

2010 年 12 月 22 日

房地产行业

泛海建设 (000046)

评级: 增持

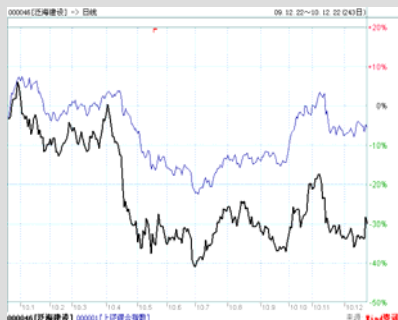
房地产研究组

联系人电话:

010-88086830-720

qiusy@rxzq.com.cn

泛海建设与上证指数走势对比图



资源优势凸显公司价值

【投资要点】

- 896 万平方米土地储备主要集中在北京、上海、武汉等地，分别占其土地总量的 19.9%、6%与 68%。现有项目基本都是大股东 06 年及 08 年注入资产，并以大面积一级开发转二级开发为主。
- 大盘一二级联动开发造成公司土地价值的提升，北京项目住宅部分 2011 年再开盘售价有望达到 4.5 万元/平米，武汉项目也进入全面开发阶段，一期樱海园售价 1.3 万元，达到净销，二期 100 万平米开始施工，作为公司核心的两大资产全面开工预期 2012 年起业绩可以开始快速释放。
- 公司的低周转对资金需求较高，也成为其扩张的瓶颈，从行业发展方向看，快速周转更加符合政府意图，因此公司开发模式决定了其未来向开发+持有型房产公司转变。

【估值及投资建议】

公司 RNAV 为 16.8 元，当前股价折让率为 44%。由于近两年可结算项目有限，业绩难以出现大幅增长，预计 2010 年、2011 年公司每股收益分别为 0.24 元与 0.34 元，对应 PE 估值分别为 39.4 倍与 27.8 倍，作为偏资源性公司高折价率显现估值优势，给予增持评级。

【风险提示】

政府对行业的从严控制，对公司销售产生直接影响；资金压力造成现有项目开发速度缓慢，预期的业绩释放难以实现。

目 录

投资概述.....	3
一、公司概况	4
二、土地储备的低周转充分分享房价的连续上涨.....	5
1、 泛海国际居住区.....	7
2、 武汉王家墩项目	8
三、资源优势带来的价值低估	8
1、 NAV估值	8
2、 低周转高毛利.....	9
3、 业绩预测.....	10
图表 1: 公司股权架构.....	4
图表 2: 公司土地储备城市分布.....	6
表格 1: 公司项目明细.....	5
表格 2: RNAV估值.....	9
表格 3: 2009 年末与其他主要地产公司对比.....	9
表格 4: 业绩预测.....	10

投资概述

公司重组上市后，注入了北京、武汉等大量土地成为公司发展的基石，而一二级联动开发的模式使其成为低周转开发的代表，虽然造成低周转的原因来自各个方面包括地方政府的规划变更、拆迁缓慢及公司资金等，但现实已造成其储备的土地资源价值快速增长，北京、上海一线城市的土地稀缺性更加严重。在公司充分分享了房价上涨所带来的土地增值的同时，其面临的主要问题是市场份额难以提升，或者说资金压力导致扩张面临瓶颈，在住宅建设快速增长下，公司可能直接面临转型，向开发+持有型房产公司转变。

公司亮点

- 896万平米的土地储备土地价值大幅提升，其中北京泛海国际居住区超过100万的土地储备已成为绝对的稀缺资源，武汉王家墩609万平米的体量也是任何上市房企难以企及的，这些资源优势构成了公司的核心竞争力。
- 公司从2010年开始大面积开发现有资源，北京、武汉项目逐步从资源属性转向价值实现，这将有利于未来公司业绩的大幅提升以及快速转型。

风险因素

政府对行业的从严控制，对公司销售产生直接影响；资金压力造成现有项目开发速度缓慢，预期的业绩释放难以实现。

一、公司概况

公司前身南海石油深圳开发服务总公司物业发展公司，简称“南油物业”，成立于1989年，注册资本300万元。1992年经深圳市政府批准开始改组并与1994年9月在深交所上市公开发行1300万股普通股，发行后总股本达到5200万股。在随后的3年中公司经过6次送配总股本扩张至2.05亿股。

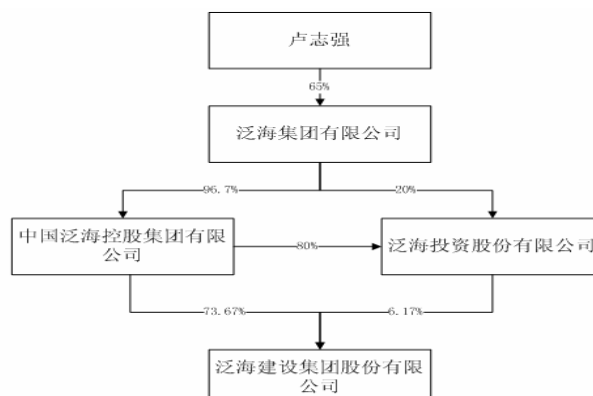
1998年，经深圳证券管理办公室批准，南油物业的发起人深圳南油集团有限公司将其持有的法人股（占总股本的52.5%）全部转让给光彩事业投资集团，并更名为光彩建设股份有限公司，后经三次送配公司总股本增至3.51亿股，大股东占比48.17%。

2005年4月，公司控股股东光彩事业投资集团以持有上市公司非流通法人股0.825亿股作价增资泛海建设控股，增资后形成泛海建设控股收购上市公司28.17%的股份成为第一大股东，光彩事业投资集团还持有上市公司20%的股权成为第二大股东，大股东同时承诺在3-5年内将其房地产业务全部注入上市公司。2005年9月泛海建设控股收购光彩事业投资集团持有上市公司剩余的20%非流通法人股后使得第一大股东持股比例增至48.17%，泛海建设控股完成了对上市公司的收购，上市公司更名“泛海建设”。

2006年3月，公司实施股权分置改革，原非流通股东以每10股送2.2股的方案向流通股东支付对价以获得流通权，股权分置后，大股东持股比例由原来的48.17%降至36.76%。2006年12月公司向大股东定向增发4亿股用以收购其持有北京泛海东风置业65%的股权（主要拥有北京东风乡1#、2#、3#地块）以解决公司正在开发东风乡5#、6#、7#、8#地住宅项目的同业竞争。

2008年1月上市公司向泛海建设控股以每股19.1元定向增发3.8亿股，收购其持有的北京星火公司100%股权（第二宗地、第六宗地、第七宗地合计建筑面积约100万平米）通海公司100%股权（在开发上海黄浦区董家渡聚居区10、12、14号地块）、浙江公司100%股权（在开发杭州市钱江新城核心区内的光彩国际会议中心项目）、武汉公司60%股权（在开发武汉王家墩项目），本次增发后，公司土地储备超过700万平米。

图表 1：公司股权架构



数据来源：日信证券，公司公告

二、土地储备的低周转充分分享房价的连续上涨

公司现有土地储备建筑面积896万平米（包含北京东风乡第二宗地块80万平米的土地一级开发），其主要分布在一线城市北京、上海、深圳、杭州及二线城市武汉与青岛，现有项目基本全部是大股东06年及08年注入资产，并以大面积一级开发转二级开发为主。鉴于一级开发在房价不断上涨的过程中拆迁户对补偿要求的不断提升以及土地一级整理后政府对整理区域规划的不断的修改（北京项目）使得公司对现有项目的开发速度在过去的三年中均低于市场预期，这导致公司业绩释放滞后，但是在一线城市房价大幅上涨的背后，现有土地的升值使得公司充分分享了土地的溢价。

从现有房地产企业的发展模式看，与万科相比的高周转所带来的销售额逐年创新高、开发面积大幅增加相比，低周转的开发企业在扩张速度上明显偏低，在利润率方面由于房价的持续上涨使的低周转企业单项目的利润率要远远高于市场平均水平，根据2010年中期报告统计房地产开发企业的销售毛利率为36.84%，而低周转的企业毛利率水平都在50%左右或更高。虽然现有土地增值税对高利润率起到了一定的平衡作用，但从该税种核算的周期及工作量看，一线城市贯彻实施的较为彻底，而二三线城市还是以预缴为主，因此土地增值税在二三线城市并没有实际起到平衡低周转企业盈利水平并推动企业快速周转的作用。

从单项目利润率的角度看低周转企业充分分享了房价上涨所带来的收益，而从政府对房地产企业规范的方向看，快速开发快速销售可以对平抑房价起到积极的作用，因此低周转企业将会一直面临着政策潜在的调控压力。泛海建设的低周转属于联动开发的结果，同时地方政府也存在部分责任，后期如果公司以合理速度进行开发，其受到政策处罚的影响较小，但从规模扩张看，公司还是受制于低周转所带来的资金限制，短期维持土地扩张的能力较弱（从2008年注资后没有进入新增土地储备增加），基本以实现现有项目的运营为主。

表格 1：公司项目明细

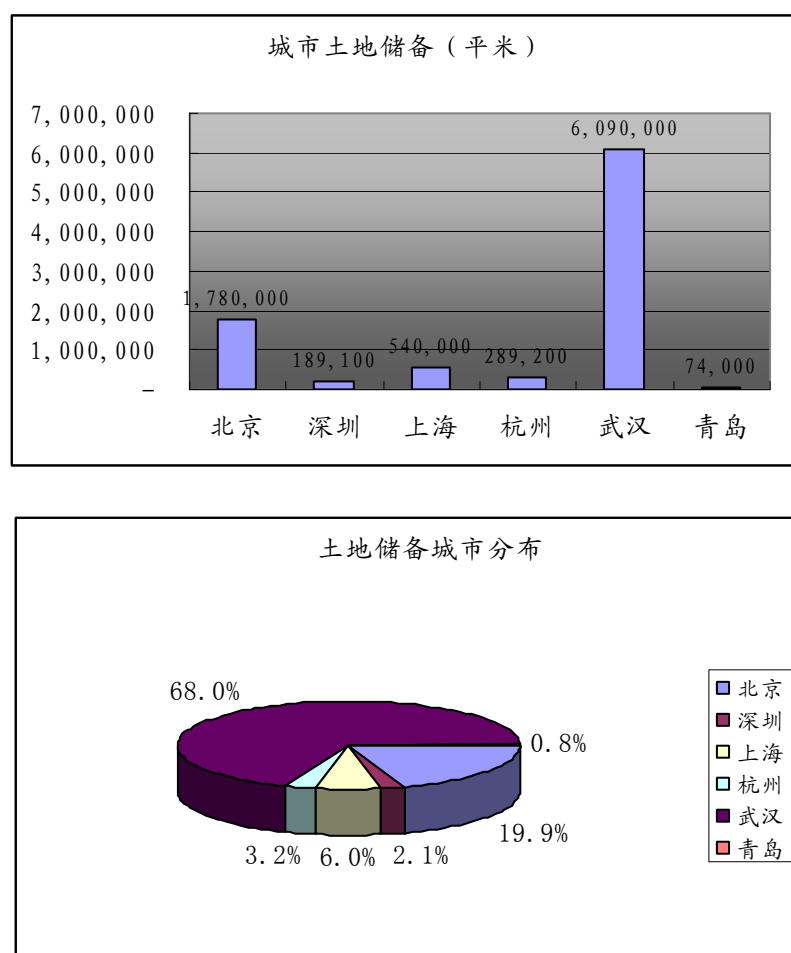
	项目名称	地点	权益比例	建筑面积 (平米)	楼面地价 (元/平米)
1	泛海国际居住区 1#	北京	75%	630,000	6,000
2	泛海国际居住区 2#	北京	75%	190,000	6,000
3	泛海国际居住区 3#	北京	75%	170,000	6,000
4	泛海国际居住区 4#	北京	100%	195,700	6,000
5	第二宗地（一级开发中）	北京	100%	800,000	6,000
6	第七宗地（市政用地）	北京	100%	70,000	
7	泛海拉菲花园二期	深圳	100%	82,500	1,000
8	泛海拉菲花园三期	深圳	100%	106,600	1,000
9	上海黄浦区董家渡项目 10 号地	上海	60%	190,000	16,500
10	上海黄浦区董家渡项目 12 号地	上海	60%	180,000	22,000
11	上海黄浦区董家渡项目 14 号地	上海	60%	170,000	24,000
12	浙江泛海国际中心写字楼项目	杭州	100%	172,200	1,650
13	浙江泛海国际中心商务酒店项目	杭州	100%	50,000	1,650

14	浙江泛海国际中心五星酒店项目	杭州	100%	67,000	1,650
15	武汉王家墩项目商业部分	武汉	100%	3,000,000	1,500
16	武汉王家墩项目住宅部分	武汉	100%	3,090,000	1,500
17	青岛泛海国际购物中心	青岛	70%	74,000	1,000
	合计			9,238,000	

数据来源：日信证券

土地储备的城市中，武汉王家墩项目由于整体超过600万平米建面，占到公司土地储备总量的68%，其楼面地价占销售价格的11%；一线城市土地储备280万平米，占土地储备总量的31.2%，

图表 2：公司土地储备城市分布



数据来源：日信证券

1、泛海国际居住区



项目位于北京东四环东侧朝阳公园桥畔，毗邻 CBD 及第三使馆区，紧靠朝阳公园与红领巾公园，整个区域被环形绿化景观包围，地理位置及环境在北京四环项目中具有绝对的稀缺性。项目规划占地约 2 平方公里，总建筑面积约 260 万平米，区域内功能划分为高档住宅、商业娱乐、商务办公等。该项目由于开发时间周期较长，同时北京房价在近几年内快速上涨，因此，本项目的稀缺价值已成为公司核心资产之一，单体项目的毛利率水平也达到近 60% 左右。

从项目整体规划看，公司将土地划分为 1-8 号地块及第二宗地与第七宗地，其中 2-8 号地块以住宅为主，1 号地块作为写字楼商务用地，而第七宗地为市政用地，第二宗地处于一级开发中，目前规划为商业金融用地。在拥有权方面，公司除了第二宗地只具有一级开发权外，以获得其余全部土地的二级开发权，而第二宗地的在项目的整体开发下继续获得其二级开发的几率较高。

公司 2005 年开始动工开发 5-8 号地，2006 年实现销售 8.16 万平米，2007 年实现销售 20.6 万平米，2009 年末 5-8 号地块已基本净销并结算，剩余 1-4 号地块的规划如下：

1 号地块规划建面 6 万平米的写字楼，目前已完成了规划调整。

2 号地块与 3 号地块为合计规划建面 26 万平米的住宅及配套商业

4 号地块建面 19.5 万平米，其中包括 9 万平米的商品房与 10 万平米的保障房。

其中 2-4 号地块为下半年的开工重点，10 月正式开工，预计再开盘售价有望达到 4.5 万元/平米，该部分将成为公司 2012 年的业绩主要贡献并引发公司业绩快速释放。该地块的 1 号地及未来预期可以转为二级开发的第二宗地作为该区域的主要商业部分，合计建面约 86 万平米，商业地产虽然可以以租金维持公司的持续发展，但大量的资金沉淀对公司会产生较大压力（以每平方米 2.5 万元的持有成本计算，需要沉淀 215 亿的资金），因此公司计划以持有+部分出售的方式来解决。

2、武汉王家墩项目

公司介入王家墩项目始于 2002 年，获得该土地时间较早，项目延续了公司一二级联动开发模式，今年起武汉王家墩 CBD 由基础设施建设阶段，逐步转向全面开发阶段。地块的整体规划已经完成，全部 27 宗土地，公司已获得 26 宗土地的土地使用证。从开发比例看，住宅和商业部分基本各占 300 万平米，政府规定的开发周期为 10 年，大体量项目的逐级开发可以充分分享房价上涨所带来的超额收益。



两大重点项目华中第一高楼“武汉中心”29 万平米和“泛海城市广场”28 万平米已开工建设，两项目集国际 5A 级写字楼、五星级酒店、超大型新生态购物中心、高尚服务型公寓等多功能为一体，将建成武汉城市的地标项目。住宅方面一期樱海园 9 万平米 6 月 6 日开盘，目前基本净销，二期 16 万平米完成了基桩及地下部分，明年初可以投入市场，其余 8-12 号地块合计 100 万平米也在开工计划中，项目整体已全面启动，预计 2012 年起开始对公司贡献业绩。由于武汉中心与城市广场都属于高投入的形象性工程，投资周期长对资金占压较大，这对住宅部分提出了更高的周转要求以解决项目整体对资金的需求。

三、资源优势带来的价值低估

1、NAV 估值

公司每股净值为 16.8 元，当前股价折让率为 44%。从价格敏感度分析看，武汉王家墩项目住宅部分售价每增加 10%，公司 RNAV 估值提高 0.77 元增加 5%，北京泛海国际居住区售价每增加 10%，公司 RNAV 估值提高 0.29 元增加 2%，总体看由于武汉项目体量较大，对公司净值影响明显，长期看王家墩项目短期供给量的快速增加抑制其价格快速提升的空间，我们给予武汉项目售价每年 8% 的增速，因此公司在估值上短期出现大幅提升的空间也相对有限。值得注意的是公司在北京泛海居住区中的第二宗地还处于一级开发中，该项目未来正式转入公司名下进行二级开发，可增加公司净值 1.09 元。

表格 2: RNAV 估值

项目名称	权益比例	可售面积	项目权益估值
泛海国际居住区 1# (出售)	75%	201,600	1,764,519,136
泛海国际居住区 2#	75%	130,000	1,640,710,676
泛海国际居住区 3#	75%	130,000	1,640,710,676
泛海国际居住区 4#	100%	90,000	1,379,502,163
第二宗地 (一级开发中)	100%	600,000	3,600,000,000
第七宗地 (市政用地)	100%	-	-
泛海拉菲花园二期	100%	82,500	414,425,213
泛海拉菲花园三期	100%	106,600	705,231,197
上海黄浦区董家渡项目 10 号地	60%	190,000	1,503,978,162
上海黄浦区董家渡项目 12 号地	60%	180,000	1,485,810,215
上海黄浦区董家渡项目 14 号地	60%	170,000	1,609,949,218
浙江泛海国际中心写字楼项目	100%	172,200	1,798,426,665
浙江泛海国际中心商务酒店项目	100%	50,000	522,815,506
浙江泛海国际中心五星酒店项目	100%	67,000	994,820,606
武汉王家墩项目商业部分	100%	900,000	4,466,786,855
武汉王家墩项目住宅部分	100%	2,317,500	11,007,250,850
青岛泛海国际购物中心	70%	74,000	133,333,671
泛海国际居住区 1# (自持)	75%	283,500	1,990,362,197
武汉王家墩项目商业部分 (自持)	100%	1,350,000	5,148,021,871
小计			41,806,654,877
现金及投资性房产			2,513,471,622
减未付土地款及借款			6,010,000,000
合计			38,310,126,499
每股净值			16.80

数据来源: 日信证券

2、低周转高毛利

以 2009 年末的同期数据横向对比,公司的低周转高毛利现象明显,公司毛利率为 46.43% 高于其他主要开发类地产公司,而 0.08 的存货周转率却为最低。公司这种低周转高毛利的模式带来的负面即对资金需求,尤其是一二级联动开发对资金的占压更加明显,2010 年三季度末公司的带息负债高达 92 亿元,其中包括 09 年发行的 32 亿元 5 年期债券,以平均 8% 的利率计算,每年需支付利息高达 7.36 亿元,这会对公司低周转造成一定的现金流压力。

表格 3: 2009 年末与其他主要地产公司对比

指标名称	万科 A	保利地产	泛海建设	荣盛发展	首开股份
销售毛利率 (%)	29.39	36.82	46.43	35.53	35.25
存货周转率 (次)	0.39	0.29	0.08	0.33	0.23
归属母公司股东的权益/负债合计	0.41	0.40	0.61	0.39	0.40
归属母公司股东的净利润 (同比增长率) (%)	32.15	57.19	91.25	64.43	63.25

数据来源: 日信证券

3、业绩预测

公司 2010 年与 2011 年可结算项目有限，11 年主要结算武汉一期住宅与深圳拉菲花园二期，业绩难以快速提升，在北京泛海国际居住区及武汉王家墩项目大面积开发及上海项目逐渐步入开发进程，2012 年公司将进入业绩释放期。预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.24 元与 0.34 元，对应 PE 估值分别为 39.4 倍与 27.8 倍，鉴于公司 44%的 RNAV 折价率，给予增持评级。

表格 4：业绩预测

	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
一、营业总收入(元)	1,419,547,881.28	2,378,997,770.24	2,854,797,324	3,711,236,522
二、营业总成本(元)	1,118,607,368.87	1,784,629,766.90	2,043,804,698	2,580,590,589
营业成本(元)	757,072,798.47	1,274,540,363.03	1,398,850,689	1,744,281,165
营业税金及附加(元)	207,263,002.85	325,206,437.15	399,671,625	519,573,113
销售费用(元)	54,572,724.40	72,563,539.43	85,643,920	111,337,096
管理费用(元)	94,387,423.36	112,381,624.73	157,013,853	204,118,009
财务费用(元)	-678,518.77	-681,985.24	-680,252	-681,119
资产减值损失(元)	5,989,938.56	619,787.80	3,304,863	1,962,325
三、其他经营收益(元)				
公允价值变动净收益(元)	-5,682,982.01	4,248,671.28	-717,155	1,765,758
投资净收益(元)	37,049.42			
四、营业利润(元)	295,294,579.82	598,616,674.62	810,275,471	1,132,411,690
加：营业外收入(元)	4,605,246.99	3,024,602.61	3,814,925	3,419,764
减：营业外支出(元)	3,981,778.11	13,891,128.26	8,936,453	11,413,791
其中：非流动资产处置净损失(元)	54,533.76	141,204.38		
五、利润总额(元)	295,918,048.70	587,750,148.97	805,153,942	1,124,417,663
减：所得税(元)	87,015,701.91	197,348,238.59	257,649,262	359,813,652
六、净利润(元)	208,902,346.79	390,401,910.38	547,504,681	764,604,011
减：少数股东损益(元)	-1,737,785.04	-12,441,377.78	-7,089,581	-9,765,480
归属于母公司所有者的净利润(元)	210,640,131.83	402,843,288.16	554,594,262	774,369,491
七、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	0.094	0.178	0.24	0.34

数据来源：日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系方式:

日信证券有限责任公司

地 址: 内蒙古呼和浩特市锡林南路 18 号 邮政编码: 010020
电 话: 0471-6292477 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司北京分公司

地 址: 北京市西城区闹市口 1 号长安兴融中心西楼 11 层 邮政编码: 100031
电 话: 010-88086830 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司 (其他分支机构)

北京营业部

北京市西城区新街口北大街 3 号星街坊购物中心 6 层
营业部咨询电话: 010-82200210/82200220 传真: 010-82200213

呼和浩特营业部

内蒙古呼和浩特锡林南路 18 号
营业部咨询电话: 0471-6292456 传真: 0471-6292477

通辽营业部

内蒙古通辽市和平路中段 178 号
营业部咨询电话: 0475-8266873 传真: 0475-8266873

乌兰浩特兴安北大路营业部

内蒙古乌兰浩特市财政大楼
服务部咨询电话: 0482-8226224 传真: 0482-8234960