

独特模式再见良效



公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)	杨国华	房地产行业高级分析师
目标价	22.65 元		63325888×6078
报告日期	2010 年 2 月 24 日 星期三		yangguohua@orientsec.com.cn
		何浪	研究主管

事件：2010 年 2 月 22 日，公司与海门市人民政府签订《海门圩角河两侧开发建设合作协议书》：根据框架协议，公司将对海门圩角河两侧土地进行成片开发。

我们的观点：

- **独特模式再见良效。**在深度报告《未来的“招保万金”》中，我们明确提出看好公司与众不同的经营模式：1、在三线城市布局大盘；2、施工开发一体化。而此次获取的海门一级开发项目恰是这一模式下的又一结晶：1、此次合作的一期项目占地约 90 万平米，若按 2.5 的容积率计算，建面约 225 万平米，是一个名副其实的大盘项目。若假设整个项目的净用地与总占地面积比为 0.5（该项目一期净用地与一期总用地面积比约为 0.5），则后期仍有可供出让土地面积约 1700 亩，我们预计，此部分仍有可能由公司和政府展开合作。2、帮政府代建基础设施及公建项目获取一级开发土地，施工开发一体化优势再次显现。

表 1：海门圩角河一级开发项目情况

项目名称	江苏海门市圩角河两侧土地
位置	海门市新城区，新市政府大楼西侧
规划区面积	6077 亩
一期总用地面积	2786 亩
一期净用地面积	1350 亩，折合约 90 万平米土地面积（若按 2.5 容积率计算，建筑面积约 225 万平米）
本次合作内容	一期
合作模式	公司与海门市人民政府共同出资成立项目公司，其中公司持有 80% 股权
一期开发周期	建设周期 5 年，出让土地周期 4 年
一期开发建设费用	总投资 25 亿
土地出让分期情况	2010 年出让 200 亩，2011-2013 年每年出让 350 亩
投资回报方式	土地出让收入优先支付项目公司的项目建设费用及投资回报，土地出让不足以支付的，海门市人民政府承诺以其他资金支付。且约定公司以不低于土地基价参与该区域所有土地的竞价
土地基价	参考评估价，双方协商确定
投资回报方式确定原则	以基价成交，海门市政府不支付投资回报，若高于基价成交，按如下方式支付：1、成交价未超过基价 50%（含 50%）的部分，海门市人民政府按超过部分 70% 支付项目公司投资回报；2、成交价超过基价 50%，未超过基价 100%（含 100%）的部分，海门市人民政府按超过部分 60% 支付项目公司投资回报；3、成交价超过基价 100% 的部分，海门市人民政府按超过部分 40% 支付项目公司投资回报

资料来源：公司公告

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

- 若土地按计划出让，预计将增厚 2010-2012 年 EPS 分别为 0.06、0.10、0.10 元。按照与本项目临近的 CR-1720996 地块成交价格 3640 元/平米计算，则土地出让将给公司带来约 363 元/平米的净利润，折合每亩约 24.2 万元。对应 2010-2012 年 EPS 将分别增厚 0.06-0.1 元，增厚幅度 5% 左右。当然，公司有可能参与竞价，自己获得土地。

表 2：海门近期成交土地情况

时间	地块	位置	出让起始价	出让成交价	备注
2009-8-28	CR-1610974	海门镇人民中路南、江海路东侧	4200 元/平方米	4200 元/平方米	目前市中心，位置优越于本项目地块
2009-10-18	CR-1720996	海门市海门镇南海路南、张謇大道东侧	2400 元/平方米	3640 元/平方米	本项目东侧，位置与本项目相邻

资料来源：公司公告 海门国土资源局

表 3：出让土地增加公司净利润预测

项目公司股权比例	80%		
建设成本（亿）	25		
一期土地面积（亩）	1350		
成本地价（元/平米）	2776		
预计基准地价（元/平米）	2776		
预计成交地价（元/平米）	3640		
投资回报率	70%		
投资回报（元/平米）	605		
所得税	151		
净利润（元/平米）	453		
归属公司净利润（元/平米）	363（折合每亩约 24.2 万元）		
	2010 年	2011 年	2012 年
出让面积（亩）	200	350	350
归属公司单位净利润（万元/亩）	24	24	24
归属公司净利润（万元）	4839	8468	8468
股本（亿股）	77856	77856	77856
增厚 EPS	0.062	0.109	0.109
增幅度	4.9%	6.5%	4.1%

- 海门整体市场表现稳定，项目未来前景值得期待。海门市房地产市场销售量逐年增长，在 08 年，一线城市纷纷量价齐跌，但海门房地产市场仍取得 6.8% 的正增长，而截止 09 年前三季度，全市商品房预(销)售 6138 套，69.95 万平方米，销售金额 28.82 亿元，已经远远超过 2008 年全年的销售量。这说明海门的房地产市场地域性特征较为明显，受一线城市及宏观调控政策的影响相当有限，因此，我们认为该项目的未来价值值得看好。
- 不考虑本次一级开发项目未来的出让收益，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.73 元、1.26 元和 1.68 元，假设考虑本次一级开发出让收益，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.73 元、1.32 元和 1.78 元，维持“增持”评级，目标价位 22.65 元。

分析师承诺

杨国华：房地产行业高级分析师

何浪：研究主管

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn