

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

房地产业务近两年有望大幅度增长

——福星股份（000926）深度调研报告

证券研究报告—调研报告

买入(调高)

发布日期: 2012年7月9日

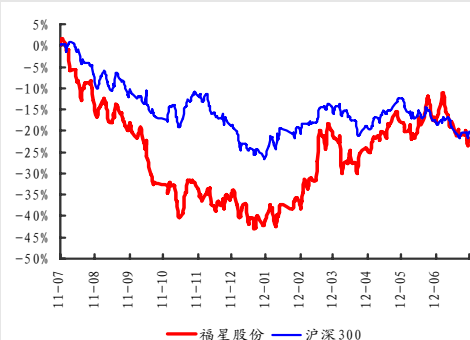
市场数据 (2012-07-06)

收盘价(元)	9.15
一年内最高/最低(元)	12.30/6.59
沪深300指数	2472.61
市净率(倍)	1.13
流通市值(亿元)	483.45

基础数据 (2012-03-31)

每股净资产(元)	8.08
每股经营现金流(元)	0.52
毛利率(%)	28.51
净资产收益率-摊薄(%)	2.04
资产负债率(%)	65.43
总股本/流通股(百万股)	712/528
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

福星股份以房产开发销售和金属制品为双主业,是武汉地区龙头开发企业,其特有的城中村模式为公司过去和未来发展提供了重要的助推器。公司上半年销售良好,未来两年业绩有望有较高增长。公司估值低估,提高公司投资评级至“买入”。

投资要点:

- **公司主营包括房地产业务和金属制品业务。**金属制品业务处于稳定发展阶段,而房地产开发销售业务仍旧处于快速成长阶段。
- **城中村改造是公司快速成长的助推器。**公司目前是武汉地区的龙头房地产开发企业。其独特的“城中村改造模式”是公司过去成长的重要助推器。武汉地区大规模的城中村改造为公司在武汉以较少规模资金锁定城中心大规模优质土地储备提供了广阔的空间。
- **公司来源于城中村改造的土地储备充足。**公司在武汉的土地储备绝大多数来自城中村改造项目,规划建筑面积总计642万平方米,截止2011年底,可供未来结算的土地储备资源规模达到470万平方米。
- **金属制品业务销量及毛利有望企稳。**金属制品业务是公司传统成熟业务,能带来稳定的现金流和净利润,公司将会保持金属制品业务稳定发展。上半年,公司金属制品产销量和毛利率较去年同期有所好转。
- **盈利预测与公司估值:**预测公司2012-2014年每股收益分别为0.89元、1.23元和1.37元,按7月6日9.15元收盘价计算,对应动态市盈率分别为10.23倍、7.45倍和6.68倍;公司RNAV估值为12.89元。公司估值具有优势,将公司投资评级由“增持”提高至“买入”。
- **风险提示:**当前部分城市房价出现量价齐升的苗头,这有可能招致调控政策再次收紧,政策收紧一方面会增加公司销售难度,另一方面会对公司估计造成较大利空冲击。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	5625.51	4760.58	6197.73	7555.74	8560.84
增长比率	37.30%	-15.38%	30.19%	21.91%	13.30%
净利润(百万元)	500.80	522.52	637.06	874.44	975.40
增长比率	48.88%	4.34%	21.92%	37.26%	11.55%
每股收益(元)	0.71	0.73	0.89	1.23	1.37
市盈率(倍)	12.89	12.53	10.23	7.45	6.68

目 录

1. 房地产开发业务：借助城中村改造快速扩张	4
1.1 房地产开发业务仍处于快速成长阶段	4
1.2 公司开发业务综合实力位居武汉区域龙头	5
1.3 “城中村改造”模式是公司成长的超常规助推器	5
1.4 公司土地储备充足	6
1.5 上半年销售情况良好	7
2. 金属制品业务：稳定发展	8
2.1 金属制品业务销量及毛利有望企稳	8
2.2 上半年金属制品产销情况好转	9
3. 盈利预测与估值	10
3.1 公司结算假设	10
3.2 盈利预测	10
3.3 绝对估值	11
3.4 相对估值	11
3.5 投资评级	12
4. 风险提示	13
5. 附表	14

图目录

图 1: 福星股份近 4 年房地产与金属制品业务占比.....	4
图 2: 福星股份近 4 年分业务毛利率	4
图 3: 福星股份近 4 年新开工、施工和销售面积.....	4
图 4: 福星股份近 4 年销售额增长率	4
图 5: 近 3 年公司金属制品分产品营业收入.....	8
图 6: 近 3 年公司金属业务分产品毛利率	8

表目录

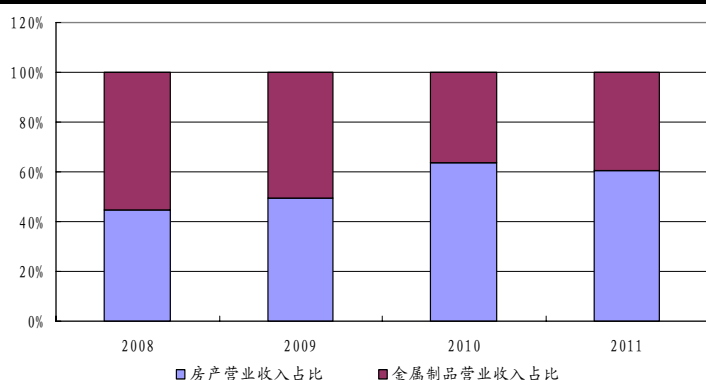
表 1: 福星股份土地储备详细情况表	7
表 2: 福星股份金属制品分产品经营情况表.....	9
表 3: 福星股份 2012-2014 年结算假设表.....	10
表 4: 福星股份盈利预测简表	11
表 5: 福星股份 RNAV 测算表	11
表 6: 福星股份相对估值比较表	12

1. 房地产开发业务：借助城中村改造快速扩张

1.1 房地产开发业务仍处于快速成长阶段

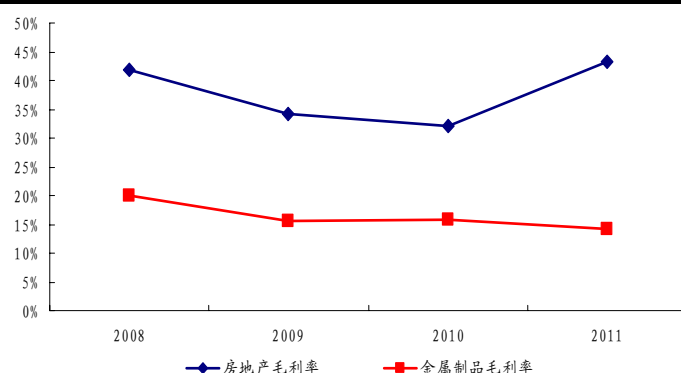
福星股份以金属制品和房地产开发销售为双主业，其中，金属制品业务属于传统业务，早已进入平稳发展阶段，其对公司营业收入和净利润的贡献逐年减少，而房地产开发业务对公司发展起着越来越重要的作用，成为公司未来发展的主驱动力。

图 1：福星股份近 4 年房地产与金属制品业务占比



资料来源：中原证券研究所，公司公告

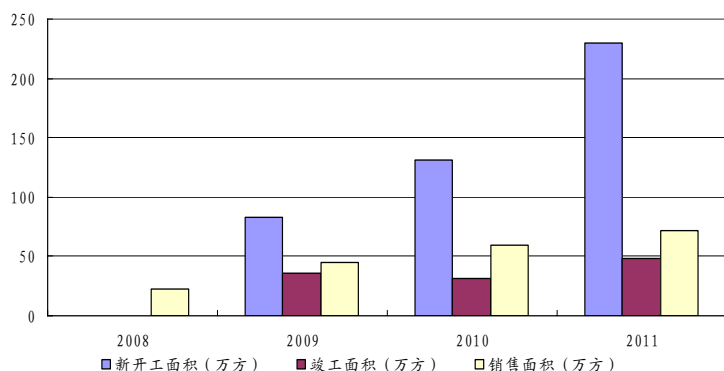
图 2：福星股份近 4 年分业务毛利率



资料来源：中原证券研究所，公司公告

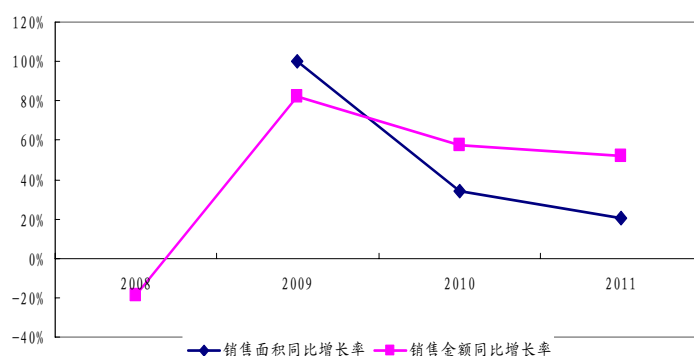
福星股份房地产开发业务过去 4 年经历了快速增长，目前依旧处于快速成长阶段。公司新开工面积和销售面积逐年大幅增加，2011 年分别达到 230 万和 72.12 万平方米，扩张趋势十分明显。公司土地储备面积也逐年增加，目前，公司可供开发销售的土地储备达到 600 万平方米建筑面积。

图 3：福星股份近 4 年新开工、施工和销售面积



资料来源：中原证券研究所，公司公告

图 4：福星股份近 4 年销售额增长率



资料来源：中原证券研究所，公司公告

1.2 公司开发业务综合实力位居武汉区域龙头

福星股份房地产开发专注于武汉市。武汉是总面积近 8500 平方公里，常住人口约 1000 万的中部崛起特大城市。2007 年，武汉“8+1 城市圈”获批，成为国家资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验区；2010 年，武汉城市性质被国务院确定为中部地区中心城市。迅速崛起的武汉为房地产行业开辟了广阔的发展空间，武汉也成为全国主流房地产开发企业和本土开发商必争的省会级城市，万科、保利地产、恒大、招商地产、中海、佳兆业等上市房企陆续登陆武汉。另外，本土成长出了一批区域开发领跑者，比如福星惠誉、东湖高新、名流置业、南国置业、卓尔发展等。

福星惠誉是福星股份地产业务的主要载体，其成立至今已经超过 11 年，11 年来其专注于武汉的房地产旧城改造和开发，先后在武汉核心区开发了福星城市花园、金色华府、汉口春天、水岸星城等项目。扎根于武汉这个中部崛起特大城市，借助武汉近几年大规模旧城改造，福星股份迅速成长为武汉地区综合实力最强的开发企业之一，在武汉区域激烈的竞争中保持着领先地位。根据中国指数研究院的研究表明，2007 年至 2010 年连续四年位居武汉市房地产开发企业综合实力第一名，是湖北区域房地产龙头企业。

1.3 “城中村改造”模式是公司成长的超常规助推器

1.3.1 武汉城中村改造为开发商提供了大规模土地储备

在短短的 11 年发展历史，福星股份迅速发展成为在武汉与万科、保利地产等匹敌的本土龙头企业，其特有的“城中村改造”模式发挥了非常重要的作用。

公司已完成的旧城改造项目有福星城市花园、金色华府、汉口春天和水岸星城，目前正在开发销售的国际城、水岸国际、福星城、青城华府和东澜岸等项目均来自城中村改造所得土地资源，总计约为 310 万平方米，另外还有通过城中村改造项目已获得未开发的土地储备为 320 万平方米。

城中村的大量存在可谓是武汉特有的现象，在幅员广阔而分散的武汉，城市中心分布着大量大大小小的城中村，大部分城中村处于城市中心地带，其中，2009 年处于二环以内亟待改造的城中村就达到 56 个。截止目前，二环内城中村改造项目已经完成大部分，但是二环以外依旧有大规模的城中村需要改造。城中村拆迁和改造成为武汉城市规划近年来的重点任务，城中村拆迁也为开发商提供了规模巨大的中心城市土地储备。

1.3.2 城中村改造模式

所谓城中村改造模式是指开发商通过承建城中村改造获取城中村土地，实现城市土地一两级联动开发的土地获取与商品房开发销售模式。武汉城区产生城中村模式有其历史条件，一是武汉历史上形成了数量众多、规模巨大的城中村，二是武汉一级土地开发市场的缺失。

城中村改造模式的最大优点。相对于净地拍卖土地获取模式，城中村改造土

地获取模式使得开发企业可以通过少量的初始资金锁定大量的城市中心地块，而且单位地价低。城中村土地成本中，最主要的是城中村村民的拆迁补偿和安置成本，而国有土地出让金非常少。尽管一块城中村的拆迁和还建成本总量规模大，但是在目前的政策和实际操作过程中，开发商一般在确定总体规模的条件下，拆除一片，补偿一片，开发一片的滚动拆迁和开发模式，因此，由于不需要一次性支付拆迁补偿款，开发实际中所需的资金量较少，但同时却锁定了大量的优质土地资源。

1.3.3 公司在城中村改造中有优势

城中村改造模式最大的难点在于拆迁难度大，尤其在国家加大对拆迁居民户保护的条件下，其拆迁成本越来越高，难度越来越大。拆迁难的特点使得即使是外来全国性房企也望而却步，而深谙当地人情风俗的本土企业在城中村模式中具有先天性优势。

福星股份依靠城中村改造发展成为武汉地区本土龙头企业，在城中村改造过程中，在拆迁等方面积累了丰富的经验，形成了自己独特的城中村改造模式，这将继续成为公司快速发展的助推器。

1.4 公司土地储备充足

1.4.1 已确权土地储备

公司在武汉市区权益土地储备。公司在武汉的土地储备绝大多数来自城中村改造项目，权益规划建筑面积总计 642 万平方米，截止 2011 年底，可供未来结算的土地储备资源规模达到 470 万平方米。

截止 2012 年上半年，在建开发销售的主要项目包括国际城、水岸国际、福星城、东澜岸和青城华府，总规划建筑面积达到 450 万平方米，2011 底未结算的建筑面积为 282 万平方米。

除了在建开发销售项目外，公司已经通过招拍挂程序的城中村改造项目包括和平村项目、姑嫂树城中村项目和汉阳旧城改造项目，总规划建筑面积为 320 万平方米，公司权益土地储备为 189 万平方米。

公司除了在武汉市区外，在湖北恩施市（恩施福星城）、孝感市（孝感福星城）和咸宁市（咸宁福星城）拥有土地储备，总计为 58 万平方米建筑面积。

1.4.2 公司控制的土地储备

公司目前已经签约但未招拍挂的潜在土地储备项目主要是武汉的城中村改造项目，包括红桥村、青菱乡红霞村、柴林头三个项目，项目总规划建筑面积为 273 万平方米。由于公司已经签约，具有排他性，因此，这些项目将有望经过招拍挂后成为公司的土地储备。

1.4.3 公司潜在的土地储备

公司目前已经控制的土地储备接近 800 万平方米建筑面积。由于武汉仍然有大量的城中村改造项目，而公司在城中村改造项目领域已经积累了非常丰富的经验，

同时与相关主管单位维持着良好的关系，因此，公司未来还将有望在城中村改造中获取更多的土地储备。

表 1: 福星股份土地储备详细情况表

在建开发销售面积（单位：万平方米、亿元、元/平方米）									
项目名称	权益	占地面积	规划建筑面积	楼面价	累计销售面积	累计销售金额	累计结算面积	累计结算金额	2011 年底未结算面积
恩施福星城	100%	8.30	25.90	1564	13.30	6.26	8.07	3.38	17.83
孝感福星城	100%	17.95	36.91	664	32.14	12.34	31.93	12.22	4.98
咸宁福星城	100%	31.99	72.99	439	15.56	4.69	14.85	4.45	58.14
国际城	100%	15.51	58.97	3200	20.01	26.11	17.04	19.40	41.93
水岸国际	100%	30.00	121.89	2713	23.38	23.55	7.30	11.17	114.59
水岸国际 1 期	100%	8.30	35.89	2859	13.88	18.55	7.30	11.17	28.59
水岸国际 2 期	100%	21.70	86.00	2653					86.00
福星城	100%	12.53	60.29	2550	33.18	26.77	0.00	0.00	60.29
东澜岸	100%	23.26	46.53	1040	6.59	5.23	1.09	1.42	45.44
青城华府	100%	7.32	27.00	2300	16.41	14.48	7.63	7.29	19.37
总计		146.87	450.48		160.57	119.43	87.91	59.33	362.57
已签约摘牌项目（单位：万平方米、元/平方米）									
和平街和平村	60%	28.58	120.00	1960					
姑嫂树城中村	50%	38.31	168.32	1620					
汉阳福星城旧城改造	100%	11.45	33.00	6000					
总计		78.34	189.16						
已签约未摘牌项目（单位：万平方米）									
红桥村	100%	27.66	110.64						
青菱乡红霞村	100%	23.26	46.53						
柴林头	100%	41.14	116.00						
总计		92.06	273.17						

资料来源：中原证券研究所、公司公告

1.5 上半年销售情况良好

根据草根实地调研情况，公司目前在售楼盘主要包括福星城、水岸国际、国际城、青城华府、东澜岸等项目。今年公司项目总体销售情况良好，经历 1 月份销售极度低迷后，2-3 月份成交量开始放量，这两个月公司每月将近有 8 亿元的销售额，4 月份销售略有下降，当月实现销售收入 6 亿元，5 月继续下降，该月实现销售收入约 5 亿元，6 月份销售重新好转，销售收入超过 6 亿元。例如，福星城是公司目前在售的主力项目之一，相比较周边楼盘，其 8500 元的均价具有明显的优势，加上公司品牌优势，其今年推出的 LOFT、底商和住宅，去化速度都很快。水岸国际是另外一个目前在售主力楼盘，其底商价格在 1.1 万-3 万之间，自两年前推出后销售一直较好，目前主要在售的是公寓，均价在 1 万元左右，目前销售签约状态很好。另外，公司在售的项目大多包括还建房，政府一次性回购，例如福

星城北区 5 栋高层住宅共 2003 套房子被江汉区政府以 8000 元/平方米的价格回购作为拆迁还建房。

2. 金属制品业务：稳定发展

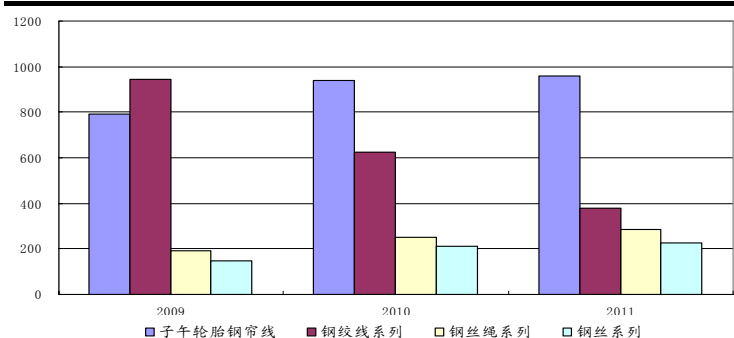
2.1 金属制品业务销量及毛利有望企稳

金属制品业务是福星股份传统业务领域，公司在金属产品领域有较长的历史。2009-2011 年金属制品产销量分别为 31.73 万吨、27.58 万吨和 22.68 万吨，综合毛利率分别为 17.10%、15.75%和 14.28%。

公司金属制品业务领域主要包括子午轮胎钢帘线、钢绞线系列、钢丝绳系列和钢丝系列。其中，子午轮胎钢帘线是公司金属业务的主导产品，公司子午帘线的规划产能约为 15 万吨，目前的产能约为 10 万吨，产销量在行业内居于领先。公司近三年该产品的营业收入占比维持在 17%-20%，毛利率稳定在 20-25%。

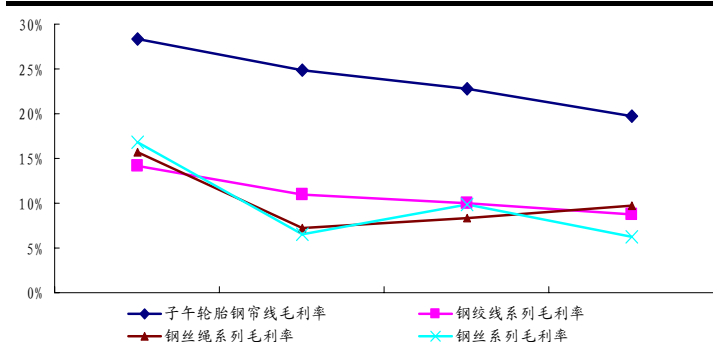
子午轮胎钢帘线具有较高的技术壁垒，具有较高的毛利率。但是，子午轮胎钢帘线毛利率有长期下降趋势。该产品与汽车工业息息相关，汽车行业经过过去几年的飞速发展之后，目前已经进入平稳小幅增长期，预计汽车产销量在未来一两年将会保持 10%以下的增长。在下游市场需求衰退同时，由于过去几年该产品生产线在高毛利刺激下上马较多，市场供给明显放大，市场供过于求趋于严重。由于公司在子午轮胎钢帘线产品技术、规模和客户上有一定的优势，该产品毛利率有望企稳。

图 5：近 3 年公司金属制品分产品营业收入



资料来源：中原证券研究所，公司公告

图 6：近 3 年公司金属业务分产品毛利率



资料来源：中原证券研究所，公司公告

钢绞线、钢丝绳和钢丝系列产品与公路、铁路、港口等基础建设和固定资产投资密切相关，由于这些产品技术门槛较低，产品供求关系较为严峻，加上过去两年线材等成本上涨，产品毛利率呈现出下滑趋势。由于近两年固定资产投资增速将会放缓，需求形势仍将会较为严峻。但与此同时，由于线材等原材料成本下降幅度较大，这类产品毛利率将有望在较低水平企稳。

根据实地草根调研，由于原本供不应求、高毛利的多晶硅切割线近一年来在

供求关系、产品价格及毛利率发生了逆转性变化，公司目前具备约 2000 吨中间产品和 1000 吨最终产品的产销量能力，由于产品市场逆转，且未来一两年内该产品市场难以大幅度实质性好转，该产品将不能给公司净利润带来贡献。

表 2：福星股份金属制品分产品经营情况表

		2008	2009	2010	2011
子午轮胎 钢帘线	营业收入（百万元）	672.06	791.73	937.34	960.68
	产量（吨）		59634	75148	
	单价（元/吨）		13276	12473	
	营业收入占比	21.00%	19.33%	16.76%	20.34%
	营业收入增长率	3.85%	17.81%	18.39%	2.49%
	毛利率	28.30%	24.82%	22.83%	19.75%
钢绞线系列	营业收入（百万元）	647.38	945.07	622.81	377.27
	产量（吨）		200038	125173	
	单价（元/吨）		4724	4976	
	营业收入占比	20.23%	23.07%	11.14%	7.99%
	营业收入增长率	66.19%	45.98%	-34.10%	-39.42%
	毛利率	14.21%	10.97%	10.06%	8.72%
钢丝绳系列	营业收入（百万元）	251.43	191.38	250.99	287.51
	产量（吨）		29285	37180	
	单价（元/吨）		6535	6751	
	营业收入占比	7.86%	4.67%	4.49%	6.09%
	营业收入增长率	27.19%	-23.89%	31.15%	14.55%
	毛利率	15.75%	7.28%	8.37%	9.66%
钢丝系列	营业收入（百万元）	201.71	147.65	210.37	228.61
	产量（吨）		28363	38343	
	单价（元/吨）		5206	5486	
	营业收入占比	6.30%	3.60%	3.76%	4.84%
	营业收入增长率	5.27%	-26.80%	42.89%	8.67%
	毛利率	16.83%	6.47%	9.87%	6.29%
总计	营业收入总计（百万元）	1772.59	2075.82	2021.51	1854.07
	金属产品总产量（吨）	210806	317320	275844	226779
综合毛利率			17.10%	15.75%	14.28%

资料来源：中原证券研究所、公司公告

2.2 上半年金属制品产销情况好转

2012 年上半年，随着宏观货币政策和财政政策的放松和大项目投资重启，公司金属制品业务经营情况较去年有所好转，销量与利润有所增长。1-5 月份，金属产品总销量达到 11 万吨，完成全年产销计划的 45%。

由于金属制品业务是公司传统成熟业务，能带来稳定的现金流和净利润，对当地就业、税收等具有重要意义，公司战略上将会维持金属制品业务稳定发

展，并且努力寻找新的能给公司带来较高利润金属产品。

3. 盈利预测与估值

3.1 公司结算假设

截止 2012 年 1 季度底，公司预售账款已经达到了 47.65 亿元，是我们预测 2012 年业绩的 112%，根据实地调研，公司第二季度的销售很好，下半年及 2013 年可售资源丰富，如果市场不出现 2011 年那样的低迷，则公司 2013-2014 年的业绩也将具有较高的保障程度。

我们预测公司 2012-2014 年的结算面积分别为 50.41 万平方米、60.49 万平方米和 68.04 万平方米（该预测比较保守，只考虑目前已开发项目，和平村、姑嫂树村和柴林头村改造项目预计 2014 年后才能进入结算），2012-2014 年结算金额分别为 42.51 亿元、55.31 亿元和 64.96 亿元，增长率分别为 48.21%、30.11%和 17.44%。具体结算情况见表 3。

表 3: 福星股份 2012-2014 年结算假设表

	权益	总面积	结算面积（万平）			结算金额（万元）			结算毛利率		
		（万平）	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
恩施福星城	100%	25.90	3.58	-	-	27089	-	-	18.56%	-	-
孝感福星城	100%	36.91	1.17	-	-	4348	-	-	32.18%	-	-
咸宁福星城	100%	73.30	1.56	-	-	1619	-	-	21.06%	-	-
国际城	100%	58.97	2.97	3.00	2.86	67027	39000	47190	24.35%	23.13%	25.10%
青城华府	100%	27.00	7.02	5.50	6.85	59038	45650	66173	46.24%	43.85%	44.78%
水岸国际	100%	121.89	8.04	15.50	15.25	61929	170500	173088	50.12%	45.32%	44.12%
福星城	100%	60.29	20.57	20.13	19.59	165947	167079	170419	34.23%	32.47%	33.24%
东澜岸	100%	46.53	5.50	16.36	23.50	38098	130880	192700	38.93%	36.19%	34.35%
总计			50.41	60.49	68.04	425095	553109	649569			

资料来源：中原证券研究所

3.2 盈利预测

另外，由于公司房地产业务将会平稳发展，综合考虑市场状态，我们假设公司 2012-2014 年金属制品业务营业收入分别为 19.47 亿元、20.25 亿元和 20.65 亿元，毛利率保持在 14%左右。

综合房地产业务结算假设，我们预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 61.98 亿元、75.56 亿元和 85.61 亿元，增长率分别为 30.19%、21.91%和 13.30%，2012-2014 年净利润 6.37 亿元、8.74 亿元和 8.56 亿元，对应的每股收益分别为 0.89 元、1.23 元和 1.37 元。

表 4: 福星股份盈利预测简表 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4760.58	6197.73	7555.74	8560.84
营业成本	3250.67	4384.82	5197.98	5875.30
营业税费	287.82	374.85	508.50	537.17
销售费用	264.62	287.12	348.30	422.36
管理费用	114.35	141.13	168.99	197.34
财务费用	106.26	158.04	153.38	175.50
营业利润	730.27	861.75	1188.59	1326.15
营业外收入	14.38	10.44	12.57	12.46
营业外支出	42.97	17.66	22.22	27.61
利润总额	701.68	854.53	1178.94	1311.00
所得税	186.67	215.83	300.06	337.86
净利润	515.01	638.70	878.88	973.14
少数股东权益	-7.52	1.64	4.44	-2.26
归属母公司净利润	522.52	637.06	874.44	975.40
EPS (元)	0.73	0.89	1.23	1.37

资料来源: 中原证券研究所

3.3 绝对估值

对房地产业务采取 RNAV 估值。公司目前开发销售的项目主要包括水岸国际等、国际城、福星城、东澜岸和青城华府等项目, 目前通过招拍挂的城中村改造项目包括和平村、姑嫂树村和汉阳福星城改造项目, 尽管这些项目已经通过了招拍挂, 但是这些项目在 3 到 5 年内难以形成销售, 处于谨慎保守考虑, 在计算 RNAV 的时候, 不计算这三个项目, 而只计算目前开发销售项目。

根据计算, 公司现有开发销售项目的增加值约为 35.55 亿元, 不考虑公司金属制品业务, 公司的 RNAV 值为 12.9 元, 具体见表 5。

表 5: 福星股份 RNAV 测算表

开发项目增加值 (亿元)	35.55
账面净资本 (亿元)	56.36
重估净资本价值 (亿元)	91.91
公司股本 (亿股)	7.13
RNAV (元/股)	12.89

资料来源: 中原证券研究所

3.4 相对估值

以 7 月 6 日收盘价计算, 公司 2012-2013 年的市盈率分别为 7.44 倍和 6.88 倍。相比较而言, 行业龙头公司 (万科、保利、金地和招商) 的平均市盈率分别为 10.44 和 8.21 倍, 区域地产龙头类上市房企的平均市盈率分别为 12.43 倍和 10.14 倍 (具体情况见表 6), 从相对估值来看, 公司估值具有较大优势。

表 6: 福星股份相对估值比较表

			每股收益			每股净资产 2011	收盘价	市盈率			市净率 2011
			2011A	2012E	2013E			2011A	2012E	2013E	
行业龙头	万科 A	000002	0.88	1.16	1.49	4.82	9.65	10.97	8.32	6.48	2.00
	保利地产	600048	1.10	1.41	1.86	5.93	12.82	11.65	9.09	6.89	2.16
	招商地产	000024	1.51	1.94	2.41	11.89	26.29	17.42	13.55	10.91	2.21
	金地集团	600383	0.67	0.82	1.02	4.62	6.91	10.31	8.43	6.77	1.50
行业								12.59	10.44	8.21	1.97
区域龙头	福星股份	000926	0.73	1.23	1.37	7.91	9.15	12.53	7.44	6.68	1.16
	北京城建	600266	0.96	1.42	1.59	6.63	15.00	15.59	10.56	9.43	2.26
	华业地产	600240	0.70	0.44	0.54	4.37	3.83	5.51	8.70	7.09	0.88
	万通地产	600246	0.26	0.33	0.45	2.71	3.62	14.14	10.97	8.04	1.34
	首开股份	600376	1.26	1.50	1.78	8.05	13.90	11.07	9.27	7.81	1.73
	中华企业	000546	0.12	0.38	0.46	0.85	7.18	61.95	18.89	15.61	8.45
	苏宁环球	000718	0.39	0.51	0.65	2.03	8.77	22.49	17.20	13.49	4.32
	凤凰股份	600716	0.32	0.39	0.48	2.21	4.94	15.61	12.67	10.29	2.24
	栖霞建设	600533	0.26	0.28	0.30	3.23	4.50	17.25	16.07	15.00	1.40
	南湖中宝	600208	0.23	0.28	0.36	1.57	4.21	18.30	15.04	11.69	2.68
	滨江集团	002244	0.58	0.98	1.34	3.63	9.64	16.62	9.84	7.19	2.66
	深振业 A	000006	0.44	0.46	0.55	2.83	6.17	14.06	13.41	11.22	2.18
	华发股份	600325	0.94	1.08	1.30	7.63	8.77	9.33	8.12	6.75	1.15
	格力地产	600185	0.44	0.47	0.63	3.48	6.05	13.75	12.87	9.60	1.74
	荣盛发展	002146	0.82	1.13	1.35	3.29	11.77	14.35	10.42	8.72	3.58
	中南建设	000961	0.80	0.88	1.10	4.65	12.87	16.09	14.59	11.75	2.77
	冠城大通	600067	1.08	0.79	0.93	4.33	6.11	5.66	7.73	6.57	1.41
平均								17.86	12.43	10.14	2.61
商业地产	陆家嘴	600663	0.53	0.60	0.81	5.81	11.99	22.73	19.94	14.80	2.06
	金融街	000402	0.67	0.85	1.02	5.98	6.78	10.12	7.98	6.65	1.13
	世茂股份	600823	1.01	1.14	1.38	8.82	10.86	10.75	9.53	7.87	1.23
	鲁商置业	600223	0.23	0.51	0.72	1.31	5.24	22.78	10.27	7.28	4.00
平均			0.61	0.78	0.98	5.48	8.72	16.60	11.93	9.15	2.11
工业园区类	张江高科	000541	0.30	0.36	0.44	2.85	7.62	25.40	21.17	17.32	2.67
	苏州高新	000542	0.24	0.27	0.34	2.92	27.34	113.92	101.26	80.41	9.36
	南京高科	000544	0.71	0.87	1.06	2.49	10.91	15.37	12.54	10.29	4.39
平均								51.56	44.99	36.01	5.48

注: 股价为 2012 年 7 月 6 日股价

资料来源: 中原证券研究所、Wind

3.5 投资评级

无论从 RNAV 估值还是市盈率相对估值, 公司目前的估值具有优势, 另外, 公司未来两年的业绩将出现较大幅度增长, 具有较好的成长性。我们将公司的投资评级从“增持”调高至“买入”。

4. 风险提示

当前部分城市房价出现量价齐升的苗头，这有可能招致调控政策再次收紧，政策收紧一方面会增加公司销售难度，另一方面会对公司估计造成较大利空冲击；公司城中村改造项目需要较大规模的资金做支撑，尽管公司一季度资金压力状态有所好转，但是依旧比较紧张。

5. 附表

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	19306.21	21026.76	25489.50	30425.64	营业收入	4760.58	6197.73	7555.74	8560.84
现金	1377.26	2180.40	2266.72	2568.25	营业成本	3250.67	4384.82	5197.98	5875.30
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	287.82	374.85	508.50	537.17
应收票据	62.19	166.82	179.21	181.77	销售费用	264.62	287.12	348.30	422.36
应收款项	886.98	1005.36	1297.99	1484.84	管理费用	114.35	141.13	168.99	197.34
存货	8388.58	7906.06	10410.16	12507.57	财务费用	106.26	158.04	153.38	175.50
其他	8591.20	9768.11	11335.42	13683.20	资产减值损失	6.60	0.00	0.00	37.01
非流动资产	2604.01	3284.39	3394.11	3502.78	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	47.13	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	10.00	10.00	10.00
固定资产	2084.27	1978.76	1872.36	1765.05	营业利润	730.27	861.75	1188.59	1326.15
无形资产	31.92	30.32	28.80	27.36	营业外收入	14.38	10.44	12.57	12.46
其他	440.69	1275.30	1492.95	1710.37	营业外支出	42.97	17.66	22.22	27.61
资产总计	21910.23	24311.15	28883.61	33928.42	利润总额	701.68	854.53	1178.94	1311.00
流动负债	9874.70	12672.41	16568.61	20302.60	所得税	186.67	215.83	300.06	337.86
短期借款	730.35	780.35	1861.26	3659.29	净利润	515.01	638.70	878.88	973.14
应付帐款	886.99	723.96	1037.78	1248.74	少数股东权益	-7.52	1.64	4.44	-2.26
预收帐款	4419.81	6696.46	8847.75	10439.98	归属母公司净利润	522.52	637.06	874.44	975.40
其他	3837.55	4471.64	4821.83	4954.59	EPS (元)	0.73	0.89	1.23	1.37
长期负债	4555.32	3519.83	3317.21	3654.89	主要财务比率				
长期借款	4149.72	3342.93	3036.15	3229.36		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	405.60	176.90	281.06	425.53	每股指标				
负债合计	14430.02	16192.24	19885.82	23957.49	每股收益	0.73	0.89	1.23	1.37
股本	712.36	712.36	712.36	712.36	每股经营现金	-0.59	1.10	0.08	0.42
资本公积金	2284.27	2284.27	2284.27	2284.27	每股净资产	7.91	8.81	10.03	11.40
未分配利润	2295.30	2932.36	3806.80	4782.20	增长率				
少数股东权益	1844.49	1846.13	1850.57	1848.31	营业收入增长率	-15.38%	30.19%	21.91%	13.30%
母公司所有者权益	5635.72	6272.78	7147.22	8122.63	营业利润增长率	8.20%	18.00%	37.93%	11.57%
负债及权益合计	21910.23	24311.15	28883.61	33928.42	净利润增长率	4.34%	21.92%	37.26%	11.55%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	31.72%	29.25%	31.20%	31.37%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	10.98%	10.28%	11.57%	11.39%
经营活动现金流	-1745.27	2382.20	-455.43	-1404.22	ROE	9.27%	10.16%	12.23%	12.01%
净利润	515.01	638.70	878.88	973.14	ROIC	4.23%	5.69%	6.55%	6.15%
资产减值准备	6.60	0.00	0.00	37.01	偿债能力				
折旧摊销	204.61	127.38	128.19	129.00	资产负债率	59.36%	56.06%	58.61%	70.61%
财务费用	106.26	158.04	153.38	175.50	流动比率	1.96	1.66	1.54	1.50
投资收益	0.00	10.00	10.00	10.00	速动比率	1.11	1.04	0.91	0.88
营运资金变动	0.00	1468.08	-1605.88	-2708.87	营运能力				
投资活动现金流	-368.73	-783.54	-210.00	-210.00	资产周转率	0.25	0.27	0.28	0.27
资本支出	0.00	-20.00	-20.00	-20.00	存货周转率	0.43	0.54	0.57	0.51
其他投资	-368.73	-763.54	-190.00	-190.00	应收帐款周转率	8.36	9.62	9.72	9.25
筹资活动现金流	1694.14	-814.83	720.74	1915.75	估值比率				
借款变动	0.00	-706.78	-206.78	293.22	PE	13.55	11.06	8.06	7.22
其他	1694.14	-108.04	927.53	1622.54	PB	1.25	1.12	0.99	0.87
现金净增加额	-419.85	783.83	55.32	301.53					

资料来源：中原证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。