

湘财证券研究所

房地产行业

张化东：Tel: 021-68634518-8051

E-Mail: zhd3063@xcsc.com

杨森：Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

徐广福：Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

首次评级：增持

公司股票一年来走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

杭州房地产市场调研：投资市塑造高弹性公司，历史成交量迎短期反弹 2010.7.5

三套房贷政策点评：对房地产政策预期产生重大影响 2010.7.9

房地产行业-宏观经济数据有隐忧，房地产调控政策将持续 2010.7.16

事件：

近日我们拜访了泛海建设的董事会秘书，就公司的经营情况和项目基本情况进行了调研。

投资要点：

- 公司所拥有的项目获取时间较早。以武汉王家墩项目为例，武汉王家墩机场改造源于2000年，而公司的大股东介入项目股权也要追溯至2002年。此外，杭州钱江新城项目、上海董家渡项目、深圳泛海拉菲项目和北京东风乡项目也都取得时间较早，公司项目成本非常之低。未来几年，虽然王家墩项目开始进行销售，但由于其他区域的项目质量较高，公司项目均价和毛利率依然会维持在较高的水平上。我们认为，在未来三年，公司的毛利率水平虽然呈逐年下降的趋势，但毛利率水平依然较高。
- 公司的投资速度明显加快，上海项目加快拆迁和武汉王家墩项目的施工进度加快等都将使公司的投资进一步增加。由于公司在2009年进行了公司债融资，融资额达到32亿元之多。公司的大股东一直为公司在借款方面提供较大数额的担保，公司在债权融资方面也较为顺利。如果公司不能大力推动销售回款，在2011年公司的负债情况将承压加重。我们认为2011年的资金压力将促使公司进一步加快销售，实现资金的快速回笼。公司的大部分借款还将以长期借款的形式存在，短期付息压力有限。
- 公司在最近半年内即将开工和进入销售周期的项目主要包括，杭州钱江新城项目、武汉王家墩项目、以及上海董家渡项目，这些项目抑或是单价较高，抑或是体量较大。根据我们的测算，如果以乐观的推案速度，公司在2011年的推案价值将较2010年提升一倍以上。如果销售顺利，公司在2011年的销售可能也会增加一倍以上。因此我们较为乐观地估计了2012年的结转收入。

首次增持评级，调升目标价格12元

- 假设价格下降幅度为2010年同比2009年不下降，2011年和2012年分别维持同比2009年下降10%的水平，按WACC10%来测算，RNAV为10.97元/股。按2010年11月11日的收盘价10.34元，尚存在的折价6.5%的折价。
- 未来三年的每股净利润为0.20元、0.37元和0.66元，对应2010年11月11日收盘价10.34元，2010年-2012年PE为50.52倍、28.19倍、15.70倍。
- 对于每股净资产也给出相对审慎的预测，我们认为2010年至2012年的每股净资产将达到3.85元、4.17元和4.78元，对应2010年11月11日收盘价10.34元，PB为2.68倍、2.48倍、2.16倍。
- 综合估值情况和市场风险，我们首次给出增持评级，6-12个月的目标价为12元。

投资风险：

由于近期宏观和房地产行业政策出台过于频繁，也提醒投资者注意房地产板块的短期风险。

表 1：泛海建设财务估值预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	22473	25635	36109	66666	营业收入	2379	2141	3747	6932
现金	4589	5839	3307	2480	营业成本	1275	1147	2023	3882
应收账款	41	71	116	213	营业税金及附加	325	118	206	381
其他应收款	340	346	635	1119	营业费用	73	57	100	182
预付账款	1960	2331	3778	7462	管理费用	112	150	206	319
存货	15543	17048	28272	55391	财务费用	-1	2	10	14
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	3	2
非流动资产	268	210	244	412	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	108	119	129	138	营业利润	599	666	1199	2152
无形资产	6	6	6	6	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	155	85	109	268	营业外支出	14	2	2	2
资产总计	22741	25845	36353	67078	利润总额	588	667	1201	2154
流动负债	5247	5721	13313	40418	所得税	197	215	392	700
短期借款	460	460	6739	31943	净利润	390	453	809	1454
应付账款	583	574	1012	1941	少数股东损益	-12	-11	-21	-37
其他流动负债	4203	4687	5562	6535	归属母公司净利润	403	463	830	1491
非流动负债	8558	10962	13182	15460	EBITDA	607	676	1220	2179
长期借款	5378	7781	9999	12278	EPS (元)	0.18	0.20	0.37	0.66
其他非流动负债	3181	3181	3183	3182	主要财务比率				
负债合计	13805	16682	26495	55879	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	455	445	423	386	成长能力				
股本	2264	2264	2264	2264	营业收入	67.6%	-10.0%	75.0%	85.0%
资本公积	5145	5145	5145	5145	营业利润	102.7%	11.2%	80.2%	79.5%
留存收益	1073	1309	2027	3405	归属于母公司净利润	91.2%	15.0%	79.2%	79.6%
归属母公司股东权益	8481	8718	9435	10813	获利能力				
负债和股东权益	22741	25845	36353	67078	毛利率 (%)	46.4%	46.4%	46.0%	44.0%
现金流量表					净利率 (%)	16.9%	21.6%	22.2%	21.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE (%)	16.9%	21.6%	22.2%	21.5%
经营活动现金流	-1536	-1047	-10930	-28015	ROIC (%)	4.8%	5.3%	8.8%	13.8%
净利润	390	453	809	1454	偿债能力	2.9%	3.0%	3.0%	2.6%
折旧摊销	9	9	11	12	资产负债率 (%)	60.7%	64.5%	72.9%	83.3%
财务费用	-1	2	10	14	净负债比率 (%)	43.85%	51.21%	64.54%	79.82%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	4.28	4.48	2.71	1.65
营运资金变动	-1930	-1500	-11761	-29500	速动比率	1.32	1.50	0.59	0.28
其他经营现金流	-4	-11	2	4	营运能力				
投资活动现金流	-7	48	-46	-181	总资产周转率	0.11	0.09	0.12	0.13
资本支出	7	20	30	30	应收账款周转率	33	36	38	40
长期投资	0	21	15	150	应付账款周转率	1.48	1.98	2.55	2.63
其他投资现金流	0	89	-1	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	4518	2249	8444	27369	每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.20	0.37	0.66
短期借款	460	0	6279	25204	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.68	-0.46	-4.83	-12.38
长期借款	1848	2403	2218	2280	每股净资产 (最新摊薄)	3.75	3.85	4.17	4.78
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	58.10	50.52	28.19	15.70
其他筹资现金流	2209	-154	-53	-114	P/B	2.76	2.68	2.48	2.16
现金净增加额	2975	1250	-2532	-827	EV/EBITDA	47	42	23	13

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

1、项目质量较高

公司所拥有的项目获取时间较早。以武汉王家墩项目为例，武汉王家墩机场改造源于 2000 年，而公司的大股东介入项目股权也要追溯至 2002 年。即使是部分股权注入至上市公司那也要追溯至上一个房地产周期。而对于王家墩项目的全面股份收购也是在 2010 年 1 月完成。较早的项目取得虽然也带来了一部分财务成本，但是相较于土地成本来说，还不能够起到决定性作用。此外，杭州钱江新城项目、上海董家渡项目、深圳泛海拉菲项目和北京东风乡项目也都取得时间较早，公司项目成本非常之低。

在项目位置上，公司项目大多处于城市比较稀缺的地块。以上海董家渡项目为例，上海董家渡项目可比的项目有在售的华润外滩九里和绿城黄浦湾。就区位来说，上海董家渡项目的区位略优于介于两个项目之间。绿城黄浦湾在 2009 年销售的最高价为 70000 元/平方米；而华润外滩九里的最高价在 140000 元/平方米。虽然不能够确定上海董家渡项目的定位，但从区位上来说，该项目能够实现的销售收入非常可观。项目将至少会实现销售收入 140 亿左右。虽然动拆迁成本较高，但如果项目能够顺利快捷完成拆迁，实现高质量开发。不仅仅能够在竞争激烈的上海市场树立品牌形象，也能够获得很高的收益。此外，杭州钱江新城项目也属于高端商办项目，办公楼的售价应该在 25000 元/平方米以上，而公寓的售价也将达到在 35000 元/平方米。未来几年，虽然王家墩项目开始进行销售，但由于其他区域的项目质量较高，公司项目均价和毛利率依然会维持在较高的水平上。我们认为，在未来三年，公司的毛利率水平虽然呈逐年下降的趋势，但毛利率水平依然较高。

2、资金准备充分

公司的投资速度明显加快，上海项目加快拆迁和武汉王家墩项目的施工速度加快等都将使公司的投资进一步增加。由于公司在 2009 年进行了公司债融资，融资额达到 32 亿元之多。一直以来，公司的大股东一直为公司在借款方面提供较大数额的担保，公司在债权融资方面也较为顺利。如果公司不能大力推动销售回款，我们认为在 2011 年公司的负债情况将承压加重。但我们认为 2011 年的资金压力将促使公司进一步加快销售，实现资金的快速回笼。公司的大部分借款还将以长期借款的形式存在，短期付息压力有限。

表 2：泛海建设负债情况

	2007	2008	2009	2010E
货币资金	376.98	1563.57	4588.87	5838.85
短期借款	737.80	762.40	676.30	762.82
长期借款	16.70	3529.30	8550.78	9171.83
股东权益	4250.68	8658.85	8936.07	9162.27

净负债率	8.9%	31.5%	51.9%	44.7%
------	------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

3、销售时间窗口开启

公司在最近半年内即将开工和进入销售周期的项目主要包括，杭州钱江新城项目、武汉王家墩项目、以及上海董家渡项目，这些项目抑或是单价较高，抑或是体量较大。根据我们的测算，如果以乐观的推案速度，公司在 2011 年的推案价值将较 2010 年提升一倍以上。如果销售顺利，公司在 2011 年的销售可能也会增加一倍以上。因此我们较为乐观地估计了 2012 年的结转收入。

表 3：泛海建设项目结转情况

项目名称	城市	区域	项目属性	建筑面积	结转金额（百万）			结转面积（平方米）		
					2010	2011	2012	2010	2011	2012
武汉王家墩住宅	武汉	汉口	住宅	2200000	0	1960	2889	0	146285	215571
武汉王家墩商业	武汉	汉口	商业	2500000	0	0	0	0	0	0
武汉王家墩办公	武汉	汉口	办公	500000	0	0	0	0	0	0
武汉王家墩配套	武汉	汉口	配套	890000	0	0	0	0	0	0
钱江新城办公楼	杭州	钱江	办公	83000	280	1050	1076	20896	78358	80313
钱江新城公寓	杭州	钱江	公寓	40000	0	0	964	0	0	71933
董家渡聚居区地块	上海	黄浦	住宅	263300	0	9	0	0	669	0
泛海拉菲花园二期	深圳	南山	住宅	209300	0	0	986	0	0	73605
泛海拉菲花园三期	深圳	南山	住宅	213700	0	0	0	0	0	0
青岛名人广场二期	青岛	市南	住宅	225400	0	282	338	0	21018	25221
泛海国际社区	北京	朝阳	住宅	240000	1562	300	0	116567	22388	0
泛海国际居住区商业	北京	朝阳	住宅	174600	0	0	337	0	0	25119
东风乡 1#、2#、3#土地	北京	朝阳	住宅	44000	0	0	0	0	0	0
东风乡绿隔地区第六、七宗地	北京	朝阳	住宅	49900	0	0	0	0	0	0

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

4、首次增持评级，目标价 12 元

假设价格下降幅度为 2010 年同比 2009 年不下降，2011 年和 2012 年分别维持同比 2009 年下降 10% 的水平，按 WACC10% 来测算，RNAV 为 10.97 元/股。按 2010 年 11 月 11 日的收盘价 10.34 元，尚存在的折价 6.5% 的折价。

未来三年的每股净利润为 0.20 元、0.37 元和 0.66 元，对应 2010 年 11 月 11 日收盘价 10.34 元，2010 年-2012 年 PE 为 50.52 倍、28.19 倍、15.70 倍。

对于每股净资产也给出相对审慎的预测，我们认为 2010 年至 2012 年的每股净资产将达到 3.85 元、4.17 元和 4.78 元，对应 2010 年 11 月 11 日收盘价 10.34 元，PB 为 2.68 倍、2.48 倍、2.16 倍。

综合估值情况和市场风险，我们首次给出增持评级，6-12 个月的目标价为 12 元。由于近期宏观和房地产行业政策出台过于频繁，也提醒投资者注意房地产板块的短期风险。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。