

贾祖国 010-88088569
 jiazg@cmschina.com.cn
 洪俊骅 021-68407139
 hongjh@cmschina.com.cn

***ST海星** (600185.SH)/12.78元

2010年2月4日

2010、2011年业绩增长确定

金融·房地产

目标估值: **15.6元**

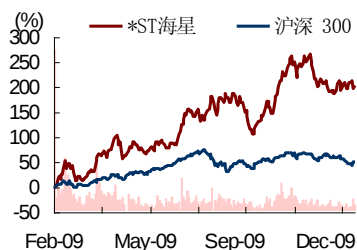
审慎推荐-A (维持)

基础数据

上证综指	2995
总股本(万股)	57759
已上市流通股(万股)	33759
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	43
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	0.3
资产负债率	69.2%
主要股东	珠海格力集团有限公司
主要股东持股比例	51.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	25	224
相对表现	8	39	171



相关报告

1、《ST海星(600185)——珠海房地产新贵，未来高成长可期》
 2010/1/25

公司2009年实现基本每股收益0.44元，(按照最新股本计算，每股收益为0.41元)，很快就将去星摘帽。我们认为公司2009年的业绩有所保留，并将在2010年体现，我们调高2010年盈利预测至0.9元，目标价15.6元。我们认为该公司股价具有长期投资价值，珠海房地产市场的高景气度是股价最好的催化剂。

- **2009业绩略低于预期:** 公司实现主营收入5.13亿元，营业利润3.04亿，归属于母公司净利润2.35亿元，实现每股收益0.44元，(按照最新股本计算，每股收益为0.41元)，顺利扭亏为盈。2009年公司业绩来源主要是来自于持有的2296万股格力电器股票的市价上涨，该部分贡献投资收益2.87亿元。我们认为，公司今年的最主要任务就是摘帽，2009年公司仅仅结转了5亿的格力广场预收款，结转金额少于我们原先预期的8亿，由于公司将格力广场部分预收款的结转时间延迟到2010年，故我们提高了2010年的盈利预测。公司财务管理较为审慎，计提了5400万元的其他应收款的坏账损失，我们认为这部分坏账很有可能将在2010年部分或者全部冲回。
- **公司资金需求较大:** 公司资产负债率达到了69%，目前还有格力海岸后期的地价款要陆续支付，资金压力较大。公司前期公告了将定向增发不超过1.2亿股融资16亿元的方案：我们认为如果公司顺利融资，将改变其单纯依靠大股东或者银行融资的情况，减轻其财务压力，也可以让公司获得更快速的发展与飞跃。
- **公司项目储备优良，收益于珠海市房地产的景气:** 公司在珠海拥有5个项目，均在非常优异的地段。目前在售的格力广场以及格力香樟地处珠海市中心；未售的项目中，洪湾项目紧靠湾仔；夏湾项目位于拱北海关附近；新获取的格力海岸位于唐家区的沿海黄金地段，未来有望成为珠海新的城市副中心。
- **维持“审慎推荐-A”的投资评级，并调高2010年盈利预测。** 我们预计公司2010年、2011年及2012年的EPS分别为0.9元、1.2元及1.51元。公司的RNAV为9.49元。如果假设公司在2010年顺利完成增发1.2亿股，那么摊薄后的今后三年EPS为0.74元、0.99元及1.25元。我们维持公司股价**15.6元**的目标值，维持公司股票**“审慎推荐-A”**的投资评级。

财务数据与估值

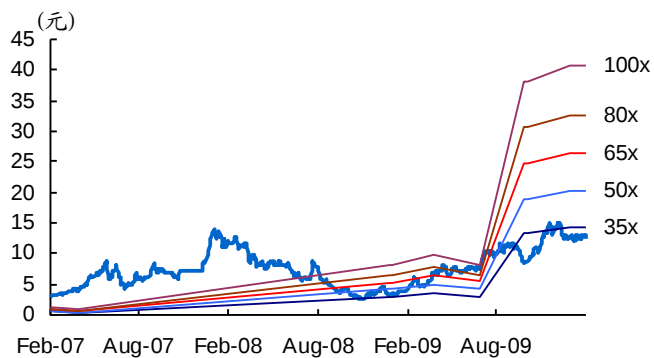
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	422	513	2399	3356	3381
同比增长	-47%	22%	368%	40%	1%
营业利润(百万元)		304	671	891	1122
同比增长	857%	-210%	121%	33%	26%
净利润(百万元)	-431	235	521	692	871
同比增长	564%	-155%	122%	33%	26%
每股收益(元)	-1.28	0.41	0.90	1.20	1.51
P/E(倍)	-10.2	32.1	14.5	10.9	8.7
P/B(倍)	76.7	4.6	3.5	2.6	2.0

资料来源: 招商证券

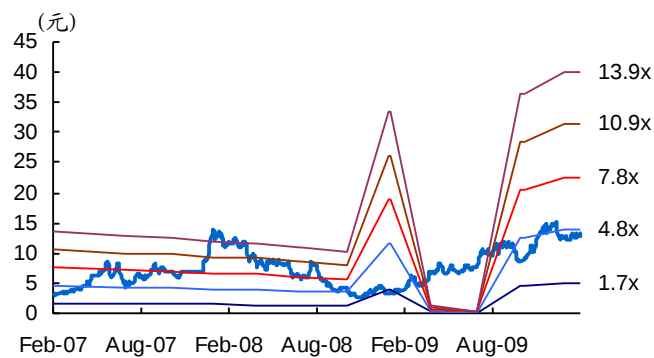
表 1: ST 海星项目一览表

名称	区域	物业类型	占地面积 (万平)	规划建筑 面积 (万 平)	可售面积 (万平)	权益
格力广场一期 A 区	珠海市吉大石花西路, 在香洲区与拱北区之间	住宅、商业	8.11	18.38	13.04	100%
格力广场一期 B 区	珠海市吉大石花西路, 在香洲区与拱北区之间	住宅、商业		16.00	14.40	100%
格力广场一期 C 区	珠海市吉大石花西路, 在香洲区与拱北区之间	商业	0.72	1.44	1.30	100%
格力广场二期	珠海市吉大石花西路, 在香洲区与拱北区之间	住宅、商业	4.31	17.00	15.30	100%
香樟美筑	珠海市九州大道和迎宾南路的交汇点	住宅、商业	4.58	13.71	13.71	100%
夏湾 C	珠海市拱北夏湾	住宅、商业	4.51	9.12	8.21	100%
洪湾项目	珠海市南湾区的湾仔	住宅、商业	23.58	58.94	53.05	51%
格力海岸	珠海市唐家湾	住宅、商业	33.96	89.39	80.45	100%
合计			79.77	223.98	199.45	

资料来源: 招商证券研发中心

图 1: *ST 海星历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: *ST 海星历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《ST 海星（600185）—珠海房地产新贵，未来高成长可期》

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	501	4681	11085	15404	15463
现金	30	1110	6983	8943	10395
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	82	0	53	74	74
其它应收款	70	134	240	336	338
存货	207	3360	3704	5883	4526
其他	112	76	106	168	129
非流动资产	274	712	738	735	734
长期股权投资	4	0	0	0	0
固定资产	186	19	18	16	14
无形资产	1	0	0	0	0
其他	84	693	720	719	719
资产总计	776	5393	11823	16140	16197
流动负债	470	2015	8450	12074	11260
短期借款	164	0	500	500	500
应付账款	61	405	1058	1681	1293
预收账款	16	420	1058	1681	1293
其他	228	1191	5833	8212	8173
长期负债	219	1718	1193	1193	1193
长期借款	56	1193	1193	1193	1193
其他	163	525	0	0	0
负债合计	689	3734	9643	13267	12453
股本	338	578	578	578	578
资本公积金	119	110	110	110	110
留存收益	(399)	972	1493	2185	3056
少数股东权益	29	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	58	1659	2180	2872	3744
负债及权益合计	776	5393	11823	16140	16197

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1	(915)	5757	1924	1375
净利润	(431)	235	521	692	871
折旧摊销	0	0	3	3	3
财务费用	0	0	5	(36)	(77)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	5407	1266	579
其它	432	(1150)	(179)	0	0
投资活动现金流	(1)	267	0	0	(1)
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(1)	267	0	0	(1)
筹资活动现金流	(52)	1358	116	36	77
借款变动	0	0	500	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(52)	1358	(384)	36	77
现金净增加额	(52)	710	5872	1961	1451

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	422	513	2399	3356	3381
营业成本	409	319	1058	1681	1293
营业税金及	7	61	484	569	789
营业费用	17	28	96	134	135
管理费用	32	20	84	117	118
财务费用	40	14	5	(36)	(77)
资产减值损	94	55	0	0	0
公允价值变	(0)	0	0	0	0
投资收益	(97)	287	0	0	0
营业利润	(275)	304	671	891	1122
营业外收入	8	0	0	0	0
营业外支出	164	1	0	0	0
利润总额	(432)	303	671	891	1122
所得税	1	68	150	199	251
净利润	(433)	235	521	692	871
少数股东损	(2)	0	0	0	0
归属于母公	(431)	235	521	692	871
EPS (元)	(1.28)	0.41	0.90	1.20	1.51

主要财务比

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-47%	22%	368%	40%	1%
营业利润	857%	-210%	121%	33%	26%
净利润	564%	-155%	122%	33%	26%
获利能力					
毛利率	2.9%	37.8%	55.9%	49.9%	61.8%
净利率	-102.2%	45.8%	21.7%	20.6%	25.8%
ROE	-748.4%	14.2%	23.9%	24.1%	23.3%
ROIC	-69.0%	8.6%	13.6%	14.5%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	88.8%	69.2%	81.6%	82.2%	76.9%
净负债比率	32.8%	22.1%	14.3%	10.5%	10.5%
流动比率	1.1	2.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.7	0.9	0.8	1.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转率	1.5	0.3	0.7	0.7	0.6
应收帐款周	3.7	12.5	90.8	53.0	45.6
应付帐款周	5.7	1.4	1.4	1.2	0.9
每股资料 (元)					
每股收益	-1.28	0.41	0.90	1.20	1.51
每股经营现	0.00	-1.58	9.97	3.33	2.38
每股净资产	0.17	2.87	3.77	4.97	6.48
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-10.0	31.4	14.2	10.7	8.5
PB	74.9	4.4	3.4	2.6	2.0
EV/EBITDA	-43.3	29.9	14.5	11.5	9.4

分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，6 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，2009 年 3 月至 2010 年 1 月任湘财证券房地产行业研究员，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。