

日期: 2009 年 12 月 23 日

行业: 房地产行业



沈莉

021-53519888-1922



shenli@sigchina.com

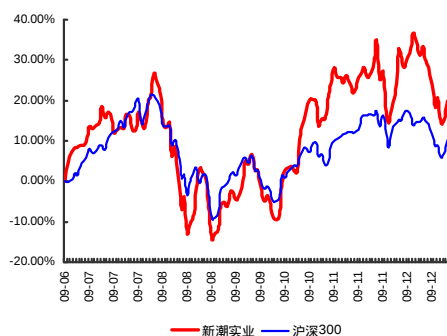
基本数据 (09'Q3)

报告日股价 (元)	6.70
12mth A 股价格区间 (元)	1.97/8.30
总股本 (百万股)	625.42
无限售 A 股/总股本	78.73%
流通市值 (百万元)	3299.08
每股净资产 (元)	2.17
PBR (X)	3.09

主要股东 (09'Q3)

烟台东润投资	20.90%
--------	--------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



烟台龙头地产公司，呼之欲出

■ 报告目的：

近期对公司进行了调研，我们认为公司的增长速度超过预期，规模也将逐步扩大。

主要观点：

公司扎根于烟台

公司是烟台地区房地产区域龙头。烟台市是山东省经济较为发达的地级市，GDP 多年在全省 17 个地市中排名第二。

上市公司开始重点发展房地产业

公司是传统行业的老牌上市公司，以纺织业起家，曾经涉足电缆、旅游、电子元件、汽车销售服务业、建筑等行业。今年上半年已经剥离了汽车销售业务，公司未来将重点发展房地产和电缆产业，主要盈利点在房地产行业。

公司土地储备保障公司未来 4-5 年发展

公司的土地储备主要位于烟台，总建筑面积为 334.20 万平米，权益总建筑面积达到 208.60 万平米。其中的天越湾和国奥天地两个百万平米大盘可供公司未来 4-5 年滚动开发。

投资建议：

未来六个月内，首次“超强大市”

预计公司 09-11 年 EPS 至 0.09 元、0.29 元、0.51 元，对应市盈率为 74 倍、23 倍和 13 倍，RNAV 为 7.41 元/股。目前估值较为低估，首次评级为“超强大市”。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,210.41	754.41	1,639.41	2,970.41
年增长率 (%)	21.63	-37.67%	117.31%	81.19%
归属于母公司的净利润	17.17	57.31	183.68	321.37
年增长率 (%)	115.17	233.87	220.50	74.97
每股收益 (元)	0.03	0.09	0.29	0.51
PER (X)	223.33	74.44	23.10	13.13

注：有关指标按最新股本计算

一、 公司扎根于烟台

1、 烟台经济情况

烟台是全国首批 14 个沿海对外开放的城市之一。烟台 GDP 连续多年位于山东省地市第二，仅次于青岛。烟台的四大支柱产业为机械制造业、电子信息、食品加工和黄金工业。烟台的黄金储量为全国第一，占全国的四分之一以上。

2008 年烟台城市居民人均可支配收入达到 19350 元，同比增长 15.4%，高于全国平均增速 7 个百分点；全市新建商品房销售均价为 5815 元，同比增长 7.4%。烟台地区的房价收入比明显低于一线城市。城市居民人均住房建筑面积 27.7 平米，低于一线城市。

近日国务院已批复黄河三角洲的发展规划，发改委也发布了黄河三角洲高效生态经济区发展规划，黄河三角洲未来得到的各项扶持政策达三十多项，涉及土地、财税、基础设施投资等各个方面，首期投资达到 1.5 万亿，烟台部分县市属于黄河三角洲划分的区域，烟台经济将受益于此。

2、 公司的历史沿革

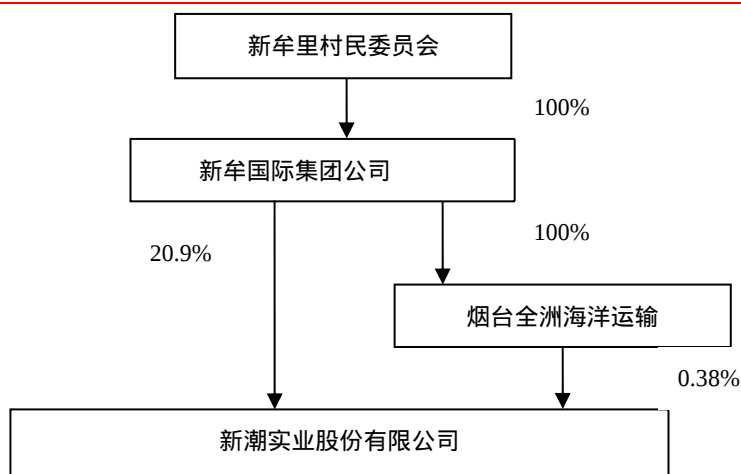
公司的前身为新牟国际集团控制下的纺织企业。新牟集团创始人常宗琳先生是个传奇人物，他 1976 年任新牟里村党支部书记，1985 年 12 月组建山东新牟国际联合企业总公司，常宗琳任董事长、总经理。1992 年 5 月，公司更名为山东新牟国际集团公司，常宗琳任董事长、总经理、党委书记。党的十一届三中全会召开后，常宗琳带领干部群众，审时度势，大胆调整产业结构，大力发展村办企业，全村很快致富，成为全国闻名的富裕村。

三十多年来，在常宗琳的带领下，新牟里的经济不断发展壮大。集团形成了房地产开发、建筑安装、机械制造、纺织、流通服务和进出口贸易多元化的经营格局。公司的主导产品 MC2 同轴和高物理发泡射频电视电缆达到国际先进水平，并获国家广电部入网许可。可利尔亚麻、罗布麻系列产品获全国麻类第一品牌。“环球”卡盘远销欧美、东南亚。1996 年集团控股的烟台新潮实业股份有限公司在上海证券交易所上市，成为山东省首家上市的乡镇企业。

新牟国际从 2005 年开始改制，剥离了旗下大部分企业，仅保留了上市公司和烟台全洲海洋运输，同时给新牟里村的村民解决了养老

保险问题。在烟台，常宗琳和新牟国际集团知名度和信誉度极高，多年的深耕为当地经济做出了贡献，也与当地政府建立了良好的关系，公司在取得开发资源方面有一定优势。

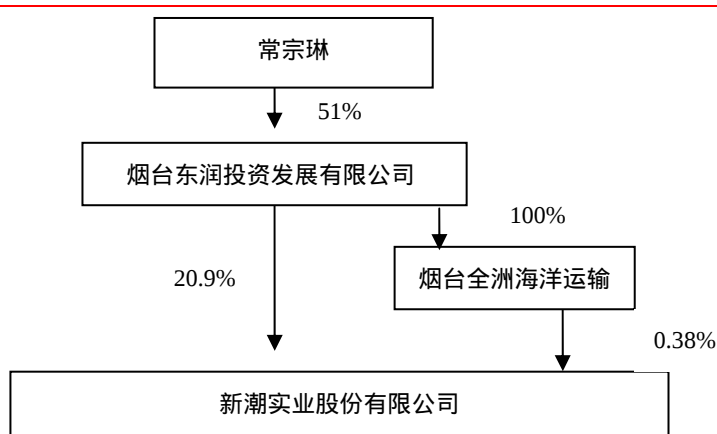
图 1 资产转让前股权结构



资料来源：公司公告；上海证券研究所整理

2008 年 4 月，公司实际控制人变更。公司原第一大股东新牟国际集团公司与烟台东润投资发展有限公司签订《资产转让协议》，东润投资收购新牟国际集团整体资产。收购完成后，东润投资成为公司第一大股东，直接和间接共持有公司 21.28% 的股权，公司的实际控制人为自然人常宗琳先生。

图 2 资产转让后股权结构



资料来源：公司公告；上海证券研究所整理

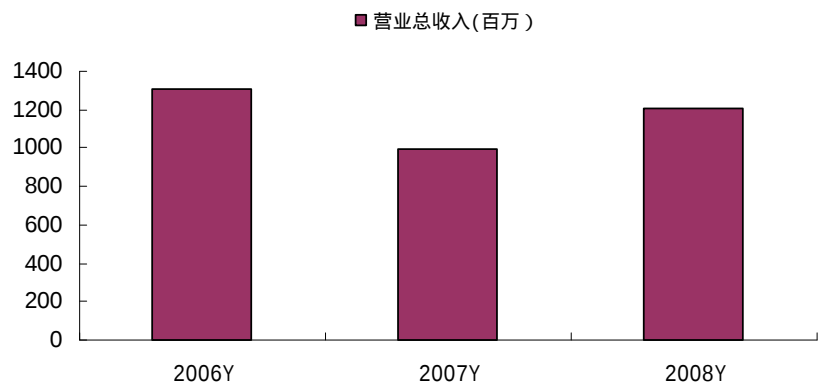
二、 公司房地产业务 09 年开始明显产生收益

公司 2004 年先后收购了新牟房地产和大地房地产两家公司，2006 年公司进入开发阶段。2007 年 1 月和 2008 年 2 月，公司通过股权出售和置换，开始和银和怡海公司合作开发地产项目。2008 年，国奥天地项目销售实现了部分结转，房地产业务开始产业业绩。2008 年 4 月和 12 月，新潮怡海花园和崇文花园开始进行预售，2009 年 12 月，天越湾项目一期大部分房源已被意向客户预订。

公司目前是当地土地储备最多的房地产开发公司，土地储备可供未来 4-5 年开发。公司现有土地储备集中在烟台地区，开发类项目规划建筑面积约有 334.20 万平米，权益建筑面积 208.60 万平米。另外，公司持有经营养马岛秦皇体育娱乐中心和麒麟宾馆。

过去三年，公司业绩增长不快，波动大，主营业务收入同比增加为-24.05%和 21.63%，净利润同比增长为-552%和 115%。主要原因有两个：1) 公司之前以纺织业和电子元件业为主，产业结构滞后，行业毛利大幅下滑，抗风险能力较差，特别是原材料价格波动风险。2) 公司房地产业务从 08 年开始有收益。

图 3 公司近三年营业收入



数据来源：公司公告，上海证券研究所

从 2009 年开始，公司未来发展速度较快主要体现在两个方面：1) 公司在 2009 年上半年剥离了汽车销售业务，现在房地产开发和电缆业务是公司的主导产业，主要的盈利业务是房地产开发业务。2) 公司两个主力楼盘开始贡献利润，未来两年房地产业务的收益复合增长达到 80%。近两年两个主力楼盘为天越湾、国奥天地。

另外，公司目前的一个开发项目：崇文花园二期，公司将积极争取崇文花园的三期地块。公司获得的机会更大。

表 1 公司目前项目储备 单位：万平米、元

项目	建筑面积（可售）	单位成本	权益
天越湾	80.00	5000.00	50%
新潮怡海花园	8.20	2000.00	50%
国奥天地项目	88.00	2500.00	50%
崇文花园	8.00	2000.00	100%
慢城宁海	150.00	2000.00	75%
合计	334.20		

数据来源：上海证券研究所

三、 公司 NAV 重估

目前公司拥有 5 个房地产开发项目，权益土地储备 208 万平米，按照权益法，我们估计公司 RNAV 估值为 5.24 元/股（贴现率 8%，10、11 年房价涨幅为 0%、0%）。主打的两个百万平米级的楼盘为天越湾和国奥天地。

1) 天越湾

天越湾位于烟台市滨海中路，项目总占地面积 1190 亩，总建筑面积 99 万平米。另外，项目还拥有 1500 亩的私家海域和 370 亩的黑松林生态公园的使用权。项目在 2009 年初开工，预计 4-5 年完成开工。一共分三期，每期在 30 万平米左右。项目包括滨海商业等公共建筑 16.4 万平米、别墅 12.35 万平米、花园洋房 1.68 万平米，高层 69 万平米。

规划建筑设计服务机构是闻名于世的七星级迪拜帆船酒店设计者——世界前三的英国阿特金斯和享誉国际的德国五合；园林景观设计和物业顾问管理服务机构也将是世界顶级的品牌公司。

滨海商业采用现代地中海式建筑风格，布局选用 M 型、U 型、T 型、L 型等方式，房间采用爆竹式排列，最大限度地追求海景享受，95% 的房间直面大海。高层和超高层住宅采用现代公建式建筑风格，成三个“V”字型排列，户型采用奢侈的“空中别墅”式设计，使建筑与山之间、与海之间南北无遮无挡，户户南北通透，阳光无限，海景无限。别墅采用现代地中海式建筑风格，地上三层、半地下一层，带电梯设计，一层观景私家花园，二层松林环伺，三层俯视松涛，半地下室增加了下沉式采光庭院，厅堂采用客厅和家庭厅双厅配置，客厅采用 7.2 米两层挑空，结构采用奢侈的高抗震、高效能、高美度的剪力墙设计。

目前一期销售情况良好，小户型已经全部销售完毕，剩下高层部

分和别墅部分。高层的均价在 1.1 万元/平米左右，别墅的均价在 2.4 万元/平米左右。

2) 国奥天地

国奥天地占地面积 28.6 万平米，总建筑面积 88 万平米。项目位于烟台开发区中心区，北临大海。国奥天地主要包括羽毛球训练馆、运动员之家和国奥花园。

国奥天地项目是一个集国家羽毛球队训练比赛、居民健身国际品牌超市以及高档居住社区于一体的综合性项目，其中国家羽毛球训练馆建筑面积约 2.3 万平方米，建成后国际标准羽毛球场地、标准篮球场、乒乓球场地、国际司诺克标准场地、落袋台球场地、跆拳道场地、女子形体训练等运动项目，都会在专业俱乐部的管理下投入运营；运动员之家和社区的高层建筑，约在三年内建成。

该项目 2008 年就已经开始贡献利润，现在销售均价为 5200 元/平米。

表 2 公司房地产项目 NAV 重估表 单位：万平米、元

项目	权益建筑面积 (可售)	单位成本 (地价 + 建安成本)	毛利率	重估方法
天越湾	80.00	5000.00	67%	权益法
新潮怡海花园	4.10	2000.00	50%	权益法
国奥天地项目	44.00	2500.00	50%	权益法
崇文花园	8.00	2000.00	33%	权益法
慢城宁海	112.50	2000.00	55%	权益法
	208.60			

数据来源：上海证券研究所

表 3 NAV 重估值 单位：万元

NAV 重估	
项目 2009 年净现值	14386.84
项目 2010 年净现值	47719.71
项目 2011 年净现值	109458.96
2011 年之后的项目净现值	155929.55
项目净现值总计	327495.07
净资产	135653.59
总股本数	62542
每股重估净资产 (元)	7.41

数据来源：上海证券研究所

四、 公司业绩预测及策略

由于 09 年开始公司的几个主要项目进入结算期,预计公司 09-11 年 EPS 至 0.09 元、0.29 元、0.51 元,对应市盈率为 74 倍、23 倍和 13 倍,RNAV 为 7.41 元/股。复合增长率高达 150%,公司 RNAV 估值为 7.41 元/股,公司的估值较为低估,我们首次评级为“超强大市”。

表 4 公司 2010 年房地产开发业务收入

项目名称	权益结算面积 (万)	收入(万)	成本(万)	主营税金及附加 (万)
天越湾	5.30	94700.00	26500.00	5369.49
国奥天地	4.40	22000.00	11000.00	1247.40
崇文花园	1.60	4800.00	3200.00	272.16

数据来源：上海证券研究所

表 5 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008 A	2009 E	2010E	2011 E
营业收入	1,210.41	754.41	1,639.41	2,751.30
营业成本	994.96	377.21	819.71	1,375.65
营业税金及附加	24.81	151.26	328.70	551.64
销售费用	24.60	22.86	33.28	55.85
管理费用	90.71	56.51	122.79	206.07
财务费用	39.51	39.68	53.44	89.69
利润总额	44.80	106.90	281.49	472.40
减：所得税	14.86	26.72	70.37	118.10
净利润	29.94	80.17	211.12	354.30
母公司所有者净利润	12.78	22.87	27.44	32.93
少数股东损益	17.17	57.31	183.68	321.37
每股收益（元）	0.03	0.09	0.29	0.51

数据来源：上海证券研究所

表 6 公司的历年财务指标

指标名称	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年三 季报
销售毛利率(%)	18.87	12.45	11.61	-0.43	17.80	15.95
EBIT/主营业务收入(%)	10.75	6.85	5.33	-12.19	6.67	7.13
净资产收益率(全面摊薄)(%)	2.80	2.97	1.56	-8.45	1.27	0.11
流动比率	1.03	1.36	1.46	1.43	1.71	1.90
速动比率	0.69	0.64	0.50	0.40	0.42	0.55
资产负债率(%)	46.18	45.62	46.06	53.47	48.22	50.66
存货周转率	1.93	1.87	1.01	0.66	0.50	0.10

应收账款周转率	5.37	8.80	7.69	7.75	11.61	2.70
总资产周转率	0.35	0.52	0.44	0.32	0.33	0.07
主营业务收入同比增长率(%)	0.43	87.64	-11.59	-24.05	21.63	-70.87
净利润同比增长率(%)	-47.08	10.00	-40.89	-552.00	115.17	-87.10
每股收益(全面摊薄)	0.11	0.12	0.06	-0.18	0.03	0.00
每股经营性现金流量	0.53	0.28	-0.51	-0.53	-0.10	0.07
每股未分配利润	0.44	0.51	0.58	0.23	0.26	0.26
每股资本公积金	2.21	2.24	1.49	0.78	0.78	0.78

数据来源：公司各期报告，WIND 资讯，上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 沈莉

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。