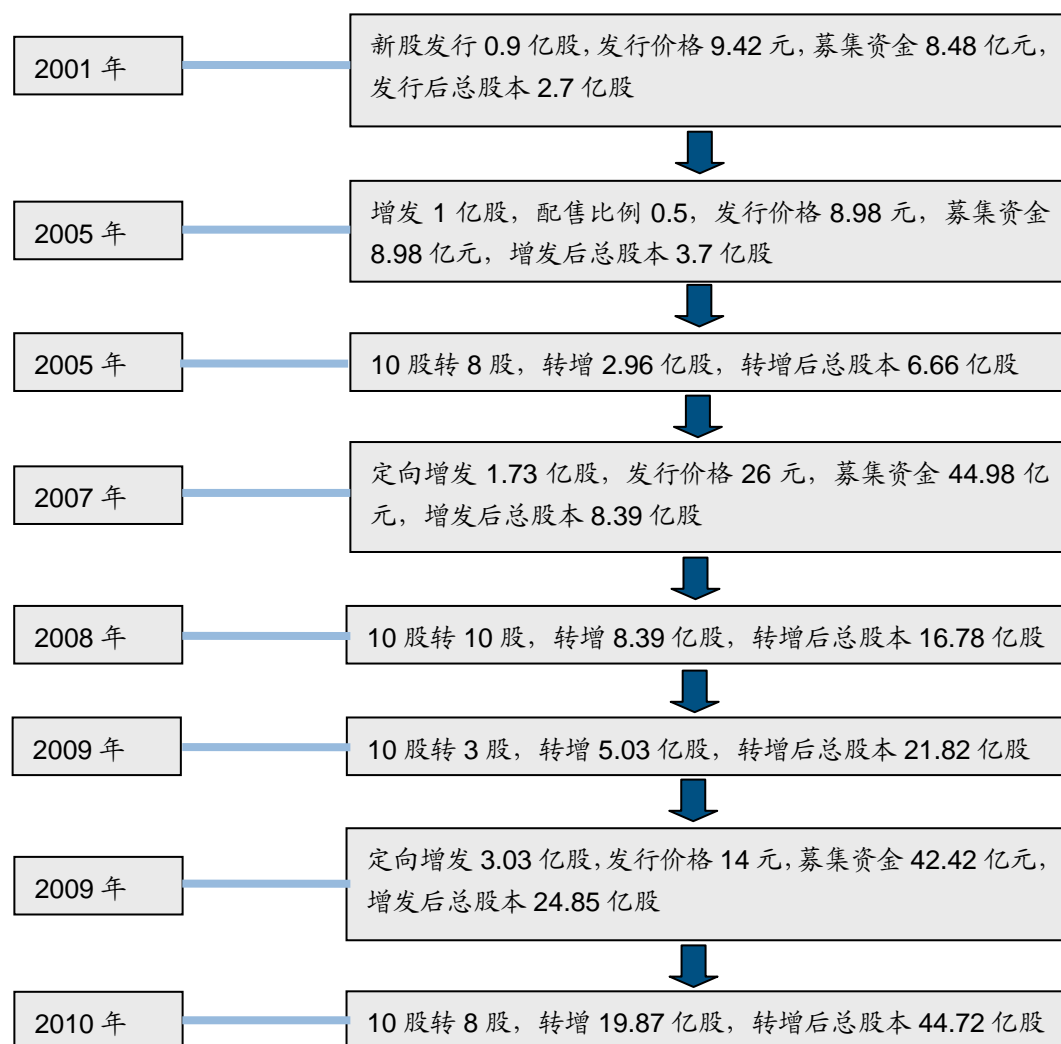


资料来源：长江证券研究部

## 资本化路径

公司 2001 年上市时总股本仅为 2.7 亿股，在 2005 年后开始借用资本市场之力进行扩张，2005 年到 2009 年实施了三次股权融资，扩张股本 6.49 亿股，融的资金 96 亿元。在 2005 年至 2010 年期间实施了四次股本转增，转增股本为 36.25 亿股，在这一系列股本扩张后公司目前股本为 44.72 亿股。

图 4：公司资本化路径



资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 规模增长进入新阶段

### 金地上海的故事

纵观金地上海的历史可以从 2001 年谈起，公司在 2001 年进入北京后开始了全国化的布局，在 2002 年公司正式进入上海后，拿到的第一个项目是嘉定西门地区的旧城改造项目，即后来的格林春岸项目。上海公司在上海的第一个大手笔是 2003 年年初和上海市嘉定区土地开发中心签约，拿下 2100 亩土地进行大规模房产开发，当时以 38 万每亩的价格拿下。这个项目后来的成功运作标致着上海公司已成功站稳了上海区域市场。在站稳上海市场后，上海公司于 05 年进入宁波市场，07 年进入南京、杭州市场，09 年进入绍兴、常州市场。在 09 年上海公司的当期销售突破了 100 亿元，占据金地集团半壁江山。

在产品方面，金地在进入上海初期以中端产品为主，主要是以格林系产品为主。经过 8 年的厚积薄发，金地终于在今年推出第一个豪宅项目，其在青浦的金地天御苑为金地在上海地区的第一个高端项目，未来金地“天”字系高端项目将在更多的地方出现，比如杭州市场。我们认为公司在上海区域市场从做中高端产品，到做高端产品，目前产品线越来越齐全，这是区域公司不断成熟的标志。

**表 1：金地上海区域公司拿地情况**

项目名称	项目地址	地块取得时间	物业类型	土地面积	建筑面积	地价	楼面价	楼盘均价
金地格林春岸	上海市嘉定区塔城路 38 号	Dec-02	小高层	12.13	16.00	1.49	931	5800
金地格林春晓	上海市嘉定区真南路 4233 号	Dec-02	别墅	14.00	9.00	协议土地		8500
金地格林世界	上海市嘉定区芳林路 555 弄	Dec-02	普通住宅	116.59	81.61	协议土地		14000
金地格林郡	上海市青浦区沪青平公路 5599 弄	Aug-03	高层	20.28	23.73	协议土地		7488
未来域城	上海市浦东新区御桥路 288 号	Mar-03	小高层	11.00	14.00	合作土地		9456
金地国际花园	宁波市鄞州区蕙江路 28 号	Oct-05	小高层	6.73	16.00	2.73	1705	8450
未未来	上海市浦东新区张杨北路 2899 弄	Nov-06	小高层	15.50	16.00	5.26	3288	15186
金地湾流域	上海市浦东新区尚博路 518 弄	Nov-06	多层	12.50	18.00	合作土地		20853
金地名京	南京市建邺区	Apr-07	小高层	9.08	15.19	8.40	5530	14364
南京自在城	南京市雨花台区板桥街道大方村	Aug-07	小高层	46.80	103.00	22.50	2184	8865
金地自在城	杭州市西湖区三墩镇金渡北路通济路	Aug-07	小高层、别墅	36.38	85.00	46.10	5424	19755
金地天御苑	上海市青浦区叶联路 333 弄	Apr-09	小高层	8.36	10.04	5.60	5578	27722
金地天境	上海市青浦区	Jul-09	多层、别墅	21.02	21.02	30.48	14499	
宝山城市工业园区市台路地块项目	上海市宝山城市工业园区	Dec-09		9.14	18.27	11.51	6300	
绍兴县柯桥地块	浙江省绍兴县	Dec-09		45.08	112.71	13.67	1213	
金地天逸	杭州市萧山区	Dec-09		13.79	30.87	35.00	11338	
宁波慈溪太妃 2 号地块	宁波慈溪市古塘街道	Aug-10		8.00	16.00	13.60	8500	
上海浦东航头中心镇 A1 地块	上海浦东航头中心镇	Oct-10		17.79	21.75	22.86	10510	
常州飞龙 2 号地	常州市新北区	Jan-11		6.98	16.05	6.76	4211	
常州飞龙 3 号地	常州市新北区	Jan-11		10.25	23.58	8.70	3690	

资料来源：公司公告，cric，长江证券研究部

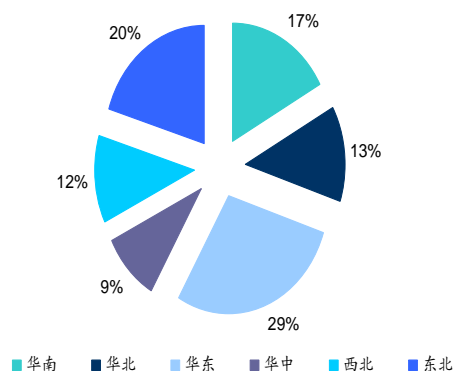
由于上海公司的成功，使得集团在资源投入方面也更加偏向于上海区域公司，这可以从公司长三角地区拿地方面得到佐证。在 2009 年，长三角地区拿地建筑面积达 193 万平米，投入的资金高达 96 亿元，占集团全年投入的 47%。

体现在 2010 年结算的营业收入中，上海的比重高达 45%，而在 2009 当期销售中，上海的比重甚至超过了 50%。在 10 年市场对于公司区域发展不平衡的担忧爆发，导致金地在今年下半年以来资本市场的表现不如其他地产龙头企业。

我们认为经过 2010 年的调整后，2011 年起的金地重新实现区域再平衡，公司专注的沈阳、西安、武汉等二线城市发力，使得公司在区域份额方面更加均衡，并且在土地扩张方面，我们可以看到公司在 2010 年在获取土地储备方面更加注重区域的平衡。公司已不拘泥于已进

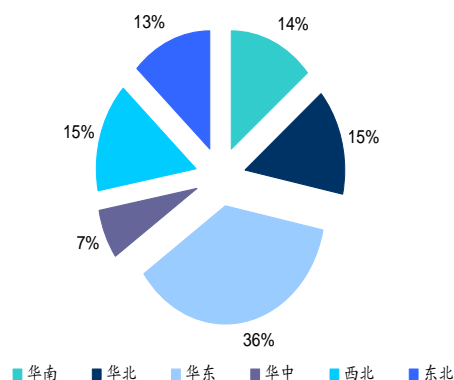
入的三个二线核心城市，公司将进入更多具有增长潜力的二三线城市。我们认为再平衡的实现将会使得公司的增长进入一个新的阶段，区域的扩散将使得这个阶段的增长会更加稳健。当然需要指出的是再平衡并不意味着上海区域份额的绝对下降，2011 年前 10 月份华东区域的销售面积占比为 29%，销售金额占比 36%，与前期相比都发生了明显的下降，这与宏观政策背景有关，与公司调整策略也不无关系。

图 5：2011 年前 10 月销售占比（按面积）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

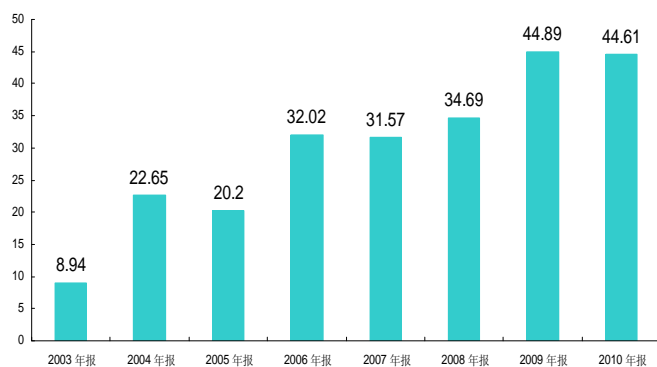
图 6：2011 年前 10 月销售占比（按金额）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

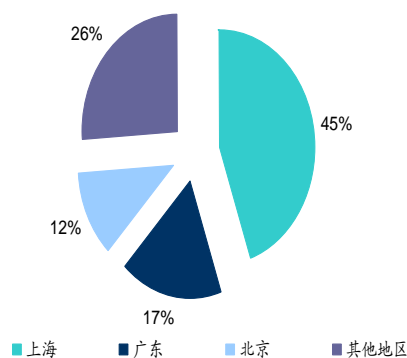
未来公司既要深耕长三角，又要跳出长三角。在江苏，金地打算深入苏南，开拓无锡和苏州市场，其次是拓展苏中，重点是南通、扬州和镇江三个城市。预计未来 5-8 年，上海区域整个布局完成之后，金地就将形成“合肥-南京-上海”、“上海-嘉兴-杭州”、“杭州-绍兴-宁波”的“Z”形战略。

图 7：近年上海结算收入占比（%）



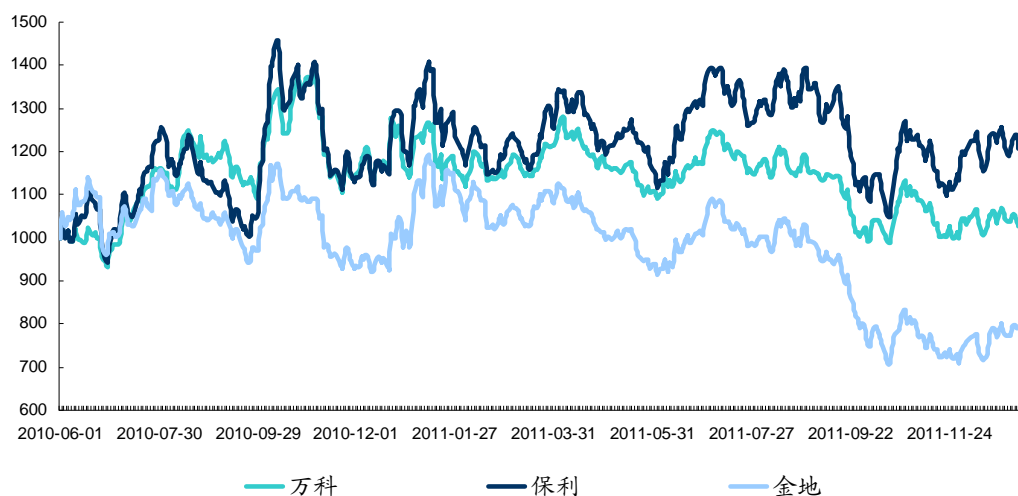
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：2010 年各地区结算收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：10 年下半年以来万科、保利、金地走势



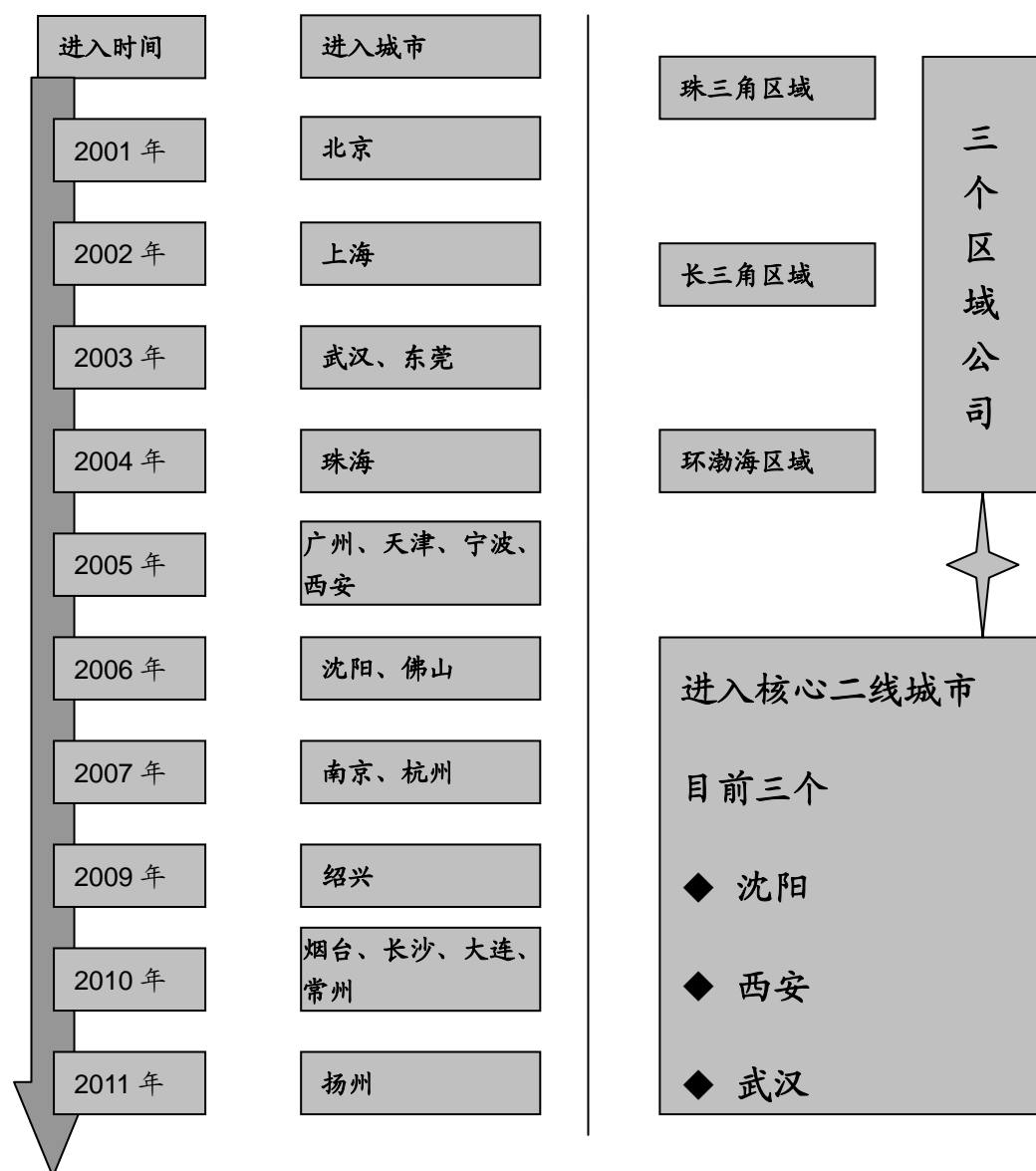
资料来源：wind，长江证券研究部

## 再平衡并非偶然

我们认为公司 11 年后重新实现再平衡并非偶然，这是公司经过一段时间积累后的必然结果。从公司全国化布局来看，公司由点到面，先进入区域内核心城市，再通过核心城市把它区域化，比如公司于 2002 年进入上海，在站稳脚跟后，2005 年进入宁波，2007 年进入南京、杭州，2009 年进入绍兴，2010 年进入常州，2011 年进入扬州，这些城市统一由华东区域上海公司统一管理。

公司这种战略正在复制到二三线城市，公司除了珠三角、长三角与环渤海区域外目前还重点进入沈阳、武汉、西安三个重点城市。公司过去两年在以这三地为依托和发展基石，逐步向周边进行区域性的拓展，城市选择上公司将选择一些目前城市化水平不高、房地产开发水平较低的城市，作策略性布局。例如公司在 2003 年就进入了武汉市场，在深耕武汉取得成功，2010 年进入长沙市场，这样由点到面的铺开来实施公司全国布局的战略。

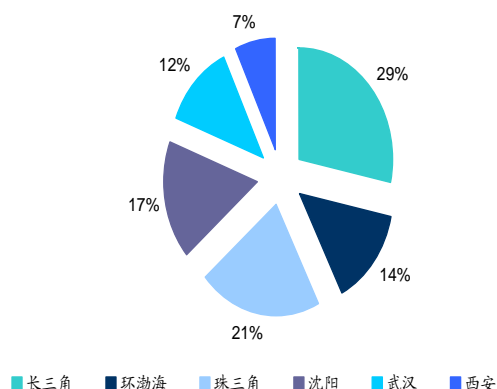
图 10：公司上市后全国化布局进程



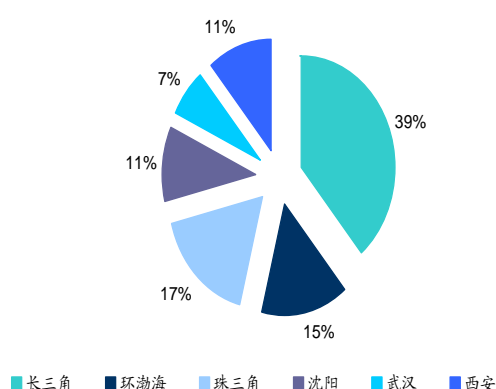
资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司在布局核心二线城市方面取得了进展，体现在 2010 年的销售分布方面，按面积划分，沈阳、武汉、西安三个核心二线城市合计贡献了 36%，按销售金额划分，三个核心二线城市合计贡献了 39%。公司区域业务方面重新实现了平衡。

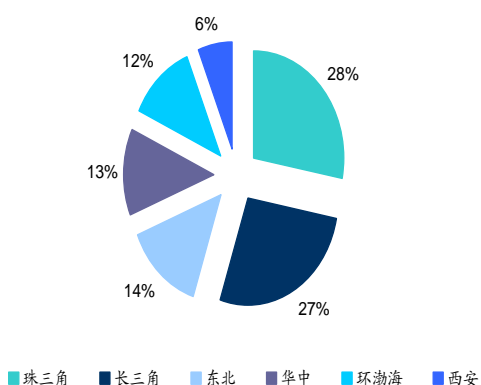
从目前来看，公司在 08 年提出的“3R+3C+nP”（3R 是指华北、华东和华南的三大区域公司，3C 是指沈阳、西安和北京三大城市公司，P 指单个项目公司。）的全国化战略布局正在得到逐步的完善，并且已经体现在 2010 年的销售上。未来我们认为公司各个区域将会更加平衡，这主要体现在公司 2010 年拿地策略上，一线城市明显减少而二三线城市明显占比较高。新增土地储备 13 个项目，建筑面积约 313 万平方米，主要为二三线城市项目，新进大连、烟台、常州、长沙、扬州。新增项目中，一线城市 64 万平米，权重 20%，二三线城市 249 万平米，权重 80%。此外在二三线城市的拓展方面，我们认为公司在 2011 年在“C”的拓展方面将会进一步深入而不只是在武汉、沈阳、西安三个核心城市的层面上，未来山东、西南、昆明、南宁等区域都是公司布局的重点。

**图 11: 2010 年销售面积区域分布**


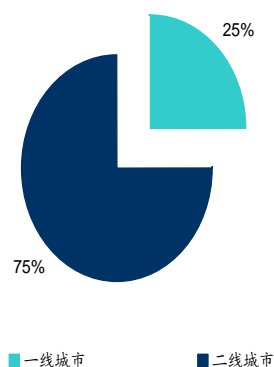
资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

**图 12: 2010 年销售金额区域分布**


资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

**图 13: 公司目前土地储备区域分布**


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

**图 14: 公司目前土地储备一二线分布**


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

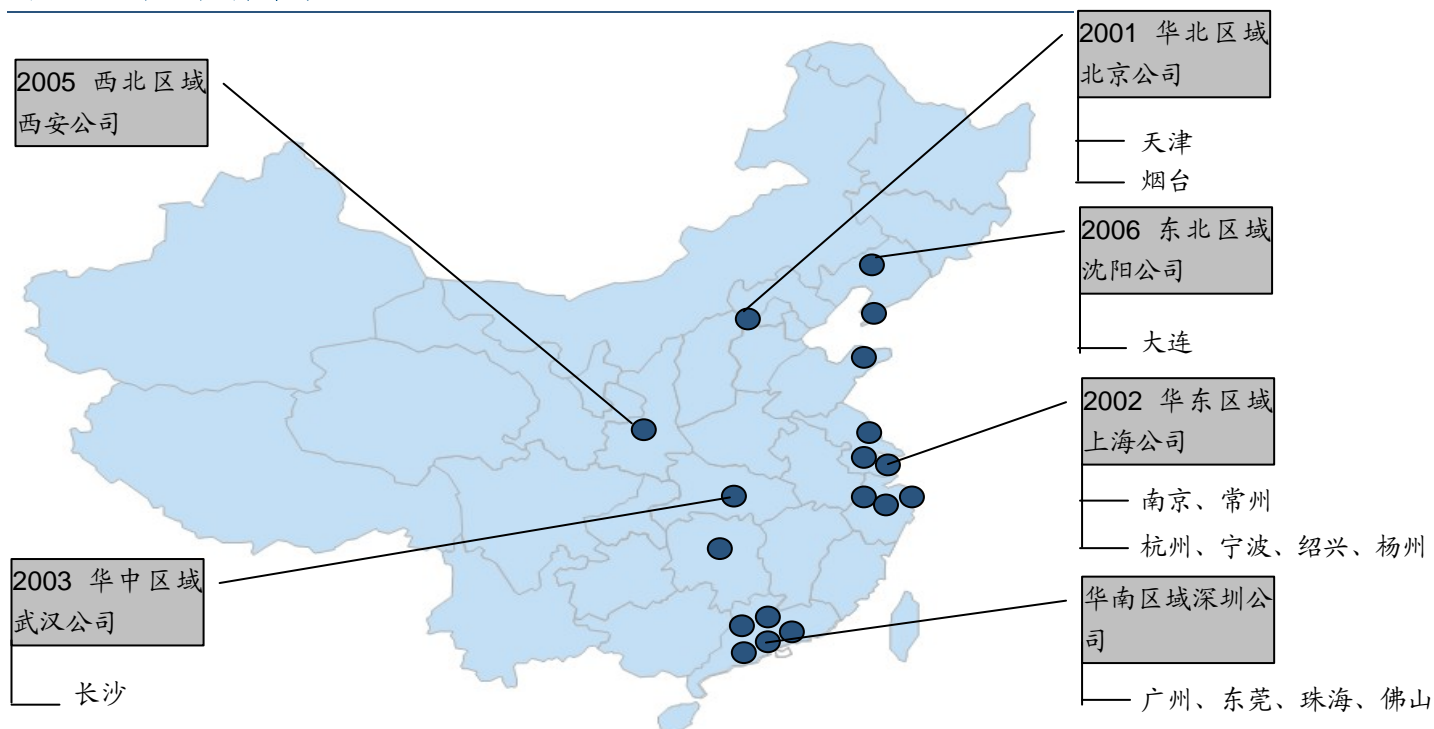
**表 2: 2010 年以来拿地情况**

项目	位置	占地面积(万 m <sup>2</sup> )	建筑面积(万 m <sup>2</sup> )	权益	地价(亿元)
大连甘井子收购项目	大连甘井子	--	46	100%	9.99
扬州市开发区项目	国家经济技术开发区中部	16.27	21.24	100%	5.28
常州飞龙 2 号地	常州市新北区	6.98	16.05	100%	6.76
常州飞龙 3 号地	常州市新北区	10.25	23.58	100%	8.70
武汉东湖开发区 P (2010) 190 号地块	东湖开发区高新五路以北、东园西路以东	15.64	34.41	100%	8.52
长沙市观音岩项目	长沙市望城县黄金乡观音岩水库北岸	78.90	38.30	100%	3.20
北京市房山区房山线理工大学站 3 号地及 5 号地	北京市房山区长阳镇	19.23	30.35	100%	19.10
深圳市龙岗区 G02113-0021 地块	深圳龙岗区宝荷路	3.93	11.80	100%	6.45
沈阳市大东区三洋重工地块	沈阳市大东区	19.82	45.59	100%	11.08
上海浦东航头中心镇 A1 地块	上海浦东航头中心镇	17.79	21.75	100%	22.86
宁波慈溪太妃 2 号地块,	浙江宁波慈溪市古塘街道	8.00	16.00	100%	13.60
珠海市香洲梅华北居住片区 3 号地块项目	珠海市香洲梅华北居住片区	2.74	10.85	94%	2.58
大连民主广场	大连市中山区长江路南、	0.98	6.37	71%	3.67

烟台市农大项目	民主广场东 烟台市高新区	6.63	13.26	51%	1.25
沈阳市铁西区 TX2009-92 项目	铁西区北部区域，东临齐贤街	20.50	51.25	55%	10.69

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 15：公司目前城市布局



资料来源：公司公告，长江证券研究部

截止目前，公司总土地储备约 1687 万平米，权益土地储备约 1398 万平米（不考虑西安西沣路旧改项目），分布于 20 个城市，其中一线城市 4 个，二三线城市 16 个。在未来土地储备方面，预计公司会进入大连、郑州、兰州等地，西南地区主要是昆明和南宁，长三角主要是南通、无锡与扬州。

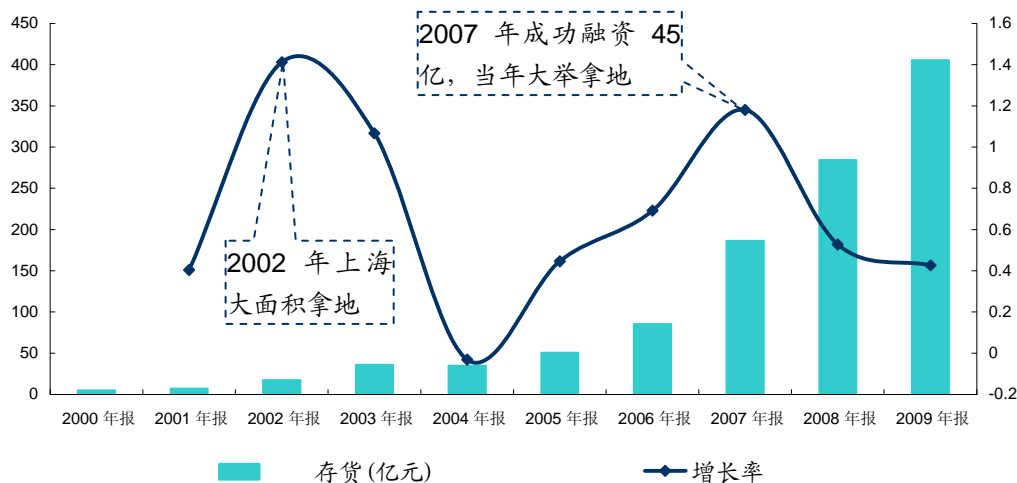
## 土地瓶颈已解决

对于一个房地产公司来说，增长要进入新的阶段一个首要问题就是土地储备的问题，从公司发展的历史来看，存货大幅增长发生在 2002 年与 2007 年，这两个年份对于公司来说无疑是重要的，2002 年公司实现了上海的拓展，公司在 2002 年存货增加的 10 个亿中，上海嘉定项目占了绝大部分。如果说 2002 年是上海公司未来成为公司发展一个重要的增长极的年份，那么 2007 年对于公司来说无疑是全国化扩张的年份，在这一年中公司实现了融资接近 45 个亿，公司新增土地储备建筑面积 504 万平米，投入资金高达 161 亿元，创下历年之最。

同时在 07 年的拿地过程中，其土地均价也创下了公司过往以来的最高水平，当然这从某种程度上来说也是一个公司扩张过程中的必由之路，当然也正是因为 07 年过度的扩张使得公司在 08 年中遭遇了前所未有的危机，借力于 09 年房地产市场波澜壮阔的恢复性增长，金地 09 年重新恢复了增长。而现在公司借助于过去土地的积累已经摆脱了土地的瓶颈，在一

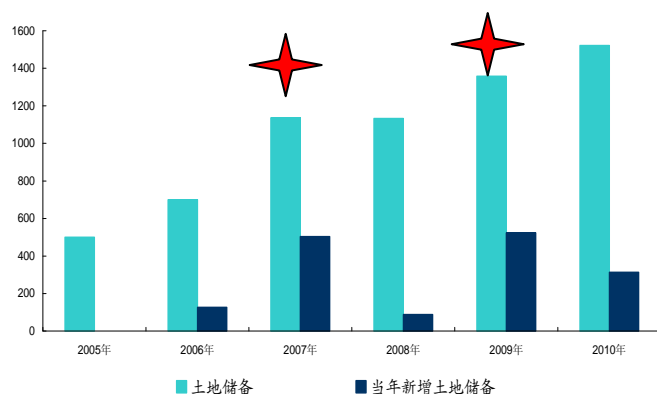
一个新的增长平台上进入了收获期。

图 16: 公司近年存货变化情况



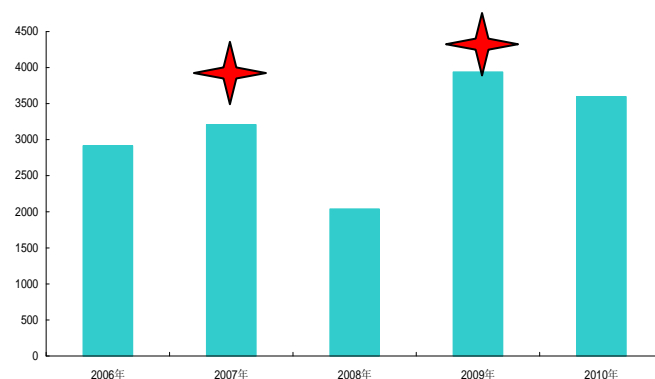
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 17: 公司土地储备情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 18: 公司历史拿地均价



资料来源：公司公告，长江证券研究部

从以上两个图可以看出公司在 07 年的扩张，07 年公司拿地均价达到 3207，是公司过去几年的最高。我们认为公司在 07 年的突然爆发以及 09 年市场的好转使得公司完成了全国化扩张的原始积累，在 09 年、10 年的拿地节奏上显得更加稳健。我们认为在进入 11 年后，经过前期城市积累后，沈阳、天津、西安等地会相继爆发。11 年后公司将进入一个新的增长的轨道，这个增长在前期有效积累后会显得更加稳健！通过财务数据我们也可以看出来，公司在 07 年中现金比去存货处于很低的位置，也就是从经营的角度来说，07 年是用有限的资金来撬动大量存货的运营，这对于公司来说是很危险的，特别是遇到市场不好的时候。而在 09 年、10 年中公司仍然持续扩张，但是货币资金比存货方面维持在一个稳定的水平，显得公司扩张更加稳健。

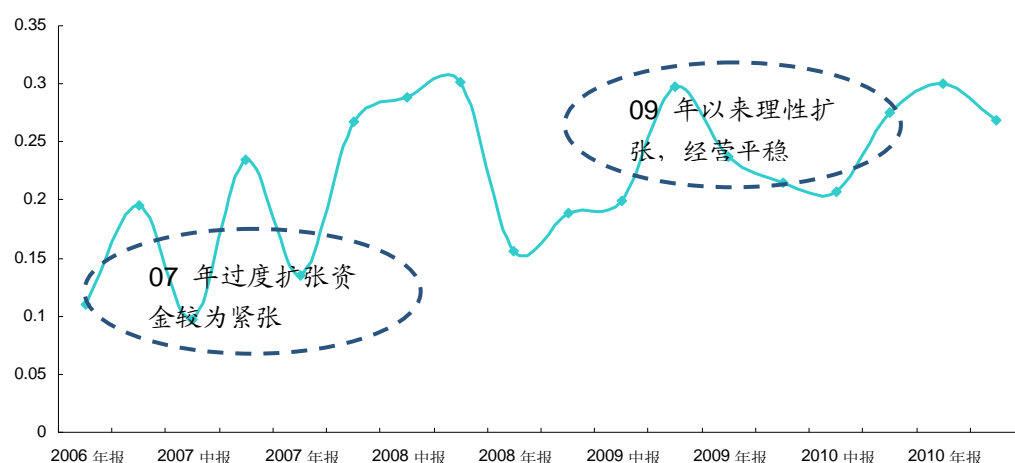
表 3: 金地 07 年拿地情况

项目名称	位置	权益	地价 (亿元)	占地面积 (万平)	规划可售面积 (万平)
深圳龙华新城	宝安区	100%	8.61	5.31	12.57
东莞塘厦项目	塘厦镇	51%	2.04	18.00	31.99

广州番禺项目	番禺区	100%	15.90	24.40	24.08
珠海红山楼项目	香洲区	100%	0.88	1.04	3.24
南京所街项目	建邺区	100%	8.40	9.08	14.80
南京板桥项目	雨花台区	100%	22.50	46.80	100.88
杭州三墩 24、25 号地块项目	西湖区	60%	30.70	23.04	40.93
杭州三墩 41 号地块项目	西湖区	80%	15.40	13.35	28.97
天津国际广场	河东区	100%	22.67	17.89	33.29
武汉金银湖项目	东西湖区	100%	2.40	10.68	23.81
武汉京汉大道项目	江岸区	100%	4.89	1.48	7.10
西安芙蓉湖项目	雁塔区	100%	4.07	13.56	15.87
西安南湖项目	雁塔区	100%	6.85	17.57	28.64
沈阳长青项目	浑南区	100%	16.32	59.73	138.36
合计			161.62	261.91	504.53

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 19：公司货币资金/存货



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4：公司 08 年以来拿地情况

公告时间	项目	占地面积(万 m <sup>2</sup> )	建筑面积(万 m <sup>2</sup> )	权益	地价(亿元)
2011 年 11 月	大连甘井子收购项目	--	46	100%	9.99
2011 年 9 月	扬州市开发区项目	16.27	21.24	100%	5.28
2011 年 1 月 6 日	常州飞龙 2 号地	6.98	16.05	100%	6.76
2011 年 1 月 6 日	常州飞龙 3 号地	10.25	23.58	100%	8.70
2011 年 1 月 6 日	武汉东湖开发区 P (2010) 190 号地块	15.64	34.41	100%	8.52
2011 年 1 月 6 日	长沙市观音岩项目	78.90	38.30	100%	3.20
2010 年 12 月 13 日	北京市房山区房山线理工大学站 3 号地及 5 号地	19.23	30.35	100%	19.10

2010年12月13日	深圳市龙岗区G02113-0021地块	3.93	11.80	100%	6.45
2010年12月13日	沈阳市大东区三洋重工地块	19.82	45.59	100%	11.08
2010年10月14日	上海浦东航头中心镇A1地块	17.79	21.75	100%	22.86
2010年8月20日	宁波慈溪太妃2号地块,	8.00	16.00	100%	13.60
2010年7月1日	珠海市香洲梅华北居住片区3号地块项目	2.74	10.85	94%	2.58
2010年6月25日	大连民主广场	0.98	6.37	71%	3.67
2010年7月2日	烟台市中农大项目	6.63	13.26	51%	1.25
2010年3月6日	沈阳市铁西区TX2009-92项目	20.50	51.25	55%	10.69
2009年12月25日	杭州萧储〔2009〕47号地块	13.79	30.87	100%	35.00
2009年12月10日	武汉农科院项目	20.28	38.32	70%	3.95
2009年12月10日	天津团泊湖项目	66.61	46.63	70%	4.55
2009年12月10日	绍兴县柯桥地块	45.08	112.71	100%	13.67
2009年10月	东莞市黄江镇2009G038、2009G039、2009G040、2009G041号土地项目	32.27		80%	14.93
2009年10月	沈阳市浑南新区地块	2.40	6.00	100%	0.68
2009年10月12日	武汉市汉阳区P(2009)055号土地项目	30.67	58.18	100%	12.83
2009年9月25日	上海市宝山城市工业园区市台路地块项目	9.14	18.27	100%	11.51
2009年9月25日	深圳市宝安观澜横坑水库片区地块项目	15.73	28.32	100%	24.40
2009年7月23日	上海市青浦区赵巷镇特色居住区10号地块	23.73	21.02	51%	30.48
2009年7月3日	16号地居住项目	21.23	27.58	100%	15.62
2009年5月	武汉市洪山区珞狮路壕沟项目	5.47	14.89	100%	3.07
2009年4月29日	上海市青浦区徐泾镇3号地块项目	9.22	10.04	100%	5.60
2008年12月26日	西安QJ3-10-135等地块	46.24	90.09	70%	18.02

资料来源:公司公告,长江证券研究部

土地对于一个公司来说是把双刃剑,07年的快速扩张后在08年市场不景气中给公司造成很大的困难,如果不是09年房地产市场的好转,很难说金地可以安稳的度过,但无论怎么样金地成功的完成了全国化步骤,有了07年的经验公司目前扩张的步伐也显得更加稳健,从这个角度来说金地是幸运的。

## 产品线丰富

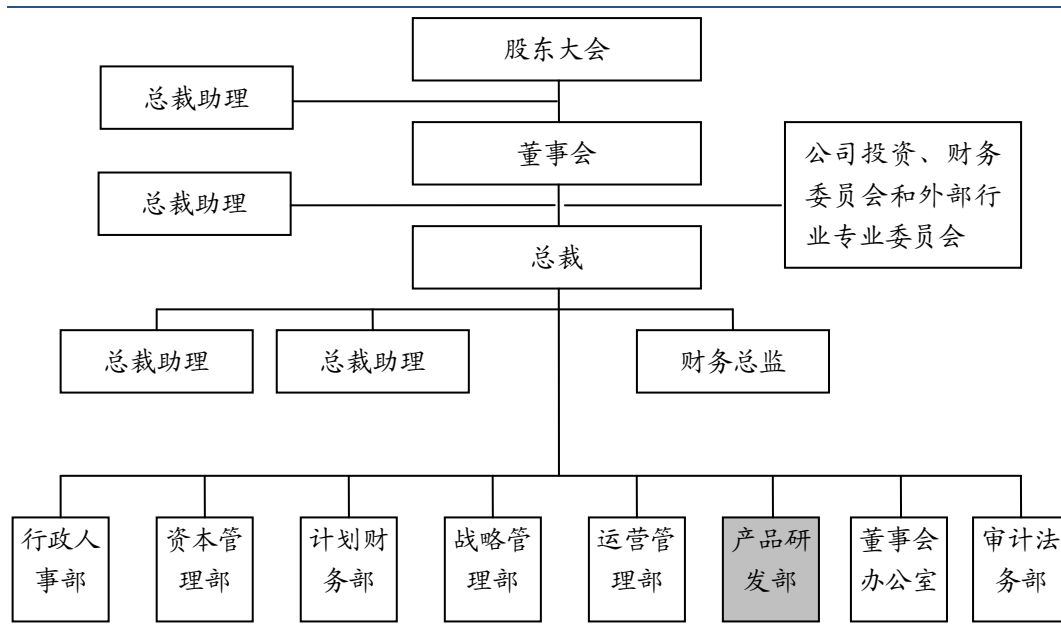
对于一个地产公司来说,想要实现快速扩张把自己成熟的产品成功复制到其他地区,一个重要的工作就是要有一个完整的产品线。金地于2009年正式新增了产品研发部,并将产品研发部提升到了战略地位,可见其对于产品研发的重视。

公司在2009年年度报告中指出已经完成了第一个产品线---格林系的开发工作,公司在未来三年,产品线的建设工作仍将稳步向前推进,平均将保持每年2条左右产品线的开发进度,

并不断的把已开发完毕的产品线投入具体项目中进行运用，此外，公司还将通过组织结构的优化使产品研发流程在公司内部得到普遍使用，加快前期研发速度。

根据我们的了解，公司目前较为成熟的产品线主要有格林系、未来系，较为高端的产品系主要是褐石系、名仕系、天境系、世家系这四种产品线。在金地拥有健全的产品线体系之后，将大大缩减项目开发前期所消耗的时间，这样就可以快速复制到各个项目上加快开发。

图 20：金地集团组织架构



资料来源：公司网站，长江证券研究部

表 5：金地中端产品线

产品线	特点	目标客户群	代表楼盘
格林系	大规模中档 郊区住宅 欧洲风情	向往郊区生活的白领阶层等中产阶级	北京格林小镇 上海格林世界 东莞格林小城
未来系	主要是针对生活方式、建筑方式的创新和突破	向往前卫生活的、活跃的中产阶级	未来域城 未未来

资料来源：长江证券研究部

表 6：金地高端产品线

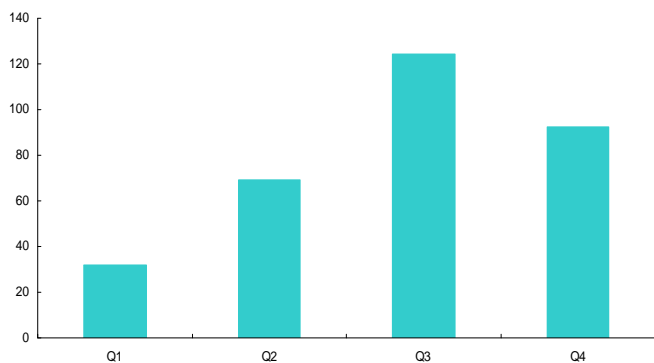
产品线	特点	目标客户群	代表楼盘
褐石系	体现纽约褐石街区风情的大规模中高档住宅 郊区布局注重商业配套	追求文化品味、温馨愉悦、浪漫惬意、怀旧经典相的白领中产阶级	金地·艺境
名仕系	大气优雅精工名家的尊贵高档住宅	渴望尊贵、欣赏大气、讲求精致、执着典雅的新富阶层	金地·澜悦
天境系	注重室内公共空间和周边会所 去繁就简精致细节、亲密互动的高贵住宅区 精装修、智能化、注重服务	简约低调、乐于创新、自在逍遥的社会高端群体	金地·天御 金地·佘山天境
世家系	欧陆贵族庄园风格，依山傍水、恢弘庄重的低密度家族别墅 注重产品的材料档次和服务	钟情欧陆、家族荣誉感强烈、享受高层级休闲方式的权贵阶层	深圳大悦湾

资料来源：长江证券研究部

## 调结构力促 2012 销售

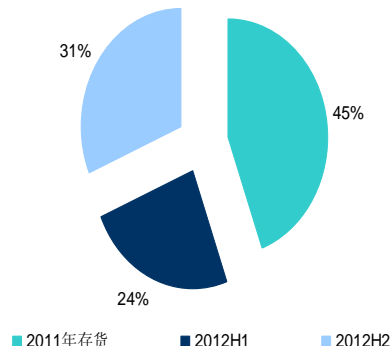
公司 11 年的推盘量前低后高，上半年供应较少只有 100 万平方米左右，再加上公司自 10 年年底以来逐步加大高端物业的比重使得公司上半年销售较为困难，下半年公司虽然加大供应超过 200 万平方米，但由于下半年以来的市场形势急转直下，公司全年销售额实现小幅增长。

图 21：公司 2011 年推盘节奏（万平方米）



资料来源：长江证券研究部

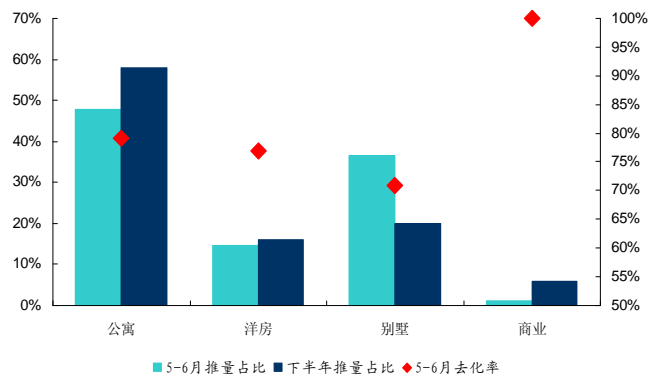
图 22：公司 2012 年推盘量（按面积算）



资料来源：长江证券研究部

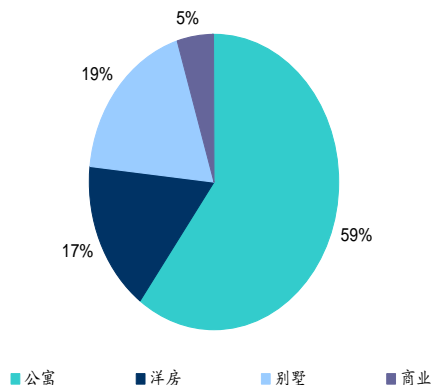
从供货节奏上来说，2012 年要比 2011 年平稳的多，公司目前在售已推未售的货量大约 185 万平方米，在上半年会新推出 100 万平方米左右，下半年新推 130 万平方米左右。

图 23：2011 年推量产品结构及去化率



资料来源：长江证券研究部

图 24：公司 2011 年货量结构分布

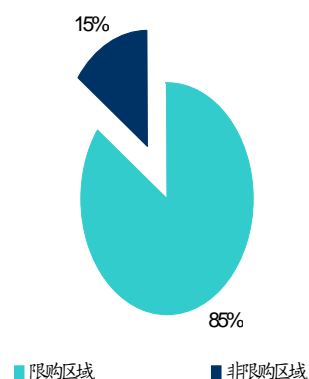


资料来源：长江证券研究部

全年来看总的货量比 2011 年要大一些，总体可售货值估计在 600 亿左右。这样的话，即便是 12 年上半年市场较差的情况下，我们估计公司在上半年在销售额上仍然可以实现正增长。

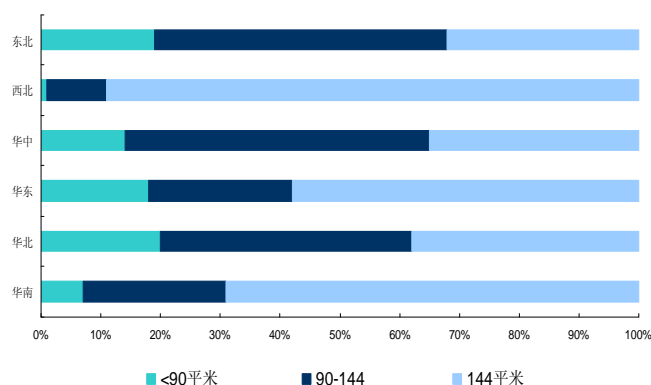
我们知道公司今年以来开始逐步加大中高端的比重，但今年以来的调控使得公司受影响最大，公司项目分布在限购区域的比重高达 85%，其处于限购区域的大户型销售非常困难。我们从公司统计的去化情况可以看出，公寓以及不受限购影响的商业项目受影响最小，去化率相对较高，而别墅与洋房这种大户型的去化相对较慢。公司 2011 年推货中别墅与洋房的比重占了 36%，超过 144 平米的户型占比在 40%左右，因此大大拖累了公司 2011 年全年的整理销售去化。

图 25：公司项目储备分布



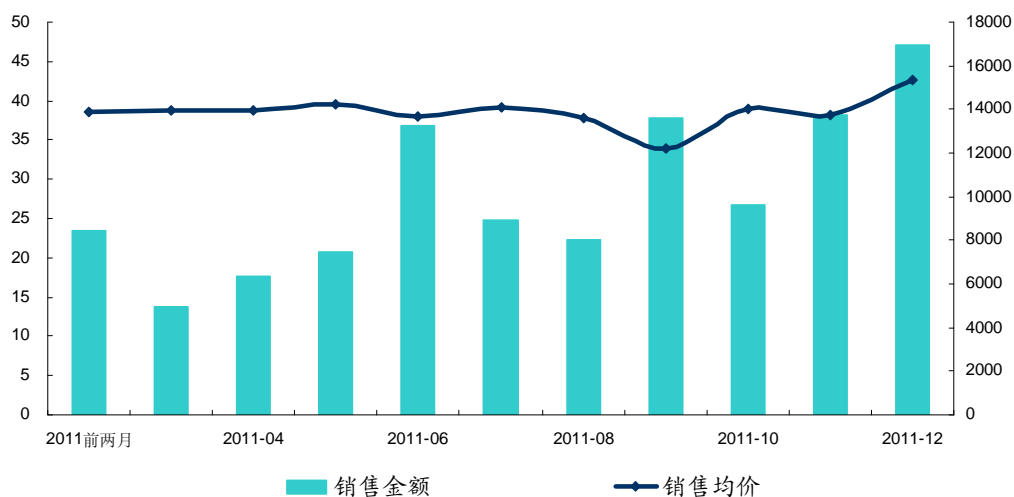
资料来源：长江证券研究部

图 26：公司 2011 年推盘户型分布



资料来源：长江证券研究部

图 27：公司月度销售与均价



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司在 10 月份意识到这个问题后开始加大了结构调整，逐步加大中小户型的占比同时减少大户型等高端项目的比重。体现在年底的销售上，公司 11 月、12 月的销售明显上升。公司 12 年整体计划仍然是调整户型结构，加大中小户型的供给，因此从这个角度来讲，2012 年的整天去化率不大会低于今年，如果按照 2011 年的整体去化率来看，2012 年销售额仍然会实现增长。

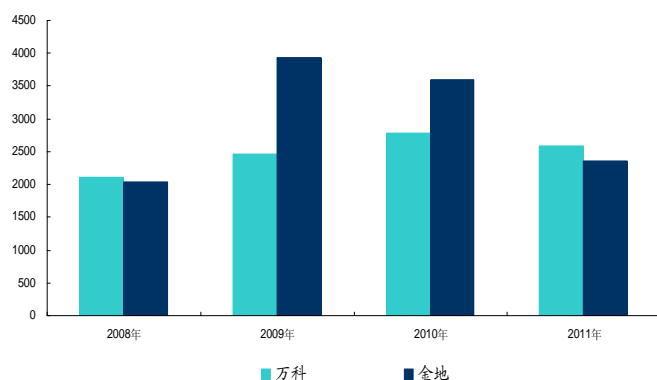
## 金地的特色

### 中高端定位

相比起其他的主流开发企业，金地的定位应该来说是偏高端的。从金地的发展历史来看，金地的产品一直以中高端为主，这从历年金地销售均价可以看出来，金地的销售均价要高于保利与万科。对于这一点，公司本身也承认定位中高端以区分其他公司，在相同的位置，公司的销售价格往往要比其他开发商要高 1500---3000 之间。在 11 年中，天字系列等高端产品比例超过 10%，11 年公司全年的销售均价达到 13828，比 10 年高出 12 个百分点。

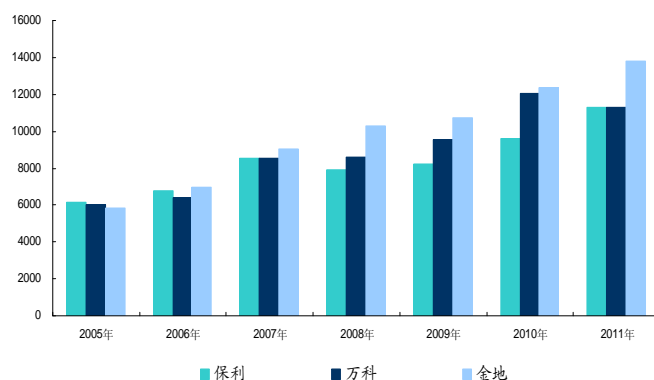
金地之所以能够做中高端的产品在于其对于产品创新与产品品质的重视，在未来的发展中，金地依然会坚持规模化创新，在公司产品结构和开发模式方面都会有所突破。另外在高端物业管理方面，金地设立了专属服务体系“荣尚荟”，制定了专为追求高端品位生活的精英人才量身定制独特、尊贵的物业服务品牌。所有这些体现在公司的毛利率上可以看出，其毛利率水平要高于其他公司。

图 28：万科金地拿地均价比较



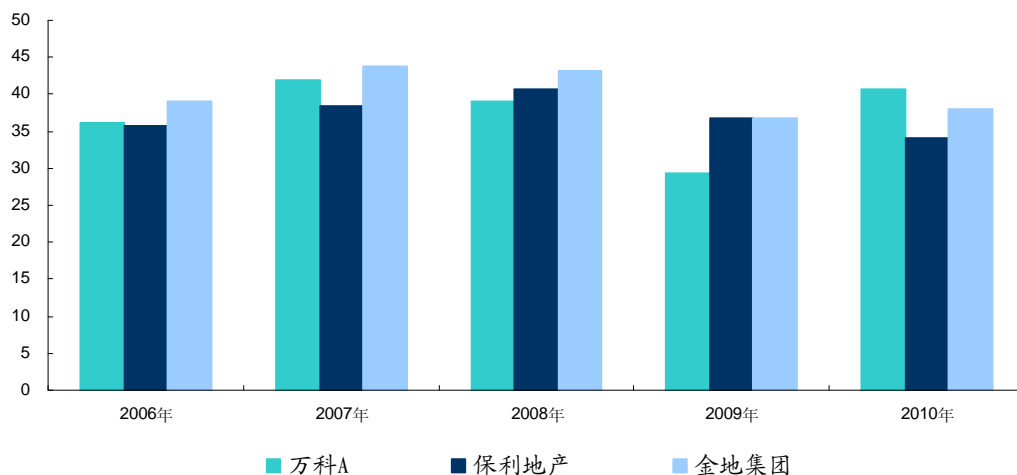
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 29：万科、保利、金地销售均价



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 30：万科、保利、金地结算毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 7：金地开盘的部分高端项目

项目名称	城市	总建筑面积	楼面地价	普通住宅价格	别墅均价	销售状态
金地·湖山大境	东莞黄江镇	14	2478	无数据	21070	预售
金地·湖城大境	西安曲江	90	4875	16000-18000	25000-28000	预售
金地·天御	上海青浦	10	5579	33421	无数据	预售
金地·佘山天境	上海青浦	21	14499	41638	无数据	预售
金地·艺境	上海宝山	18	6300	17041	无数据	预售
金地·天逸	杭州萧山	43	11339	26545	无数据	预售
金地·紫乐府	天津河东	34	6760	12383	24773	预售

资料来源：互联网，长江证券研究部

## 金地天宇系

应该说在上海市场金地在 2010 年 8 月正式进入豪宅市场，凭借的是其高端产品天宇系列一号作品“金地天御”，同时在国庆 2010 上海秋季房展会上，金地在全国最高端的项目金地天境也首次亮相。

金地天御地处上海西郊板块，距上海虹桥国际机场仅 6 公里，距人民广场仅 18 公里，项目左拥赵巷高端别墅区，右据虹桥国际大枢纽。作为大虹桥枢纽核心国际住区，位于西郊高端别墅聚集区，两横三纵一轨的交通体系：“两横”即延安路高架 A9、北翟路高架，“三纵”即 A5 高速横穿南北、虹桥枢纽两纵，“一轨”即二号线延伸段。项目占地面积 8.36 万平方米，建筑面积 10 万平方米。

天御项目主要为 180-350 平米的原创平墅，完美糅和大平层和别墅精华，18 米超大面宽与 3.6 米室内层高，全套房设计、1、2、3 层均带精装私家庭院及地下室，4-5 层全复式设计并设置双层挑高摘星庭院；2、3 层配置私家电梯直接入户，并可直达庭院及地下室。作为金地集团天宇一号高端系列产品的开天辟地之作，金地·天御的品质与形象将成为大虹桥板块建设的重要组成部分乃至整个上海的又一地标性建筑。

项目 15 栋 5 层的平墅、7 栋 8 层的官邸以及 2 栋 12 层的小高层构成。10 年 11 月 21 号开了五栋的官邸，户型为 200 平米，价格为 29600，已售罄。2 栋小高层户型为 90 平米的两房，目前也售罄，价格为 26000---30000。一月初开了三栋官邸，均价 36000。目前还剩下平墅 120 套，预计均价在 45000 左右，今年五月份开盘。装修标准来说，平墅为 7000，其他为 4500。

图 31：金地天御



资料来源：长江证券研究部

图 32：金地天御区位图



资料来源：长江证券研究部

表 8：金地天御成交情况

月份	成交面积(m²)	成交套数(套)	成交均价(元/m²)	成交金额(万元)
2012 年 1 月	202	1	27456	554
2011 年 12 月	2093	9	33421	6994
2011 年 11 月	1649	6	38090	6282
2011 年 10 月	2059	8	35277	7262
2011 年 9 月	1572	6	35890	5643
2011 年 8 月	1529	6	35021	5356
2011 年 7 月	1313	6	34760	4563
2011 年 6 月	4960	19	38659	19173
2011 年 5 月	1704	8	33157	5649

2011 年 4 月	1267	6	39705	5031
2011 年 3 月	1275	7	33576	4281
2011 年 2 月	482	3	29731	1433
2011 年 1 月	8797	46	31055	27320
2010 年 12 月	18298	127	27164	49705
2010 年 11 月	22929	173	27241	62462
<b>总计</b>	<b>70129</b>	<b>431</b>		<b>211707</b>

资料来源：长江证券研究部整理

**表 9：金地天御附近项目**

项目名称	区域	板块	总建筑面积	开盘时间	(住宅)销售报价	(别墅)销售报价
四荷艺墅	青浦	徐泾板块	128,140	2006-4-29		19,500 - 20,500
湖畔佳苑三期	青浦	徐泾板块		2008-12-27	33,000 - 37,000	32,000 - 34,000
上海豪都国际新城--捷克住宅小区（二期）	青浦	徐泾板块	118,889	2007-7-28	15,000 - 22,000	20,000 - 22,000
沁风雅泾	青浦	徐泾板块	153,714	2006-11-24		15,000 - 18,000
西郊美德苑	青浦	徐泾板块		2009-4-21	16,000 - 22,000	
绿中海明苑	青浦	徐泾板块	150,000	2008-3-4	18,000 - 20,000	12,000 - 13,000
大华西郊	青浦	徐泾板块	166,667	2008-9-23		50,000 - 60,000
大豪山林别墅三至五期	青浦	徐泾板块	105,811	2005-4-27		20,000 - 25,000
御品园林	青浦	徐泾板块		2010-8-28		35,000 - 40,000

资料来源：cric，长江证券研究部整理

从金地天御附近的项目销售来看，公司项目明显与其他项目相比存在着溢价。公司在天御项目上的成功运作为金地天镜项目打下了坚实的基础，金地佘山天境作为 2010 年上海的地王之作，是金地集团在中国 60 多个项目中最顶级的项目，也将是金地里程碑式的作品。

金地佘山天境位于佘山——上海唯一的自然山水圣地和具有国际声誉的顶级富人区，青浦区新佘山国际住区嘉松中路，南揽佘山，视野所到之处，便是佘山九峰十二山，逶迤十余公里，周边高端生活配套环伺，附近有佘山高尔夫球场、世茂佘山艾美国际酒店、宋庆龄国际学校、奥特莱斯购物中心等，在建中的 75 万方珠江生活广场集餐饮，购物，超市，娱乐于一体。交通便捷，临近 A9 高架赵巷出口，近距离接壤轻轨 9 号线佘山站，30 分钟可至市中心。主要为豪华居住区。首创创新平墅，近 6 米的挑高，有超大私家游泳池等创新性产品设计。开拓豪宅的全新境界，为中国高端阶层打造享受性豪宅的平墅生活。装修标准超过 10000 万元，分为四个珠图案，户型分为 230---260，300---350，以及 500 平米以上。

项目占地面积 21.02 万平方米，总建筑面积 20 万平方米，总户数为 713 户，停车位 1124 个，于 2011 年 6 月开盘。由于市场调控影响，天镜销售情况并不理想，但项目代表着公司最高端的产品。

**表 10：金地佘山天镜销售情况**

月份	成交面积(㎡)	成交套数(套)	成交均价(元/㎡)	成交金额(万元)
2011 年 12 月	3503	12	41638	14585
2011 年 11 月	267	1	31982	854
2011 年 10 月	1263	4	48539	6128
2011 年 9 月	1362	5	42637	5806
2011 年 8 月	4120	14	45368	18692
2011 年 7 月	2743	9	47812	13113

2011 年 6 月	227	1	34219	778
总计	13485	46		59957

资料来源：长江证券研究部

图 33：金地佘山天镜 1



资料来源：长江证券研究部

图 34：金地佘山天镜 2



资料来源：长江证券研究部

在金地上海公司的产品布局中，豪宅与中高端住宅的比例，将按照目前的 1:9 逐步提高到 3:7。“天字系列”将打造一个高端项目产品系列，代表金地上海公司旗下最顶尖产品的子品牌，借此启动金地在长三角“产品线黄金布局”的策略。

## 前端价值挖掘

一般我们把房地产产业链分为前端、中端与后端，前端是指房地产金融，中端为房地产开发，后端是指房地产服务业。在房地产开发企业中，金地应该是较早进入房地产金融领域的，其董事长更是表示金地即为“金融+地产”，可见金地对于房地产前端价值的重视。从早期的 ING，到目前的 UBS 和平安信托，金地一直在寻求与国内外知名的机构投资者的合作机会，以此来积累和培育在房地产金融领域的经验和声誉。而从单一的项目合作，到共同成立房地产基金和开发地产信托产品，金地在地产业金融方面的经营能力也与日俱增。公司目前已通过信托、基金的方式为多个项目引入了外部投资者。如上海赵巷项目、沈阳国际花园四期项目、武汉四新项目、深圳观澜项目等。

公司目前已经成立了专业投资管理公司---稳盛投资，这是一家专注于中国房地产市场投融资的专业私募基金管理公司。公司预计到 2015 年，金融业务将给集团贡献约 20% 的利润。

表 11：金地房地产金融探索历程

合作方	时间	合作事项	具体内容
摩根士丹利房地产品基金 IV、上海盛融投资	2004 年 6 月	建行不良资产包处置	金地与摩根士丹利房地产品基金 IV、上海盛融合作，共同受让建行 28.5 亿元不良资产包，其中资产多为中国主要城市中的商业物业，其中部分为在建工程。该项目公司注册资本 5 亿元，金地集团出资 7500 万元，占股 15%，摩根士丹利占股 55%，上海盛融占股 30%。这是金地第一次涉足金融领域，为公司在房地产金融领域发展奠定了坚实的基础。
建设银行	2006 年 3 月	签署《战略合作协议》	协议主要内容为：建行为金地集团提供意向性授信额度人民币 20 亿元及承销发行短期融资债券人民币 10 亿元。此外，金将与建行携手在房地产金融领域进一步加强合作、协同发展，促进房地产业务和金融业务有机结合，为探索和促进房地产金融模式的创新而积极努力。
ING 房地产	2006 年 8 月	设立 ING 基金	公司与 ING 房地产建立战略合作伙伴关系并设立 ING 基金，

	金、天津格林世界项目	进行天津格林世界项目的联合开发。项目总占地 37.74 万平方米。具体合作方式为 ING 房地产投资 1.88 亿人民币, 其中 1.37 亿元将用于收购金地天津 51%的股权金地集团拥有 52%的利润分配权。该项目由于未天津政府批准, 双方于 07 年 9 月终止合作。
2007 年 2 月	佛山九珑壁项目	ING 基金投资 4062 万美元与金地集团共同开发佛山九珑壁项目, 金地拥有 51%的利润分配权。该项目土地净用地面积为 11.0 万平方米, 土地用途为居住兼容配套商业。土地净用地面积为 11.02 万平方米, 总建筑面积不大于 22.04 万平方米。
2007 年 3 月	武汉积玉桥金地国际花园项目	双方共同注册 2.29 亿元成立武汉金地辉煌房地产开发有限公司 (其中金地出资 18.4%), 联合开发积玉桥金地国际花园项目 (重点旧城改造项目), 用地面积 6.49 万平方米, 建筑面积 20 万平方米。
瑞士银行环球资产管理集团	2008 年 2 月	设立“UBS/金地中国房地产投资基金” 双方签定协议, 按照 50%出资比例共同在境外发起设立“UBS/金地中国房地产投资基金”和出资设立“UBS/金地投资管理公司”, 该基金计划募集金额为 2-3 亿美元, 其投资方向为中国一线及部分二线城市的住宅开发项目。 这是中国内地第一个由开发商成功发起和募集的外资房地产投资基金, 树立了房地产金融领域商业合作的典范。
	2010 年 3 月	基金一期募集完成 基金第一期共募集 1.2 亿美元, 其中金地集团已通过此基金为两项住宅开发项目投入了 4500 万美元。预计一期投资于 2011 年第一季度退出。
	2010 年 12 月	基金二期募集完成 基金第二期募集已完成, 由荷兰养老基金 PGGM 投入 7500 万美元, 从而使该基金规模达近 2 亿美元。
\	2009 年 7 月	设立稳盛投资管理公司 金地在香港设立全资子公司: 稳盛投资管理有限公司。作为中国第一家由开发商发起设立的房地产基金管理公司, 除住宅开发项目投资外, 稳盛投资还涉足商业地产开发和物业持有、城市综合体开发、企业购并及负责管理境外美元基金和为境内外机构投资者提供房地产投资顾问等业务。
平安信托	2009 年 8 月	签署合作投资战略框架协议 协议内容显示, 平安信托将对金地负责开发的优质住宅项目以及城市综合体项目展开投资, 未来三年其规模有望达到 100 亿元。其中 2009 年约为 30 亿元。 本次合作将拉开平安与金地集团全面合作的序幕, 也为综合性金融机构与房地产开发公司合作提供了一个良好的范例。
	2009 年 12 月	“平安财富安鑫 1 号”信托计划 (上海赵巷项目) 平安信托将募集信托资金 16.17 亿投资于金地旗下上海赵巷项目, 占该项目 49%的股权。该信托资金目前已经足额募集, 信托计划期限 3 年, 分为优先和劣后两个级别。其中优先级 8.17 亿, 期限 1.5 年, 有年 7%的固定收益; 劣后级 8 亿, 在项目销售比例达到 85%和 3 年孰短的时间退出, 收益浮动。上海赵巷项目地块为金地集团在 09 年 7 月份以 30.48 亿元竞得, 土地总面积 23.73 万平方米, 出让面积 21.02 万平方米, 折合楼面价达到 14495 元/平方米, 为当时上海单价地王。
	2010 年 11 月	“同鑫 1 号”信托计划 计划募资 6 亿元投向深圳观澜的豪宅项目。该项目总建筑面积 35 万平方米, 预计总投资 28 亿。

资料来源: 长江证券研究部整理

从 2010 年下半年起, 房地产融资难度和成本与日俱增, IPO 的暂缓、预收款的监管、开发贷的收紧, 三个曾经最为主要的资金来源被层层收紧。从这个角度上来看, 目前的房地产市场正处于从土地运作迈向资本运作的重要转型时期, 各个开发公司之间在开发运营能力上的差距逐步缩小, 资金与资源的整合将成为决胜未来乃至是否能够生存的关键要素, 房地产与金融行业的深度融合, 将是未来中国房地产行业发展的方向。根据麦肯锡的研究, 预计到 2015 年, 中国房地产金融市场管理的总资产将在 9100 亿元左右, 金地希望在这个市场成熟之前占领一席之地。

**表 12: 信托资金投资于房地产领域的规模**

年份	发行规模（亿元）	占比	数量	占比
2003	76.72	28.61%	78	23.15%
2004	138.44	32.72%	114	24.46%
2005	157.85	30.19%	130	22.73%
2006	176.17	18.09%	102	29.06%
2007	121.52	11.27%	54	8.42%
2008	277.75	31.63%	137	20.00%
2009	449.16	34.36%	218	18.60%
2010	1920.97	51.42%	581	27.87%
2011	2420.33	39.30%	986	23.06%

资料来源：用益信托工作室，长江证券研究部整理

表 13：部分 A 股上市房企信托融资

公司	日期	信托融资	利率	期限	合作方
福星股份	2010-6-13	10 亿	12%	3 年	吉林信托
	2010-5-7	10 亿	12%	2 年	中融信托
	2010-9-10	8--10 亿	12%	18 个月	渤海信托
	2011-1-24	14-16 亿	15%	不定	中城信托
荣盛发展	2010-9-10	7 亿	13%	24 个月	中投信托
阳光城	2010-4-29	5.4 亿	13%	12 个月	华融信托
	2010-7-2	3.5 亿	13.5%-15%	3 年	中信信托
	2011-5-24	15 亿	15%	2 年	平安信托
中南建设	2011-4-25	5 亿	15%	2.5 年	江苏国投
	2011-4-25	4 亿	14.5%+浮动	2 年	华宝信托
			利率		
ST 珠江	2010-9-30	2 亿	13%	18 个月	重庆国际信托
香江控股	2009-12-2	4.98 亿	10%	30 个月	中融信托
江苏舜天	2010-2-5	2 亿	5.25%	30 个月	江苏国投
中国宝安	2010-9-11	2 亿	13%	2 年	山东信托
中华企业	2010-8-18	3.6 亿	9%	12 个月	中海信托
	2010-10-12	3 亿	9%	12 个月	上海爱建信托
	2010-10-20	3 亿	9%	12 个月	上海爱建信托
	2010-10-25	1.4 亿	9%	12 个月	中海信托
华业地产	2010-9-1	4.5 亿	-	27 个月	中诚信托
首开股份	2011-4-22	5.5 亿	13%	2 年	平安信托
新城 B	2011-4-21	4.5 亿	14.7%	2 年	中泰信托

资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

表 14：部分非 A 股上市房企信托融资

开发商	资金投向	资金规模	最高收益率	信托机构	发行时间	期限
2010 年						
阳光 100	大湖第项目	12260 万元	8.5 至 9.5%	中融信托	2010 年 2 月	12 个月
金科集团	金科重庆大学城项目	28300 万元	8 至 9.5%	中融信托	2010 年 4 月	12 至 24 月
恒大集团	中融·恒大华府房地产项目	18000 万元	8.5 至 9.5%	中融信托	2010 年 4 月	12 至 24 月

郑州清华园房 地产开发公司	SOHO 广场项目	4000 万元	9 至 9.5%	中原信托	2010 年 5 月 27 至 33 月
保利山东花园 有限公司	山东保利花园项目	42000 万元	8.2 至 8.8%	昆仑信托	2010 年 6 月 16 至 24 月
佳兆业	沈阳青年大街项目建 设	33000 至 35000 万元	8 至 12%	新华信托	2010 年 6 月 30 月
复地集团	集团的项目开发资金	40000 至 56600 万元	0.081	交银信托	2010 年 7 月 18 月
恒大地产	陕西金泓投资开发的 西安·恒大城项目 2 期	20000 至 25000 万元	0.08	西安信托	2010 年 7 月 18 月
大同市阳光嘉 业房地产开发 公司	凯德世家项目	20000 万元	8.5 至 9.5%	华鑫信托	2010 年 7 月 18 月
星河湾	太原星河湾	30000 至 40000 万元	8 至 9.2%	新华信托	2010 年 7 月 12 月
<b>2011 年</b>					
融创中国	昌平区南邵镇的住宅 物业	6 亿元	17%,最高可 达 23%	大业信托	6 月 17 月
泰禾房地产	中信泰禾·运河岸上 的院子	不超过 9 亿 元	0.11	中信信托	5 月 24 个月
北京润丰房地 产	润丰水尚	40000 万元	9.5%-13%	中融信托	6 月 2 年期
城建开发	沁园春景二期	至 95000 万 元	8.5 至 11%	建信信托	6 月 24 月
天津泰达集团	泰达时代中心	10,000 万 元	9 至 10%	中投信托	6 月 12 个月
阳光壹佰集团	武汉阳光 100 大湖第 集合资金信托计划	30000 万元	9 至 12.4%	四川信托	6 月 12 至 24 月
万达	厦门湖里万达广场	75000 万元 但不超过 80000 万元	6.7%-7.7%	中诚信托	6 月 13 个月
当代集团	当代万国城不动产收 益权转让及回购（二 期）集合资金	1.5 亿元人 民币	10.8-11.5%	华融信托	5 月 2 年
江苏新城	上海东郡在浦东高行 的碧翠园项目	4.5 亿元	14.70%	中泰信托	4 月 不超过 2 年
华夏幸福基业	华夏孔雀城二期	75000 万元	10 至 13%	中融信托	4 月 12 至 20 月

资料来源：互联网，长江证券研究部

## 产品创新

在一线房企中金地在创新上做的比较突出，如果说我们在前面谈到的房地产金融方面的创新是从整个房地产产业链上价值的挖掘，而其产品创新能力则是其企业内生能力的一种体现。在金地二十多年的发展历程中，其在产品创新的道路上获得一个个里程碑似的殊荣。

我们认为对于如金地这样一个重视中高端的企业来说，产品创新能力对于公司来说是至关重要的，也许在低端的市场中其对应的需求者来说产品创新性不是那么重要，因为对于他们来说有所成就满足了。而对于中高端产品来说，其需求者中首次置业的比重应该比较小，而改善性的需求占比较高，正是因为这样的不同的需求群体使得中高端产品比普通产品更需要创新，通过创新产品来满足中高端群体的需求。另外从市场开拓的角度来说也需要产品创新，在进入一个新的市场中，如何获得购房者的信任对于公司能否站稳当地市场来说也是非常重要的。

金地的产品策略以“规模化创新”为核心，突出创新，但也注重效率。公司在西安的湖城大境项目，将历史古都的丰厚文化底蕴通过创新的设计手法融入到项目的规划布局中，促成了历史遗迹与现代建筑的和谐共生；南京自在城依托 1200 亩公园绿地，创新利用半公共开放空间，打造南京稀缺的综合性大盘住宅；杭州自在城打破市场惯例，以精致解构主义的现代建筑，首创了千万级别墅的表达方式。此外，公司在深圳的上塘道项目的“N+1”式户型设计极大地拓展了室内空间，延伸了客户的居住范围。这些各具匠心的创新不仅带来广泛的市场影响力，也让公司的产品获得了更高的溢价空间。

**表 15：金地产品创新案例**

年份	项目名称	项目区域	创新特点
1996 年	金地海景花园	深圳市福田区	全新的欧陆建筑风格、经典的户型设计
1999 年	金地翠园	深圳市福田区	开创性地提出架空层环境设计和建筑垂直绿化的概念
1999 年	金海湾花园	深圳市福田区	独创了“项目主题设计”的概念---“海文化”主题概念，采用了“海之城”、“海之堤”、“海之浪”、“海之珠”、“海之门”等创意
2001 年	金地海景花园三期翠堤湾	深圳市福田区	以“城市海景”的创新姿态隆重面世，高层建筑设计中率先引入的“空中花园”、“空中别墅”概念和小高层“户户露台”的准别墅享受概念
2001 年	北京金地格林小镇	北京大兴	定位于“北欧风情，四季翠园”的格林小镇，突出人在环境中与自然的交流与他人的沟通
2003 年	上海金地格林春晓	上海嘉定	通过九重空间设计，将人们从开敞的公共区域逐步引入全新的私属领地
2004 年	武汉金地格林小城	武汉洪山区	典型的德国小镇风格，并拥有形态丰富的娱乐休闲场所与商业服务网点以及标志性极强的中心场所
2005 年	上海金地格林世界	上海嘉定	在城市运营理念与 Mixuse 型社区开发理念下，将生活从单纯的居住空间中分解出来，在整个社区中无限延伸，让人与空间在形成相互认知后增值，形成一个可以自我更新循环的大型 Townhouse 品质生活社区
2006 年	金地格林郡	上海青浦	全新的 BLOCK 围合规划理念，全方位打造低层低密的人性居住享受
2007 年	金地香蜜山	深圳市福田区	筑于山体台地之上，为城市中罕有的山地庭院居所
2009 年	金地上塘道	深圳市宝安区	创新引入现代休闲风格的城市公园概念景观并创造出极富想象力的标志性的弧形艺术图案
2010 年	金地东御	宁波国家高新区	以整体造园手法重金打造 5 万平米恢宏园林，把原本可以排布房屋的地方，开辟出来做粹集喷泉水榭、雕塑小品的 T 型中央景观轴系统；将原创别墅邻里间距扩大至 24 米，并应用层次和色彩丰富的名贵树种营造组团景观
2010 年	金地湖城大境	西安城南区	借鉴临水建筑特点，打造“城湖一体”的住宅式园林；非单一的封闭南湖，是以南湖为中心向外延伸
2010 年	金地长青湾	沈阳浑南新区	空间错落有致，充分体现着现代建筑的空间之美。湖畔别墅更是以独立双地下车库和四大空间功能把对空间的运用发挥到难以想象的极致
2010 年	金地天御	上海青浦	创新性打造“平墅”

资料来源：互联网，长江证券研究部整理

**表 16：金地集团创新荣誉**

时间	内 容
1998 年	由人民日报主办，在人民大会堂举行的“现代企业制度与金地模式”的研讨会，“金地模式”受到有关专家和机构的肯定，成为国有企业改革的一面旗帜。
1998 年	获中国企业管理协会颁发的“全国企业管理现代化创新成果奖”。
2000 年	“金海湾花园”获得全国住宅设计“创新风暴”组委会特别金奖第一名。

- 2003 年 上海金地·格林春晓、上海金地·格林春岸项目分别荣获“中国住宅创新示范楼盘”、“中国住宅经典示范楼盘”称号。  
金地集团与北京金地国际花园分别当选由经济观察报、全国工商联住宅产业评选的“健康人居”领军企业、“健康人居”领军项目。  
由建设部科学技术委员会、中国房地产与住宅协会、中国房地产业协会城市开发专业委员会、《中国楼市》周刊联手推出的“2003 中够房地产创新力企业年度榜”评选中，金地集团名列“中国房地产品牌战略 10 强”，金地北京公司名列“中国房地产管理机制创新 10 强”。
- “2003 中国房地产推动力人物年度榜”评选中，金地集团常务副总裁、金地上海公司总经理赵汉忠成为“中国房地产十佳创新人物”，金地武汉公司总经理严家荣则成为“中国房地产十佳创新职业经理人。”
- 2004 年 金地格林小城项目入选“2005 中国百强典型住宅指数样本项目”。金地集团武汉房地产开发有限公司总经理严家荣先生荣获“中国数字地产新锐人物”奖。
- 2005 年 由中国大盘开发研究中心主办和中国房地产业协会城市开发委员会、搜房网共同发起的“2005 中国地产新大盘研究成果发布暨中国大盘开发国际论坛”中，金地格林世界荣获“中国上海第一大盘”称号。  
由建设部科学技术委员会、世界房地产研究会、美国房地产协会、中国房地产业协会城开委等权威机构主办的“2005 年中国居住创新典范推介活动”发布评选结果，金地集团上海公司项目“金地·格林世界”荣获国际奖项“中国人居国际影响力楼盘”第一名。
- 2006 年 由国家建设部中国建筑学会、中国风景园林学会、中国城市规划学会三大权威机构共同主办的 2005 年全国人居经典建筑规划设计方案评比结果出炉，由金地上海公司与法国盟德设计公司共同提交的《金地·青浦 418 号地块规划设计方案》（现：格林郡项目）从全国参选的 800 多个楼盘中脱颖而出，夺得“2005 年度全国人居经典规划金奖”。
- 梅陇镇项目在国家建设部中国建筑文化中心举办的 2006 年度“中国城市创新楼盘”的评比中荣获“建筑设计创新楼盘奖”和“园林规划创新楼盘奖”两大殊荣。  
由《中国建设报·中国楼市》主办，世界房地产研究会、建设部科学技术委员会、建设部科技促进中心、中国房地产及住宅研究会、中国房地产业协会城市开发专业委员会共同支持的“2006 中国居住创新典范”评选活动中，金地集团选送的 4 个楼盘均获大奖：天津金地·格林世界荣获“国际影响力中国名盘”大奖、上海金地·格林郡荣获“国际影响力中国新区”大奖、宁波金地·国际花园则荣获“中国创新示范楼盘”奖、广州金地·荔湖城荣获“中国宜居潜力新居”奖项。
- 2007 年 金地·格林小镇、金地·香蜜山项目获得 2007 年度“中国健康住宅建设特别贡献奖”。
- 由建设部国家住宅与居住环境工程中心、中国建筑设计研究院主办的“2007 中国健康住宅理论与时间国际论坛”中，金地集团荣获“2007 年中国健康住宅建设科技进步奖”。
- 由《中国建设报》主板的“中国居住创新典范推介活动”颁奖典礼中，北京·金地格林小镇、沈阳·金地国际花园、武汉·金地国际花园三个项目荣获“中国最具品牌经典价值示范楼盘”奖；佛山·金地九龙壁、上海·金地未来域、深圳·金地梅陇镇花园三个项目获得“中国最具品牌创新价值示范楼盘”大奖。  
荣获“中国房地产品牌战略创新十强”、“中国发展最快的品牌房地产企业”等称号。
- 2008 年 金地梅陇镇荣获“2007 年最佳营销创新”等多项大奖。
- 2009 年 深圳金地上塘道项目荣获“2009 中国地产年度十大城市新地标”称号。  
北京金地中心和西安金地湖城大境项目同时荣获 2009 新地产最具影响力楼盘。  
深圳金地上塘道和上海金地·湾流域项目同时荣获由搜狐评选的年度优秀项目奖。  
在新浪乐居年度创新峰会中，金地格林小镇 6、金地梅陇镇、金地格林世界项目获得 2008-2009 新浪乐居年度最具影响力楼盘奖；北京金地名京、深圳金地名座、武汉金地国际花园获得 2008-2009 新浪乐居年度最具投资价值楼盘奖；杭州金地自在城获得 2009 新浪乐居最值得期待楼盘奖。
- 2010 年 由中国指数研究院、中国房地产指数系统、中国别墅指数系统联合主办，搜房网、搜房别墅网联合承办的“中国别墅十年大典”暨 2010 第七届中国别墅节，金地东御荣获 2010 年度中国别墅创新大奖。  
2010 年创新风暴获得 7 项大奖。

2011 年 金地天御原创平墅获国家专利认证。

资料来源：公司公告，互联网，长江证券研究部整理

## 管控体系

金地集团采用的管控模式经历了从 1998 年单项目的操作型管控模式到 2002-2004 年期间跨区域的多项目的“战略型偏操作型模式”的变迁。在区域型公司逐渐成熟以后，2005 年逐渐过渡到了“战略型管控模式”。到 2006 年，金地的母子公司管控基本上是以战略型管控为主流。在内部管理方面，公司将会优化集团与区域公司，区域公司与项目之间的分级授权管理机制，权责匹配，提高效率。目前来说公司基本上成立了华东上海公司、东北沈阳公司、华北北京公司、华南深圳公司、西北西安公司、华中武汉公司以及未来将成立的西南公司。

全国化战略后，随着跨区域经营和新成立子公司的不断出现，母公司的管理幅度越来越大，公司每年滚动制定五年发展战略规划，以指导公司经营和管理的全局。在这种“聚集能力，集中突破”的战略思想指导下，金地集团提出通过母子公司管控体系的设计使“母公司做精，子公司做强”。

表 17：公司战略思想

战略作法	战略思想	对母子公司管控的指引
聚焦区域化	实现有效的跨区域多项管理	改变母公司直接参与项目开发环节。
核心竞争力培育	品牌、营销、设计	强化投资决策、营销策划和规划设计的核心能力上。
实现战略、管理、效率、成本管理、效益的提升	集团的聚焦于关键管理职能和关键业务节点的控制。	所谓母公司做精，就是母公司应该减少人员规模，强化业务（设计、工程、营销）指导和监控能力，减少对子公司具体事务的过多的干涉，管理和业务监控聚焦于核心管理问题和关键的业务流程重大的节点上，聚焦于公司的经营安全和战略发展上。
	子公司聚焦于项目的研发和执行上。	所谓子公司做强，是子公司应该强化设计管理、营销策划、工程质量和进度管理和成本控制等运营能力培养和聚焦上，实现项目运营的快速、灵活和高效率，保持和母公司的战略协同。

资料来源：《金地集团战略与管理提升研究》，长江证券研究部整理

从公司管控流程上来说，通过“制度和流程管控”控制产品主义的传统的实现；通过“战略管控”来保证公司的战略协同；通过“财务管控”保证集团资金的统一调配和使用；以及通过“人力资源管控、业务管控、成本管控和审计监察”来保证公司经营的稳健和安全。

表 18：公司管控流程

管控职能定位	管控流程
制度和流程管控	<p><b>步骤 1：</b>完成母子公司管控体系建立，划分母子权限，确定公司组织结构和部门职责。</p> <p><b>步骤 2：</b>建立明确的管理流程。即战略管理流程；财务、成本管理流程；人力资源管理流程；监察流程。</p> <p><b>步骤 3：</b>建立业务流程。即项目拓展流程；项目策划流程；设计管理流程；工程管理流程；销售管理流程；物业管理流程。</p> <p><b>步骤 4：</b>各流程在全公司的实行。</p>

- 战略管控** 步骤 1: 母公司战略规划;  
 步骤 2: 子公司战略规划 (子公司战略协同);  
 步骤 3: 子公司年度计划制订;  
 步骤 4: 与子公司经理层签订绩效合约;  
 步骤 5: 预算和审计监控;  
 步骤 6: 偏差分析和绩效管理会议;  
 步骤 7: 计划调整和绩效改进。
- 财务管控** 步骤 1: 制订财务政策、制度和流程; 对子公司财务负责人进行下派。  
 步骤 2: 财务预算系统: 以年度战略计划为依据, 制订年度财务计划并落实到公司个责任中心。  
 步骤 3: 财务汇报系统: 建立汇报机制以便及时汇集各责任中心的经营状况。  
 步骤 4: 财务控制系统: 分析报告, 找出偏差的根本原因, 并及时向公司管理层提出相应的解决方案。
- 人力资源管控** 步骤 1: 母公司对子公司高层和部门经理的选聘、委派、任命、考核等控制。  
 步骤 2: 子公司管理部经理、财务部经理由母公司直接下派。  
 步骤 3: 对子公司高层的胜任和业绩评估, 不合格者及时罢免。  
 步骤 4: 进行人力梯队建设, 制订子公司高层继任计划, 通过职务轮换、设立副职、临时提升、参加各种委员会、管理知识培训等进行子公司后备经营者的培养。
- 业务管控** 步骤 1: 母公司通过评审、备案等方式, 对项目拓展、营销策划、规划设计、工程管理、销售管理和物业管理的关键节点进行控制, 保证在项目开发中保证实现公司的经营策略和产品的竞争力。  
 步骤 2: 建立项目巡查小组, 对子公司的制度和程序、工作执行情况进行检查、督办。
- 成本管控** 步骤 1: 母公司外委预算单位进行工程预算和结算控制。  
 步骤 2: 母公司参与重大的招投标活动, 并推荐相关战略合作单位。  
 步骤 3: 子公司对一般的招投标事项在母公司进行备案。
- 审计监察** 步骤 1: 对子公司进行管理审计和财务审计。  
 步骤 2: 对子公司高层进行人事监察。

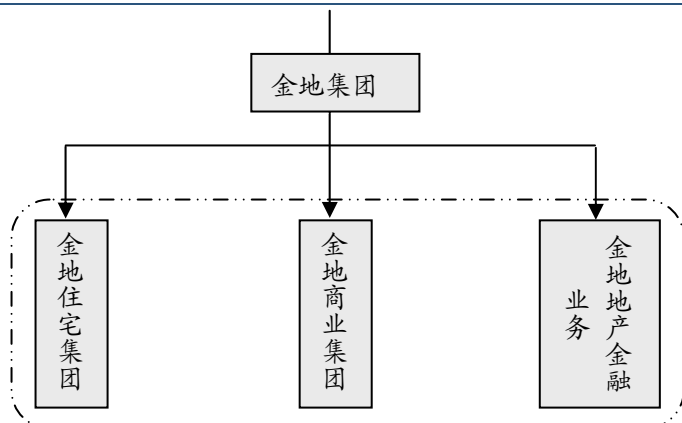
资料来源:《金地集团战略与管理提升研究》, 长江证券研究部整理

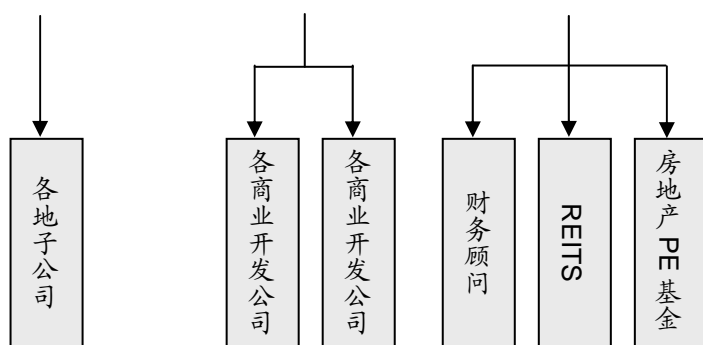
可以说金地集团这一套有效的管控模式成功的保证了金地集团数年来高速的增长, 在许多公司在全国化战略中遇到管理瓶颈, 而金地集团能够成功的过度与公司规范化、制度化的管理有着密切关系。再平衡后的金地也将在这一套管控体系下持续成长。

## 未来的金地

根据目前中国房地产发展的阶段以及公司自身的情况, 我们认为规模增长仍将是金地公司发展的战略主线。以此战略目标为导向, 公司除了将继续做大做强住宅业务外, 也将开始关注商业地产领域, 并继续拓展房地产金融业务, 为公司的长远发展拓宽产业路径。以住宅业务为核心, 以商业地产和房地产金融业务为两翼, 协同发展, 成为复合型的地产开发商。

图 35: 公司未来业务架构





资料来源：长江证券研究部整理

住宅业务方面，目前国内前十大开发商的市场占有率合计才占 10%，与成熟市场相比相差甚远，尽管在中国由于各种各样的原因使得市场集中度提升比较困难。但是从近几年来看，前十大开发商的市场占有率开始提升，我们认为金地在未来应当能充分分享集中度提升带来的增长空间。另外在高端住宅方面，目前金地所占份额还很小，未来提升的空间很大。

表 19：2011 年国内地产商销售排名

按销售面积排名	公司名称	销售面积（万平方米）	按销售金额排名	公司名称	销售金额（亿元）
1	恒大地产	1220	1	万科集团	1210
2	万科集团	1060	2	恒大地产	808
3	绿地集团	808	3	绿地集团	776
4	碧桂园	684	4	保利地产	732
5	保利地产	647	5	中海地产	720
6	中海外	566	6	万达集团	560
7	万达集团	392	7	碧桂园	430
8	龙湖集团	339	8	龙湖集团	381
9	雅居乐	339	9	华润置地	366
10	华润置地	300	10	世茂房地产	315

资料来源：互联网，长江证券研究部整理

商业地产方面，随着中国经济向内需驱动的转型，国内的消费在未来十年将可能迎来腾飞，而作为消费交易场所的商业地产则同样将潜力可观。金地多个场合都提到将关注商业地产的开发，希望能够与住宅地产形成良好联动，通过商业经营对地块价值的拉升来提高住宅产品的赢利水平。公司的商业地产考虑集中在轨道交通节点处去发展，走出一条与其他商业地产不同的模式来，开创具有金地特色的综合体发展之路。目前金地正在逐步建立专业的商业地产运作团队，从投资布局规划、建设融资通道、培育规划设计能力、完成对集团现有商家资源的整合和梳理、积累战略商家资源和打造高水平的商业管理服务等方面来进行内部能力的建设。

我们认为商业地产的繁荣才刚刚开始，如果公司能在这方面领先市场一步，在资本市场上将有助于公司提升估值，这方面我们认为公司的榜样是新鸿基。应该说新鸿基转型租售并举模式始于 80 年代初，用了 11 年的时间打造了足够大的现金流平台，完成了商业地产模式的探索，90 年代公司做了集中转型，目前公司租金收益已经占营业利润的 47%，能有效的平滑物业销售带来的波动。而在资本市场上，公司的估值也要高于其他主营于住宅的地产股。

表 20：新鸿基的转型

时间	阶段	资金配比	主要内容
----	----	------	------

1977-1987	转型前期	开发物业与投资物业的现金流配置比例=8: 2	打造一个足够大的现金流平台、完成商业地产的模式探索, 以及等待市场时机。
1988-1991	集中转型期	开发物业与投资物业的现金流配置比例=2: 8	将不到 20% 的金融资源用于开发物业, 开发物业的土地储备从 1960 万平方英尺下降到 1850 万平方英尺。
1992 年后	租售平衡期	开发物业与投资物业的现金流配置比例=5: 5	目前租金收入占收入接近 30%, 营业利润占接近一半。

资料来源: 长江证券研究部整理

图 36: 新鸿基收入结构

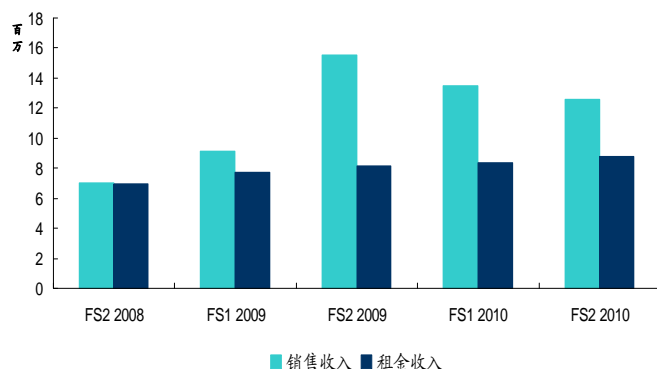
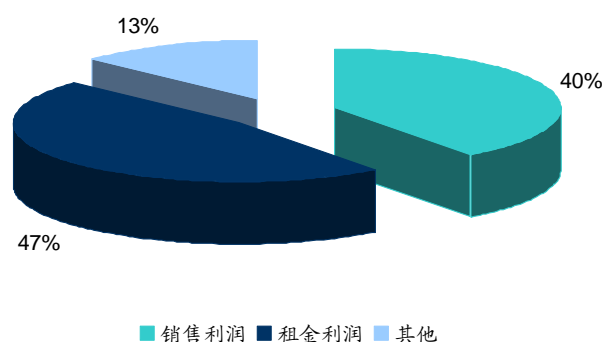


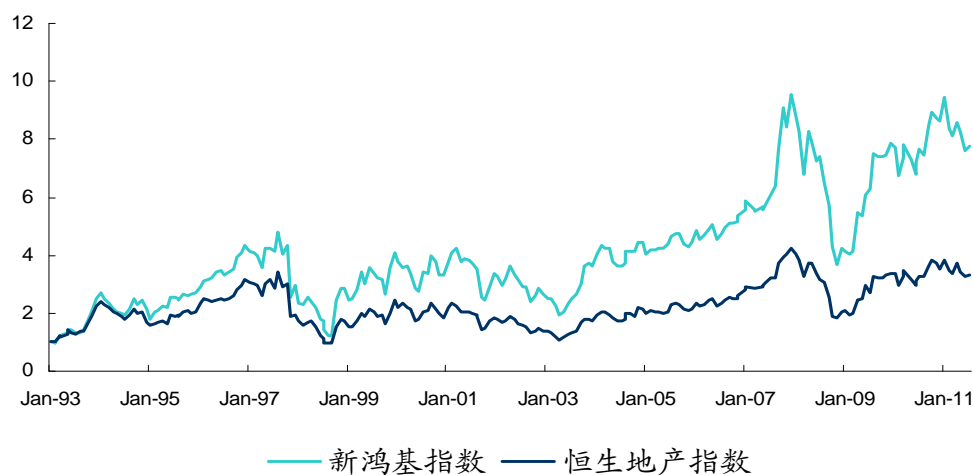
图 37: 2010 年营业利润占比



资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

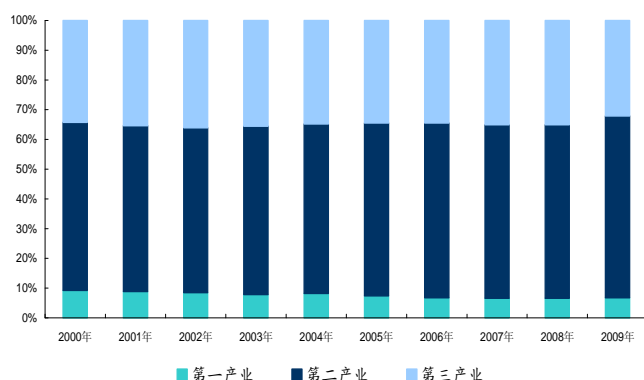
图 38: 新鸿基股价走势与地产板块走势比较



资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

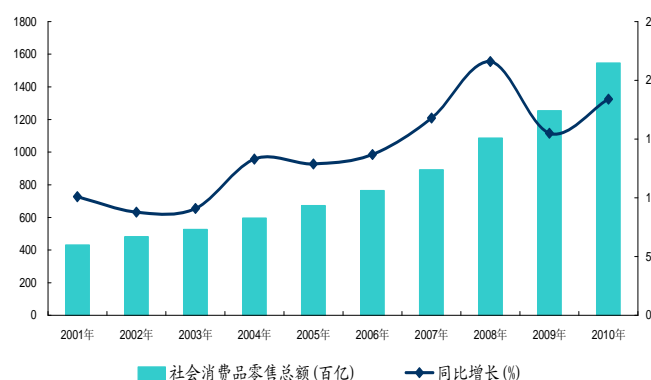
对于金地来说, 公司于 10 年 9 月设立了商业地产公司, 并将旗下北京金地中心、西安和岗厦项目等商业资产注入到商业地产公司, 商业地产已进入创业实操阶段。从规划来看, 金地 11 年计划投资 1-2 个城市综合体项目, 力争 5 年内在主要城市地铁节点处建造 20 个城市综合体, 使商业地产投资占比达到 20%, 资产达到 600 亿元, 再造一个今天的金地。

图 39：产业结构（按 GDP 贡献）



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

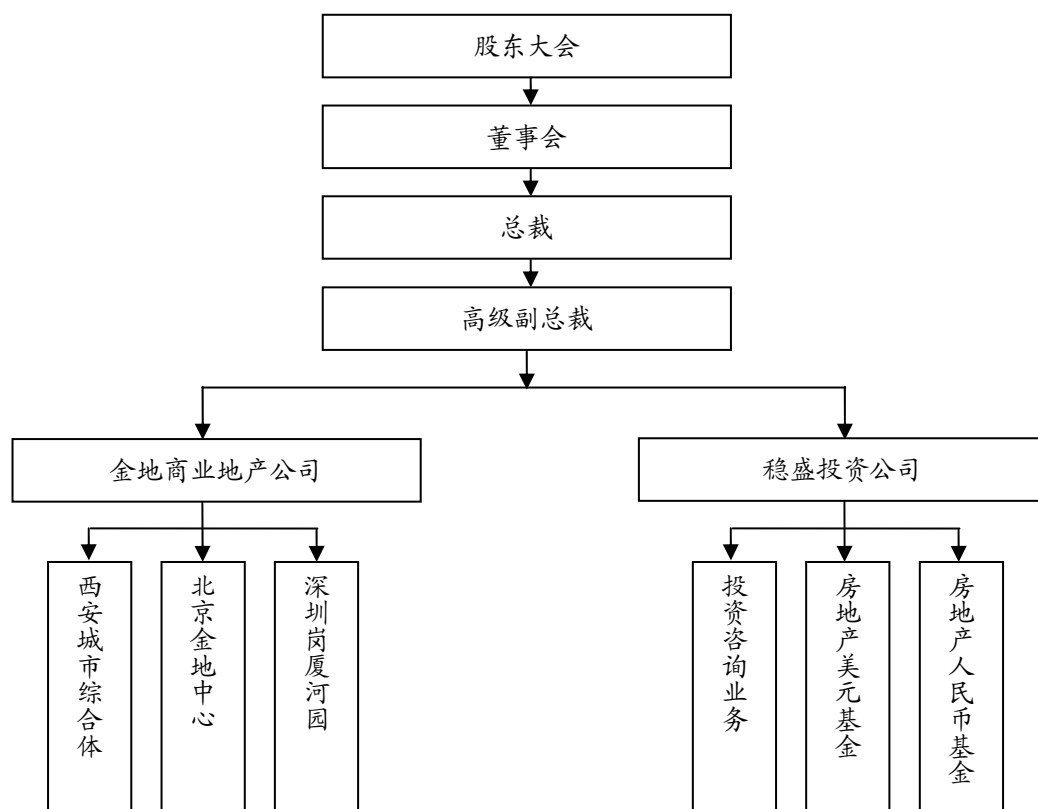
图 40：社会消费品零售总额（百亿）



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

在房地产金融方面，公司董事长在多个场合曾经表示金地即为“金融+地产”，而公司目前正在正在实践这一目标。正如我们前面所谈到公司注重前端价值的挖掘，目前已经成立了稳盛投资，未来将会分为三个业务，设计财务顾问、REITs、以及房地产 PE 投资。公司预计到 2015 年，金融业务将给集团贡献约 20% 的利润。

图 41：金地商业地产与房地产金融组织架构



资料来源：公司网站，长江证券研究部

公司旗下房地产金融公司稳胜投资已经管理了多支房地产基金和信托，业务涵盖了投资咨询、美元基金和人民币基金。稳胜投资与瑞银共同发起的房地产基金已经完成了第二次募集，累计募集资金约 3 亿美元，未来将会增长到 10 亿美元。从规划来看，稳胜投资 11 年管理的

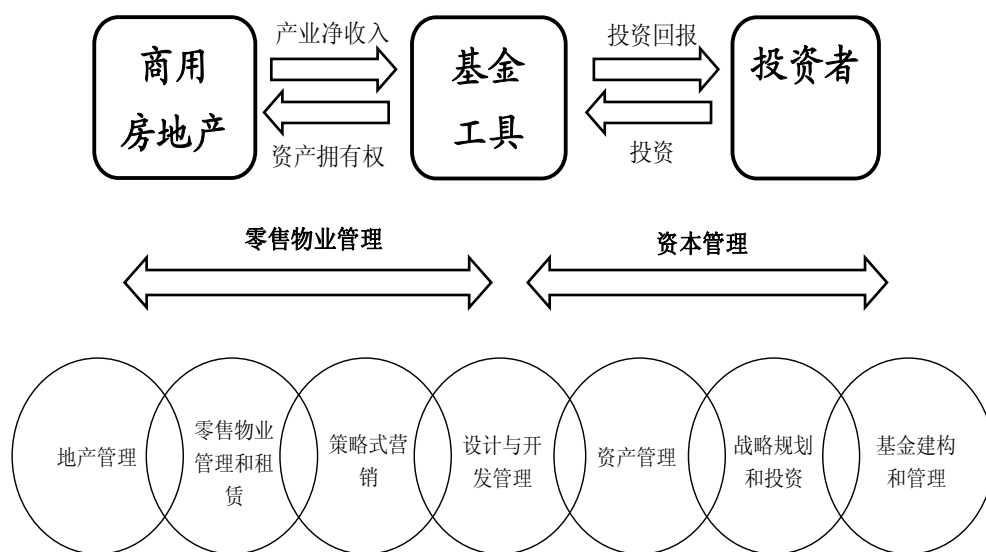
房地产基金将到达 50 亿元。除住宅开发项目投资外，稳盛投资也会涉足商业地产开发和物业持有、城市综合体开发、绿色智能建筑领域未上市企业股权投资及企业收购和兼并投资等，是一个综合的股权投资基金。其盈利模式主要是收取资金的管理费用以及超额利润分成。预计未来五年内管理的资产达到 600 亿元，为公司贡献 20% 的利润。目前与外部投资者合作的主要有上海赵巷项目、沈阳国际花园四期项目、武汉四新项目、深圳观澜项目。

金地在新的融资渠道方面公司也进行了探索，11 年 6 月金地斥资 8.36 亿元收购香港至祥置业 61.96% 的股权，成功进入香港资本市场，未来有望能够为公司商业地产发展提供融资平台。

应该说在地产商中地产与金融结合的最好的是嘉德置地，嘉德置地于 2000 年开始重组旗下地产业务，以轻资产模式提高回报率战略目标，以及具体而明确的战略转型执行方案，这一战略重组规划成为嘉德未来地产金融业务成功发展的基础。目前嘉德置地已具备了房地产金融-房地产开发-物业服务-酒店服务-资产管理的全业务链条，不同业务体系形成合力，达到“1+1>2”的效果，不同业务部门之间分工明确，由基金负责融资，由凯德置地负责地产开发，由雅诗阁、嘉德商用和凯德自己成立的商业管理公司负责后期项目运营，全业务链模式是其能够纵横全球的重要优势之一。

截至 2010 年 12 月 31 日，公司管理资产总计 526 亿，旗下的 6 只信托以及 17 只基金管理规模逾 300 亿。

图 42：嘉德商用全业务链条



资料来源：长江证券研究部整理

凯德的资金来源大体上分 3 种，一是自有资金，二是私募资金，三是上市信托基金。信托基金实际上是嘉德设计的一个退出机制，公司在自有资金或私募资金投资项目之后，未来将会注入到上市信托基金或出让给第三方变现，资金回笼后就可以再投资新的项目。目前，公司实现退出的部分有三分之一注入到了上市信托基金中，三分之二转让给第三方。

图 43：嘉德置地资产结构

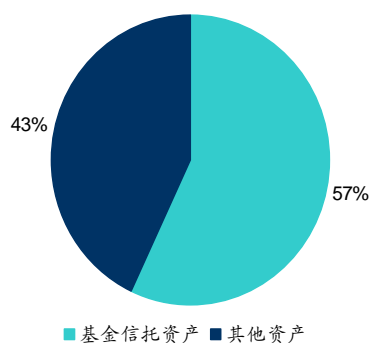
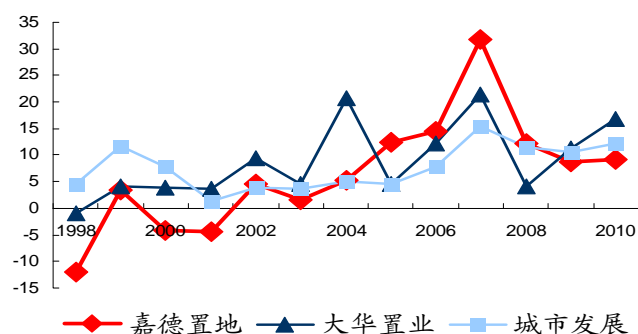


图 44：嘉德置地与同业企业 ROE 比较



长江证券研究部

长江证券研究部

## 盈利预测与估值

### EPS 预测

根据我们的调研与公司竣工计划，我们预计公司 11 年、12 年收入在 210 亿、263 亿左右，对应的 EPS 分别为 0.64、0.80 元。

表 21：预计结算利润表

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	19,593	21,072	26,273	34,169
减：				
营业成本	12,134	12,803	15,875	20,631
营业税金及附加	2,016	2,318	2,890	3,759
销售费用	514	548	683	888
管理费用	824	885	1,103	1,435
财务费用	32	47	72	88
资产减值损失	-49	0	0	0
加：				
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	85	0	0	0
营业利润	4,206	4,472	5,650	7,368
营业外收支	20	0	0	0
利润总额	4,226	4,472	5,650	7,368
所得税费用	1,093	1,118	1,412	1,842
净利润	3,133	3,354	4,237	5,526
归属于母公司所有者的净利润	2,694	2,862	3,565	4,678
少数股东损益	439	492	672	847
EPS（元/股）	0.60	0.64	0.80	1.05

资料来源：长江证券研究部

### NAV 估值

我们假设公司项目分四年开发完毕，取 WACC 为 15%折现，假定价格下跌 15%后得到净权益增加值，从而计算得到公司 NAV 为 7.48 元。

**表 22: NAV 测算表**

名称	城市	权益	2011 年末未 结算面积	净权益增加值
上海格林世界	上海	70%	22.70	69522
上海浦东三林项目(湾流域)	上海	85%	6.30	25506
青浦区徐泾镇 3 号地块	上海	100%	10.04	55457
上海金地天境	上海	51%	21.02	73107
上海市宝山城市工业园区市台路地块项目	上海	100%	17.60	73325
上海浦东航头中心镇 A1 地块	上海	100%	21.75	49456
南京自在城	南京	100%	84.23	129829
常州飞龙生活区 2 号地块	常州	100%	16.05	8645
常州飞龙生活区 3 号地块	常州	100%	23.58	17959
宁波国际花园项目	宁波	100%	12.47	25555
宁波慈溪太妃 2 号地块	宁波	100%	16.01	8393
杭州自在城	杭州	80%	29.36	51605
杭州西湖三墩项目(与中天合作)	杭州	60%	34.33	56884
金地天逸	杭州	100%	30.87	87701
绍兴县柯桥地块	绍兴	100%	110.94	26051
扬州市开发区古运河 693 号地块	扬州	100%	21.24	2284
沈阳滨河国际	沈阳	100%	109.88	26663
沈阳金地名京	沈阳	55%	34.63	22028
沈阳市大东区三洋重工地块	沈阳	100%	44.42	16291
天津双港格林世界	天津	100%	29.01	72347
天津国际广场	天津	100%	30.88	107596
天津团泊湖项目	天津	70%	46.63	29803
北京金地仰山	北京	60%	13.06	15417
北京房山区房山线理工大学站 3 号地及 5 号地	北京	100%	30.35	29749
烟台市高新区的烟台市中农大	烟台	51%	13.16	4352
大连民主广场	大连	70%	6.17	4393
大连甘井子 收购	大连	100%	46.00	0
东莞万江	东莞	100%	10.14	5650
东莞黄江	东莞	100%	41.38	15772
东莞博登湖	东莞	51%	20.37	10702
广洲荔湖城	广州	80%	224.73	0
深圳名津	深圳	60%	11.89	29165
金地上塘道	深圳	100%	6.15	14979
深圳市宝安天悦湾	深圳	100%	15.51	57585
深圳龙岗区宝荷路	深圳	100%	11.60	8069
珠海伊顿山(红山楼 1 号)	珠海	100%	3.15	808
珠海门道(工业园 B2)	珠海	51%	4.54	119
珠海伊顿山(红山楼 3 号)	珠海	51%	10.80	1400
佛山禅城九龙壁项目	佛山	51%	8.29	444
佛山市大良云近东区 16-2 号地块项目	佛山	100%	12.84	4873
武汉国际花园	武汉	100%	4.00	12194
金地格林春岸	武汉	100%	18.26	8940
金地明郡	武汉	100%	7.02	3297
金地西岸故事	武汉	100%	14.89	10092
武汉四新项目	武汉	76%	57.43	30962
武汉圣爱米伦	武汉	70%	28.74	19206
武汉高新	武汉	100%	34.41	20982
长沙市观音岩项目	长沙	64%	94.68	14750
西安曲江芙蓉世家	西安	100%	2.13	8477
西安湖城大境	西安	70%	116.00	200523
西安市雁塔区西沣路区域城中村改造	西安	100%	196.47	7582
			1838.09	1576488
WACC=15%				

净权益增加值	1576487.63
2010 年期末净资产	1768018.52
NAV	3344506.15
股本	447150.86
每股 NAV	7.48

资料来源：长江证券研究部

## 投资建议与风险提示

### 投资建议

今年对于金地来说应该是受影响较大的一年，其年初提出的走中高端策略使得其受调控影响最大。金地的项目中有 85% 是分布在限购区域，而且公司专注的细分市场是中高端的改善需求，在限购限贷等政策影响下公司年内销售额较年初计划下滑较多。

从明年的角度来说，公司已经着手调整户型供给结构，且每年全年的货量在 600 亿左右，如果明年公司所在区域政策出现微调公司弹性应该是最大的，其受政策的边际影响最大。我们对于明年货币政策与产业政策的总体看法是“微调”，因此金地将会受益。另外，从长期来看我们认同公司“一体两翼”的战略。我们预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.64、0.8 元，NAV7.48 元，维持“推荐”评级。

### 风险提示

尽管公司努力调整结构，但其大户型相比于主流开发商来说占比仍然偏大。其风险主要在于销售方面。

## 公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	19593	21072	26273	34169	货币资金	13631	19612	19974	21832
营业成本	12134	12803	15875	20631	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7459	8270	10398	13538	应收账款	1449	1538	1918	2494
% 营业收入	38.1%	39.2%	39.6%	39.6%	存货	45455	38779	46247	55471
营业税金及附加	2016	2318	2890	3759	预付账款	8882	9331	11556	15017
% 营业收入	10.3%	11.0%	11.0%	11.0%	其他流动资产	1455	1562	1947	2533
销售费用	514	548	683	888	流动资产合计	70873	70823	81642	97347
% 营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	824	885	1103	1435	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	长期股权投资	144	144	144	144
财务费用	32	47	72	88	投资性房地产	1345	1345	1345	1345
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	固定资产合计	83	118	161	218
资产减值损失	-49	0	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	8	8	8	8
投资收益	85	0	0	0	递延所得税资产	352	0	0	0
营业利润	4206	4472	5650	7368	其他非流动资产	11	11	11	11
% 营业收入	21.5%	21.2%	21.5%	21.6%	资产总计	72817	72448	83311	99073
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	5047	0	0	0
利润总额	4226	4472	5650	7368	应付款项	2953	3074	3806	4946
% 营业收入	21.6%	21.2%	21.5%	21.6%	预收账款	18870	20229	25222	32803
所得税费用	1093	1118	1412	1842	应付职工薪酬	662	682	844	1097
净利润	3133	3354	4237	5526	应交税费	571	632	792	1031
归属于母公司所有者					其他流动负债	4446	4648	5761	7486
的净利润	2694.0	2861.8	3564.9	4678.5	流动负债合计	32549	29265	36425	47362
少数股东损益	439	492	672	847	长期借款	18064	18064	18064	18064
EPS（元/股）	0.60	0.64	0.80	1.05	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	8	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	1190	1190	1190	1190
经营活动现金流净额	-3039	11546	1021	2716	负债合计	51811	48518	55679	66616
取得投资收益	85	0	0	0	归属于母公司	17680	20113	23143	27120
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	3325	3817	4490	5337
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	21006	23930	27632	32456
固定资产投资	-39	-42	-53	-68	负债及股东权益	72817	72448	83311	99073
其他	57	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	18	-42	-53	-68		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.602	0.640	0.797	1.046
股权融资	1161	0	0	0	BVPS	3.95	4.50	5.18	6.06
银行贷款增加（减少）	6983	-5047	0	0	PE	9.05	8.52	6.84	5.21
筹资成本	1475	-476	-607	-790	PEG	0.45	0.42	0.34	0.26
其他	-2983	0	0	0	PB	1.38	1.21	1.05	0.90
筹资活动现金流净额	6636	-5523	-607	-790	EV/EBITDA	7.95	5.04	3.92	2.76
现金净流量	3615	5981	362	1858	ROE	15.2%	14.2%	15.4%	17.3%

资料来源: 长江证券研究所

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

## 投资评级说明

<b>行业评级</b>	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
<b>公司评级</b>	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。