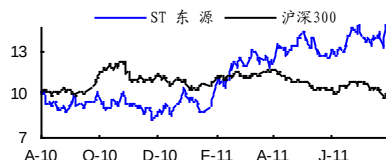


证券研究报告—深度报告
房地产
房地产开发
ST 东源(000656)
推荐

目标价： 19.67-21.99 昨收盘： 15.46 元

(维持评级)

2011 年 8 月 15 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总/流股本 (百万股)	250.0/216.5
总/流市值 (百万元)	3,865.6/3,346.7
沪深 300/深圳成指	2,593.17/11,651.29
12 个月最高/最低 (元)	15.71/8.38

相关研究报告:

《ST 东源-000656-公司股价表现强劲点评: 销售业绩快速增长的行业新星》——2011-7-4

《ST 东源-000656-金科借壳 蛟龙出水》——2011-5-30

证券分析师: 方焱

电话: 0755-82130833

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120001

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82133397

E-mail: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

新面孔、新机遇

● 合理估值: 19.67 元-21.99 元, 维持“推荐”评级

公司现有项目重估净资产合计 227.9 亿元, 合每股 19.67 元, 相对于目前股价溢价 27%, 考虑到浏阳仍有 300 多万方储备已锁定, 预计增厚 RNAV1.5-2.32 元/股, 再结合 PE、PEG 等多角度估值, 且考虑公司周转快及产品品质业内领先, 我们认为公司合理股价应在 19.67—21.99 元之间, 相对公司目前股价有 27%-42% 的溢价空间; 金科资产过户完成后, 公司是房地产板块中少有的质地优良的新面孔, 维持“推荐”评级。

● 核心竞争力突出

公司拥有王府、廊桥和天湖三大产品系列, 通过产品标准化复制和精细的流程化管理, 公司**周转速度超过“保招万金”**等龙头公司; 公司以“品质产品提供者和品质生活运营商”为企业定位, 坚持以**产品品质赢得市场**。目前已拥有多项产品专利, 拥有“**花园洋房之父**”的业界美誉; 公司**战略得当、土地储备分散布局**, 政策调控下更具腾挪空间, 且结合招拍挂、一二级联动、股权收购及酒店置换土地等**多样化的拿地模式**, 公司平均**拿地成本**低于其他全国龙头。

● 公司未来催化剂较多

公司管理层在借壳前持有金科集团股份, 这相当于给公司高管股权激励, 使其在公司经营和市值管理上动力十足; 公司在浏阳通过土地整治的一二级模式锁定 3200 亩土地储备, 90% 的收益分成保障其顺利进行, 目前 1100 亩土地已收入囊中, 协议履约状况良好, 未来该模式有望在其他地区被复制。公司下属园林公司品牌好、独立经营能力强, 未来存在拆分上市的可能。

● 可结算资源丰富, 释放业绩动力强, 未来三年高增长可期

公司去年销售 132 亿元, 今年上半年销售 72 亿元, 按 15.5% 左右的净利率估算相当于锁定 EPS 2.73 元, 公司释放业绩动力强, 未来三年高增长可期, 预计 11-13 年 EPS 1.20 元、1.75 元和 2.24 元, 对应 PE 12.9x、8.8x 和 6.9x

● 风险提示

调控用力过度导致行业全面萎缩; 公司未来销售低于预期。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	0.72	0.66	8,482	12,443	17,895
(+/-%)	122.19%	-8.37%	1279556%	46.7%	43.8%
净利润(百万元)	16.63	23.85	1391	2028	2595
(+/-%)	69.31%	43.43%	5731.3%	45.8%	28.0%
每股收益 (元)	0.07	0.10	1.20	1.75	2.24
EBIT Margin	1919.43%	4784.31%	22.6%	23.6%	22.8%
净资产收益率 (ROE)	3.79%	5.15%	22.6%	26.5%	27.0%
市盈率 (PE)	232.49	162.09	12.9	8.8	6.9
EV/EBITDA	239.59	114.86	20.7	16.7	15.5
市净率 (PB)	8.81	8.35	2.92	2.34	1.86

注: 因金科 2010 年报未公布, 2010 年以前为 ST 东源报表数据

投资摘要

估值与投资建议

我们对公司的地产项目进行重新梳理，测算公司重估净资产合计 227.9 亿元，合每股 RANV 19.67 元，相对于目前股价溢价 27%。上述估值未包括公司已通过一二级联动模式锁定浏阳土地建面储备 300 多万方，该部分资产预计增厚 RNAV1.5-2.32 元/股。保守估计公司未来三年复合增长率达 47.8%，11-13 年 EPS 分别为 1.20 元、1.75 元和 2.24 元，结合 PE、PEG 等多角度估值，我们认为公司合理股价应在 19.67-21.99 元之间，对应目前股价有 27%-42% 的溢价空间。金科资产过户完成后，公司是房地产板块中少有的质地优良的新面孔，维持“推荐”评级。

核心假设或逻辑

(1) 公司目前剩余可售面积权益面积 989 万平方米，预计其中 639.54 万平米在 2011-2013 年实现销售，349.24 万平方米的住宅 2013 年之内不开发；(2) 各在售项目未来三年销售均价不会出现较大波动；(3) 浏阳土地整治顺利进行，公司在未来三年成功取得剩余的 2100 亩土地使用权。

与市场预期的差异之处

市场认为公司股价高于其 RNAV 估值水平：根据公司 2009 年公布的重组报告中约 730 万方土地储备估算，公司目前股价确实偏高，但公司近两年销售业绩向好，扩张加速，按 2011 年最新公告的项目我们测算其权益土地储备已达 989 万方，以此计算 RNAV 股价已被低估；

市场担心新增股份上市遭抛售影响股价：吸收合并完成之后，公司总股本中 17.33% 限售 12 个月，63.99% 限售 36 个月，限售期较长，同时，其中有 38.32% 是公司高管及利益相关人群持股，不但抛售可能性小，而且有股权激励作用，加强高管经营和市值管理的动力；

市场认为公司浏阳一二级联动无法顺利进行：我们认为，公司在浏阳土地整改项目中约定的 90% 收益分成使其在拿地中具备无可比拟的天然优势，同时，项目总体量 3200 亩，公司已顺利取得其中 1100 亩土地，合同履行状况良好。

市场认为限购扩大将极大影响公司后续发展：我们认为限购范围盲目向三四线扩大将是全行业的风险，而即使这种情况出现，由于公司项目十分注重园林、小区建设，小区管理好，项目性价比高，在限购的市场环境下，由于购房资格有限，购房人将更加注重产品性价比的选择，预计公司销售最终受到的影响将相对较小。

股价变化的催化因素

(1) 浏阳项目剩余土地顺利取得；(2) 公司旗下园林公司拆分上市；(3) 浏阳一二级联动模式在其他城市成功复制；(4) 公司下半年销售超预期

核心假设或逻辑的主要风险

调控用力过度导致行业全面萎缩；公司未来销售低于预期

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议	5
RNAV 估值: 19.67 元/股、27%溢价于目前股价	5
估值敏感性分析	7
相对估值: 17.4--19.8 元/股, 13%--18%溢价于目前股价	8
PEG 估值: 18.18 元/股--19.62 元/股	8
投资建议: 给予“推荐”评级	9
行业简析	9
二三四线城市房地产市场前景将优于一线	9
下半年地产板块比较优势明显	10
又一全国龙头浮出水面	11
金科借壳、蛟龙出水	11
依托重庆, 全国化扩张	11
近三年销售额翻两番, 成功跻身“百亿房企”军团	12
核心竞争力突出	13
产品标准化+精细的进度管理, 公司周转效率行业领先	13
花园洋房之父, 坚持以高品质赢得市场	13
战略得当, 拿地方式多样, 土地成本低廉	15
未来经营催化剂多	16
管理层持股比例高相当于股权激励, 提升市值管理动力	16
浏阳项目一二级联动, 厚积薄发	16
旗下两大园林公司, 未来或有拆分上市的可能	18
未来三年业绩高增长可期	20
核心判断的主要风险	21
附表 1: 财务预测与估值	22
国信证券投资评级	23
风险提示	23
证券投资咨询业务的说明	23

图表目录

图 1: 二三四线城市城市化率水平明显低于一线.....	9
图 2: 二三四线城市近几年 GDP 增速高于一线城市	9
图 3: 二三四线城市近 5 年房价复合增速较低	10
图 4: 二三四线城市房价收入比较低.....	10
图 5: 吸收合并前股权示意图	11
图 6: 吸收合并后股权示意图	11
图 7: 公司土地储备分布.....	12
图 8: 公司销售增速与行业及龙头公司对比.....	12
图 9: 08-10 年公司销售业绩翻两番	12
图 10: 07-10 年公司销售均价及增速	12
图 11: 公司周转率超行业龙头	13
图 12: 金科集团每单位销售额中含有的销售费用低于龙头平均水平	14
图 13: 金科集团拿地平均楼面地价低于行业龙头万科.....	15
图 14: 公司高管及利益相关人群持股总比例高达 38.32%.....	16
图 15: 浏阳项目区位图	17
图 16: 浏阳项目实景图	17
图 17: 园林公司代表项目图 1	19
图 18: 园林公司代表项目图 2	19
图 19: 园林公司代表项目图 3	19
图 20: 园林公司代表项目图 4	19
表 1: RNAV 估值表.....	5
表 2: 在建项目估值及土地估值预测结果.....	6
表 3: 估值相对于贴现率变化的敏感性分析	7
表 4: 估值相对于房价假设变化的敏感性分析	7
表 5: 估值相对于物业销售均价和折现率同时变化的敏感性分析.....	7
表 6: 估值相对于物业销售均价和折现率同时变化的敏感性分析.....	7
表 7: 市值前 10 地产上市公司 PE 估值比较	8
表 8: 非一线地产股市值前 10 家上市公司 PE 估值比较	8
表 9: 金科集团开发项目部分获奖情况	14
表 10: 浏阳潜在项目估值敏感性分析.....	18
表 11: 园林公司业绩及估值水平	19
表 12: 园林公司利润假设与发行市值预测.....	19
表 13: 未来三年结算进度预测	20

估值与投资建议

公司主营房地产二级开发，主要产品为商品房。我们拟采用**绝对估值法（RNAV）**和**相对估值法（PE、PEG 等）**对公司进行估值。

RNAV 估值：19.67 元/股、27%溢价于目前股价

公司重组完后重估净资产
值约合 227.91 亿元，相当
于每股 19.67 元，相对于
目前股价溢价 27%

由于房地产业务的特殊性，难以用传统的 DCF 模型进行估值，我们拟采用假设开发法评估其价值，将在建项目未来产生的净现金流以适当的贴现率贴现，得出其权益净现值；而土地储备和公司出租物业则采用市场比较法评估其价值，然后汇总得出公司的调整净资产，进而得出公司股票的价格。

表 1: RNAV 估值表

在建项目预期收益的净现值（百万元）	13469
土地储备重估权益增值（百万元）	4337
出租物业评估净现值（百万元）	509
年底账面净资产（百万元）	4476
小计	22791
股本（重组完之后股本，百万股）	1159
每股净资产值（元/股）	19.67
估值相对于目前 A 股价格（15.46 元）溢价（%）	27%
A 股价格相对于估值折价（%）	21%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师测算，WACC=9.10%

在建工程估值

自 2007 年走出重庆以来，公司已成功进入成都、浏阳、无锡、苏州、涪陵、北京等 10 个城市。目前储备项目约 41 个，总建筑面积超过 1400 万平方米，根据我们测算，公司目前剩余可售面积权益面积 989 万平方米，我们对公司项目数据进行梳理，根据项目开工进度及历史销售规律对未来进行预测，预计公司的剩余可售面积权益面积中，将有 639.54 万平米在 2011-2013 年实现销售，我们采用假设开发法对上述资产进行评估，得出在建项目权益净现值为 134.69 亿元。

土地储备估值

由于公司项目较多，我们预计公司未售权益面积中共有约 349.24 万平方米的住宅 2013 年之内不开发，对该部分资产，我们视为待开发土地储备，用市场比较法进行评估，得出土地储备权益净现值 43.37 亿元。

投资性物业估值

公司目前在重庆拥有两项投资性物业：金科大酒店和红星美凯龙家居广场：

（1）金科大酒店位于重庆市北部新区光电园，为五星级酒店，项目总开发面积 3.60 万平方米，实际投资额约 1.72 亿元，酒店于 2006 年底开业，2008 年、2009 年 1-11 月入住率（按全部客房算）均在 84%左右，2008 年、2009 年及 2010 年 1-10 月份分别贡献利润 2076、2121 和 2660 万元。我们取周边可比物业成交均价 16000 元/平方米，运用市场比较法对其进行重估，得出权益净现值 1.45 亿元。

（2）红星美凯龙家居广场位于重庆市北部新区新南路，项目总开发面积 10.69 万平方米，该项目已于 2006 年 10 月竣工完成。该项目金科集团采取整体出租给重庆红星美凯龙公司，重庆红星美凯龙公司再分零出租给经营户的经营方式，租约期限为 20 年。考虑到收益法涉及数据假设较多将增加预测结果的不确定性，我们取

周边可比物业近期成交均价 13000 元/平方米，运用市场比较法对其进行重估，得出权益净增值 3.64 亿元。

因此，公司出租类物业合计权益净增值约为 5.09 亿元。

通过分析，公司目前在建项目预期收益净现值 134.69 亿元，2013 年内未开发土地储备重估权益增值 43.37 亿元，持有性投资物业重估权益增值 5.09 亿元，加上公司重组完后帐面净资产 44.76 亿元（包括 ST 东源账面净资产 4.63 亿元和我们估算的金科地产 2010 年末账面净资产 40.13 亿元），合计 227.91 亿元，相当于每股 19.67 元，相对于目前股价溢价 27%，估值极具吸引力。

表 2：在建项目估值及土地估值预测结果

项目	权益	未来三年销售总面积 假设（万平）	三年内不开发面积 假设（万平）	2011 年开盘房价 假设（元/平方米）	房价年 均涨幅	权益净增值 （亿元）	土地重估净增值 （亿元）
重庆廊桥水乡	100%	54.00	118.67	11000		17.25	24.70
金科十年城	100%	20.74	-	9000		9.28	-
西城大院	100%	11.06	-	8000		4.94	-
阳光小镇	100%	45.47	-	8000		12.16	-
重庆太阳海岸	100%	24.24	-	9000		4.47	-
金科 VISAR 皇家码头	100%	6.75	-	9000		1.32	-
重庆龙头寺项目	100%	17.00	2.49	9000		2.39	0.08
重庆茶园新区	100%	17.00	10.81	8000		2.02	0.26
重庆天豪两路	100%	1.84	-	6000		0.22	-
重庆茶园雷家桥 1	100%	9.10	-	8000		1.20	-
重庆茶园雷家桥 2	100%	20.00	12.16	6000		2.21	0.76
重庆东方雅郡	100%	-	-	4590		0.02	-
重庆小城故事	100%	-	-	4800		0.01	-
成都金科一城	67%	14.16	-	8000		2.98	-
成都廊桥水乡	34%	25.00	8.78	10000		1.29	0.26
成都成华龙潭立交	67%	14.79	-	11000		1.48	-
江阴东方王府	100%	30.00	0.86	8500		2.79	0.01
江阴东方大院	100%	6.04	-	8000		1.64	-
江阴锦绣天成	100%	4.97	-	7000		1.30	-
江阴金科王府	100%	19.00	13.33	6500		1.87	0.49
湖南东方大院	100%	30.06	-	8000		5.63	-
金科王府	23%	15.00	2.57	40000	5%	1.96	0.23
北京帕提欧庄园	51%	4.70	-	18000		2.06	-
北京南郡项目	100%	7.00	6.64	25000		2.83	1.75
涪陵天湖小镇	100%	18.18	-	5500		2.32	-
涪陵黄金海岸	100%	0.68	0.00	6000		1.91	0.00
涪陵廊桥水岸	100%	-	-	5000		0.01	-
涪陵两江广场	100%	12.29	-	5000		1.05	-
涪陵南门山项目	100%	8.16	-	6000		0.48	-
涪陵李渡项目	100%	12.69	-	5000		0.87	-
永川中央公园城	100%	39.95	-	5500		3.69	-
永川兴龙湖二期项目	100%	36.00	5.32	5500		2.52	0.19
苏州金科王府	100%	22.50	11.97	20000		8.72	3.33
苏州吴江项目	100%	16.00	13.47	20000		6.23	3.95
米兰米兰--无锡新区	100%	42.48	0.69	11000		9.67	0.10
无锡城南世家	55%	48.00	15.31	14000		4.71	0.88
无锡万博广场	100%	12.26	-	9500		2.22	-
无锡观天下	100%	4.86	-	9000		2.39	-
无锡东方王榭	100%	6.42	-	8500		2.25	-
浏阳仙人湖项目一期	100%	15.00	50.40	5600		1.50	2.30
浏阳仙人湖项目二期	100%	8.00	90.51	5600		0.81	4.09
权益合计		639.54	349.24			134.69	43.37

资料来源：公司公告、国信经济研究所分析师预测

在贴现率上升至 13.10%、
 物业平均售价下降 10%
 的情况下，公司估值仍有
 7%-25%的溢价，估值具
 有吸引力

估值敏感性分析

绝对估值的单因素敏感性分析

我们分别考虑贴现率和物业销售价格变化对估值的影响，通过分析可以看出：

(1) 当贴现率从 9.10% 上升到 13.10% 时，公司调整后每股净资产值为 19.33 元，相对于目前股票价格溢价 25%；

表 3: 估值相对于贴现率变化的敏感性分析

贴现率	8.10%	9.10%	10.10%	11.10%	12.10%	13.10%
调整后的每股净资产	19.76	19.67	19.58	19.49	19.41	19.33
估值相对于目前股票价格溢价%	28%	27%	27%	26%	26%	25%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师测算

(2) 当物业平均销售价格下降 10%，公司调整后每股净资产值为 16.55 元，相对于公司目前股票价格溢价仍有 7%。

表 4: 估值相对于房价假设变化的敏感性分析

销售均价下降或上升 (-/+)	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
调整后的每股净资产 (RNAVPS)	14.49	16.55	18.08	19.67	21.24	22.91	24.44
估值相对于目前股票价格溢价%	-6%	7%	17%	27%	37%	48%	58%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师测算

在上述两种不利情况下，公司估值依然相当具有吸引力，而且上述估值还未考虑到公司未来新增项目或收购股权带来的评估增值。

绝对估值的双因素敏感性分析

(1) 我们对贴现率、物业销售价格同时变化对估值的影响进行分析，在销售价格下跌 10%，折现率增加至 13.10% 时，公司调整后每股净资产为 16.27 元，相对于公司目前股票价格溢价 5%。

表 5: 估值相对于物业销售均价和折现率同时变化的敏感性分析

		WACC 变动					
		8.10%	9.10%	10.10%	11.10%	12.10%	13.10%
新房 销售 均价 变动	10%	23.02	22.91	22.80	22.70	22.59	22.49
	5%	21.34	21.24	21.14	21.05	20.95	20.86
	0%	19.76	19.67	19.58	19.49	19.41	19.33
	-5%	18.16	18.08	18.00	17.92	17.84	17.77
	-10%	16.62	16.55	16.47	16.40	16.34	16.27

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师测算

(2) 由于大部分项目实施的是滚动开发，未来三年房价与开盘价相比或将出现涨跌，我们对未来三年房价年均涨幅与折现率同时变化对估值的影响进行分析。在未来房价假设每年下跌 10%，折现率上升至 13.10% 的情况下，公司调整后每股净资产为 16.23 元，相对于公司目前股票价格溢价 5%。

表 6: 估值相对于物业销售均价和折现率同时变化的敏感性分析

		WACC 变动					
		8.10%	9.10%	10.10%	11.10%	12.10%	13.10%
未来 三年 房价 平均 涨幅	10%	20.81	20.70	20.60	20.50	20.41	20.31
	5%	19.76	19.67	19.58	19.49	19.41	19.33
	0%	18.75	18.67	18.59	18.51	18.44	18.37
	-5%	17.64	17.57	17.51	17.45	17.38	17.32
	-10%	16.48	16.43	16.37	16.32	16.27	16.23

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师测算

相对估值：17.4--19.8 元/股，13%--18%溢价于目前股价

PE 估值：

若按 2011 年 14.62-15.26 倍动态 PE 估值，公司合理股价应约为 17.53 元-18.31 元人民币之间，相对于目前股价有约 13.4%--18.4%的溢价。

目前沪深证券市场房地产上市公司有 200 多家，我们重点跟踪 45 家房地产开发类上市公司 2011 年平均动态市盈率 15.7 倍，扣除一线品种之后，剩余 39 家房地产开发类上市公司 2011 年平均动态市盈率为 16.5 倍。

我们取我们跟踪的房地产开发类企业中，市值前 10 大的上市公司 2011 年平均动态 PE 14.62 倍，以及非一线地产公司中，市值前十大的上市公司的 2011 年动态 PE 15.26 倍作为参照标准。我们预计公司 2011 年 EPS 在 1.20 元左右，动态 PE 仅为 12.9 倍，若按 2011 年 14.62-15.26 倍动态 PE 估值，公司合理股价应约为 17.53 元-18.31 元人民币之间，相对于目前股价有约 13.4%--18.4%的溢价。

表 7：市值前 10 地产上市公司 PE 估值比较

公司	2011-8-12	EPS			PE			PB
	收盘价	2011	2012	2013	2011	2012	2013	
万科 A	8.43	0.90	1.22	1.50	9.37	6.91	5.62	2.03
保利地产	10.98	1.06	1.38	1.83	10.36	7.96	6.00	1.67
华侨城 A	7.83	0.67	0.83	1.02	11.69	9.43	7.68	1.82
新湖中宝	5.30	0.34	0.43	0.55	15.51	12.23	9.64	3.06
招商地产	19.33	1.40	1.91	2.48	13.81	10.12	7.79	1.68
金地集团	6.39	0.78	0.94	1.27	8.19	6.80	5.03	1.58
中国宝安	19.59	0.42	0.75	0.92	46.64	26.12	21.29	8.32
金融街	6.77	0.73	0.88	1.14	9.27	7.69	5.94	1.23
首开股份	12.20	1.26	1.67	1.97	9.68	7.31	6.19	1.24
荣盛发展	9.07	0.78	1.04	1.45	11.63	8.72	6.26	2.56
平均					14.62	10.33	8.14	2.52

资料来源：WIND，国信证券经济研究所分析师测算

表 8：非一线地产股市值前 10 家上市公司 PE 估值比较

公司	2011-8-12	EPS			PE			PB
	收盘价	2011	2012	2013	2011	2012	2013	
新湖中宝	5.30	0.34	0.43	0.55	15.51	12.23	9.64	3.06
中国宝安	19.59	0.42	0.75	0.92	46.64	26.12	21.29	8.32
首开股份	12.20	1.26	1.67	1.97	9.68	7.31	6.19	1.24
荣盛发展	9.07	0.78	1.04	1.45	11.63	8.72	6.26	2.56
滨江集团	10.35	1.02	1.36	1.98	10.15	7.61	5.23	3.36
苏宁环球	8.68	0.48	0.82	1.01	17.96	10.52	8.61	3.21
中天城投	10.24	1.07	1.64	2.26	9.56	6.26	4.54	5.48
嘉凯城	6.62	1.22	1.55	2.13	5.43	4.27	3.11	3.31
中南建设	10.19	0.86	1.23	1.65	11.85	8.28	6.18	2.38
中粮地产	5.10	0.36	0.50	0.66	14.17	10.20	7.73	2.22
平均					15.26	10.15	7.88	3.51

资料来源：WIND，国信证券经济研究所分析师测算

PEG 估值：18.18 元/股--19.62 元/股

公司未来三年 CAGR 在 47.78%，按 PEG 估值公司股票价值相对于目前股价有 17.6%--27.0%的溢价

公司未来三年复合增长率在 47.78%，目前 PEG 为 0.47 倍，我们取我们跟踪的房地产开发类企业中，市值前 10 大的上市公司 PEG 0.59，以及非一线地产公司中，市值前十大的上市公司的 PEG 0.55 为参照标准，则对应公司 2010 年静态 PE 在 26.19-28.28 倍，按此估值，公司股票价值在 18.18--19.63 元，相对于目前股价有约 17.6%--27.0%的溢价。

投资建议：给予“推荐”评级

综合上述几个方面的估值，并考虑到公司已通过一二级联动模式锁定浏阳等地不菲的土地建面储备 300 多万方，预计增厚 RNAV1.5-2.32 元/股，且公司周转及物业品质均在业内领先，我们认为公司股票中短期合理价格应与其 RNAV 想对应，在 19.67 元-21.99 元左右，相对于公司股价溢价 27%—42.2%，估值低廉，具备投资价值，给予推荐评级。若公司未来催化剂逐一兑现，股价有望有进一步表现。

行业简析

由于二三线城市城市化水平低、未来空间大、房价涨幅小和居民潜在购买力强等原因，我们认为未来二三线城市房地产行业前景优于一线城市

二三线城市房地产市场前景将优于一线城市

我们认为，未来二三线城市的房地产行业前景将优于一线，理由如下：

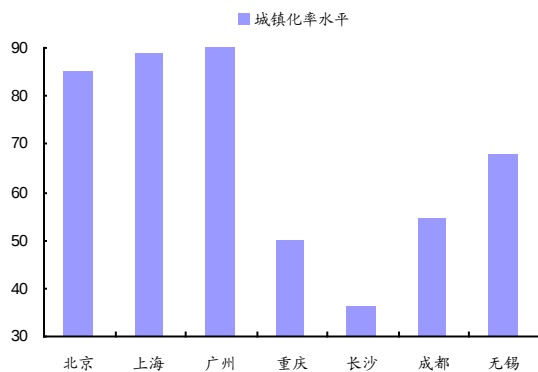
二三线城市城市化率较低，未来成长空间较大

城市化水平是影响区域性房地产市场的重要指标，城市化水平的高低和增长速度将直接影响到该区域房地产市场的增长和发展空间。如图 1 所示，二三线城市目前城市化率水平远低于一线城市，增长潜力较大。同时，我国“十二·五规划”中，明确提出推进城市化建设进程，且以大城市为依托，以中小城市为重点，优先发展区位优势明显、资源环境承载能力较强的中小城市。因此，我们认为，未来一段时间内，二三四线城市将是中国城市化发展的最大收益区域。

二三线城市未来经济仍将高增长，提升居民购买力

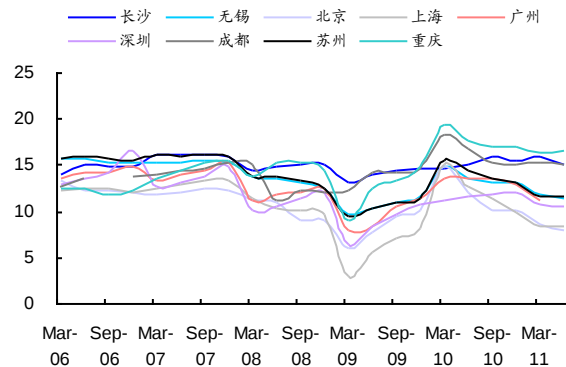
受到政策扶持、产业转移及城市化水平提升等诸多方面影响，近几年，二三四线城市 GDP 增速高于一线城市水平，预计未来几年，二三线城市经济增长仍将快于一线城市，经济的高增长必将带动居民购买力的提高。

图 1：二三四线城市城市化率水平明显低于一线



资料来源：国家统计局、国信经济研究所整理

图 2：二三四线城市近几年 GDP 增速高于一线城市

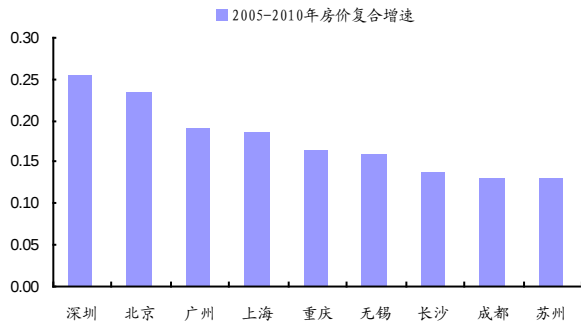


资料来源：国家统计局、国信经济研究所整理

近 5 年二三线城市房价涨幅较小，潜在购买力强

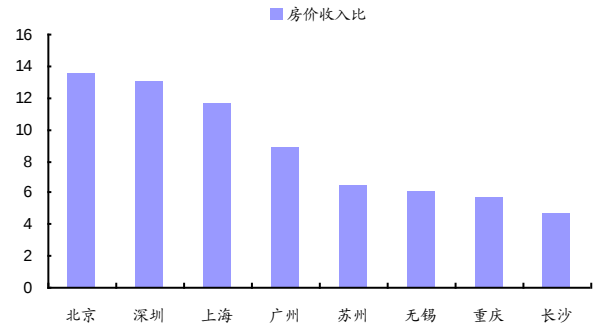
根据统计局公布的各城市房地产成交数据计算，一线城市过去 5 年房价年复合增速约为 21%，相比之下，二三四线城市房价涨幅较小，年复合增速仅为 14%（如图 3）。而与此同时，较高的经济增速提高人民收入水平，二三四线城市的房价收入比优势逐渐显现，二三四线城市房价收入比多数均在一线城市房价收入比的一半以内（如图 4），购房能力较强，需求释放潜力大。

图 3：二三四线城市近 5 年房价复合增速较低



资料来源：国家统计局、国信经济研究所整理

图 4：二三四线城市房价收入比较低



资料来源：国家统计局、国信经济研究所整理

下半年地产板块比较优势明显

我们看好下半年房地产板块走势，核心逻辑如下：

维持中期策略观点，看好
下半年地产板块走势

（1）调控已产生明显效果，楼市热度已降温，一线城市的销售甚至已经负增长，若再出台更严厉政策打压，难免会伤及宏观经济，且今年地方有限财力背负的民生包袱很重，要办好这些事，楼市不能萧条、地产不能出事！一味打压，终将会导致“激励不相容”的多输格局。

（2）1 季度整个地产板块推算销售额增长 45%，短期偿债保障倍数为 1.69，远好于 06-08 年各年水平，存货水平合理、去化压力居历史低位，房企趁日子还好过，纷纷转向战略防御，拿地、扩张大为减少，地方财政压力加大。

（3）行业景气早已在去年 3 月见顶后掉头向下，目前与 08 年 7 月份水平相当，上轮周期景气触底的时间发生在 09 年 2 月，从 05-08 年的两轮周期看，景气触底前半年左右，地产股即迎来反转！统计分析表明，地产股指数与未来 3-4 月时候的景气指数相关度最高。

（4）通过四种情形模拟，下半年配置地产股均有望获超额或相对收益①量价齐升或量滞价滞，政策继续打，估值受压，但底部抬高；②量价齐跌，调控效果达到，政策及时撤出，出现趋势性机会；③量价齐跌后政策依然如故，导致超调，风险向中上游行业及银行、财政传导，给 A 股带来巨大的系统性风险，但由于地产股已部分反映了悲观预期，在此种情形下相对收益将较为明显；④量增价滞（跌），地产软着陆，出现趋势性机会。

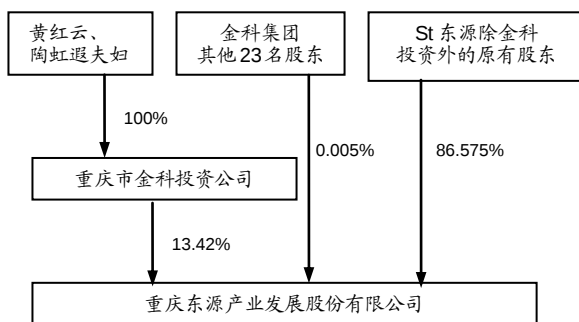
详细内容请重温《2011 年房地产中期策略：配置选择下的比较优势》，此处不再赘述。

又一全国龙头浮出水面

金科借壳、蛟龙出水

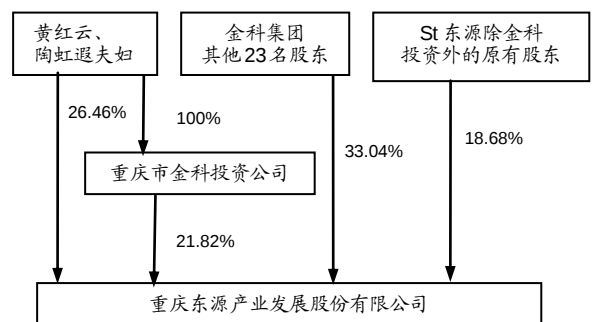
ST 东源资产重组在 09 年 3 月份启动，公司拟以 5.18 元/股的价格新增 90850 万股吸收合并金科集团，虽然重组计划已于 2009 年 11 月底获得证监会有条件通过，但受房地产宏观调控影响，一直未拿到正式批文。2011 年 5 月 27 日，公司终于拿到正式核准文件，标志着重组又向前迈出了关键的一步。本次新增股份吸收合并完成后，ST 东源将摇身转变为金科集团，从原先无主业的经营状况转变为以普通商品房开发为重点的房地产专业开发公司，为公司的可持续发展奠定坚实的基础。

图 5：吸收合并前股权示意图



资料来源：公司公告

图 6：吸收合并后股权示意图



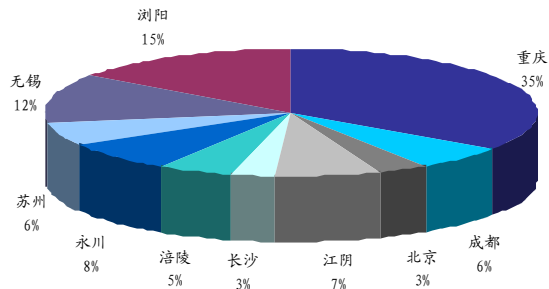
资料来源：公司公告

金科依托重庆、扩张全国，目前权益可售建面约 989 万方，权益未结算面积超 1000 万方

依托重庆，全国化扩张

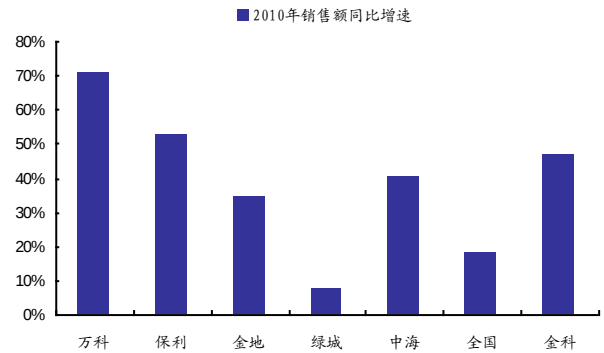
金科集团成立于 1998 年，是一家以房地产开发为主业，以五星级酒店、园林、门窗及物业管理等为辅业的大型企业集团，具有国家一级房地产开发资质。成立初期，公司深耕重庆，2008 年开始，金科再次明确了“依托大重庆，挺进长三角，拓展环渤海，扩大中西部、发展中等城市”的全国化扩张战略思路，成功进入北京、重庆、四川、湖南、江苏等省（市）的 10 大城市进行项目开发，全国化扩张步伐稳步向前。目前公司总土地开发规模已超 1400 万平方米，根据我们初步统计，截止 2010 年末，公司尚有权益可销售建面约 989 万方，权益未结算面积超 1000 万方，至少满足公司未来 3-5 年的开发需求。且公司土地储备区域分布合理，除重点布局公司深耕多年的重庆之外，还大量布局了沿海及长江流域地区的二、三、四线城市，如此布局一方面能够有效分散政策区域性调控风险对公司经营产生的影响，使公司在不同时期均具备有一定的腾挪空间，另一方面，二、三、四线城市的潜在市场容量也为公司未来的高成长提供了充分的发展空间。

图 7：公司土地储备分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师测算

图 8：公司销售增速与行业及龙头公司对比



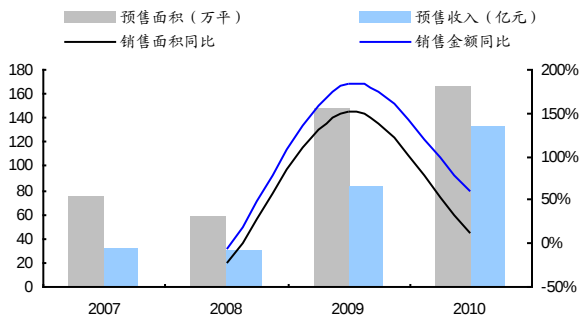
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

2008-2010 年,金科年销售额从 30 亿元翻两番至 132 亿元,成功跻身“百亿房企”军团,在 2011 年上半年,销售面积居全国第 14 名

近三年销售额翻两番,成功跻身“百亿房企”军团

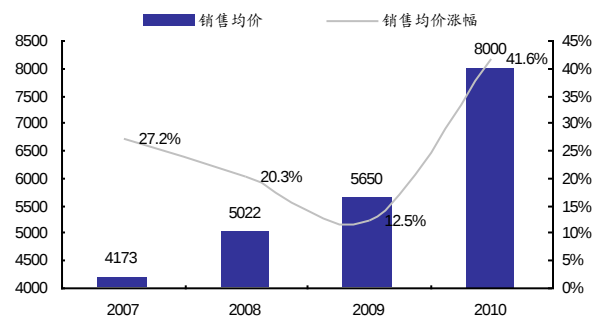
2008 年-2010 年,公司依靠自身强大的管理和经营实力,把握行业发展的机遇,从一个全年销售不足 30 亿元(2008 年)的小公司迅速成长成全国具有一定影响力的销售过百亿的大型房企(2010 年全年预售收入 132 亿元)。2010 年,公司全年实现销售面积 165 万平方米,实现销售金额 132 亿元,同比增长 46.7%。今年上半年,公司销售再创佳绩,根据中房信息集团统计数据显示,公司上半年销售面积 96 万平,同比增长 39%,在全国房企上半年销售排行榜中高居 14 名;销售金额达 72 亿,在全国房企上半年销售排行榜中位居 20 名。我们认为,若公司下半年整体经营节奏不发生大的变化,预计全年销售金额将有望冲击 180 亿大关。

图 9：08-10 年公司销售业绩翻两番



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师测算

图 10：07-10 年公司销售均价及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师测算

核心竞争力突出

产品标准化+精细的进度管理，公司年周转率达 0.4 次，超过行业龙头万科 0.1 次，超越保利地产、金地集团和招商地产 0.11、0.18 和 0.18 次，甚至超越了市场给予其高溢价的拥有“三四线小万科”美誉的荣盛发展 0.074 次。

产品标准化+精细的进度管理，公司周转效率行业领先

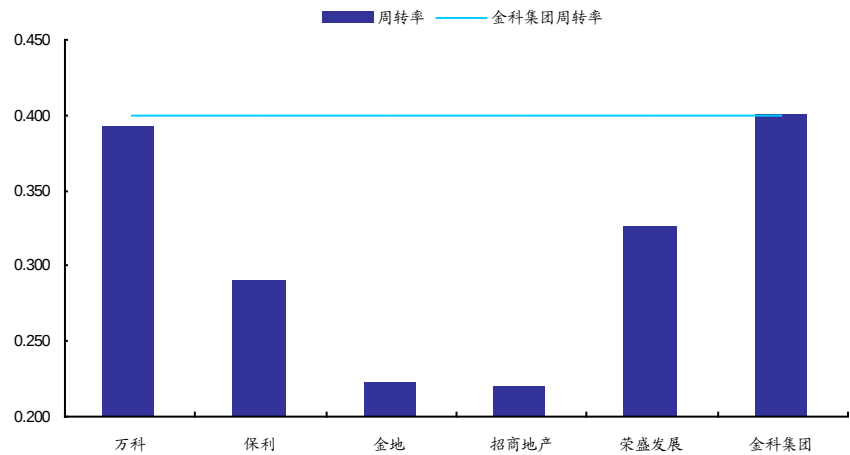
金科集团一直是产品标准化的倡导者和实践者，在多年的实践当中，金科已经形成了自身特有的“王府”、“廊桥”和“天湖”三大产品系列，通过产品标准化和优化业务流程，使同一种产品在不同区域中可进行多次复制，最终达到提升效率，提高项目周转的目的。

为确保每个项目的高周转，公司还将项目进度作为项目经理重要的量化考核指标。比如公司对下属子公司的项目进度年度考核制定了“关键节点达成、关键节点调整率”的考核指标，占公司年度平衡计分卡 9% 的权重。在关键节点达成的考核中，“交房”节点控制最严，每延误 1 天，扣权重的 5%，且不保底；“取得施工许可证、示范区展示”节点控制次之，并给予一定激励，每提前或延后 1 天，增减权重的 5%；其他关键节点如延误 10 天以上，每延误 1 天，扣权重的 5%。

另外，公司还对经营中的审批工作流程设置了通用的、严格的，细化至每个审批步骤的时间限制，比如：审核、会签的审批时限为 16 个工作小时，最终审批步骤的时限为 24 个工作小时。

上述案例均是公司良好的经营管理水平的重要体现，也是公司确保开发效率的重要手段之一。从与龙头公司的比较情况上看，公司周转率水平在业内位居前列，年周转率达 0.4 次，超过行业龙头万科 0.1 次，超越保利地产、金地集团和招商地产 0.11、0.18 和 0.18 次，甚至超越了市场给予其高溢价的拥有“三四线小万科”美誉的荣盛发展 0.074 次。

图 11：公司周转率超行业龙头



资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所分析师测算

花园洋房之父，坚持以高品质赢得市场

公司一直秉承“做好每个细节”的理念，以“品质产品提供者和品质生活运营商”为企业定位，坚持以产品品质赢得市场。在多年的经营中，公司已拥有国家知识产权局授予的“原创中国洋房”、“空中院馆”、“X+1 夹层住宅”、“别墅级洋房”四项专利，拥有“花园洋房之父”、“民居文化旗手”、“中国住宅产品专家”的业界美誉。

公司拥有“花园洋房之父”、“民居文化旗手”、“中国住宅产品专家”的业界美誉。业主的推荐成为公司项目最好的宣传广告，“业主二次购房和亲朋好友购房超过了58%”，每单位销售额中含的销售费用仅为0.138元，低于行业龙头万科、金地集团和招商地产的销售费用水平。

公司总裁也在08年接受媒体采访时自豪的称：“目前业主二次购房和亲朋好友购房超过了58%”。

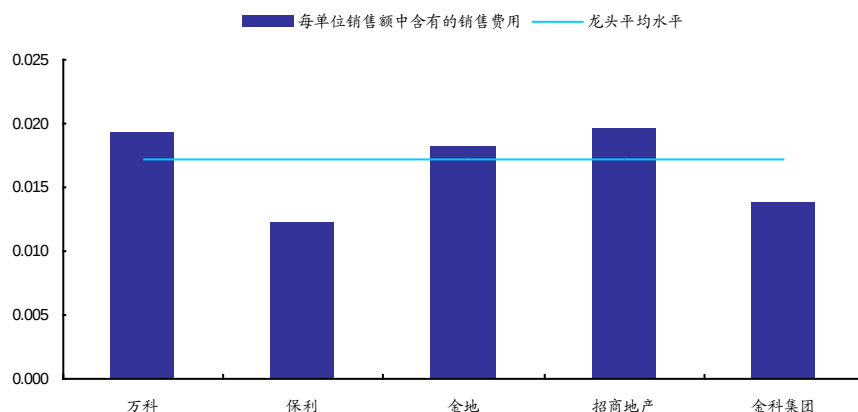
表 9: 金科集团开发项目部分获奖情况

项目	获奖时间	奖项
金科花园	2000年9月	获重庆市政府颁发的第二届十佳住宅小区优秀设计奖
	2001年7月	被重庆市消费者权益保护委员会评为重庆市首届消费者满意楼盘
中华坊	2003年11月	获中国住交会等评选的中国名盘称号
	2005年4月	率先通过重庆市建委 AAA 级住宅性能认定评审
金砂水岸	2003年11月	获中国建筑文化中心颁发的中国十大水景名盘称号
	2004年3月	被评为中国十佳品牌楼盘
天湖美镇	2004年8月	获中国西部生态景观示范十大楼盘称号
	2004年8月	获“2004年中国住宅十大名盘”荣誉称号
绿韵康城	2005年4月	通过重庆市建设技术发展中心 AA 级住宅性能认定预评审
	2008年3月	获中国房地产业协会等颁发的 2007 年度“广厦奖”（住宅类）
天籁城美社	2004年11月	被评选为重庆市十佳住宅小区
	2005年4月	独家荣获重庆市建设委员颁发“绿色生态住宅小区”称号
重庆廊桥水岸	2005年10月	获“CIHAF 中国名盘”称号
	2007年3月	获重庆广厦奖住宅类项目金奖
重庆东方王榭	2006年11月	获中国·住交会“中国名盘”称号
金科 10 年城	2007年12月	获第九届 CIHAF 中国住交会“中国名盘”大奖
无锡东方王榭	2007年12月	获第九届 CIHAF 中国住交会“中国名盘”大奖
天湖美镇	2008年10月	获全国土木建筑颁发的 2008 詹天佑大奖住宅小区优秀环境奖
蚂蚁 SOHO	2007年6月	获最具投资价值楼盘称号
江阴东方大院	2008年12月	获第十届中国住交会“2008 住交会中国名盘”称号
重庆太阳海岸	2009年9月	第 17 届中华建筑金石奖
金科王府	2010年9月	2010 中国房地产地方项目品牌价值 TOP10
金科廊桥水乡	2010年9月	2010 中国房地产地方项目品牌价值 TOP10

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

同时，在研究中我们也发现，由于金科集团的项目品质高，业主的推荐成为公司项目最好的宣传广告，这也大大降低了公司销售费用水平。我们采用当年销售费用与当年合同销售金额的比值，计算每单位销售额中含有的销售费用作为比较指标，发现金科地产每单位销售额中含有的销售费用仅为0.138元，低于行业龙头万科、金地集团和招商地产的销售费用水平。

图 12: 金科集团每单位销售额中含有的销售费用低于龙头平均水平



注：由于金科集团 2010 年年报未公布，此处采用其 2010 年 1-10 月经营数据计算

资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所分析师测算

公司土地布局分散，使其在当下严厉的政策调控时更具腾挪空间。同时，结合“招拍挂”、“酒店置换土地”、“一二级联动”及“股权收购”等多样化的拿地模式，公司平均土地成本低于龙头水平。

战略得当，拿地方式多样，土地成本低廉

分散布局、分散风险

公司在近几年的全国扩张路线中，实现了较好的战略布局，项目主要分布在长江流域地区及环渤海地区，一至四线城市均有分布。如此布局成功实现了风险的分散(如前文图 7)，在当下严厉的政策调控时期使公司经营可以有所侧重，具备更强的腾挪空间。

多样化拿地模式

在多年的经营中，公司形成了自身特有的拿地模式和思路：

(1) 当利用传统招拍挂模式下，公司坚持“六折拿地、八折卖房”的指导思想，避开房价高、竞争激烈的核心区域，而更加关注城市周边价格较为低廉，成熟度较低但潜力较大的区域，公司以获取大盘为主，利用其园林建设和产品质量赢得市场认同；

(2) 由于公司有金科大酒店的成功建设、经营案例，公司在异地扩张时，通过与地方政府签订协议建立酒店的“酒店置换土地”的合作方式，在区域扩张时获得获取土地上的相对优势；

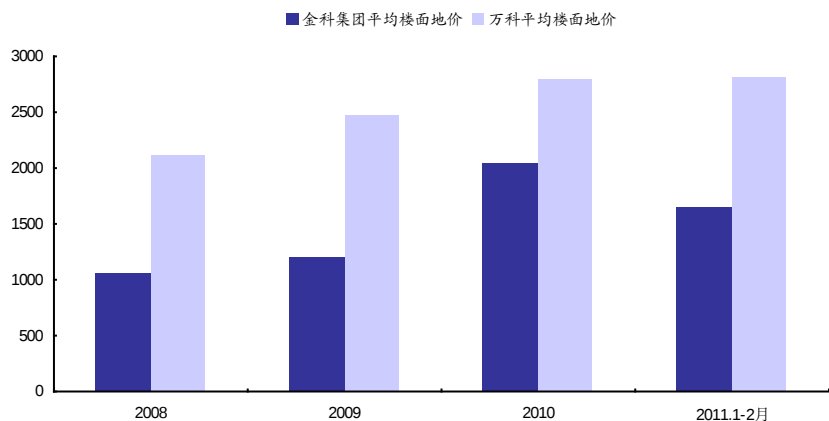
(3) 土地整治的一、二级联动也是公司获取大盘开发土地储备的另一手段，目前浏阳仙人湖项目正顺利进行，且履约良好，未来该模式还有望在其他地区进一步复制；

(4) 通过股权收购模式获取低价土地，如重庆小城故事、成都牧马山项目。

土地成本低廉

结合上述多样化的拿地模式，公司土地成本控制颇有成效，在与行业龙头万科的对比中我们发现，公司 2008-2010 年的平均土地成本均低于行业龙头水平。

图 13：金科集团拿地平均楼面地价低于行业龙头万科



注：此图统计 2010 年金科平均楼面地价未包括公司因战略布局需要在北京获取 2 块土地，若考虑北京地块后，公司 2010 年平均楼面地价为 3269 元/平方米。

资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所分析师测算

未来经营催化剂多

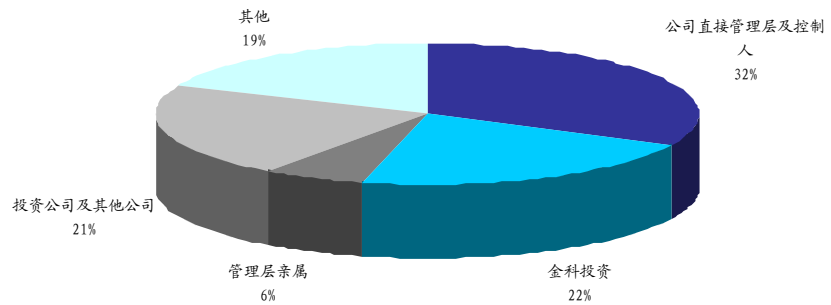
公司高管及利益相关人群持股总比例高达 38.32%，相当于股权激励，市值管理动力强。

管理层持股比例高相当于股权激励，提升市值管理动力

本次吸收合并之后，原金科集团股东以其持有的金科集团权益折为 ST 东源本次新增股份，我们对这换后的股权进行梳理和统计后发现，金科集团直接管理层及实际控制人共持股 3.72 亿股，占到吸收合并后总股本的 32.14%，加上管理层亲属的持股比例 6.17%，与公司高管利益相关人群持股总比例高达 38.32%，且这些股份限售期均为 36 个月。

我们认为，管理层极其利益相关人群在公司有较高的持股比例，使管理层利益与公司利益、与股东利益绑定，相当于给予管理层以股权激励，有利于提升管理层的经营管理积极性，提升管理层市值管理的动力。

图 14：公司高管及利益相关人群持股总比例高达 38.32%



资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

浏阳项目一二级联动，厚积薄发

金科浏阳仙人湖项目，是公司通过土地整治锁定未来土地储备，实现项目一二级联动运作模式的代表之作。

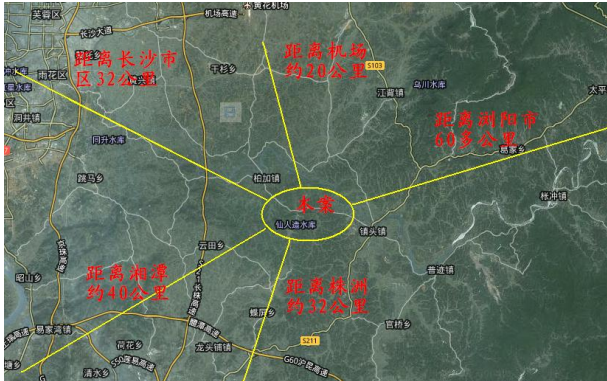
依托自然资源优势、发展“休闲养身地产”

金科浏阳仙人湖项目地理位置极佳，位于长株潭城市群绿心核心地区柏加镇，距长沙市区 32 公里，离株洲、湘潭约 40 余公里，黄花机场 20 余公里，京珠高速 15 公里，长株高速 8 公里。项目总占地约 3900 亩，含 700 亩仙人湖水面，北临中国最美丽的乡村河流的浏阳河，群山环抱，花木四季为春。

依托自然资源优势，公司将项目定位为“休闲养生地产”，初定除洋房、别墅等商品住宅外，还将配备一个高端生态主题精品酒店、两个湿地公园、一个山体运动公园。我们预计不久的将来，一个集生态休闲旅游+商品住宅的大型山水资源城市综合体即将在长株潭地区诞生。

浏阳一二级联动履约情况良好，目前 1100 亩土地已成功收入囊中，后续 2100 亩土地纳入囊中后，保守预计增厚 RNAV 1.51 元---2.32 元/股

图 15: 浏阳项目区位图



资料来源: 公司资料, Google、国信证券经济研究所分析师整理

图 16: 浏阳项目实景图



资料来源: 公司宣传资料

90%收益分成、合约履行良好保障一二级联动顺利进行

金科集团与 2007 年 9 月 28 日与湖南省浏阳市人民政府与就仙人湖水库项目土地联合整治事宜签署《土地联合整治协议书》，并于 2008 年 6 月 20 日就征地政策变化及项目用地的确认再度签署了《补充协议》，协议书约定对仙人湖项目不少于 3200 亩（一期用地约 1861.26 亩，二期用地约 1390 亩）的土地进行联合整治。一期用地的土地综合整治包干价为: 可供出让的建设用地按 17.5 万元/亩计算包干，市政道路及公建、配套设施等用地按 11.5 万元/亩计算包干；后续二期项目用地约 1390 亩的土地综合整治包干价为: 可供出让的建设用地按 19.5 万元/亩计算包干，市政道路及公建、配套设施等用地按 13.5 万元/亩计算包干。

同时，协议还规定了，在仙人湖水库项目土地招拍挂后，若金科集团未能竞得仙人湖水库项目地块的土地使用权，则浏阳市政府在该宗土地出让后的 20 日内负责全额退还金科集团所支付的综合整治包干费用及道路、管网、绿化等基础设施建设费用、三通一平费用等全部费用，且土地整治增值收益双方按 1:9 的比例分配，即浏阳市政府分得土地整治增值收益的 10%，金科集团分得土地整治增值收益的 90%，金科集团应得的收益浏阳市政府应在该地块出让后 20 日支付给金科集团。

在拥有 90%的土地增值收益分成约定下，公司在土地出让时拥有无可比拟的天然优势，为项目的一、二级联动开发创造了优良条件。金科集团已通过公开挂牌方式于 2009 年 5 月 22 日和 2011 年 1 月 30 日总共取得项目中 1100 亩地块的使用权，顺利进行一二级联动开发，合约履行状况良好。

后续地块纳入囊中预计增厚 NAV 1.51 元---2.32 元/股

从目前项目协议的履约情况上看，预计另外 2100 亩土地也将逐步被公司收入囊中，我们按照目前市场状况对仙人湖项目的价值进行初步估算，基本假设如下：

(1) 按已获得的 1100 亩地块平均容积率 2.2 计算，剩余地块估计将增加公司权益建面储备 308.15 万平方米；

(2) 目前国土局公布的长沙全市期房成交均价已达 6135 元/平方米，搜房网公布的长沙样本房成交均价和最高价为 6072 元/平方米和 20000 元/平方米，公司浏阳仙人湖项目距离长沙仅 30 多公里，而距离浏阳市近 60 公里，因此我们倾向于以长沙市房价为参照标准。由于项目整体偏高端，我们假设项目在明后年获得时，周边同类型楼盘成交均价可达 6000 元/平方米（我们在公司模型中对已获、在建部分

项目的销售均价假设为 5600 元/平方米);

(3) 假设后续 2100 亩土地获得成本为前期 1100 亩土地获得成本的 2 倍, 建安成本每平米 3000 元;

(4) 假设房价年均涨幅 5%, 原材料价格年均涨幅 4%;

(5) 考虑到项目体量较大, 当用假设开发法估值时我们假设项目 10 年销售完毕;

(6) 折现率采用公司 WACC 值 9.1%, 假设营业及管理费用 8%, 所得税 25%。

在以上假设情形下, 若按土地储备市场比较法估值, 2100 亩土地预计约增厚公司 NAV 1.51 元/股; 若采用假设开发法估值, 且开发周期为 2012 年-2021 年, 该部分项目最终增厚公司 NAV 2.32 元/股。

表 10: 浏阳潜在项目估值敏感性分析

		未来年均房价涨幅			
		-5%	0%	5%	10%
2012 年项目销售均价假设	5500	0.16	1.08	1.88	2.88
	6000	0.53	1.47	2.32	3.34
	6500	0.88	1.82	2.73	3.79
	7000	1.21	2.13	3.11	4.21
	7500	1.52	2.45	3.49	4.62
	8000	1.82	2.78	3.87	5.03

资料来源: 公司资料、国信经济研究所分析师测算

鉴于项目处于增值潜力较大的三线城市, 且坐拥优质自然资源、项目整体偏高端。我们预计, 未来均价水平及涨幅高于我们假设值的可能性较大。因此以上估值相对保守, 预计未来该项目整体贡献 NAV 将高于 2.32 元/股。

旗下两大园林公司, 未来或有拆分上市的可能

公司旗下还全资控股两个园林公司, 凯尔辛基园林和展弘园林:

展弘园林: 金科集团旗下的全资子公司, 成立于 2006 年, 注册资本 4500 万元, 总资产接近 4 亿元, 公司具备城市园林绿化三级资质。自有重庆沙坪、重庆涪陵、成都观胜苗圃 15000 余亩, 能够向社会提供各类花木、盆景、草坪等观赏植物 1000 余种, 并生产经营多种新、奇、特苗木及花卉。

凯尔辛基园林: 金科集团旗下的全资子公司, 成立于 2005 年, 注册资本 2208 万元, 总资产约 4.3 亿元, 公司具有园林施工贰级资质和设计乙级资质。现拥有景观设计师、结构工程师、造价师、园艺工程师及各类专业技术人员 260 人, 并在涪陵区在建 15000 亩苗圃基地。

两家园林公司除为负责金科集团旗下项目的小区设计和园林建设之外, 还与国内知名开发商: 万科、保利地产、恒大地产、华润置地等有项目合作。两家园林公司均有较强的经营资质和较独立的经营能力, 目前 A 股市场园林公司估值均较高, 平均动态 PE 水平达 46.43 倍。虽然目前地产调控政策较紧, 房地产板块直接融资大门紧闭, 但我们认为若金科旗下园林公司未来能够成功拆分上市, 无疑也将成为金科集团的房地产业务发展提供强劲的资金支持。

公司旗下两大园林公司品牌好, 独立经营能力强, 预计未来有拆分上市的可能。

表 11: 园林公司业绩及估值水平

公司	代码	2011-8-9	EPS		PE	
			2011	2012	2011	2012
东方园林	002310	121.90	3.39	5.69	35.98	21.43
棕榈园林	002431	38.70	0.85	1.37	45.74	28.26
铁汉生态	300197	113.51	1.96	3.16	57.79	35.90
平均					46.50	28.53

注: EPS 为行业预期均值

资料来源: WIND、国信经济研究所整理

表 12: 园林公司利润假设与发行市值预测

利润假设 (亿元)	PE 倍数	发行市值 (融资额) 预测 (亿元)
0.25		11.63
0.50		23.25
0.75	46.50	34.88
1.00		46.50
1.50		69.75

资料来源: WIND、国信经济研究所测算

图 17: 园林公司代表项目图 1



资料来源: 公司宣传资料

图 18: 园林公司代表项目图 2



资料来源: 公司宣传资料

图 19: 园林公司代表项目图 3



资料来源: 公司宣传资料

图 20: 园林公司代表项目图 4



资料来源: 公司宣传资料

未来三年业绩高增长可期

公司 2010 年实现销售金额 132 亿元，2011 年上半年实现销售金额 72 亿元，合计金额达 204 亿元，若按 15.5% 的净利润水平估算，上述销售金额锁定 EPS 约 2.7 元，为未来业绩释放提供了坚实的保障

我们对公司未来三年盈利预测关键假设如下：

公司目前销售已锁定 EPS 约 2.7 元，未来三年业绩高增长可期，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.20 元、1.75 元和 2.24 元，对应 PE 水平为 12.9 倍、8.8 倍和 6.9 倍。

- 1、未来三年宏观经济形势保持平稳运行；
- 2、假设公司房地产项目结算进度如表 13 进行；
- 3、对于滚动开发项目，由于报建、建筑设计、营销推广、工程建设的关键要素经过一期不断积累，二、三期的营运能力越往后越快，其结果就是销售量能够逐年提高；
- 4、营业费、管理费等占主营收入的比重维持在 2010 年水平，所得税率 25%，营业税率 5%；
- 5、该预测以目前拥有的项目为基础，未考虑公司未来新增项目或收购股权带来的盈利增长。

表 13：未来三年结算进度预测

项目	结算面积假设（万平方米）			结算金额假设（亿元）		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
重庆廊桥水乡	3.00	6.00	8.00	3.30	6.60	9.24
金科十年城	7.00	6.00	8.00	5.04	5.40	7.56
西城大院	13.00	12.00	-	8.45	9.60	-
阳光小镇	12.00	12.00	12.00	8.16	9.60	10.08
重庆太阳海岸	-	6.00	8.00	-	5.40	7.56
金科 VISAR 皇家码头	2.48	6.75	-	1.90	6.08	-
重庆龙头寺项目	-	-	3.00	-	-	2.84
重庆茶园新区	-	-	4.00	-	-	3.36
重庆天豪两路	-	-	1.84	-	-	1.16
重庆茶园雷家桥 77 亩	-	-	3.50	-	-	2.94
重庆茶园雷家桥 268 亩	-	-	4.00	-	-	2.52
重庆东方雅郡	-	-	-	-	-	-
重庆小城故事	-	-	-	-	-	-
成都金科一城	5.00	6.50	7.00	3.40	5.20	5.88
成都廊桥水乡	1.00	5.00	6.00	1.00	5.00	6.30
成都成华龙潭立交	-	-	4.50	-	-	5.20
江阴东方王府	4.00	8.00	10.00	3.40	6.80	8.93
江阴东方大院	7.23	-	-	5.18	-	-
江阴锦绣天成	8.05	-	-	5.06	-	-
江阴金科王府	-	-	5.00	-	-	3.41
湖南东方大院	8.00	8.00	8.00	5.44	6.40	6.72
金科王府	-	-	4.50	-	-	18.90
北京帕提欧庄园	2.00	3.50	5.00	3.24	6.30	9.45
北京南邵项目	-	-	2.00	-	-	5.25
涪陵天湖小镇	-	4.00	5.50	-	2.20	3.18
涪陵黄金海岸	10.00	10.78	-	5.10	6.47	-
涪陵廊桥水岸	0.32	-	-	0.12	-	-
涪陵两江广场	-	2.00	6.00	-	1.00	3.15

资料来源：公司资料、国信经济研究所预测

续表 13: 未来三年结算进度预测

涪陵南山项目	-	3.00	3.00	-	1.80	1.89
涪陵李渡项目	-	-	4.00	-	-	2.10
永川中央公园城	5.20	8.00	9.00	2.86	4.40	5.20
永川兴龙湖二期项目	4.00	8.00	12.00	2.20	4.40	6.93
苏州金科王府	-	1.00	2.00	-	2.00	4.20
苏州吴江项目	-	-	4.00	-	-	8.40
米兰米兰--无锡新区项目	3.00	4.00	6.00	3.30	4.40	6.93
无锡城南世家	3.00	10.00	10.00	4.02	14.00	14.70
无锡万博广场	3.00	5.00	5.00	2.85	4.75	4.99
无锡观天下	7.00	5.00	-	5.88	4.50	-
无锡东方王榭	6.00	2.52	-	4.92	2.14	-
浏阳仙人湖项目一	-	-	-	-	-	-
浏阳仙人湖项目二	-	-	-	-	-	-
合计				84.82	124.43	178.95

资料来源：公司资料、国信经济研究所预测

基于上述假设前提，我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 84.82 亿元、124.43 亿元和 178.95 亿元，净利润水平分别为 13.91 亿元、20.28 亿元和 25.95 亿元，EPS 分别为 1.20 元、1.75 元和 2.24 元，对应 PE 水平为 12.9 倍、8.8 倍和 6.9 倍。

核心判断的主要风险

- (1) 调控进一步升级导致行业全面收缩；
- (2) 公司销售业绩低于预期。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	227	3000	3000	3000	营业收入	1	8482	12443	17895
应收款项	4	1394	2045	2942	营业成本	0	4793	6767	9889
存货净额	0	22578	32643	47512	营业税金及附加	0	1094	1743	2498
其他流动资产	(0)	763	1120	1611	销售费用	0	387	568	816
流动资产合计	231	27736	38808	55064	管理费用	7	292	428	615
固定资产	11	(1)	1	2	财务费用	(6)	(32)	(60)	(60)
无形资产及其他	0	1	2	3	投资收益	6	0	0	0
投资性房地产	157	157	157	157	资产减值及公允价值变动	14	0	0	0
长期股权投资	71	71	71	71	其他收入	0	0	0	0
资产总计	471	27964	39039	55297	营业利润	19	1950	2998	4136
短期借款及交易性金融负债	0	3562	4885	7032	营业外净收支	13	0	0	0
应付款项	0	0	0	0	利润总额	32	1950	2998	4136
其他流动负债	8	18279	26468	38476	所得税费用	8	479	734	1019
流动负债合计	8	21841	31353	45508	少数股东损益	0	80	235	522
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	24	1391	2028	2595
其他长期负债	0	(51)	(102)	(153)					
长期负债合计	0	(51)	(102)	(153)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8	21790	31251	45355		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	32	125	333	净利润	24	1391	2028	2595
股东权益	463	6142	7663	9609	资产减值准备	(31)	14	0	0
负债和股东权益总计	471	27964	39039	55297	折旧摊销	2	(0)	(0)	(0)
					公允价值变动损失	(14)	0	0	0
					财务费用	(6)	(32)	(60)	(60)
					营运资本变动	(52)	(6497)	(2935)	(4299)
					其它	31	17	94	208
					经营活动现金流	(41)	(5075)	(813)	(1496)
					资本开支	21	(3)	(3)	(3)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	21	(3)	(3)	(3)
					权益性融资	0	4706	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	0	(417)	(507)	(649)
					其它融资现金流	29	3562	1323	2147
					融资活动现金流	29	7851	816	1498
					现金净变动	9	2773	0	0
					货币资金的期初余额	218	227	3000	3000
					货币资金的期末余额	227	3000	3000	3000
					企业自由现金流	(35)	(5010)	(690)	(1138)
					权益自由现金流	(6)	(1423)	679	1056

注：因金科 2010 年报未公布，2010 年以前为 ST 东源报表数据

资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn