

高周转、高成长的二线龙头

研究结论

● 我们与市场不同的观点：

市场上对公司的担忧主要有两点：一、相对行业其他主流公司，PE 估值过高；二、民企背景，在收紧流动性的宏观背景下，资金链堪忧。

我们认为：一、的确，与行业均值相比，公司目前 PE 高约 30%，但公司三大优势理应享受估值溢价：**1、公司践行高周转低成本。**2010 年，公司存货周转率 0.39，处于行业高水平。管理+销售费用率 5%，低于行业平均 6.9%。房价涨幅受限，高周转低成本更易做大做强，更易在楼市调控中占优；**2、高成长化解高估值。**2008—2010 年，公司净利润增长率分别为 34%、64%、67%，持续的高成长性明显好于多数行业公司。我们预计 2011—2013 年净利增速仍将实现 42%复合增长率。**3、公司所在市场更具增长空间，且受调控政策影响小。**公司项目约 90%位于河北、江苏、辽宁、山东省内，这些省份房地产市场渐趋活跃，住宅销售面积占全国的比重从 2005 年的 22%，快速上升至 2010 年的 29%。公司项目均位于二三线城市，且 63%位于非限购的三线城市，受调控影响小。

从公司与万科 PE 估值比值来看，近一年较为稳定，与自身相比，估值处历史中低位水平，可见，公司估值虽高但并不贵。

二、资金充裕，民企也无忧。若销售和融资实现年初计划，预计 2011 年将剩余 77 亿元现金用于土地拓展。即使鉴于公司民企背景，银行融资受阻，在“高周转”模式和有利的项目区域布局下，销售回款仍能保证资金安全充裕。

● 公司亮点突出：

1、土储充足，开发快速。公司土地储备超过 1700 万平米，可以满足未来三年开发所需。2010 和 2011 年累计新开工面积将达 760 万平米，2011 年计划竣工面积 187 万平米，同比增长 55%，仍处开发快速期。

2、独特的定位优势。公司立足于环渤海和长三角区域有发展潜力的中等城市。该战略使公司规避了与一线房企在主流市场的正面竞争，又提前布局了未来市场的蓝海。目前，京沪高铁的修建、环首都经济圈建设列入十二五规划均对公司项目构成直接利好。

3、股权激励已获通过。2009—2012 年净利润年增长 35%的行权条件，显示管理层信心，也是公司未来业绩的保证。

4、11 年业绩锁定率 88%，预计 11 年可售房源 350 万平米，供应充足。

● **首次给予公司买入评级，目标价 20.5 元。**我们预计公司 11—13 年的 EPS 分别为 1.02 元、1.58 元、2.04 元，动态 PE 分别是 14 倍、9 倍、7 倍。考虑公司历史估值中枢以及相对行业的合理估值溢价，给予 11 年 20 倍 PE，目标价 20.5 元。不考虑房价上涨，9%折现率，公司 RNAV 为 12.25 元，目前股价溢价 17%。

● **风险因素：**房地产政策风险；公司销售低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨国华

房地产行业高级分析师

010-66210585

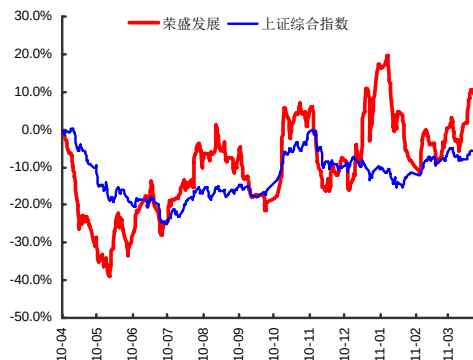
yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 4 月 6 日)	14.59 元
目标价格	20.50 元
总股本/A 股 (百万股)	1433.6/1433.6
A 股市值 (亿元)	205.43
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2011 年 4 月 7 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6527	8116	12470	15447
收入同比 (%)	98%	24%	54%	24%
归属母公司净利	1021	1466	2272	2927
净利润同比	68%	43%	55%	29%
毛利率 (%)	34.9%	40.6%	40.9%	43.1%
ROE (%)	21.5%	25.1%	28.5%	27.2%
每股收益 (元)	0.71	1.02	1.58	2.04
P/E (倍)	20.11	14.02	9.04	7.02
P/B (倍)	4.32	3.51	2.58	1.91

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

估值及投资建议	4
PE 估值：目标价位 20.5 元/股	4
RNAV 绝对估值：12.25 元/股	5
与市场不同的观点	5
公司理应享受估值溢价，目前估值高而不贵	5
资金充裕，民企也无忧	9
公司简介	9
公司亮点	10
土地储备充足，开发快速	10
高周转低成本模式	11
独特的定位优势	11
建立长期激励机制	12
盈利预测	12
风险因素	15

图表目录

图 1 荣盛发展历史静态/动态 PE 水平	4
图 2 荣盛发展历史静态/动态 PB 水平	4
图 3 公司 RNAV 敏感性分析	5
图 4 2010 年部分房地产公司存货周转率	6
图 5 2010 年主要地产公司（销售+管理）费用率	6
图 6 2008-2010 年部分房地产公司归属母公司净利润增长率（%）	7
图 7 （江苏+河北+辽宁+山东）四省住宅销售面积占全国的比例	7
图 8 荣盛发展与万科的静态及动态 PE 的比值	8
图 9 荣盛发展实际控制人的产权关系	10
图 10 公司历年新开工及竣工面积情况	10
图 11 京沪高铁 6 个站点是公司项目布局点	
图 12 环首都经济圈建设的“13 个县区”中 6 个在廊坊	11
附图：相关上市公司近期资金流向	17
表 1 公司项目受政策调控影响较小	8
表 2 荣盛发展 2011 年资金收支情况预测（单位：亿元）	9
表 3 荣盛发展 2011 年资金余额敏感性分析（单位：亿元）	9
表 4 公司项目结算情况预测	13
表 5 RNAV 估值	14
表 6：重点地产公司估值对比	14
附表：财务报表预测与比率分析	16

估值及投资建议

PE 估值：目标价位 20.5 元/股

核心假设：

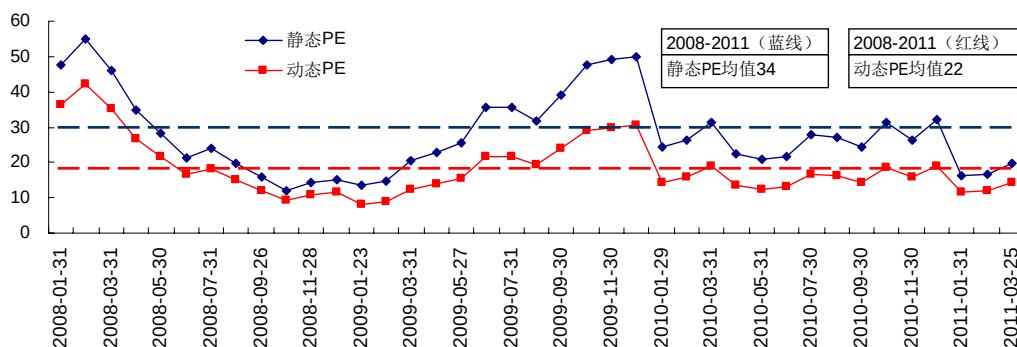
(1) 2011–2013 年结算面积分别为 161、214、273 万平米（参考数据：2010 年公司完成结算面积 139 万平米，2011 年计划实现竣工面积 187 万平米）；

(2) 销售价格以目前为准，不考虑未来上涨；

在上述假设下，我们预计公司 2011–2013 年 EPS 分别为 1.02 元、1.58 元、2.04 元，年复合增长率 42%，动态 PE 分别是 14 倍、9 倍、7 倍。

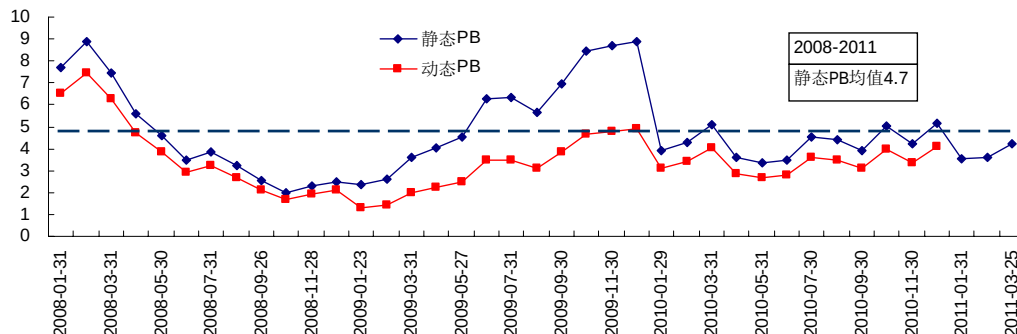
公司于 07 年 8 月上市，08 年以来动态 PE（市值/当年净利润）均值 22 倍，静态 PE（市值/上年净利润）均值 34 倍，目前，2011 年动态 PE 为 14 倍，静态 PE 为 20 倍，均处于历史估值的中低位水平。若给予 2011 年 20 倍 PE，目标价位 20.5 元/股，股价上升空间为 43%，首次给予“买入”评级。

图 1 荣盛发展历史静态/动态 PE 水平



资料来源：WIND、东方证券研究所

图 2 荣盛发展历史静态/动态 PB 水平



资料来源：WIND、东方证券研究所

RNAV 绝对估值：12.25 元/股

核心假设：

- (1) 不考虑未来新增项目；
- (2) 房价参考目前在售价格，未来房价涨幅为 0。
- (3) 贴现率为 9%；

在此假设下，公司 RNAV 估值 12.25 元/股，P/RNAV=1.17 倍。

图 3 公司 RNAV 敏感性分析

RNAV		房价涨跌幅								
		-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
贴现率	6%	5.09	8.07	10.82	11.83	13.06	14.19	15.18	17.35	19.13
	7%	5.04	7.94	10.60	11.59	12.78	13.87	14.83	16.94	18.67
	8%	5.00	7.81	10.39	11.35	12.51	13.57	14.51	16.56	18.23
	9%	4.96	7.68	10.19	11.13	12.25	13.28	14.20	16.19	17.81
	10%	4.92	7.57	10.01	10.92	12.01	13.01	13.90	15.84	17.42
	11%	4.88	7.46	9.83	10.72	11.78	12.76	13.63	15.51	17.05
	12%	4.85	7.35	9.66	10.54	11.56	12.51	13.36	15.20	16.69
	13%	4.81	7.25	9.50	10.36	11.36	12.28	13.11	14.90	16.36
	14%	4.78	7.16	9.35	10.19	11.16	12.06	12.87	14.62	16.04

资料来源：东方证券研究所

与市场不同的观点

市场上对公司的担忧主要有两点：1、相对行业均值，公司目前 PE 估值过高； 2、民企背景，在收紧流动性的宏观背景下，资金链堪忧。对此，我们有不同的观点：

公司理应享受估值溢价，目前估值高而不贵

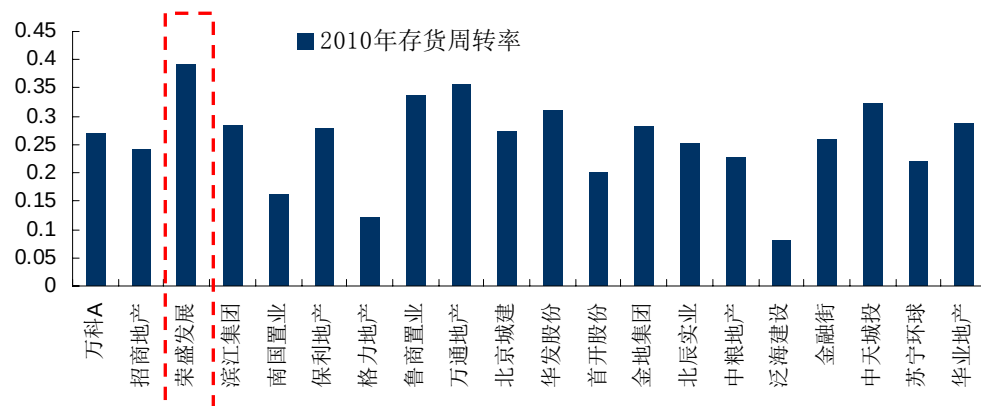
公司估值理应给予溢价

2011 年行业主流公司 PE 约 11 倍，公司 11 年 PE 约 14 倍，溢价约 30%，的确相对较高。但我们认为，若一个公司能满足三个条件，理应享受一定的估值溢价。

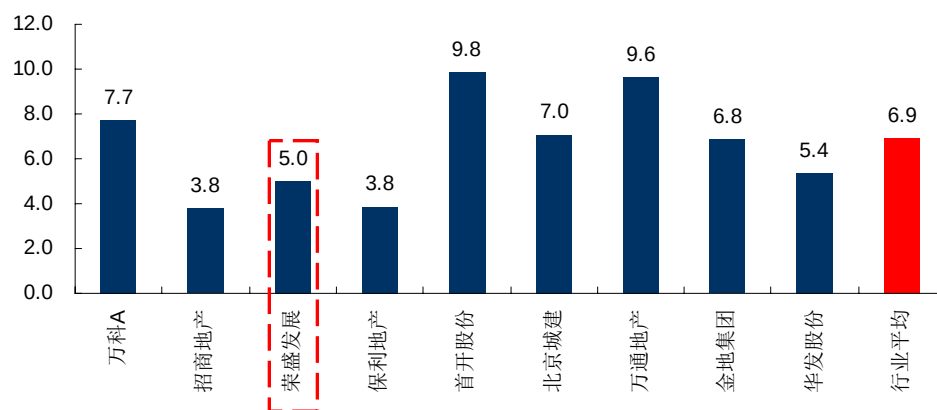
- 1、高周转低成本。房价涨幅受限，高周转低成本更易做大做强，更易在楼市调控中占优。
- 2、业绩高成长。唯有高成长，才能化解高估值。
- 3、市场增长空间更大，受政策影响更小。

公司符合上述三个条件：

- 1、公司是典型的“高周转低成本”模式的践行者。2010 年，公司存货周转率 0.39，处于行业高水平。管理+销售费用率 5%，低于行业平均 6.9%的水平。

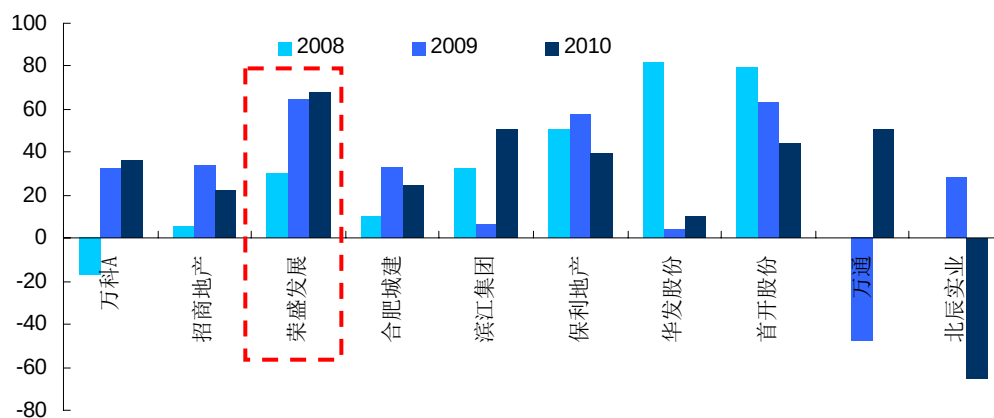
图 4 2010 年部分房地产公司存货周转率


资料来源：WIND、东方证券研究所；注：中粮、泛海、金融街、中天、苏宁、华业尚未公布 10 年年报，以 2009 年周转率代替。

图 5 2010 年主要地产公司（销售+管理）费用率


资料来源：WIND、东方证券研究所

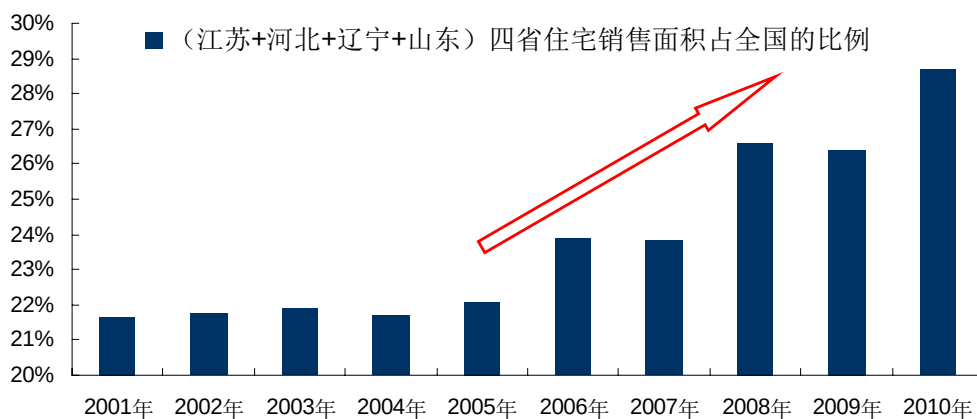
2、2008-2010 年，公司净利润增长率分别为 34%、64%、67%，持续的高成长性明显好于多数行业公司。而且，我们预计公司在 2011-2013 年净利润增速仍将实现 42%的符合增长率。

图 6 2008-2010 年部分房地产公司归属母公司净利润增长率（%）


资料来源：WIND、东方证券研究所；

3、公司项目约 90%位于河北、江苏、辽宁、山东省内，这些省份房地产市场渐趋活跃，住宅销售面积占全国的比重从 2005 年的 22%，快速上升至 2010 年的 29%，公司在这个更具成长性的市场里受益会更大。

同时，公司处于限购城市的项目占比 37%，处于非限购城市的项目占比 63%；处于二线城市项目占比 37%，处于三四线城市占比 63%，且二线城市中石家庄、沈阳市场本身非常健康，需求增长良好，即使在 08 年全国房地产调整期受到的影响也较小，可见，公司受房地产调控政策的影响也将较小。

图 7 （江苏+河北+辽宁+山东）四省住宅销售面积占全国的比重


资料来源：WIND、东方证券研究所；

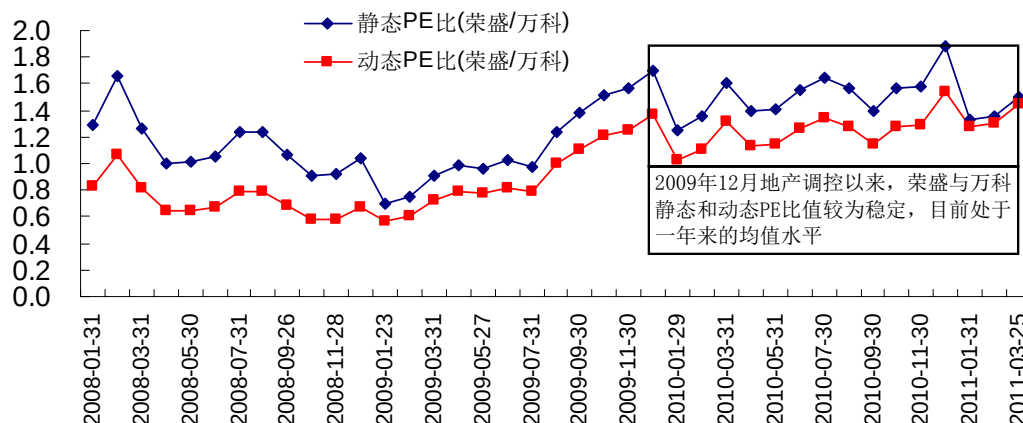
表 1 公司项目受政策调控影响较小

	截至 2010 年末结算面积（万平米）	占比
位于限购城市	666	36.8%
南京	278	15.4%
石家庄	53	3.0%
沈阳	322	17.8%
成都	12	0.7%
位于非限购城市	1141	63.2%
	截至 2010 年末结算面积（万平米）	占比
位于二线城市	666	36.84%
位于三四线城市	1141	63.16%

资料来源：东方证券研究所；

估值溢价率较为稳定，高而不贵

从公司与万科月度静态和动态 PE 的比值来看，伴随地产调控政策的出台，公司股价体现出明显的估值溢价。但该比值一年多来较为稳定，目前基本处于一年来的均值水平。与公司自身相比，估值处历史中低位水平。因此，我们认为，虽然公司估值较高，但并不贵（万科目前估值处于其历史低位）。只要公司坚守高周转模式、在优势市场继续高速增长，这种估值溢价就将继续维持。

图 8 荣盛发展与万科的静态及动态 PE 的比值


资料来源：东方证券研究所

资金充裕，民企也无忧

若销售和融资能实现年初计划，预计 2011 年剩余资金将达到 77 亿元，不但资金链不用担忧，而且完全可以实现年初计划新增 500 万平米土地储备的目标（预计约 60 亿元）。

即使鉴于公司民企背景，银行融资受阻，在“高周转”模式和有利的项目区域布局下，公司销售回款仍能保证公司资金安全充裕。

同时，公司于 2010 年 9 月在北京设立了专业的房地产基金公司—荣盛泰发地产基金管理公司，现已完成了前期的筹备，组织和机制建设，并与国内多家主要金融机构进行沟通接触、建立起业务联系。预计未来有望成为公司新的融资渠道和利润增长点。

表 2 荣盛发展 2011 年资金收支情况预测（单位：亿元）

年初货币资金	20
计划销售回款	135
计划融资	57
可利用资金合计	212
需支付地价	21
短期借款	4
一年内到期的非流动负债	20
建安及税费支出	90
需支付资金合计	135
剩余资金	77

资料来源：公司公告、东方证券研究所

表 3 荣盛发展 2011 年资金余额敏感性分析（单位：亿元）

		销售金额完成率				
融资金额完成率		80%	90%	100%	110%	120%
	60%	27	41	54	68	81
	80%	39	52	66	79	93
	100%	50	64	77	91	104
	120%	61	75	88	102	115

资料来源：公司公告、东方证券研究所

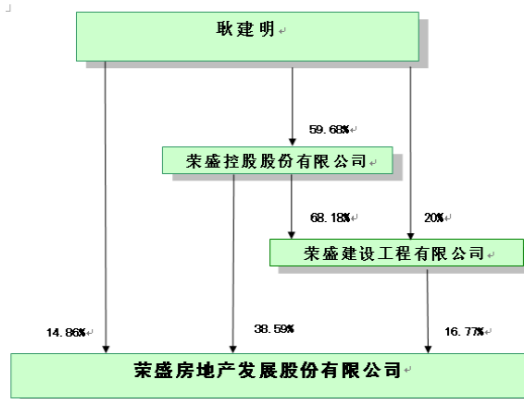
公司简介

公司成立于 1996 年，注册资金 8.96 亿元，总部位于河北省廊坊市。公司在紧紧围绕京津冀和长江三角洲两大经济圈的基础上，已在河北、江苏、安徽、山东、辽宁、广东等省的多个中等城市开展了房地产开发业务。经过 10 余年的发展，公司现已成为集建筑设计、商品住宅开发、物业经营及酒店管理为一体，具有国家一级开发资质、甲级设计资质的大型综合体。

2007 年 8 月 8 日，公司登陆深圳证券交易所，成为河北省首家通过 IPO 上市的房地产企业。

公司实际控制人为耿建明，最近 5 年一直担任公司董事长。耿建明先生现年 48 岁，年轻时从军入伍，成为一名基建工程兵。1983 年从部队考取了华北航天工业学院，毕业后分配到廊坊市一建。在廊坊一建公司，从一名普通的职工做起，后升为一建公司副处长、处长。1996 年，为了实现自己多年以来产业报国的心愿，毅然下海，成立自己的荣盛建筑安装公司。

图 9 荣盛发展实际控制人的产权关系



资料来源：公司年报 东方证券研究所

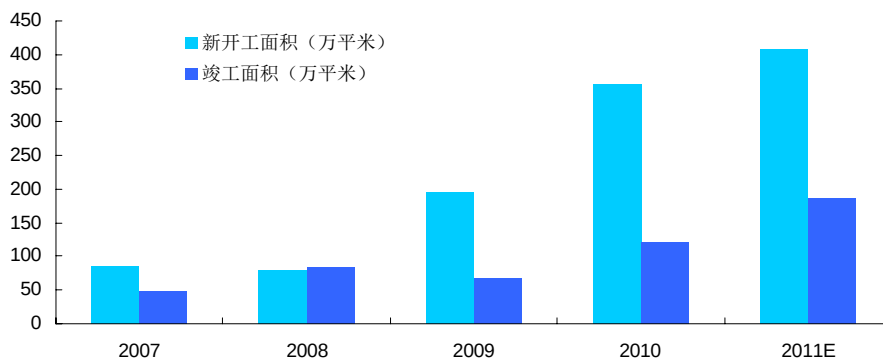
公司亮点

土地储备充足，开发快速

截至 2010 年末，公司权益土地储备建筑面积约 1785 万平方米，可以满足公司未来三年左右开发所需，储备充足。

从公司历年新开工及竣工面积来看，公司开发速度明显开始提速。2011 年计划新开工面积突破 400 万平方米，同比增长 15%，计划竣工面积 187 万平方米，同比增长 55%。

图 10 公司历年新开工及竣工面积情况



资料来源：招股说明书、东方证券研究所；注：2011 年为公司计划数

高周转低成本模式

多年来，公司以高周转、低成本的特点为市场所周知。

首先，公司合理安排项目前期各项工作，快速实现开工，并通过一整套严格有效的生产管理系统和完善的业务流程，严格控制主要生产节点，缩短项目开发周期，使得项目的建设过程合理、安全、高效。

其次，公司对产品市场定位准确，快速去化，实现了较高的周转效率。

此外，公司已经建立了有效的费用预算、跟踪、控制流程和标准，无论是管理费用还是销售费用的控制均非常得力。公司 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年的期间管理销售费用率分别为 3.3%、4.9%、4.0%、5%，低于行业同期平均 6.9% 的费用率水平。

最后，公司实现全产业链运营，除了房地产开发与销售外，还包括物业管理、建筑设计、装饰及园林工程和酒店经营，从而可有效控制成本、税费。

独特的定位优势

成功的战略定位：成立初期，公司即确立了“立足于京津冀环渤海地区和长三角区域有发展潜力的中等城市，有选择地兼顾发展较快的小城市”的战略目标。这一战略定位既规避了与一线房地产企业在主流市场的正面竞争，又提前布局了未来市场的一片蓝海。事实证明，这一战略定位促成了公司今日的崛起，我们认为，也必将带领公司续写未来更大的辉煌。

伴随京沪高铁、京广高铁、京哈高铁等快速客运通道的建成，以及环首都经济圈建设及河北沿海地区发展规划的推出并被列入国家“十二五规划”，公司在河北、山东、安徽、江苏的项目将更加受益。

成功的产品定位：公司以普通商品住宅为主导产品，目前成功开发完成的项目，以及在建和拟建的项目基本上是普通商品住宅。公司一贯坚持的这一产品，既是目前主流的需求市场，也是受调控政策影响最小的市场。

图 11 京沪高铁 6 个站点是公司项目布局点

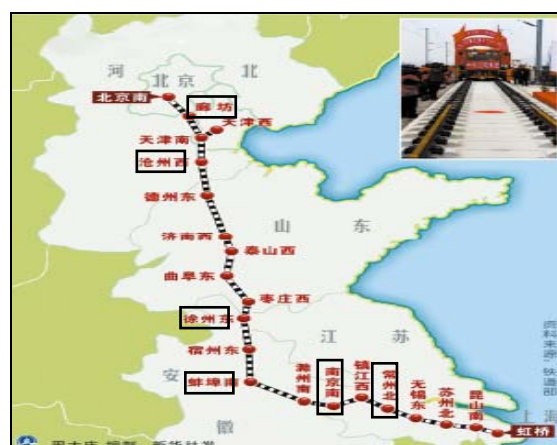


图 12 环首都经济圈建设的“13 个县区”中 6 个在廊坊



1、京沪高铁将于 2011 年 6 月通车，沿途有 6 个站点是公司项目布局点；
2、环首都经济圈建设，简称“13 县 1 圈 4 区 6 基地”。上述 13 个县（区）中有 6 个位于廊坊市。该规划被列入国家“十二五规划”。

资料来源：东方证券研究所整理

附：环首都经济圈部分规划内容

一、设想与范围

总体设想是，在紧邻北京、交通便利、基础较好、潜力较大的县(市、区)打造环首都经济圈，简称“13县1圈4区6基地”：13县(市、区)：即涿州市、涞水县、涿鹿县、怀来县、赤城县、丰宁满族自治县、滦平县、三河市、大厂回族自治县、香河县、广阳区、安次区、固安县。1圈：即以新兴产业为主导的环首都经济圈(全长999.5公里，面积27060平方公里，人口485.65万人，2010年区域GDP1196亿元、全部财政收入200亿元)。4区：即在环首都经济圈建设高层次人才创业园区、科技成果孵化园区、新兴产业示范园区、现代物流园区。6基地：即在环首都经济圈内建设养老、健身、休闲度假、观光农业、绿色有机蔬菜、宜居生活基地。

二、目标与任务

坚持一年打基础、三年见成效、五年大发展，加强与首都地区在发展空间、产业功能、资源要素、基础设施、产业政策等方面的对接融合，推动传统优势产业升级、战略性新兴产业成规模、现代服务业上水平、现代农业提质效，将环首都经济圈建成京津冀补体化发展的先行区、对接首都的新兴产业带、环绕首都的明星城市带。

2015年，主要经济指标比2010年翻两番，地区生产总值由2010年的1196亿元达到4784亿元，年均增长31%以上；全部财政收入由2010年的200亿元达到800亿元，年均增长32%；城区总人口由2010年的165万人达到300万人，年均增长12.7%，城镇化率由2010年的33%上升到60%，年均增长5.4个百分点。2020年，主要经济指标比2015年再翻一番，地区生产总值达到9568亿元，全部财政收入达到1600亿元，城区总人口达到400万人，城镇化率达到70%。

建立长期激励机制

公司股票期权激励计划已获得证监会备案通过并经公司股东大会批准，公司向包括公司高级管理人员、核心管理人员、核心技术(专业)骨干在内的68名激励对象授予4,523.2万份股票期权。通过建立公司股票期权激励计划，将有利于充分调动、提高激励对象的积极性和创造性，将股东利益、公司利益和员工个人利益有效地结合在一起，促进公司业绩持续增长。

股权激励的行权条件很高，既显示管理层对公司未来发展的巨大信心，也是公司未来业绩的巨大保证。其中，行权条件之一是公司截至2009年、2010年、2011年、2012年的扣除非经常性损益的净利润增长率分别不低于35%，每年加权平均净资产收益率不低于15%。行权价格11.99元。

盈利预测

收入预测假设

- 房地产业务结算面积、结算金额如下表：
- 房价按目前价格计算，不考虑未来价格上涨

表 4 公司项目结算情况预测

项目	权益	总建面 (万平米)	权益建 面(万 平米)	结算面积(万平方米)			结算收入(万元)		
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
廊坊—阳光逸墅	100%	13.50	13.50	6.75	6.75	0.00	43875	47250	0
廊坊—豪邸坊	100%	12.00	12.00	3.60	3.60	4.80	23760	27000	38400
廊坊—塞纳荣府	100%	33.35	33.35	0.00	3.34	6.67	0	33350	66700
廊坊—晓廊坊	100%	22.68	22.68	6.80	6.80	9.07	54432	54432	77112
香河-香榭丽舍	100%	30.00	30.00	12.00	12.00	6.00	60000	72000	36000
廊坊-格林郡府	100%	42.63	42.63	0.00	0.00	8.53	0	0	63945
霸州阿尔卡迪亚	100%	21.40	21.40	5.35	5.35	5.35	16050	16050	16050
邯郸锦绣花苑一期	100%	15.18	15.18	7.59	0.00	0.00	40986	0	0
邯郸阿尔卡迪亚	100%	61.00	61.00	12.20	12.20	12.20	48800	51240	51240
沧州阿尔卡迪亚	100%	29.70	29.70	8.91	8.91	11.88	40095	43659	58212
沧州兰亭苑	100%	12.00	12.00	0.00	6.00	6.00	0	27000	27000
沧州芳菲苑	100%	12.00	12.00	8.40	0.00	0.00	37800	0	0
沧州 CTP-1012	100%	66.00	66.00	0.00	9.90	9.90	0	48510	48510
CTP1009 CTP1004									
石家庄阿尔卡迪亚	100%	17.02	17.02	8.51	8.51	0.00	55315	63825	0
石家庄阿尔卡迪亚二期	100%	36.38	36.38	0.00	3.64	7.28	0	30923	61846
唐山湖畔丽舍	100%	171.50	171.50	0.00	8.58	10.29	0	47163	59682
唐山市丰南区地块	100%	99.09	99.09	0.00	0.00	0.00	0	0	0
南京阿尔卡迪亚	100%	34.28	34.28	13.71	10.28	10.28	95970	71978	71978
南京盛棠苑	100%	8.72	8.72	0.00	0.00	8.72	0	0	61040
南京仙林地块	100%	12.76	12.76	0.00	3.83	3.83	0	61248	61248
南京龙湖半岛	100%	222.52	222.52	17.80	13.35	13.35	67646	73432	77437
徐州阿尔卡迪亚二期	100%	11.06	11.06	11.06	0.00	0.00	66360	0	0
徐州九里峰景	100%	26.56	26.56	10.62	10.62	5.31	53120	63744	31872
徐州邳州文景苑	100%	18.21	18.21	0.00	0.00	5.46	0	0	19121
徐州邳州文承苑	100%	92.54	92.54	0.00	0.00	0.00	0	0	0
徐州盛和项目	100%	9.00	9.00	0.00	9.00	0.00	0	117000	0
常州市中华恐龙园地块	100%	11.26	11.26	0.00	0.00	11.26	0	0	84450
蚌埠香邸荣府	100%	20.38	20.38	0.00	6.11	7.13	0	33627	39232
蚌埠光彩地块	100%	57.25	57.25	0.00	0.00	5.73	0	0	28625
聊城阿尔卡迪亚	100%	58.59	58.59	11.72	11.72	11.72	46872	46872	46872
聊城西湖馨苑	100%	33.59	33.59	0.00	8.40	8.40	0	29391	29391
临沂香醍荣府	100%	12.00	12.00	0.00	12.00	0.00	0	60000	0
临沂 河东 B、D 地块	79%	43.45	34.33	0.00	0.00	6.52	0	0	32588
湛江麻章南亚郦都	100%	54.75	54.75	0.00	8.21	8.21	0	32850	32850
湛江海湾郦都	100%	24.00	24.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0
浏阳市财智广场	100%	25.60	25.60	5.12	5.12	5.12	12800	12800	12800

沈阳香堤澜山	100%	29.10	29.10	5.82	5.82	8.73	34920	34920	52380
沈阳幸福大道地块	100%	42.48	42.48	0.00	8.50	8.50	0	33984	33984
沈阳阿尔卡地亚	100%	99.13	99.13	0.00	0.00	9.91	0	0	44609
沈阳紫提东郡	75%	139.42	104.57	0.00	0.00	13.94	0	0	83652
沈阳沈北新区道义开发	100%	11.82	11.82	0.00	0.00	11.82	0	0	65010
财智广场	90%	25.60	23.04	5.12	5.12	5.12	12800	12800	12800
成都布鲁明顿广场	100%	12.05	12.05	0.00	0.00	6.03	0	0	18075
合计		1,832	1,785	161	214	273	811,601	1,247,047	1,544,709

资料来源：东方证券研究所整理

盈利及估值、评级

我们预计公司 2011–2013 年 EPS 分别为 1.02 元、1.58 元、2.04 元，年复合增长率 42%，动态 PE 分别是 14 倍、9 倍、7 倍。若给予 2011 年 20 倍 PE，目标价位 20.5 元/股。不考虑房价上涨，折现率 9%，公司目前 RNAV 为 12.25 元/股，目前股价溢价 17%。首次给予公司“买入”评级。

表 5 RNAV 估值

开发项目净利润现值（百万元）	12805
10 年末净资产（百万元）	4760
合计（百万元）	17565
总股本（百万股）	1433.60
2010 年末 RNAV（单位：元）	12.25

资料来源：东方证券研究所预测；注：WACC=9%；

表 6：重点地产公司估值对比

公司名称	代码	当前股价(元) 2011-4-01	总市值 (亿元) 2011-4-01	EPS		PE		PB	当前评级
A 股				10E	11E	10E	11E		
开发类									
万科 A	000002	8.82	970	0.66	0.89	13.4	9.9	2.2	买入
保利地产	600048	14.11	646	1.08	1.44	13.1	9.8	2.2	买入
金地集团	600383	6.99	313	0.6	0.75	11.7	9.3	1.8	买入
招商地产	000024	18.61	320	1.22	1.5	15.3	12.4	1.8	未评级
苏宁环球	000718	9.5	162	0.53	0.87	17.9	10.9	4.7	买入
华业地产	600240	7.44	48	0.42	0.78	17.7	9.5	2.2	买入
首开股份	600376	14.83	16	1.16	1.95	12.8	7.6	3.2	买入

中南建设	000961	12.96	151	0.75	1.05	17.3	12.3	3.4	买入
金融街	000402	6.92	209	0.44	0.52	15.7	13.3	1.3	未评级
建发股份	600153	8.01	22	0.7	0.9	11.4	8.9	6.7	未评级
亿城股份	000616	5.24	187	0.5	0.6	10.5	8.7	3.3	未评级
滨江集团	002244	12.48	169	0.78	1.03	16.0	12.1	3.9	未评级
福星股份	000926	14.09	100	0.68	0.93	20.7	15.2	2.1	未评级
华发股份	600325	12.26	100	0.85	1.06	14.4	11.6	1.7	未评级
鲁商置业	600223	8.69	87	0.6	0.89	14.5	9.8	8.0	未评级
北京城建	600266	15.47	138	1.18	1.29	13.1	12.0	2.6	未评级
中天城投	000540	16.86	154	0.84	1.52	20.1	11.1	11.0	未评级
莱茵置业	000558	11	0	0.45	0.84	24.4	13.1	5.6	未评级
均值						15.6	11.0	3.8	
园区类									
张江高科	600895	11.41	181	0.56	0.8	20.9	14.6	3.0	未评级
苏州高新	600736	8.31	71	0.42	0.52	19.1	15.4	2.6	未评级
陆家嘴	600663	17.89	347	0.66	0.77	28.2	24.1	3.2	未评级
均值						22.7	18.1	3.1	

数据来源: wind 东方证券研究所 (注: 未评级公司盈利预测均来自 WIND);

风险因素

房地产调控政策风险

公司销售低于预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20012	25711	35985	45174	营业收入	6527	8116	12470	15447
现金	2030	3113	7324	7636	营业成本	4249	4823	7373	8794
应收账款	45	56	84	105	营业税金及附加	518	873	1385	1805
其他应收款	945	840	1408	1774	营业费用	100	124	191	236
预付账款	3036	3668	5641	6640	管理费用	226	281	432	536
存货	13258	17536	20979	28461	财务费用	60	50	46	90
其他流动资产	699	499	549	557	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	1243	1329	1443	1560	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	747	742	735	728	营业利润	1364	1964	3043	3986
无形资产	159	189	209	228	营业外收入	38	31	34	33
其他非流动资产	295	357	458	563	营业外支出	59	40	46	44
资产总计	21254	27040	37428	46734	利润总额	1343	1956	3030	3975
流动负债	11808	17467	24210	29181	所得税	321	489	758	994
短期借款	400	293	319	324	净利润	1022	1467	2273	2981
应付账款	1050	1836	2607	3033	少数股东损益	1	1	1	54
其他流动负债	10359	15338	21284	25824	归属母公司净利润	1021	1466	2272	2927
非流动负债	4129	9572	11088	12585	EBITDA	1464	2032	3108	4096
长期借款	3636	5136	6636	8136	EPS (元)	0.71	1.02	1.58	2.04
其他非流动负债	493	4436	4452	4449	主要财务比率				
负债合计	15937	27039	35298	41766		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	558	559	560	614	成长能力				
股本	1434	1434	1434	1434	营业收入	98.5%	24.3%	53.7%	23.9%
资本公积	1362	1362	1362	1362	营业利润	71.4%	44.0%	54.9%	31.0%
留存收益	1964	3054	5182	7965	归属于母公司净利润	67.6%	43.5%	55.0%	28.8%
归属母公司股东权益	4760	5849	7977	10761	获利能力				
负债和股东权益	21254	27040	37428	46734	毛利率(%)	34.9%	40.6%	40.9%	43.1%
现金流量表					净利率(%)	15.6%	18.1%	18.2%	18.9%
单位:百万元					ROE(%)	21.5%	25.1%	28.5%	27.2%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	11.3%	17.5%	27.8%	24.6%
经营活动现金流	-1934	-1015	2759	-881	偿债能力				
净利润	1022	1467	2273	2981	资产负债率(%)	75.0%	80.8%	80.5%	78.6%
折旧摊销	41	18	19	19	净负债比率(%)	37.79%	25.80%	24.51%	24.20%
财务费用	60	50	46	90	流动比率	1.69	1.47	1.49	1.55
投资损失	2	0	0	0	速动比率	0.57	0.47	0.62	0.57
营运资金变动	-3064	-2518	394	-3983	营运能力				
其他经营现金流	5	-32	27	11	总资产周转率	0.37	0.34	0.39	0.37
投资活动现金流	-618	-84	-31	-30	应收账款周转率	189	153	169	154
资本支出	432	0	0	0	应付账款周转率	4.09	3.34	3.32	3.12
长期投资	-186	-48	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-372	-132	-31	-30	每股收益(最新摊薄)	0.71	1.02	1.58	2.04
筹资活动现金流	2661	2183	1483	1222	每股经营现金流(最	-1.35	0.00	0.00	0.00
短期借款	163	-107	26	5	每股净资产(最新摊	3.32	4.08	5.56	7.51
长期借款	1107	1500	1500	1500	估值比率				
普通股增加	538	538	0	0	P/E	20.11	14.02	9.04	7.02
资本公积增加	-318	-318	0	0	P/B	4.32	3.51	2.58	1.91
其他筹资现金流	1172	570	-43	-282					
现金净增加额	108	1083	4211	312					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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