

借力拥湾战略，谋求长远发展

——胜利股份（000407）调研报告

要点： 我们日前调研了胜利股份，就公司经营情况和未来发展战略与公司高管进行了交流。

- **估值偏低，首次给与“推荐”评级。** 预计公司09年和2010年可实现40%和26%的业绩增长，每股收益为0.58元和0.72元，对应动态PE为19和15倍，股价相对于RNAV溢价29%。我们认为，公司目前估值偏低，首次给与“推荐”评级，合理的股价为13-15元。
- **股价驱动因素：首次卖地顺利实施、参与二级开发。** 胜通海岸填海项目的首地块，有望在今年7月进入土地市场挂牌挂，届时公司卖地补偿款将得已落实。该地块的流转过程，对于整个项目用地性质改变具有标志性意义，因此，预计对公司股价将有明显推升作用。此外，公司和青岛城投均有可能参与此地块的二级开发，公司一直有意向进军房地产领域，若能顺利进行，将进一步增强其盈利能力和估值水平。
- **两块填海项目是公司的主要看点。** 胜利股份过往是一家化工企业，盈利能力偏低。在青岛市政府07年底提出“环湾保护、拥湾发展”的城市战略后，公司位于青岛四方区胶州湾东岸的3000亩填海造地项目，定位从工业港口码头，变为集游艇、旅游、度假、居住为一体的海滨休闲度假新区，地块瞬间增值了数倍。项目公司（参股29.5%）持续卖地收益将成为公司未来最主要的利润来源。预计该地块将分5-7年出让，可给公司带来19亿元净利润。除此之外，公司位于上述地块南区1677亩海域的待填海项目（参股49%），有望在今年下半年动工，填海工期约2年，完成后将仿照前述地块进行土地出让。预计此地块将分3-4年出让，可给公司带来23亿的净利润。
- **青岛房地产市场前景乐观，四方区有望成为新亮点。** 根据青岛市08-2012年住房建设发展规划，旧城改造和城中村改造将在未来五年内完成。“两改”项目的大规模启动，将为青岛房地产市场提供了强大的刚需支撑。四方区借助拥湾战略的政策东风，在“两改”项目推进下，随着老企业陆续搬迁，地产大亨的相继进驻，拥有城市中心的位置和优惠的房价，四方区将成为未来青岛房地产市场的又一焦点。
- **风险提示。** 青岛市拥湾战略的重大变更、两个填海项目规划的重大变更、以及青岛楼市调整都可能影响公司业绩，从而造成股价的波动。

分析师

刘 昆： 黄清林：
☎(86-755) 83516214 ☎(86-755) 83515512
✉ liuk@cgws.com ✉ huangql@cgws.com

万 知：
☎(86-10) 88366060 - 8780
✉ wanz@cgws.com

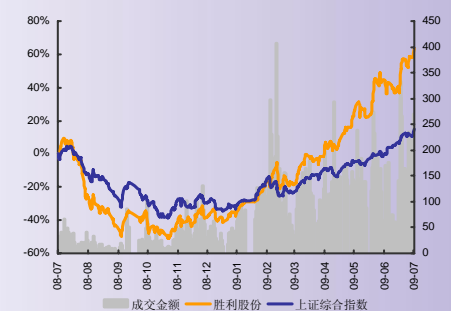
投资评级：推荐（首次）

市场数据(最新)	最新股价：10.93元
总市值(亿元)	55.59
流通市值(亿元)	54.23
公司总股本(万股)	49,941
已流通A股(万股)	49,612
十大流通股东持股比例	17%
12个月最高/最低股价(元)	10.93/3.11
股东户数	55,493

公司盈利预测及评级

	2008A	2009E	2010E
营业收入(万元)	179,932	141,673	155,142
(+/- %)	44%	-21%	10%
净利润(万元)	20,371	28,467	36,019
(+/- %)	813%	40%	27%
EPS(元)	0.41	0.57	0.72
PE(倍)	27	19	15

股价表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



正文目录

一、盈利预测、估值及投资建议.....	2
1.1 盈利预测：2009 年增长 40%，2010 年增长 26%.....	3
1.2 估值水平偏低，首次给予“推荐”评级.....	3
1.3 股价驱动因素：首次卖地顺利实施、参与二级开发.....	5
二、公司简介.....	5
三、两块填海项目是公司的主要看点.....	6
3.1 胜通海岸项目进入收获期.....	6
3.2 四方港南区填海造地项目有望下半年动工.....	8
四、拥湾战略为青岛市及四方区谱写发展新篇章.....	9
4.1 青岛市提出“环湾保护、拥湾发展”的战略新规划.....	9
4.2 拥湾战略为四方区发展打造新空间.....	10
五、青岛及四方区房地产市场介绍.....	10
5.1 青岛房地产市场概况.....	10
5.2 “两改”大潮下，青岛住房刚需涌动.....	11
5.3 借助多重利好，四方区打造青岛楼市新亮点.....	12
六、风险提示.....	13
6.1 青岛市“环湾发展、拥湾保护”战略的改变.....	13
6.2 欢乐滨海城规划有重大变更、四方港南区填海项目运作有重大变更.....	13
6.3 青岛房地产市场调整.....	13

图表目录

表 1、公司与同行估值对比.....	4
表 2、公司重估每股净资产.....	4
表 3、胜通海岸股权变动情况.....	7
表 4、青岛四方区 08 年至今住宅用地招牌挂情况.....	13
表 5、公司未来三年财务数据预测.....	14
图 1：公司与第一大股东之间的产权关系图.....	6
图 2：胜通海岸填海造地项目现场图一.....	7
图 3：胜通海岸填海造地项目现场图二.....	7
图 4：四方区欢乐滨海城具体区位图.....	8
图 5：四方区欢乐滨海城规划效果图.....	8
图 6：青岛市“环湾保护、拥湾发展”战略辐射图.....	9
图 7：胶州湾近岸区域功能定位示意图.....	9
图 8：青岛市四方区位图.....	10
图 9：四方区“五大组团”规划建设.....	10
图 10：青岛市房地产投资额增长情况.....	11
图 11：青岛市房地产市场供需及房价情况.....	11



一、盈利预测、估值及投资建议

1.1 盈利预测：2009 年增长 40%，2010 年增长 26%

我们预计公司 2009 年和 2010 年可实现 40% 和 26% 的业绩增长，每股收益分别为 0.58 元和 0.72 元。其中卖地收益贡献业绩为 09 年 0.34 元，2010 年 0.70 元。

预计 09 年公司业绩主要来自于两块：

一是转让股权收益。公司于去年 6 月与青岛城投集团签订了转让青岛胜通海岸置业公司部分股权的协议，该项股权转让分两次进行，08 年已给公司新增了 2.5 亿元的净利润，预计 09 年可带来 1.2 亿元的净利润。

二是首期卖地收益。根据青岛市政府“环湾保护、拥湾发展”的战略布局，胜通海岸公司填海造地项目将打造成青岛四方区的滨海新区——欢乐滨海城。其首期启动项目，已获青岛市规划局批复，只要控制性详规通过市政府审批，即可被土地储备中心收回，并进入土地市场挂牌挂程序。根据市政府相关土地扶持政策，胜通海岸公司可获得出让地块评估备案价 90% 的补偿款。跟据首期规划，该地块用地性质是：商住、配套学校和公共绿地，土地面积约 432 亩，预计评估价格为 200-250 万/亩，有望在今年 7 月挂牌出让。预计首期卖地可给公司分回 1.7 亿元投资收益。

预计公司 2010 年的业绩，也将主要来自于参股的胜通海岸公司，再次出让土地获得补偿后，分回的投资收益。我们假设：胜通海岸公司明年出让土地 500 亩，建设规划中商业性质用地占 70%，配套占 30%，商业性质用地评估价较 09 年上涨 15%。则二期卖地可给公司分回 3.5 亿元投资收益。

公司传统主业方面，近年来盈利较为稳定，综合毛利率保持在 10-15% 左右。从 2000 年至 07 年，净利润一直在 2000 至 4000 万元范围内波动。展望未来，公司打算退出毛利率过低的塑料业务，重点发展农化和生物制药。公司农化产品以草甘膦为主，目前草甘膦价格已跌至 07 年来的最低点，因此预计 09 年该项业务盈利能力将较 08 年明显下降。生物制药方面，公司重点生产动物抗生素，09 年这块产品需求亦不如 08 年。因此，综合考虑，预计公司传统主业方面对 09 年难有业绩贡献；2010 年将逐步好转，预计可贡献 1300 万净利润。

1.2 估值水平偏低，首次给予“推荐”评级

公司过往是一家以塑料、农化产品为主的化工企业，但从 08 年开始，主要利润来源都转向参股的胜通海岸公司。胜通海岸未来的主要收益来自于卖地，因此从盈



利角度看，胜利股份可视为土地一级开发企业。

从相对估值角度的市盈率指标看，公司 08 年 27 倍，09 和 2010 年分别为 19 和 15 倍，相对传统主业的塑料、动物抗生素板块，以及我们重点跟踪的地产公司，胜利股份的估值都明显偏低。从市净率角度看，公司最新 PB 为 6.7 倍，亦远低于云南城投、中天城投等以土地一级开发为主业的上市公司。

表 1、公司与同行估值对比

股票简称	2008PE	2009PE	2010PE	最新 PB	股价/RNAV 折溢价
塑料板块	57	32	26	4.81	
草甘膦板块	41	20	15	4.61	
动物抗生素板块	44	30	24	4.31	
重点跟踪地产公司	41	31	24	4.64	82%
云南城投	306	19	11	22.54	
中天城投	55	32	22	14.39	
胜利股份	27	19	15	6.70	29%

数据来源：wind，长城证券研究所

绝对估值角度方面，公司每股重估净资产为 8.47 元，股价相对 NAV 溢价 29%，大大低于我们重点跟踪地产公司的平均溢价幅度。我们计算公司 RNAV 的核心假设是：（1）胜通海岸将分六年时间出让所持的 2927 亩土地，出让时间为 2009-2014 年，期间土地评估价每年上涨 10%；（2）胜通海岸南区待填的 1677 亩海域，预计将在两年后完成填海，随后分四年出让，出让时间为 2012-2015 年，期间土地评估价每年上涨 10%；（3）两个片区的修建规划均是商业部分占土地面积 70%，公共配套占 30%，片区整体容积率为 1.3。

表 2、公司重估每股净资产

（单位：万元）

胜通海岸 2927 亩地	146,329
南区 1677 亩海域	192,581
公司净资产帐面值	84,287
重估净资产	423,198
每股重估净资产(元)	8.47

数据来源：长城证券研究所

我们认为，无论从相对或绝对估值，公司目前股价都有所低估。有投资者担心，公司卖地是一次性收益，业绩没有延续性。但从我们调研了解的情况看，公司计划用 5-7 年时间将胜通海岸所持地块分批出让，以分享地块逐渐成熟带来的增值收益。而待填的南区海域，预计将在三年后陆续为公司贡献卖地收益。



考虑到公司 09 年业绩构成中有一部分来自股权转让收益，属于非经常性损益，我们不妨用 2010 年的业绩给公司估值。我们认为，可给予公司 2010 年 20 倍的 PE，股价相对于 NAV 溢价 50%的估值水平，合理的股价为 13-15 元。公司目前股价为 10.93 元，距离目标价格有 20%-40%的上涨空间，首次给予“推荐”的投资评级。

1.3 股价驱动因素：首次卖地顺利实施、参与二级开发

如前所述，胜通海岸填海造地项目的首期启动地块，有希望在今年 7 月进入土地市场挂牌。届时，胜通海岸公司有望获得土地评估价值 90%的补偿款。该地块的流转过程，对于整个项目用地性质改变具有标志性意义，值得我们密切关注。我们预计随着该片区配套的逐步完善，未来出让地价有望稳步上升。因此，我们预计，胜通海岸首次成功卖地，将对公司股价有明显的推升作用。

此外，公司和青岛城投集团均有可能参与此地块的二级开发。公司一直有意进军房地产领域，若能顺利进行，将进一步增强其盈利能力和估值水平。

二、公司简介

山东胜利股份有限公司成立于 1994 年，1996 年在深圳证券交易所挂牌上市。公司成立之初，主要经营石油成品油的批发和零售、国际贸易以及房地产开发。自 1994 年起，先后斥资 2 亿元进入塑胶管道领域；1997 年，投资控股中外合资山东绿野化学有限公司，进入农药领域；1998 年，与中科院植物所合资组建山东胜利生物技术有限公司，从事生物技术的研究与开发；2000 年，在济南市高新技术开发区投资兴建“胜利生物工程园”，全力进军生物技术产业；2002 年，与青岛胜信投资、四方城市发展公司，合资成立了青岛胜通海岸置业公司，负责青岛市四方区西海岸围海造地项目的开发建设。

塑胶、农化、生物、贸易是公司的传统主业，上述业务的稳步发展也为公司创造了稳定的利润。但从盈利能力看，由于塑胶和贸易产业毛利率较低，公司过往综合毛利率一直维持在 10-15%的较低水平。而胜通海岸围海造地项目，原定位为工业码头，在 07 年“环湾保护、拥湾发展”的市政新划出台后，该片区被重新定位为海滨休闲度假新区，而这个项目从 07 年开始成为公司的主要利润来源。

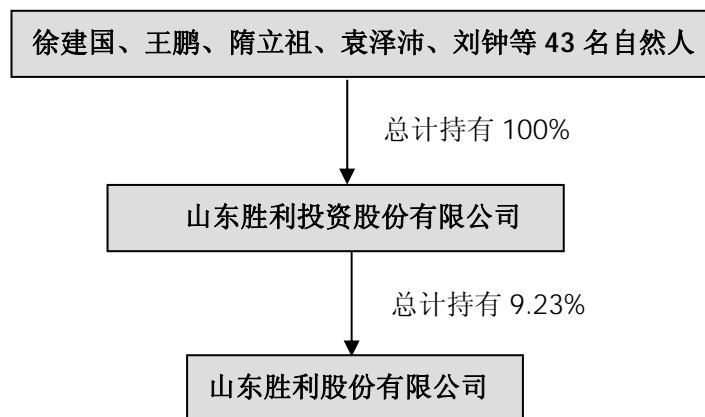
今年 5 月，新一届董事会审议通过了公司 2009-2012 年的战略发展规划，提出了“以生物和农化为一体，地产和投资为两翼”的发展思路。生物产业和农化产业



以技术、品牌的差异化和资本运营为攻略，致力于打造“中国生物技术第一企业”和“中国田间除草剂第一品牌”；地产和投资项目要充分整合资源优势，稳健经营；逐步退出塑胶业务。

从股东背景来看，公司从 2002 年起就实现了管理层持股。第一大股东山东胜利投资股份有限公司，是徐建国等 43 名自然人（以胜利股份中、高级管理层为主）以现金出资发起设立的。目前持有公司 9.23% 的股本。

图 1：公司与第一大股东之间的产权关系图



数据来源：公司公告

三、两块填海项目是公司的主要看点

毋庸置疑，目前公司最大的亮点，在于公司参股的胜通海岸围海造地项目和该地块南区的待填海项目。

3.1 胜通海岸项目进入收获期

如前所述，2002 年，胜利股份与青岛胜信投资、四方城市发展公司，合资成立了青岛胜通海岸置业公司，负责青岛市四方区西海岸围海造地项目的开发建设。项目位于青岛胶州湾东海岸咽喉要塞，南起航务二公司，北至李村河口。

围海造地工程于 2003 年 12 月开工，2006 年 11 月至 2007 年 7 月分项工程陆续交工验收，共形成陆域面积 195 万平米（2926.52 亩）。其中：177 万平米（合 2,661.7 亩）土地已取得工业用地的土地使用权证，另有面积为 18 万平米（合 264.7 亩）的土地目前尚未取得土地使用权证（将由胜通海岸依据“环境保护、拥湾发展”规划调整，在土地用途变更时取得相应的土地使用权证）。



项目原定位为港口码头工业用地，计划兴建集装箱码头和散装码头。后由于青岛市委、市政府提出“环湾保护、拥湾发展”的城市战略布局，上述区域拟改建为游艇、旅游、度假、居住码头，附近海岸线将逐步打造成为生活岸线、经济岸线、生态岸线，片区拟建成海滨休闲度假新区。

为顺利推进该项目，借助青岛城投集团在青岛市的资源协调能力，2008年6月，胜通海岸引入了青岛城投作为大股东。在一系列股权转让完成后，青岛城投将持有胜通海岸51%的股权，胜利股份及其控股公司（胜利股份持有胜信投资62.5%股权）合计持有胜通海岸29.5%的股权（原直接间接持有60%股权）。

表 3、胜通海岸股权变动情况

股东	本次变动转让前股权比例 (%)	2008 年股权变动比例 (%)	2009 年股权变动比例 (%)	全部股权转让完成后股权比例 (%)
胜利股份	35	- 8	- 10	17
胜信投资	40	- 20	0	20
四方城发	25	- 13	0	12
青岛城建	0	+ 41	+ 10	51

数据来源：公司公告

预计该地块将在 5-7 年内陆续进入土地一级市场，公司也将持续获得胜通海岸卖地取得的投资收益。我们预计整个地块将在 09-2014 年陆续出让，平均评估地价为 340 万/亩，填海造地成本为 30 万/亩，项目可给公司贡献 19 个亿的净利润（不考虑时间价值）。同时，公司或将选择区位较好的出让地块进行住宅、商业二级开发。

图 2：胜通海岸填海造地项目现场图一



数据来源：长城证券研究所

图 3：胜通海岸填海造地项目现场图二



项目地块将被打造成欢乐滨海城，对应海岸线 2500 米，占地 3000 余亩，规划建筑面积 260 万平方米，平均容积率 1.2，总投资约 200 亿元。项目地理位置优越，距离青岛市新火车客运站不足 2 公里，距青岛流亭国际机场不足 10 公里，胶州湾跨海大桥也从这里入海。



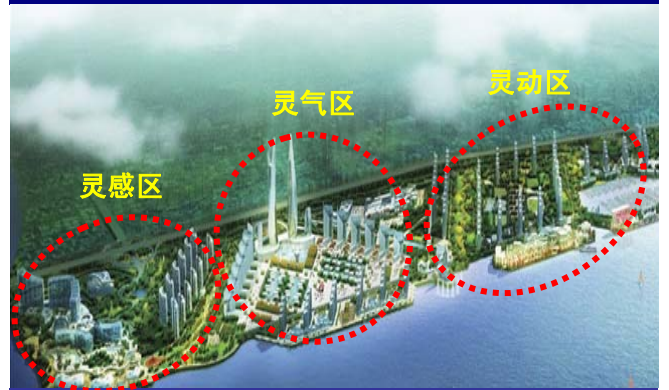
欢乐滨海城由曾设计了被誉为“世界第八大奇观”的迪拜棕榈岛的世界著名设计师莱瑞·奚柏斯设计规划方案。本着“生态、节能、减排”的原则，欢乐滨海城规划了三个不同的主题区域：灵感区、灵气区和灵动区。灵感区（北区）内将建设国际花园酒店以及用于文化创意发布、展示、体验的国际创意展示中心、高档公寓等。灵气区处在滨海城的中部，它的标志性建筑是两栋 55 层高的双子塔楼，这也是该主题区域的标志性建筑。两座塔楼由高级办公区、五星级商务酒店和公寓组成。该区域还设有高级企业会所、零售商业广场等设施。此外，整个滨海城的社区服务管理中心也设在这个主题区里，为居民生活提供优质便利的服务。灵动区（南区）规划为沙滩、游艇码头、运动公园和生活居住区域。

图 4：四方区欢乐滨海城具体区位图



数据来源：互联网，长城证券研究所

图 5：四方区欢乐滨海城规划效果图



3.2 四方港南区填海造地项目有望下半年动工

除胜通海岸外，2007 年 10 月，胜利股份还与青岛国信、青岛市四方区政府联合签署了开发青岛四方港区南区事宜的三方意向书。

意向书约定，开发项目为青岛市四方区海岸线南起华电青岛发电有限公司取水泵房北侧、北至航务二公司后海基地南侧约 1677 亩海域（面积及用途以规划批复为准）的填海造地建设项目。其中，已办理海域使用证的约 927 亩，未办理海域使用证的约 750 亩。

青岛国信与本公司于青岛市四方区合资设立项目公司（青岛国信占 51%股份，本公司占 49%股份）共同负责开发上述项目，青岛市四方区政府协助协调项目有关配套事宜。

根据我们调研了解到的情况，南区填海造地项目也将仿照北区的运作模式，即先填海，再卖地，继续打造四方区的生活岸线、经济岸线、生态岸线。预计项目将在今年下半年动工，整个工期将持续两年左右。我们预计整个地块将在 2012-2015



年陆续出让，平均评估地价为 430 万/亩，填海造地成本为 40 万/亩，项目可给公司贡献 23 个亿的净利润（不考虑时间价值）。

四、拥湾战略为青岛市及四方区谱写发展新篇章

4.1 青岛市提出“环湾保护、拥湾发展”的战略新规划

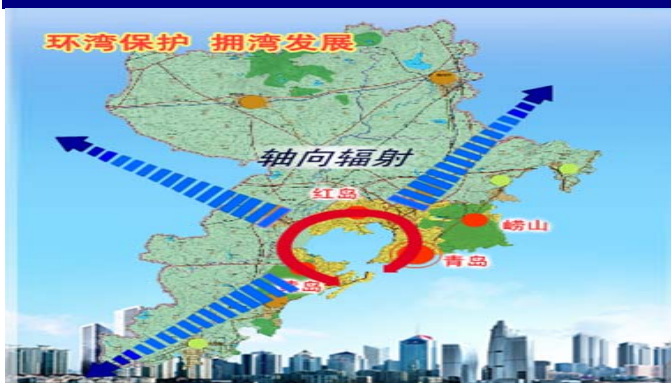
青岛位于山东半岛南端、黄海之滨，地处华北和华东经济区的结合带，与东北经济区跨海相连，是沿黄河流域最大的出海口和信息、金融、货物集散中心之一，以港口贸易、海洋科研、现代工业、发达农业、金融服务、旅游度假等优势 and 开发潜力，成为中国最具经济活力的城市之一。

2008 年末全市户籍总人口约 760 万人，其中市区 1159 平方公里，人口 276 万人。据初步统计，08 年全市生产总值（GDP）达到 4436 亿元，比上年增长 13.2%；城市居民人均可支配收入 20464 元，同比增长 14.6%。

胶州湾被誉为青岛的“母亲湾”。由于历史原因，青岛城市发展长期以来一直局限于胶州湾东南岸一隅。20 世纪 80 年代以后，开始向胶州湾西岸发展，初步形成了跨越胶州湾一线两翼的城市格局。随着胶州湾东西两岸发展空间的饱和，原有的城市格局已经无法适应和满足新形势下优化城市空间布局的需求，也难以对青岛北部腹地地区产生集中发展和辐射带动作用。因此，向胶州湾北部区域发展，形成环绕胶州湾发展集约的城市发展战略已势在必行。

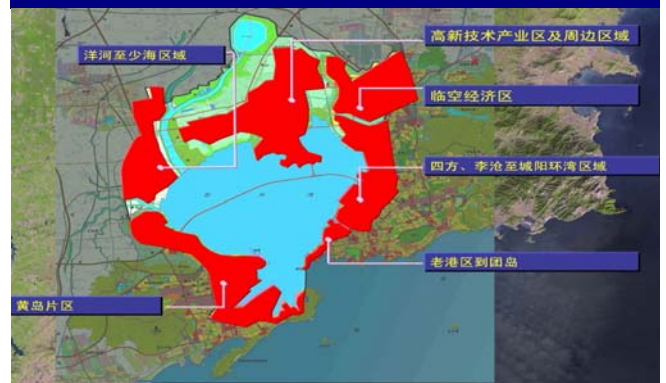
2007 年 11 月，“环湾保护、拥湾发展”被正式作为未来青岛发展的关键战略而提出。加快推进拥湾发展战略，改善胶州湾生态环境，优化提升老城区功能品质，建设发展新城区，带动老城区企业搬迁改造，加快旧城改造步伐，完善公共服务配套设施，对于提高居民生活质量，缩小南北差距，促进城市协调均衡发展具有重要意义，是青岛实现科学发展的必由之路和必然选择。

图 6：青岛市“环湾保护、拥湾发展”战略辐射图



数据来源：互联网，长城证券研究所

图 7：胶州湾近岸区域功能定位示意图





4.2 拥湾战略为四方区发展打造新空间

四方区是青岛市的老城区之一，位于市区中部、胶州湾东岸，面积 34.55 平方公里，人口 45.7 万，海岸线长 5.83 公里。四方区往南通向市北区和市南区，北可达李沧区和城阳区，东接崂山区，西部为濒临胶州湾的经济开发带，地理位置四通八达，具有良好的区位优势。

然而，在青岛早期规划中，南侧海岸线属于生活岸线，而北侧胶州湾内四方、李沧海岸线被定位为工业岸线。四方区作为老工业区、产业工人聚集地，长期以来，城市基础设施建设欠账较大。居民生活配套设施不足、城市功能不完善等影响了该区的经济发展和居民生活环境的改善，同时也阻碍了全市城市化进程的整体推进。

“环湾保护、拥湾发展”战略的推出，为四方区的发展迎来了新契机。市领导指出：要充分发挥区内科技园优势，引进和建设一批具有较强带动作用的科技示范项目，尽快形成具有鲜明区域特色的产业聚集带。同时，加快城区建设步伐。有步骤地对能耗高、污染重、效益差、附加值低的老工业企业实施搬迁，加大老城区和城中村改造力度，争取把四方区打造成“个性鲜明、独具特色”的城区。

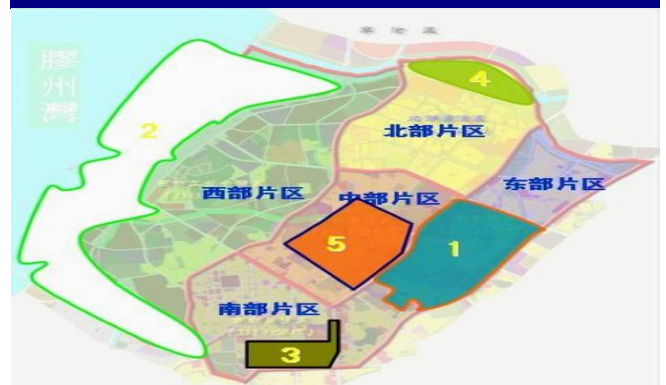
根据规划，四方区将整合全区资源，突出文化特色，在 3 至 5 年内打造成青岛市的“中央文化区”，重点推进五大组团建设。具体包括：双山、保儿村区域的东部创意公园以动漫、创意为主，突出时尚文化。西部环胶州湾的欢乐滨海城突出现代文化。南部打造以建筑文化为主的建筑创意产业集聚区。北部依靠青岛科技大学和德国朗盛集团研发机构打造中国橡胶产业，突出科技文化。中部城市新都心依托大山村改造和周边的麦德龙、东方家园等大型商业设施，突出打造商务文化。

图 8：青岛市四方区位图



数据来源：互联网，长城证券研究所

图 9：四方区“五大组团”规划建设



五、青岛及四方区房地产市场介绍

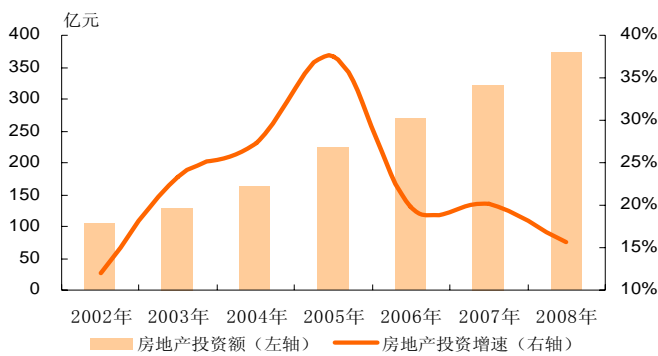
5.1 青岛房地产市场概况



青岛是北方重要的港口、山东经济最发达的城市，其房地产市场的发展具有较强的内在支撑。其优越的自然环境、独到的人文环境和适宜的气候条件更使之成为宜居城市。近来，旅游经济的火热和外地人的大量涌入，青岛奥运概念因素的影响，临近日本、韩国等独特的海滨环境区域优势以及青岛要建成区域性中心城市，争取进入全国大中城市前列的定位，使越来越多的外国人、外地人纷纷到青岛投资、安家落户，也有很多本地人和外地人看好青岛的发展潜力，到青岛投资房产。

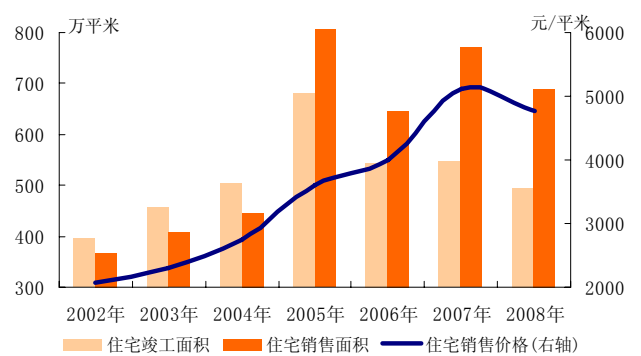
由于综合因素的影响，青岛的房地产投资和开发得到了快速的发展。从 03-07 年，青岛房地产投资增速保持了平均 26% 的高增长，其中 05 年青岛房地产市场达到了一个景气高峰，住宅供需、以及房地产投资增速都创下历史高点。从供需角度看，近几年青岛市的每年平均供应量维持在 500-600 万平米，销售量在 700-800 万平米。供需的明显缺口，引发了价格的上涨。短短四、五年的时间里，青岛房产价格翻了 1-2 倍，甚至更多。

图 10：青岛市房地产投资额增长情况



数据来源：Wind，长城证券研究所

图 11：青岛市房地产市场供需及房价情况



08 年国内外宏观经济环境的变化，对于青岛的经济和人均收入增长也产生了负面影响，同样累及房地产市场。住宅销量和供应都出现了下跌，房地产投资增速也降至 15%。

2009 年随着全国楼市回暖，青岛房地产市场也走出了低迷，积攒已久的刚性需求开始释放。1-6 月，青岛市内四区商品住房面积 122 万平方米，同比增长 76%，其中两类政策性住房累计成交占比达 35%；商品住房批准预售面积 93 万平方米，同比增长 24%。新建商品住房价格方面，2009 年 1-6 月平均价格 7167 元/平方米，同比上涨 11%。剔除政策性住房成交的因素，完全市场化的商品住房均价为 8301 元/平方米，同比下跌 7.5%。

5.2 “两改”大潮下，青岛住房刚需涌动

根据青岛市 2008 至 2012 年住房建设发展规划，未来五年，把改善民生、共享



发展作为住房建设的基本出发点和立足点，更加注重住房供应的社保功能，注重住房政策的公共效应。**住房建设以保障性住房建设和旧城区、城中村改造以及精品工程建设为重点**，大力建设中低价位、中小套型住房，同时进一步完善多渠道、多层次住房分类保障供应体系，逐步满足不同收入层次居民的住房需求。

青岛市从07年开始加大了旧城改造和城中村改造的力度，并计划在五年内完成。07年，青岛四区“两改”项目18个，总占地面积253万平方米，计划拆迁建筑面积118万平方米，拆迁居民2.1万，规划建筑面积424万平方米；2008年，两改项目24个，总占地面积498万平方米，计划拆迁建筑面积约250万平方米，规划建面890万平方米，其中城中村改造713万，占80%；2009年，再度启动“两改”项目12个，占地面积52万平方米，拆迁面积41万平方米、拆迁居民6761户，改造筒子楼40栋，涉及居民1687户，房屋建筑面积5万平方米。

旧城改造和城中村改造的陆续启动，将为青岛市房地产市场提供了强大的刚需支撑。据了解，09年青州市将竣工“两改”项目25个、回迁居民2.4万户。

5.3 借助多重利好，四方区打造青岛楼市新亮点

首先，拥湾战略为四方区打造长期利好。在此契机下，四方区整体规划、配套、交通、教育、环境等都会逐步改善。

其次，旧城改造和城中村改造是四方楼市“大跃进”全面启动的一个信号。2007年以来，四方区先后承担了16个“两改”项目，占全市的31%。两改的顺利推进，让四方区的整体城市化进程大为提速，也为新的建筑元素，新的住宅亮点的产生创造了空间。

第三，老企业搬迁为四方区房地产发展腾挪空间。作为青岛市的老工业区，这里不少效益不佳的企业占据了城区核心位置，尤其是位于后背海沿线的老纺织、化工企业，它们的存在，很大程度阻碍了这个区域房地产市场的发展。而将老旧厂房区搬迁，利用他们空出来的土地进行城市基础建设和房地产开发，争取在拥湾战略的大背景下，有效改善四方区的人居环境，会让四方区的房地产获得更好的发展土壤。

第四，地产大鳄相继进驻。在青岛房地产市场蓬勃发展和四方区引来崭新发展规划的利好刺激下，自07年下半年开始，保利、万科、卓越等品牌开发商相继逐鹿四方。他们的到来，不仅给四方板块带来了更多的品质楼盘，为未来整个拥湾板块的建设确定了一个较高的基准线，更给置业者带来了在四方置业的信心。

第五，价格优势。价格一直是制约需求的重要因素。从青岛地产的发展历程来



看，最早的热点区域是市南区和崂山区，但该区域近几年房价步步走高，目前平均房价已经超过了 12000 元/平米，剩余可供选择的楼盘数量也不是很多；市北区属传统老市区范围，但房价涨幅较快，目前新开楼盘价格均已达到 10000 元/平米以上，对工薪阶层来说购买比较吃力；虽然目前李沧区价格在六千左右，但相对上述区域位置较远、交通成本高、浪费时间多；只有四方区，距传统市中心不远，目前新盘均价在 6000-7000 元/平米，较低的价位无疑是最大的优势。随着拥湾工程进入实质性操作阶段、地产大亨的进驻，四方或将成为未来十年青岛城市发展和房地产开发的又一焦点。

表 4、青岛四方区 08 年至今住宅用地招牌挂情况

出让地块位置	土地面积 (万平米)	容积率	建筑面积 (万平米)	成交价 (万元)	成交单 (万元/亩)	楼面价 (元/平米)	受让人	成交时间
青岛市四方区双山南山	6.82	3	20.45	35,800	350	1,751	万科	2009-6-5
青岛市四方区 308 国道以北	15.46	2.6	39.58	69,273	299	1750	万科	2009-6-5
青岛市四方区山东路 190 号	0.78	3	2.34	7,027	598	3,000	青岛吉通	2009-4-28
青岛市四方区海岸路 6 号、22 号	11.09	2.8	30.50	56,431	339	1,850	青岛城投	2009-4-28
青岛市四方区广昌路 7 号	1.80	3	5.40	9,878	366	1,830	青岛国隆	2008-11-13
青岛市四方区金华支路 12 号	6.81	3.01	20.49	45,488	445	2,220	保利地产	2008-1-31

数据来源：CRIC，长城证券研究所

六、风险提示

6.1 青岛市“环湾发展、拥湾保护”战略的改变

目前，“环湾保护、拥湾发展”战略已列入青岛市城市总体规划(2006-2020)中。但这个十五年的城市规划还需得到国务院的最终批准。倘若未来，青岛市拥湾政策发生改变，有可能直接影响公司参股的两块填海项目的发展定位。

6.2 欢乐滨海城规划有重大变更、四方港南区填海项目运作有重大变更

未来如果四方区的发展规划发生重大变更，也可能影响到欢乐滨海城后续地块的出让。四方港南区填海后的发展定位，如果不能延续生活岸线、经济岸线的发展思路，可能难以按照商住用地性质获得土地补偿款，从而影响公司未来的业绩和重估净资产。

6.3 青岛房地产市场调整

未来如果青岛房地产市场发生重大调整，土地市场也会受到波及。可能影响公司短期业绩，造成盈利的不稳定性。



表 5、公司未来三年财务数据预测

利润表(万元)				主要财务指标			
	2008A	2009E	2010E		2008A	2009E	2010E
营业收入	179932	141673	155142	成长性			
营业成本	160928	129296	139757	营业收入增长	44.5%	-21.3%	9.5%
销售费用	5498	3967	4189	营业成本增长	49.1%	-19.7%	8.1%
管理费用	6401	4959	5352	营业利润增长	818.9%	-16.3%	12.1%
财务费用	4904	3400	3801	利润总额增长	831.5%	-19.6%	12.1%
投资净收益	41431	32754	34710	净利润增长	812.8%	39.7%	26.5%
营业利润	38860	32533	36455	盈利能力			
营业外收支	1596	0	0	毛利率	10.6%	8.7%	9.9%
利润总额	40457	32533	36455	销售净利率	11.3%	20.1%	23.2%
所得税	10491	4067	436	ROE	21.4%	23.0%	22.5%
少数股东损益	9594	0	0	ROIC	2.8%	0.5%	0.6%
净利润	20371	28467	36019	营运效率			
资产负债表(万)				销售费用/营业收入	3.1%	2.8%	2.7%
流动资产	109552	706798	624970	管理费用/营业收入	3.6%	3.5%	3.5%
货币资金	27582	35418	38786	财务费用/营业收入	2.7%	2.4%	2.5%
应收帐款	11181	142	155	投资收益/营业利润	106.6%	100.7%	95.2%
应收票据	709	0	0	所得税/利润总额	25.9%	12.5%	1.2%
存货	35432	646479	559027	应收帐款周转率	19.36	15.25	16.70
非流动资产	99811	93456	86845	存货周转率	2.61	0.38	0.23
固定资产	83792	77952	71857	流动资产周转率	1.48	0.35	0.23
资产总计	209363	800254	711815	总资产周转率	0.82	0.28	0.21
流动负债	104600	667024	591315	偿债能力			
短期借款	49980	49980	49980	资产负债率	54.5%	84.5%	77.6%
应付款项	32254	25914	28011	流动比率	1.05	1.06	1.06
非流动负债	9498	9498	-39251	速动比率	0.71	0.09	0.11
长期借款	9441	9441	-39308	每股指标(元)			
负债合计	114098	676522	552065	EPS	0.408	0.570	0.721
股东权益	95265	123731	159751	每股净资产	2.36	2.26	2.98
股本	35672	49941	49941	每股经营现金流	0.17	-11.25	2.65
留存收益	48615	77082	113101	每股经营现金/EPS	0.4	-19.7	3.7
少数股东权益	10977	10977	10977	估值	2008A	2009E	2010E
负债和权益总计	209363	800254	711815	PE	26.8	19.2	15.2
现金流量表(万)				PEG	0.36	0.58	0.57
经营活动现金流	5975	-561913	132347	PB	4.6	4.8	3.7
其中营运资本减少	42981	-597635	89009	EV/EBITDA	39.78	112.70	81.44
投资活动现金流	27496	-900	-708	EV/SALES	2.50	8.30	6.75
其中资本支出	-13698	-900	-708	EV/IC	2.76	1.58	1.61
融资活动现金流	-26715	0	-48749	ROIC/WACC	0.39	0.07	0.08
净现金总变化	6529	-562812	82890	REP	7.11	21.76	19.79

注:表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

刘 昆: 管理学硕士, 拥有五年证券研究工作经验, 具备证券投资咨询资格、期货从业资格; 2006 年底加入长城证券, 任房地产行业研究员。

黄清林: 管理学硕士, 注册会计师, 中级经济师, 2005 年至 2007 年 12 月于招商地产发展部任发展经理, 2008 年 1 月加入长城证券, 任房地产行业分析师。

万 知: 经济学硕士, 一年地产战略研究经验, 出版证券投资专著一本; 2008 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>