

价值被严重低估

湖南投资 (000548)

评级: 增持 (首次)

股价: 6.16 元

目标价位: 7.4 元

深度报告

2009 年 3 月 20 日 星期五

桂长元
021-50586660-8623
gcy@longone.com.cn
房地产行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	7.4 元
升值潜力 (%)	20
目标价确定日期:	2009-3-20

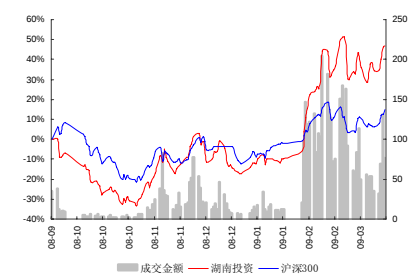
重要数据

总股本(亿股)	4.99
流通股本(亿股)	3.98
总市值(亿元)	30.75
流通市值(亿元)	24.50

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	8.8	7.1
3 个月	48.1	35.8
6 个月	46.7	37.5

最近 6 个月相对沪深 300 走势



投资要点

- 公司业务以路桥、酒店经营为基础，以房地产开发为主导、辐照中心经营为补充。湖南投资是湖南省第一家上市公司，前身为长沙中意集团股份有限公司。近年来，公司通过一系列措施，调整结构、优化产业、明晰主业、规范经营，逐步形成了以路桥、酒店经营为基础，以房地产开发为主导、辐照中心经营为补充的产业格局。
- 路桥业务年入约 1 亿元，净利润 5000 多万，这可确保公司稳定的现金流收入。公司路桥资产全位于长沙市内，为“三桥一路”：长沙绕城高速公路南段(100%股权、25 年经营权)、长沙湘江伍家岭桥(50.05%股权、16.75 年经营权)、浏阳河大桥(44.45%经营权、16 年经营权)、五一路桥(20%股权、15 年经营权)。公司路桥业务年入约 1 亿元，未来三年增长率超过 10%。
- 旗下两家四星级酒店，酒店业务年入约 5000 万元。公司旗下共两家四星级酒店，“君逸康年”、“君逸山水”，均由子公司——湖南君逸酒店管理有限公司经营管理。这两家酒店地处长沙市繁华地段，地理位置优越，客房开房率均超过 90%，位居行业前列。
- 离子交换纤维、辐照改性加工项目目前试生产，尚不能产生收入。项目地处广西桂林市，公司拥有离子交换纤维项目 20%的股权以及辐照中心 64%的股权。累计投入金额 3738 万元，项目设计生产能力 300-500 万吨/年，但由于使用核元素钴装置进行辐射，国家对辐照中心的建设控制非常严格，目前仅仅试生产，没有产生收入。该项目科技含量高，用途广泛，我们对其盈利前景持乐观态度。
- 若顺利完成房地产一、二级开发，“浏阳市浏阳河中路”项目可为公司贡献净利润 15 亿元。项目地块面临长达两公里的浏阳河风光带公园，依山伴水，环境优美，有不可复制的地段优势。该项目总用地面积约 1158 亩，其中净用地面积约 941 亩，容积率≤3.0。项目开发周期为 6 年，若顺利完成一、二级土地开发，可为公司贡献净利润 15 亿元左右。
- 公司参与长沙“大河西先导区”开发预期强烈。07 年 12 月，市委市政府做出“建设大河西、打造先导区”的重大战略部署。在河西的大片区域建设“两型社会”综合配套改革试验区的先导区。先导区规划总用地 1200 平方公里，业界又称“长沙新城”。市政府希望与有实力的开发商进行土地开发合作，并依托上市公司股权融资来解决资金需求。我们认为，公司在天时、地利、人和三方面都具备有得天独厚的参与开发的有利条件。
- 目标价 7.4 元/股，对目前股价有 20%的涨幅，首次评级为“增持”。我们预计，08 年至 10 年的 EPS 分别为 0.09 元、0.25 元和 0.33 元，最新收盘价 6.16 元对应的市盈率分别为 69、25、19。公司重估净资产值 41.0 亿元，折合 8.22 元/股，目前股价相对 RNAV 值折价 25%。考虑到公司未来的成长

性及目前市场环境,我们认为其合理价格应在 7.0 元-7.8 元,相对于目前股价溢价 14%-26%,估值具有一定的吸引力,给予公司股票“增持”的投资评级。

公司主要财务数据预测

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入(万元)	16,283	18,768	46,735	22,709	39,980	45,478
增长率		15.3%	149.0%	-51.4%	76.1%	13.8%
净利润(万元)	(27,721)	15,235	19,483	4,483	12,319	16,244
增长率		-155.0%	27.9%	-77.0%	174.8%	31.9%
每股收益(元)		0.31	0.39	0.09	0.25	0.33

目录

1. 业务多元，地产主导	1
2. 路桥业务	1
3. 酒店业务	2
4. 离子交换纤维、辐照改性加工	4
5. 房地产业务	4
5.1 “浏阳市浏阳河中路”项目	5
5.12 机场高速附近土地项目	5
6. 参与“长沙新城”开发预期强烈	6
6.1 长株潭“两型社会”获批	6
6.2 先导区启动拉开了长株潭两型社会建设的序幕	7
6.3 参与区域开发预期强烈	9
7. RNAV估值	9
8. 盈利预测与投资建议	10

图表目录

图 1: 长沙国道绕城高速公路西南段（粗线所示）	2
图 2: 君逸康年大酒店地处芙蓉中路	3
图 3: 君逸山水大酒店地处长沙火车站附近	4
图 4: 长株潭城市群区域规划 1	6
图 5: 长株潭城市群区域规划 2	7
图 6: 长沙大河西先导区规划	8
图 7: “四区、三带”产业总体结构	8
图 8: 公司实际控制人为长沙市国资委	9
表 1: 公司土地储备项目估值	9
表 2: 公司估值（单位：万元）	10
表 3: 公司财务预测	11

1. 业务多元，地产主导

湖南投资是湖南省第一家上市公司，前身为长沙中意集团股份有限公司，经湖南省人民政府办公厅以湘政办(1992)328号文件批准，中国证券监督管理委员会以证监发审字(1993)57号文件复审同意，由原中意电器集团公司长沙电冰箱厂独家发起，以社会募集方式组建的股份有限公司。

近年来，公司通过一系列措施，调整结构、优化产业、明晰主业、规范经营，逐步形成了以路桥、酒店经营为基础，以房地产开发为主导、辐照中心经营为补充的产业格局。

2. 路桥业务

公司的路桥资产全部位于长沙市内，为“三桥一路”，即：长沙绕城高速公路南段100%股权(还剩25年经营权)、长沙湘江伍家岭桥50.05%股权(还剩16.75年经营权)、浏阳河大桥44.45%收费经营权(还剩16年经营权)、五一路桥20%股权(还剩15年经营权)。

随着汽车下乡等鼓励汽车消费政策的执行一级人们生活水平的提高，长沙市私家车拥有数量将逐年增加，这会带动公司所属路桥通行车辆数量的增加，公司路桥收费将会呈现稳定增长的趋势。

长沙绕城高速公路南段：绕城高速公路又称“三环线”，被列为省市重点交通项目。绕城高速西南段全长31.9公里，下设4个收费站，其中河东段共计10公里为开放式收费，通行费由长潭管理处的李家塘站代收，二三环线连接线3.2公里为开放式收费，通行费由长潭西线代收，其余均为封闭式收费。预计08年收入5500万元，未来三年绕城高速的增长率将保持在10%以上。

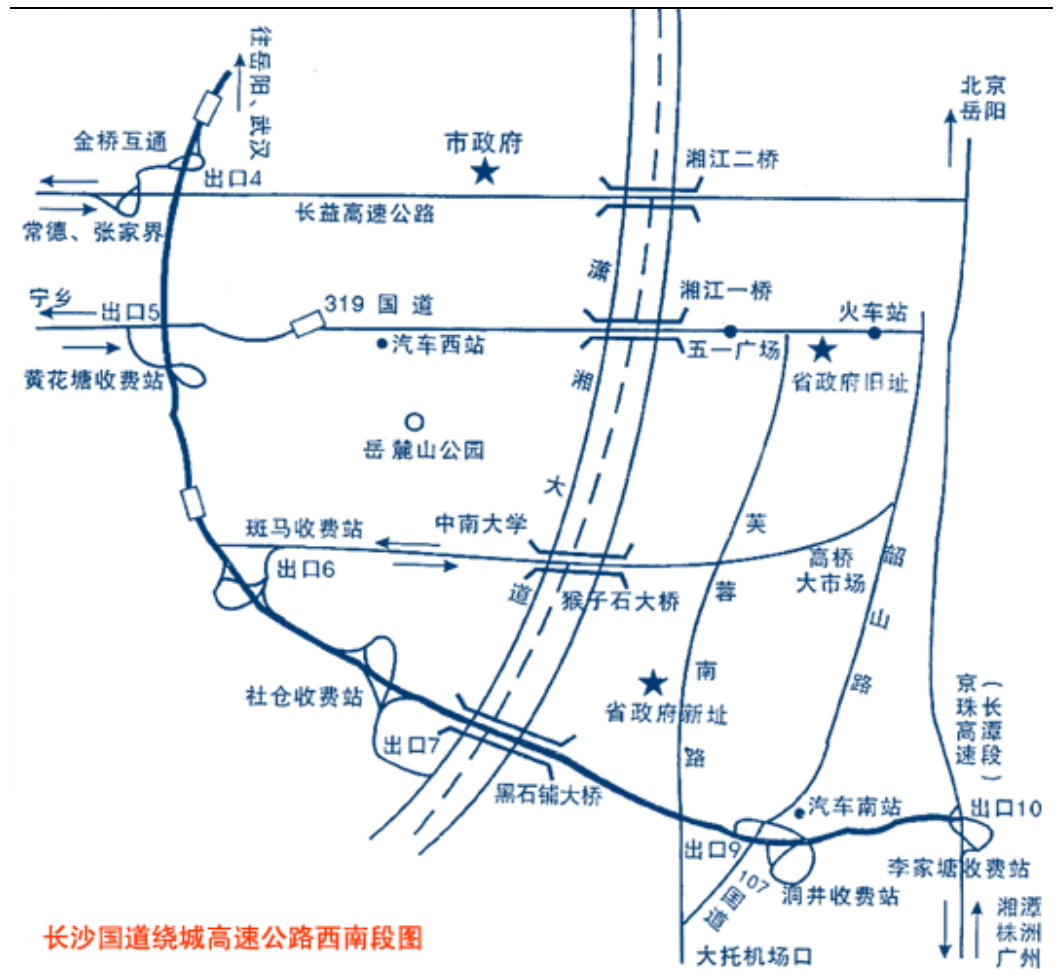
长沙湘江伍家岭桥：由成建投、湖南投资以及和记黄埔共同投资，该桥收入一直是由和记黄埔先行收回固定比例的投资，剩余收入归入上市公司。截至05年，和记黄埔的固定比例投资已经全部收回，自此，三家公司按照持股比例获得路桥收入。预计08年该桥收入4400万元，净利润1600万元，年均增幅约12%。

五一路桥：与政府约定，以6200万元收入为基数，每年保持5%的增长速度，按此收入扣相关税费，未来每年能为公司提供400多万元的投资收益。

浏阳河大桥：与政府约定，以1260万元收入为基数，前10年4.5%增速，后10年3%增速，扣除相关税费，每年提供600-700万元的投资收益。

总体而言，公司的路桥业务年收入约1亿元，08年公司计提2000万元对路桥资产进行维护，这将对08年的路桥盈利产生影响。

图 1: 长沙国道绕城高速公路西南段 (粗线所示)



资料来源: 公司网站 (注: 湘江一桥为五一路桥, 湘江二桥为伍家岭桥)

3. 酒店业务

公司旗下共两家四星级酒店, “君逸康年”、“君逸山水”, 均由子公司——湖南君逸酒店管理有限公司经营管理。首先, 从“湖南省十一五规划”来看, 湖南要实现旅游资源大省转变为旅游产业大省; 其次, 近几年, 长沙会展业、旅游业的发展, 比如超女、金鹰节等活动的举行和煤炭、糖酒等大型订货会的召开, 激活并促进了酒店业的快速发展; 再次, 这两家酒店地处长沙市繁华地段, 地理位置优越。正因如此, 公司酒店客房入住率一直位居行业前列, “君逸”品牌已在长沙酒店业树立, 这一品牌效应也将为公司酒店业发展提供支撑。

“君逸康年”: 酒店楼高 28 层, 总建面 3.6 万平米, 共 262 间豪华客房, 客房开房率 90% 以上, 该酒店开房率若达到 70% 即可实现盈亏平衡。营业 5 年以来, 一直处于盈利状态, 08 年年收入约 3000 万元, 毛利率达 82%, 预计未来几年年增长率 10% 左右。

图 2：君逸康年大酒店地处芙蓉中路



资料来源：公司网站

“君逸山水”：酒店楼高 19 层，总建面 2.38 万平米，拥有 150 间客房，05 年 11 月试营业。该酒店系租用国土局的楼房，年租金 410 万元，并在此基础上每年协商一个比例，确定国土局次年回报，该酒店开房率约 90%。随着该酒店经营的逐步展开，不仅壮大了公司酒店管理规模，提升了“君逸”品牌的知名度，预计年收入为 2000 万元左右。

图 3: 君逸山水大酒店地处长沙火车站附近



资料来源: 公司网站

4. 离子交换纤维、辐照改性加工

公司拥有离子交换纤维项目 20%的股权以及辐照中心 64%的股权,项目地处广西桂林市。离子交换纤维是一种纤维状离子交换材料,利用其本身含有的固定离子和化合物溶液中的相同离子进行交换,以达到提纯、去污的作用,广泛应用于医药、化工、食品等行业中,有望替代目前普遍使用的、相对落后的离子交换树脂。由于广西是中国的产糖大省,离子交换纤维将更多的应用于糖浆脱色,以提高糖的品质。

辐照中心就是对离子交换纤维提供辐照加工服务,使纤维产生固定离子。目前辐照中心已经完成厂房建设,去年下半年部分试生产,收取每吨大约 15 万元的加工费,另外还有消毒业务。

公司已经累计投入金额 3738 万元,目前该项目已全面完成项目建设,钴源已采购、安装完毕。项目设计生产能力 300-500 万吨/年,但由于使用核元素钴装置进行辐照,国家对辐照中心的建设控制非常严格,目前仅仅试生产,没有产生收入。该项目科技含量高,用途广泛,我们对其盈利前景持乐观态度。

5. 房地产业务

公司于 1993 年就开始了房地产业务,但总体规模偏小,16 年以来总建面 100 万平米,没有形成品牌,也没有大盘操作经验。现在,公司房地产业务已经形成了收取固定收益、土地一级开发、二级开发等三种模式并存的局面。

收取固定收益，就是入股其他公司的房地产项目，投入部分开发资金，但不参与项目开发、不承担开发风险，待项目完成后收回股本金、投资款及约定的固定回报。目前中邦房地产（公司占股本 60%）和泰贞房地产经营（公司占股本 60%）的两个项目均采用这种模式，中邦房地产正在开发“玻璃纤维”项目（“白沙井园”尚未开发），泰贞房地产正在开发长沙标志性金融中心。中邦房地产项目累计投入金额为 7180 万元，目前该项目正在进行挖掘基坑等基建工作及报建工作；泰贞房地产项目累计投入金额为 14500 万元，目前该项目正在进行前期拆迁工作。项目收益均按年计算，三年期限，30-40%的年收益率。

土地一级开发，就是于政府处获得土地一级开发权，经过“七通一平”，使生地变成熟地，并通过招拍挂将其公开转让，拍卖溢价部分与政府分成。此前开发的“长沙五合坑”项目即属此情形，该项目 07 年给公司带来 1.6 亿元的净利润。

土地二级开发，就是在熟地的基础上进行商品房项目开发，将商品房销售给终端消费者。

5.1 “浏阳市浏阳河中路”项目

“浏阳市浏阳河中路”项目位于浏阳市淮川街道办事处、关口街道办事处内，西至水佳路和复兴路，东、南至浏阳河中路，北至翠园路及汉塘路。地块面临长达两公里的浏阳河风光带公园，依山伴水，环境优美，有不可复制的地段优势。

该项目范围内除四个安置占地外，总用地面积约 1158 亩，其中净用地面积约 941 亩，容积率 ≤ 3.0 。公司初步设想是将该项目建设开发为小高层住宅区。

该项目开发分为土地一级开发整理及后续房地产项目开发，其中一级土地开发整理成本为 92640 万元；整个浏阳河中路房地产项目开发成本约为 435475 万元。

项目开发周期为 6 年，分三期开发。初步规划第一期开发该地块不少于约 308 亩净用地；第二期开发不少于约 386 亩净用地；第三期开发不少于约 236 亩净用地。

对于这个项目，由于公司缺乏大盘开发经验而且资金需求量过大，我们认为公司有可能引进合作方共同开发，当然也不排除土地一级开发后转让出去的可能性。

5.12 机场高速附近土地项目

公司在机场高速附近拥有三块土地的使用权，占地面积合计 150 亩，黄花机场二级改造曾意图征用。这三块土地目前尚不具备开发条件，只用于项目抵押融资。

6. 参与“长沙新城”开发预期强烈

6.1 长株潭“两型社会”获批

07 年 12 月，长株潭城市群获准为全国“两型社会”建设综合配套改革试验区，成为全国六个综合配套改革试验区之一。

长沙、株洲、湘潭三市沿湘江呈品字形分布，两两相距不足 40 公里，区位优势明显，交通条件优越。长株潭土地面积 2.8 万平方公里，常住人口 1300 万，GDP2900 亿元，分别占全省的 13.3%、19.2%、37.6%，人均 GDP 21750 元，城镇化率 51%。

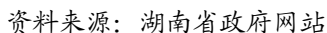
在此基础上，湖南省政府提出了进一步建设以长株潭为中心，以一个半小时通勤为半径，包括岳阳、常德、益阳、娄底、衡阳在内的 3+5 城市群，以期扩大长株潭对周边地区的经济辐射。

图 4：长株潭城市群区域规划 1



资料来源：湖南省政府网站

图 5: 长株潭城市群区域规划 2



6.2 先导区启动拉开了长株潭两型社会建设的序幕

长株潭“两型社会”获批是一个总体的建设方向，而长沙“大河西先导区”的启动则意味着“两型社会”的建设落到实处，并拉开了大建设的序幕。

07年12月，长沙市委市政府做出“建设大河西、打造先导区”的重大战略部署。在长沙河西的大片区域建设“两型社会”综合配套改革试验区的先导区，这一区域范围是：湘江以西，以绕城公路为轴线的相关区域，包括岳麓区、长沙高新技术产业开发区以及望城县、宁乡县的部分乡镇。

先导区规划总用地 1200 平方公里，面积仅次于滨海新区（占地 2200 平方公里），力争到 2030 年建设成为“两型社会”综合配套改革的示范区、高新产业的集聚区、城乡统筹的样板区、生态宜居的新城区、支撑发展的增长极。业界将其称为“长沙新城”。

建设方案对先导区范围提出三个层级，一是规划区用地总面积约 1200 平方公里，二是核心区用地总面积约 570 平方公里，三是起步区，用地总面积约 150 平方公里。

先导区的建设将分三步走,第一步,起步阶段(2008—2012年),核心区骨架基本拉开,起步区主体功能区基本形成;第二步,快速发展阶段(2013—2020年),综合实力全面提升,核心区主体功能区基本形成;第三步,成熟发展阶段(2021—2030年),基本实

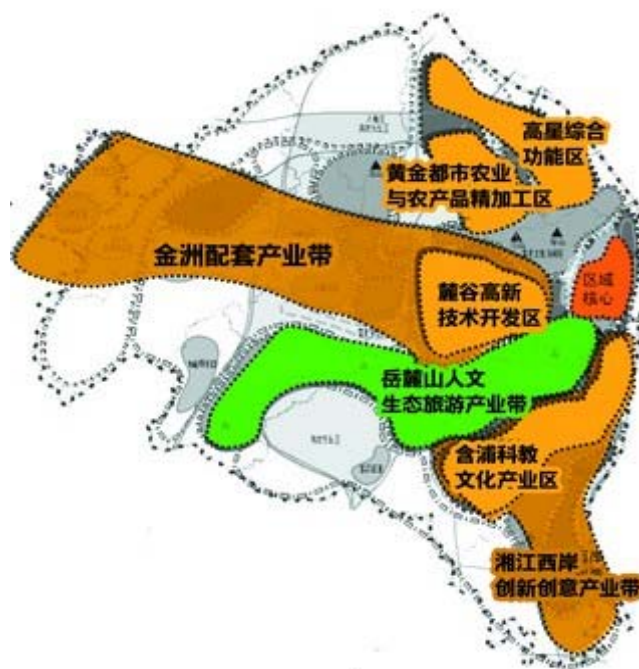
现现代化,带动辐射能力显著增强,先导区基本建成。

图 6: 长沙大河西先导区规划



资料来源: 长沙市政府网站

图 7: “四区、三带”产业总体结构



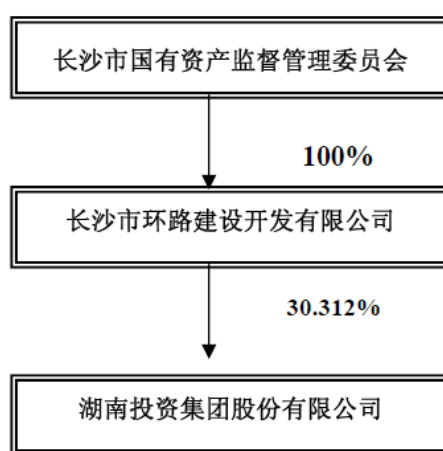
资料来源: 长沙市政府网站

6.3 参与区域开发预期强烈

根据《长沙大河西先导区建设总体方案》的部署，先导区的基础设施建设将在3年内投入至少300亿元。长沙市政府有强烈的愿望与有实力的开发商进行土地开发合作，并希望依托上市公司股权融资来解决资金需求。我们认为，先导区的建设将会优先选择与现有上市公司进行合作。

湖南本地具有土地开发经验的上市公司只有一个——湖南投资，在天时、地利、人和三方面都具备有得天独厚的参与开发的有利条件。公司参与先导区开发的预期十分强烈。

图 8：公司实际控制人为长沙市国资委



资料来源：公司公告

7. RNAV 估值

公司投资的房地产项目——“浏阳市浏阳河中路”项目目前处于前期阶段，另外，在机场高速附近还有约150亩土地，公司合计拥有土地储备1309亩，采用市场比较法对这些资产进行评估，得出这些土地资产权益净增值15.89亿元。

表 1：公司土地储备项目估值

项目	权益	总用地面积 (亩)	地价(万元/ 亩)	开发进度	预计销售均价 (元/平米)	项目价值(万 元)	权益增值(万 元)
浏阳市浏阳河中路	100%	1158	97	一级开发中	3200	602,270	150,568
机场高速附近土地(1)	100%	35.63	19	未开发	2500	8,908	1,960
机场高速附近土地(2)	100%	70.83	19	未开发	2500	17,708	3,896
机场高速附近土地(3)	100%	44.64	19	未开发	2500	11,160	2,455
小计		1309.1				640,046	158,878

资料来源：公司资料、东海证券研究所

公司旗下拥有两个四星级酒店，“君逸康年”、“君逸山水”，若忽略掉酒店“君逸”品牌价值，只对其房产进行估值，采用市场比较法我们得出酒店资产净增值3.5亿元。

不考虑参与“先导区”开发所带来的公司价值重估，汇总公司主要资产重估权益

增值以及公司帐面净资产，我们得出公司重估净资产值 41.0 亿元，折合每股 8.22 元，目前股价相对 RNAV 值折价 25%（2009-3-19 收盘价 6.16 元）。

表 2：公司估值（单位：万元）

路桥资产净增值	76,525
酒店资产评估增值	35,000
土地储备项目权益重估增值	158,878
净资产（08年三季报）	139,978
小计	410,381
总股本（万股）	49,922
每股重估净资产（元）	8.22
目前股价相对折价（%）	25%

资料来源：东海证券研究所

8. 盈利预测与投资建议

我们预计，湖南投资 08 年至 10 年的 EPS 分别为 0.09 元、0.25 元和 0.33 元，净利润同比增幅分别为-77%、175%、32%，以 2009-3-19 日收盘价 6.16 元计算的动态市盈率分别为 69、25、19。

公司重估净资产值 41.0 亿元，折合 8.22 元/股，目前公司股价相对折价 25%。考虑到公司未来的成长性及目前的市场环境，我们认为以 RNAV 的 0.85-0.95 倍来确定公司的估值区间较为合理，其合理价格应在 7.0 元-7.8 元，相对于公司目前股价溢价 14%-26%，估值具有一定的吸引力，给予公司股票“增持”的投资评级。

表 3：公司财务预测

项目（万元）	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	16,282.6	18,768.0	46,735.1	22,709.3	39,980.2	45,478.2
二、营业总成本	23,735.0	16,514.3	21,606.3	17,649.9	27,711.1	27,746.5
营业成本	9,606.7	6,771.4	9,741.1	7,948.2	11,994.1	11,369.5
营业税金及附加	776.8	857.9	2,371.7	1,090.0	1,919.0	2,183.0
销售费用	2,482.8	2,357.4	2,154.4	2,498.0	3,998.0	4,093.0
管理费用	10,620.2	5,334.1	5,993.1	5,677.3	9,195.4	9,550.4
财务费用	248.5	710.6	230.3	431.5	599.7	545.7
资产减值损失		483.0	1,115.8	4.8	4.8	4.8
三、其他经营收益						
投资净收益	(2,628.1)	4,572.8	1,889.9	317.0	2,000.0	2,000.0
四、营业利润	(9,696.7)	6,878.4	27,018.6	5,376.4	14,269.1	19,731.7
加：营业外收入	19.2	9,610.7	3,386.2	1,000.0	3,000.0	3,000.0
减：营业外支出	18,277.6	18.3	225.1	150.0	160.0	170.0
五、利润总额	(27,905.1)	16,470.9	30,179.8	6,226.4	17,109.1	22,561.7
减：所得税	197.8	493.1	9,955.6	1,556.6	4,277.3	5,640.4
		3.0%	33.0%			
六、净利润	(28,102.9)	15,977.8	20,224.2	4,669.8	12,831.8	16,921.3
减：少数股东损益	(382.4)	742.9	741.4	186.8	513.3	676.9
		4.6%	3.7%			
归属于母公司所有者的净利润	(27,720.5)	15,234.8	19,482.8	4,483.0	12,318.6	16,244.4
七、每股收益：						
基本每股收益(元)		0.31	0.39	0.09	0.25	0.33

附注:

分析师简介及跟踪范围:

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 3 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、栖霞建设等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122