

业绩为主线，寻找具有估值溢价的公司

谨慎推荐 维持评级

核心观点：

- **当前板块已经具有安全边际。**各种细则仍会继续出台，调控不会放松；房产税试点有可能年内落实；交易环节征收重税的政策（传闻）如果实施，将对市场打击比较大，是当前调控政策中最有杀伤力的环节。当前地产板块已经相对于上证综指的绝对收益在-25%左右，离历次调控后绝对收益的最低值差 5% 左右，处于历史底部。
- **2011 年一季度行业将有交易性投资机会。**在紧缩性货币政策和保障性住房的逐渐铺开、并且 2011 年一季度房地产市场供给将回升，届时行业自身将达到一个供需再平衡的时点，有望价格稳定的放量，与政策调控的节奏合拍。行业将有望迎来一轮交易性投资机会。
- **业绩为主线，寻找具有估值溢价的公司。**在充分考虑到估值安全的基础上，精选具有估值溢价的公司。估值溢价可以是公司具有独特的多元化业务，例如新能源产业；也可以是公司具有独特的盈利模式，如以提升物业价值为主的商业地产经营能力。
- **建议“标配”地产行业。**当前我们重点关注的公司 2011 年整体平均市盈率 12 倍，股价对 RNAV 折价 27%。建议投资者控制仓位的情况下精选业绩优异的个股，以业绩和估值有安全边际为基础的前提下寻找有估值溢价的公司，“标配”地产行业，我们给行业评级为“谨慎推荐”。
- **本月我们的投资组合推荐：**1) 福星股份：武汉地区的资源优势助推公司业绩，具备新能业务扩展空间（30%）；2) 中天城投：贵州城市运营商，业绩有爆发性（30%）；3) 大港股份：工业地产和新能源项目并进，受益于光伏产业回暖（20%）；4) 南国置业：盈利模式独特，受益于武汉区位优势和商业地产未来景气持续（20%）。

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	权重（%）	股价(元)	EPS（元）			入选投资组合理由
			2011-1-4	2009A	2010E	2011E	
000926	福星股份	30%	13.48	0.48	0.75	1.05	武汉地区的资源优势助推公司业绩，具备新能业务扩展空间
000540	中天城投	20%	13.73	0.8	1.1	1.55	贵州城市运营商，业绩有爆发性
002077	大港股份	30%	11.75	0.01	0.24	0.36	工业地产和新能源项目并进，受益于光伏产业回暖
002305	南国置业	20%	11.92	0.35	0.18	0.29	盈利模式独特，受益于武汉区位优势和商业地产未来景气持续

资料来源：中国银河证券研究部

分析师

潘玮

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130109074249

相关研究

1. 2010 年行业策略报告：盈利与调整并存
2. 2010 年 2 月房地产行业投资策略报告：精选估值便宜增长确定和基本面改善较大的公司
3. 2010 年 3 月份房地产行业投资组合报告：静水流深的 2010
4. 2010 年 7 月份地产行业投资组合报告：供求格局渐变，政策进入消化期
5. 2010 年 7 月份地产行业投资组合报告：等待估值修复后价跌量升带来的投资机会
6. 2011 年行业投资策略报告：关注行业自身“再平衡”带来的投资机会

投资概要:

2011 年 1 月投资逻辑与投资思路:

(1) **当前板块已具有安全边际:** 2011 年政策预期: 各种细则仍会继续出台, 调控不会放松; 房产税试点有可能年内落实; 交易环节征收重税的政策 (传闻) 如果实施, 将对市场打击比较大, 是当前调控政策中最有杀伤力的环节。当前地产板块已经相对于上证综指的绝对收益在-25%左右, 离历次调控后绝对收益的最低值差 5%左右, 处于历史底部。在基本面没有发生逆转的趋势下, 我们认为当前的板块估值已经反映了较严厉的后续政策的预期。

(2) **业绩安全的基础上, 精选具有估值溢价的公司:** 在充分考虑到估值安全的基础上, 精选具有估值溢价的公司。估值溢价可以是公司具有独特的多元化业务, 例如新能源产业; 也可以是公司具有独特的盈利模式, 如以提升物业价值为主的商业地产的经营能力。

估值与组合投资建议:

当前我们重点关注的公司 2011 年整体平均市盈率 12 倍, 股价对 RNAV 折价 27%。建议投资者控制仓位的情况下精选业绩优异的个股。建议“标配”地产行业, 行业评级为“谨慎推荐”。**遵循业绩+估值溢价的原则**, 本月我们的投资组合推荐 1) 福星股份: 武汉地区的资源优势助推公司业绩, 具备新能业务扩展空间 (30%); 2) 中天城投: 贵州城市运营商, 业绩有爆发性 (20%); 3) 大港股份: 工业地产和新能源项目并进, 受益于光伏产业回暖 (30%); 4) 南国置业: 盈利模式独特, 受益于武汉区位优势和商业地产未来景气持续 (20%)。

股票权重说明:

给予福星股份和大港股份各 30%的权重, 考虑到两个公司的新能源业务享有较高的估值。给予中天城投和南国置业各 20%的权重。考虑到业绩增长和独特盈利模式能够为公司估值带来一定的溢价。

组合表现的催化剂:

房价在出现一定程度的调整之后企稳, 成交量开始稳定回升。

主要风险因素:

地产成交量持续萎缩, 企业面临资金链断裂风险, 行业进入衰退。

目 录

一、上月投资组合回顾与讨论.....	2
二、2011 年 1 月投资组合选择的逻辑.....	5
（一）地产行业长期发展驱动要素未改变.....	5
（二）行业自身再平衡与政策节奏合拍有望带来投资机会.....	5
（三）预计 2011 年一线城市将现调整，二三线城市量价齐升.....	6
（四）业绩为主线，寻找具有估值溢价的公司.....	7
三、组合投资与股票权重说明.....	8
（一）目前 A 股地产主要公司的估值水平对比.....	8
（二）组合投资与股票权重说明.....	9
福星股份（000926）：受益武汉城中村改造、广武高铁的区域龙头.....	10
南国置业（002305）：创新盈利模式孕育商业地产旗舰.....	13

插图目录

图 1：上月投资组合表现.....	3
图 2：上月投资组合品种回报贡献度.....	3
图 3：200 亿元以上市值以上 8 个主板上市公司回报（横轴从左到右按市值从大到小排序）.....	3
图 4：福星股份 12 月相对于沪深 300 的表现.....	4
图 5：北京城建 12 月相对于沪深 300 的表现.....	4
图 6：大港股份 12 月相对于沪深 300 的表现.....	4
图 7：华侨城 A12 月份相对于沪深 300 的表现.....	4
图 8：11 月份投资组合每日表现.....	4
图 9：北京 2005 年到 2010 年 11 月每月商品住宅销售量价.....	5
图 10：上海 2005 年到 2010 年 11 月每月商品住宅销售量价.....	5
图 11：深圳 2005 年到 2010 年 11 月每月商品住宅销售量价.....	6
图 12：广州 2006 年到 2010 年 11 月每月商品住宅销售量价.....	6
图 13：全国房屋销售价格指数当月同比及环比变化（1-11 月）.....	6
图 14：全国二手住宅价格指数当月同比及环比值（1-11 月）.....	6
图 15：全国商品房销售面积当月值及累计同比（1-11 月）.....	7
图 16：全国商品房销售额当月值及累计同比（1-11 月）.....	7
图 17：公司土地储备所分布在武汉各个商圈以及城市中心区、副中心区位置.....	14

表格目录

表 1：12 月份地产行业投资组合.....	2
表 2：行业投资组合回报与行业指数回报比较表.....	2
表 3：投资组合比例及投资说明.....	7
表 4：重点关注的地产公司盈利预测表格.....	8
表 5：投资组合中各公司盈利预测以及 RNAV.....	9
表 6：福星股份关键指标预测.....	10
表 7：福星股份项目储备明细（万平米）.....	11

一、上月投资组合回顾与讨论

我们在 2010 年 11 月投资组合选择中给出：福星股份：武汉区域龙头，有在本地获取优质土地资源的禀赋和具备未来新能源业务的扩张空间。给予 30% 的比例。北京城建：北京地区项目丰富，股权投资为一大亮点，给予 30% 的比例。大港股份：公司工业地产和多晶硅切割业务相结合，业绩稳定增长，作为镇江大港新区唯一的上市公司平台，未来的业务发展前景值得期待。给予 20% 的比例。华侨城 A：旅游业务未来有望快速增长，估值有望提升，给予 20% 的比例。

我们 12 月份投资组合的日期是从 1 号到 31 号。12 月 1 到 31 号，该组合回报为 6.22%。行业指数回报为 1.43%，组合回报跑赢行业指数 4.79 个百分点。

表 1：12 月份地产行业投资组合

股票名称	股票代码	权重 (%)	股价(元)	EPS (元)			入选投资组合理由
			2010-12-31	2009A	2010E	2011E	
000926	福星股份	30%	13.48	0.48	0.75	1.05	武汉地区的资源优势助推公司业绩, 具备新业务扩展空间
600266	北京城建	30%	12.21	1.15	1.13	1.2	北京区项目丰富, 股权投资为一大亮点
002077	大港股份	20%	11.45	0.01	0.27	0.45	工业地产和新能源项目并进, 受益于光伏产业回暖
000069	华侨城 A	20%	12.85	0.55	0.72	0.97	旅游业务有望快速增长促进估值提升

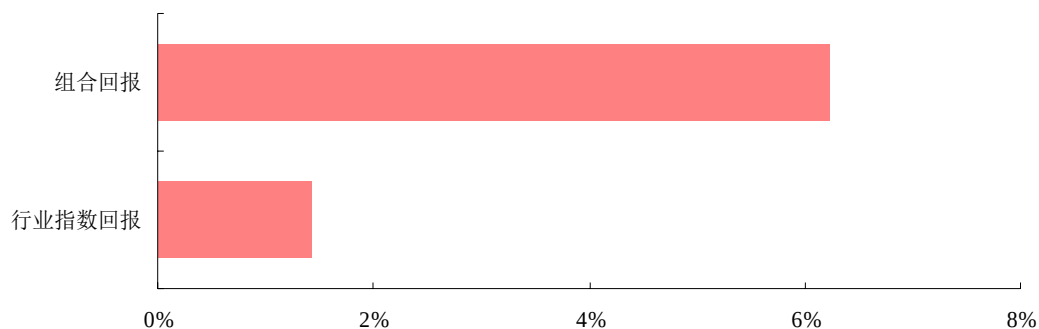
资料来源：中国银河证券研究部

表 2：行业投资组合回报与行业指数回报比较表

					开始时间	2010-12-01
投资组合					结束时间	2010-12-31
代码	公司名称	组合占比	期初价格	购买股数	期末价格	期末收益
000926	福星股份	30%	13.15	0.0228	13.48	0.3075
600266	北京城建	30%	11.60	0.0259	12.21	0.3158
002077	大港股份	20%	9.99	0.0200	11.45	0.2292
000069	华侨城 A	20%	11.59	0.0173	12.15	0.2097
组合月度回报						6.22%
行业指数月度回报						1.43%
组合回报-行业指数						4.79%
回报						

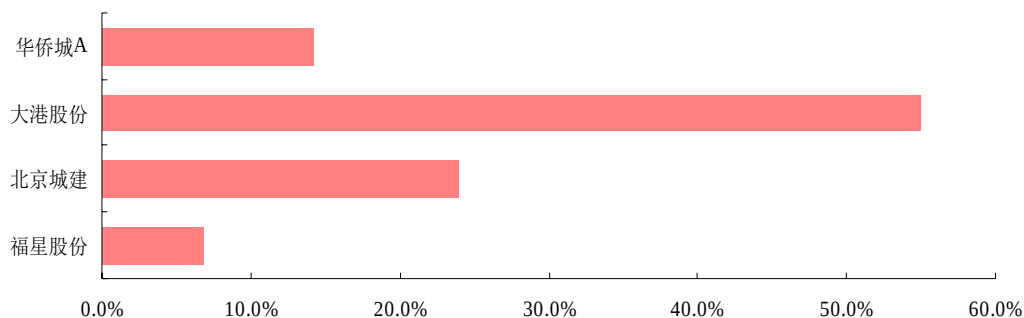
资料来源：中国银河证券研究部

图 1: 上月投资组合表现



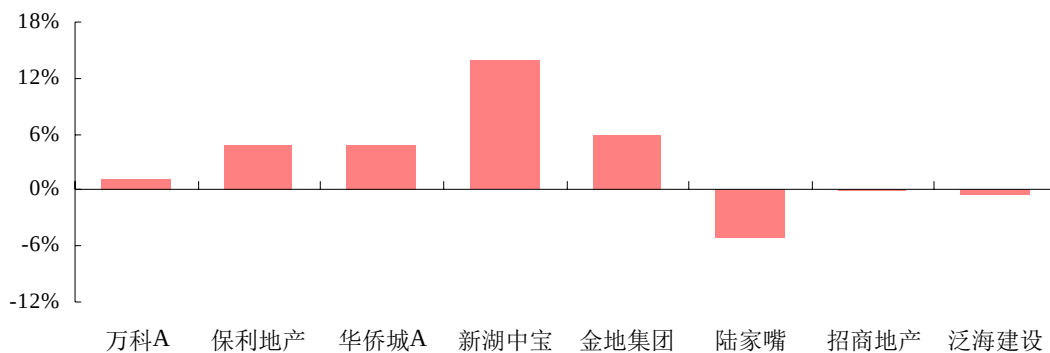
资料来源: 中国银河证券研究部

图 2: 上月投资组合品种回报贡献度



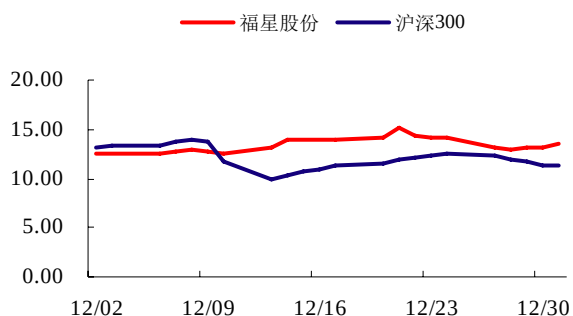
资料来源: 中国银河证券研究部

图 3: 200 亿元以上市值以上 8 个主板上市公司回报 (横轴从左到右按市值从大到小排序)



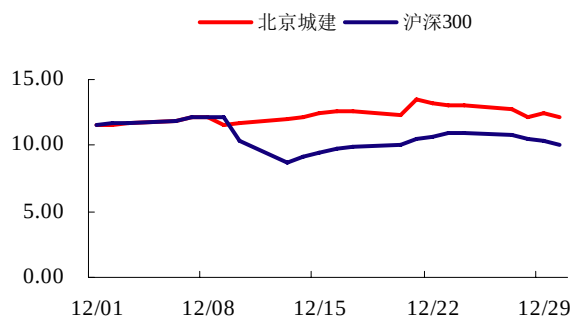
资料来源: 中国银河证券研究部

图 4: 福星股份 12 月相对于沪深 300 的表现



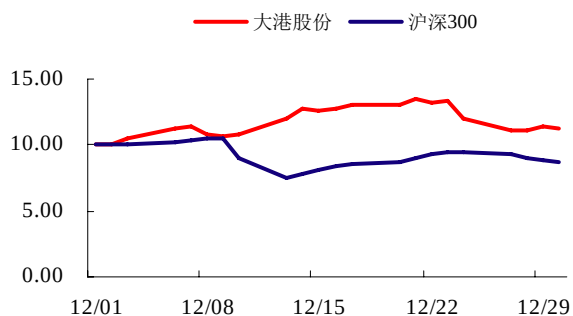
资料来源: 中国银河证券研究部

图 5: 北京城建 12 月相对于沪深 300 的表现



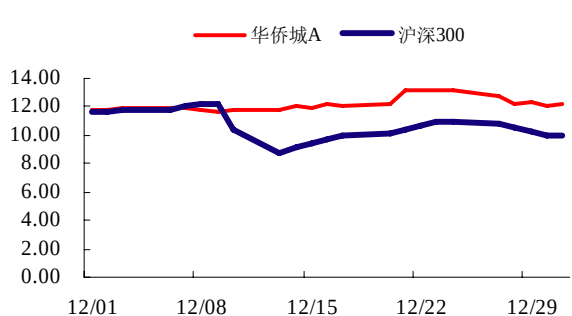
资料来源: 中国银河证券研究部

图 6: 大港股份 12 月相对于沪深 300 的表现



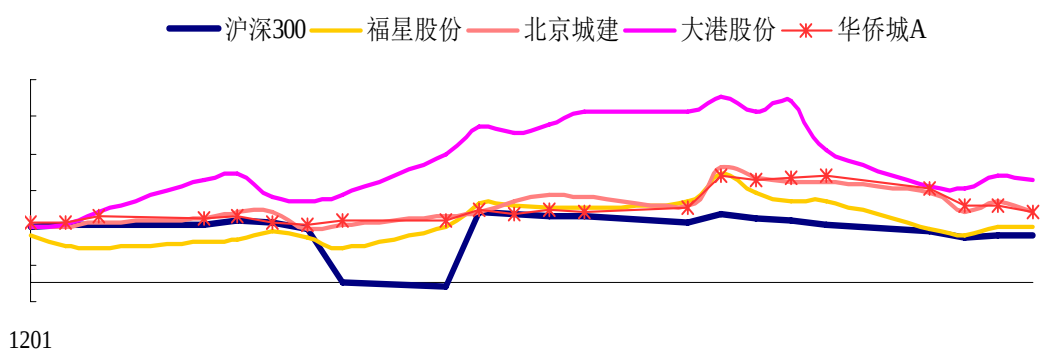
资料来源: 中国银河证券研究部

图 7: 华侨城 A 12 月份相对于沪深 300 的表现



资料来源: 中国银河证券研究部

图 8: 11 月份投资组合每日表现



资料来源: 中国银河证券研究部

二、2011 年 1 月投资组合选择的逻辑

(一) 地产行业长期发展驱动要素未改变

当前中国房地产行业高速发展的驱动要素是：1) 经济高速增长；2) 民间财富增长。这是支持中国地产行业发展的两大核心因素。当前这两个核心要素都未受到影响。行业基本面长期具有坚实的基础。

2010 年的两轮调控政策，标明未来地产行业的调控进入常态化。房地产的民生属性被提到前所未有的高度。国家的一系列动作，一是为了规范行业发展，逐渐去除行业的结构性不合理因素，抑制投机性购房需求；另一方面是为了化解金融风险，避免出现类似美国次贷危机的金融事件。但是行业的两大驱动要素国民经济和社会财富仍在持续增长中，未来的地产行业将进入更加健康、规范的发展空间。长期以来的保障性住房和商品房比例失调的问题也将逐步解决，行业将随着社会经济结构转型进入新一轮的增长期。

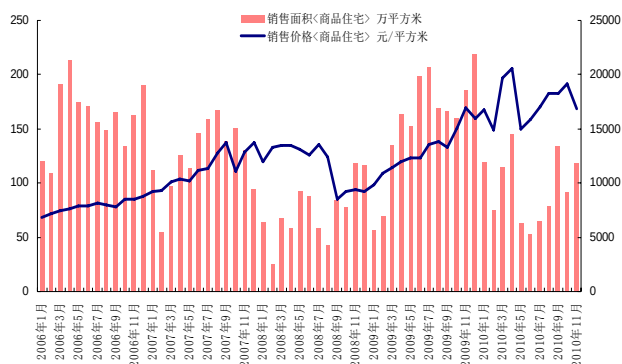
(二) 行业自身再平衡与政策节奏合拍有望带来投资机会

随着近期加息和已经三次上调存款准备金率，国内流动性充裕的局面将逐步得到缓解，加息等因素也将提高资金的成本，会使得给地产开发商和贷款购房者的成本提高，有助于调控目标的实现。

保障性住房在未来将逐渐补缺拾遗，尽管在落实上面临种种困难和制度困境，但是仍然是未来住房结构性调整的大方向，随着保障性住房面积的不断增加，商品住宅行业面临的社会和政治风险将逐步降低。在更加阶梯化的住房体系下，行业也将面临更少的政策风险，降低行业的波动性。

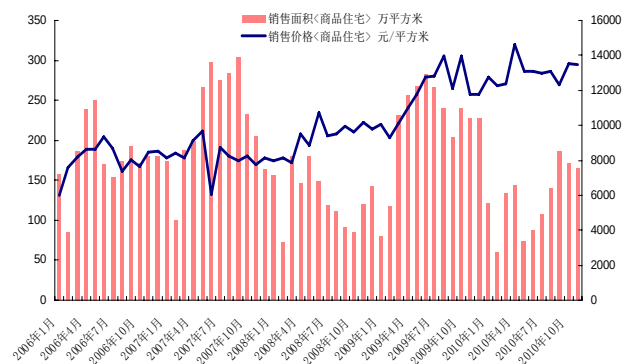
在紧缩性货币政策和保障性住房的逐渐铺开、并且 2011 年一季度房地产市场供给将回升，届时行业自身将达到一个供需再平衡的时点，有望价格稳定的放量，与政策调控的节奏合拍。行业将迎来一轮交易性投资机会。

图 9：北京 2005 年到 2010 年 11 月每月商品住宅销售量价



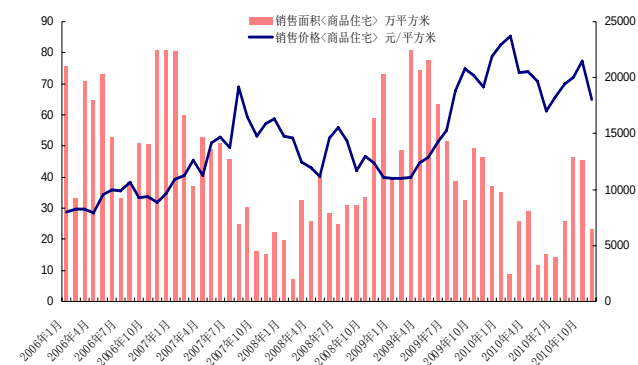
资料来源：中国银河证券研究部

图 10：上海 2005 年到 2010 年 11 月每月商品住宅销售量价



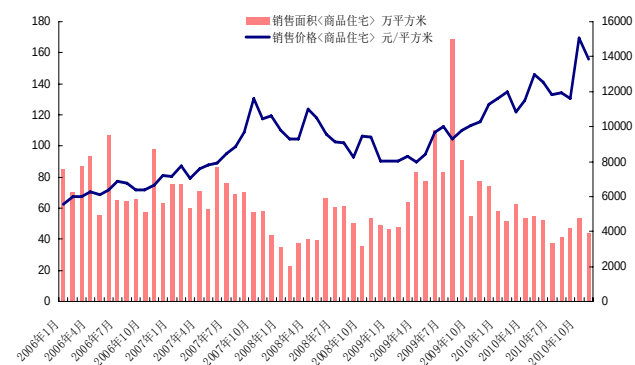
资料来源：中国银河证券研究部

图 11: 深圳 2005 年到 2010 年 11 月每月商品住宅销售量价



资料来源: 中国银河证券研究部

图 12: 广州 2006 年到 2010 年 11 月每月商品住宅销售量价



资料来源: 中国银河证券研究部

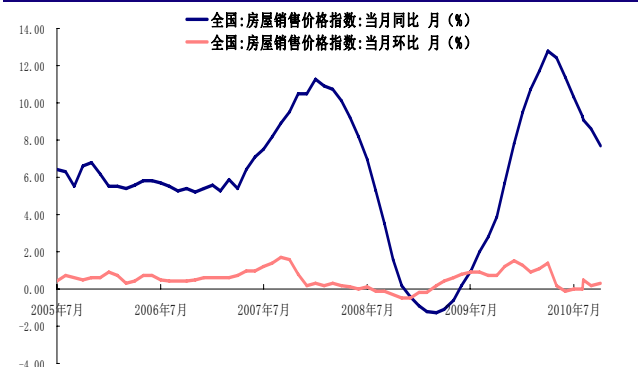
（三）预计 2011 年一线城市将现调整，二三线城市量价齐升

根据新开工大概在半年之后能够形成有效供应计算，2011 年一季度开始，地产供给将进入新一轮高峰。二三线城市成交量有望持续增长。

对于 2011 年，我们认为在政策的持续下，楼市将朝向政策预期的方向发展。在前期房价涨幅较高的一线城市，成交量价都会进行调整，将经历量缩价稳——量稳价跌——量升价平的过程。对于二、三线乃至广大的四线城市，成交量仍可值得期待，房价也有可能持续向上。

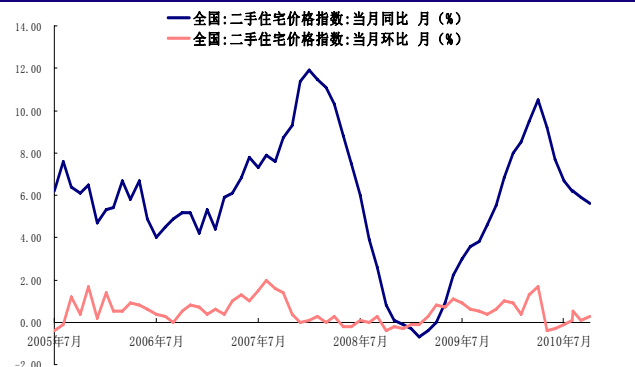
我们预计，2011 年商品房市场，成交量同比增长 3%到 5%，成交价稳定，成交金额同比增长 5%。

图 13: 全国房屋销售价格指数当月同比及环比变化（1-11 月）



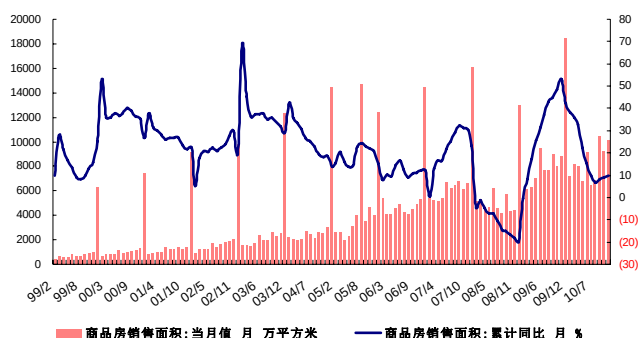
资料来源: 中国银河证券研究部

图 14: 全国二手住宅价格指数当月同比及环比变化（1-11 月）



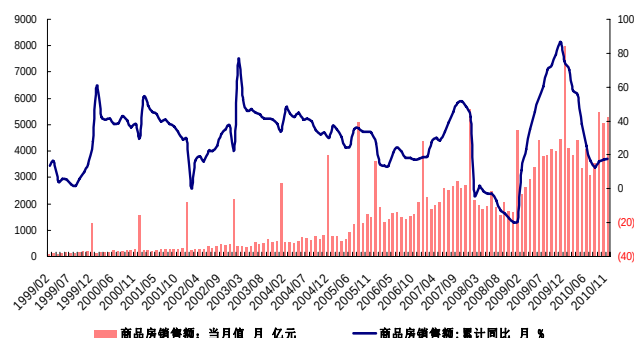
资料来源: 中国银河证券研究部

图 15: 全国商品房销售面积当月值及累计同比 (1-11 月)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 16: 全国商品房销售额当月值及累计同比 (1-11 月)



资料来源: 中国银河证券研究部

(四) 业绩为主线，寻找具有估值溢价的公司

反弹行情中，估值安全，业绩有安全边际以及业务多元化发展是我们选择标的的原则。

本月我们建议的投资组合是:

福星股份: 武汉地区的资源优势助推公司地产业务业绩，未来具有新能源业务的拓展空间给予 30% 的权重。

中天城投: 贵州城市运营商，业绩具有爆发性，作为贵州地区的最能受益于城市发展和政策红利的公司，我们看好公司中长期股价表现。给予 20% 的权重。

大港股份: 工业地产和新能源业务并进并大力发展新能源业务，多晶硅切割业务稳步发展扩张中，受益于光伏产业回暖。公司作为镇江地区大港新区唯一的上市公司，未来具有较好的发展空间，给予 30% 的权重。

南国置业: 公司是植根于武汉地区本地的商业地产公司。销售模式独特，将有望受益于武汉地区的区位优势和商业地产未来的景气持续。

表 3: 投资组合比例及投资说明

股票代码	公司名称	目标权重	投资说明
000926	福星股份	30%	武汉地区的资源优势助推公司业绩
000540	中天城投	20%	贵州城市运营商，业绩有爆发性
002077	大港股份	30%	工业地产和新能源项目并进，受益于光伏产业回暖
002305	南国置业	20%	盈利模式独特，受益于武汉区位优势和商业地产未来景气持续

资料来源: 中国银河证券研究部

三、组合投资与股票权重说明

(一) 目前 A 股地产主要公司的估值水平对比

当前我们重点关注的公司 2011 年整体平均市盈率 12 倍，股价对 RNAV 折价 27%。板块经过前期的充分调整，估值不高，在各个板块里具有相对优势。

表 4: 重点关注的地产公司盈利预测表格

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			2010NAV	股价对
		2011-01-04	EPS09	EPS10	EPS11	09PE	10PE	11PE		NAV 溢价
000002.SZ	万科 A	8.22	0.48	0.7	0.9	17.1	11.7	9.1	10.8	-23.89%
600048.SH	保利地产	12.70	0.99	1.05	1.36	12.8	12.1	9.3	23	-44.78%
600663.SH	陆家嘴	16.80	0.6	0.65	0.72	28.0	25.8	23.3	18.7	-10.16%
000024.SZ	招商地产	15.95	0.96	1.22	1.56	16.6	13.1	10.2	25.8	-38.18%
000069.SZ	华侨城 A	12.15	0.55	0.72	0.97	22.1	16.9	12.5	21.3	-42.96%
000402.SZ	金融街	6.61	0.55	0.7	0.9	12.0	9.4	7.3	16.5	-59.94%
000046.SZ	泛海建设	8.98	0.18	0.28	0.38	49.9	32.1	23.6	16.3	-44.91%
600895.SH	张江高科	8.78	0.46	0.58	0.76	19.1	15.1	11.6	15.6	-43.72%
600208.SH	新湖中宝	6.00	0.34	0.4	0.55	17.6	15.0	10.9	6.3	-4.76%
600383.SH	金地集团	6.18	0.4	0.52	0.66	15.5	11.9	9.4	7.8	-20.77%
002244.SZ	滨江集团	11.28	0.48	0.8	1.1	23.5	14.1	10.3	14.6	-22.74%
000031.SZ	中粮地产	6.23	0.21	0.25	0.38	29.7	24.9	16.4	8.2	-24.02%
600325.SH	华发股份	10.14	0.83	0.98	1.25	12.2	10.3	8.1	18.6	-45.48%
000718.SZ	苏宁环球	9.35	0.42	0.62	0.9	22.3	15.1	10.4	13.8	-32.25%
600748.SH	上实发展	8.07	0.23	0.4	0.5	35.1	20.2	16.1	13.55	-40.44%
600675.SH	中华企业	6.92	0.585	0.42	0.6	11.8	16.5	11.5	9.3	-25.59%
600376.SH	首开股份	16.85	0.8	1.24	1.63	21.1	13.6	10.3	19.6	-14.03%
600639.SH	浦东金桥	9.12	0.43	0.46	0.56	21.2	19.8	16.3	13.2	-30.91%
600246.SH	万通地产	5.79	0.27	0.45	0.57	21.4	12.9	10.2	9.8	-40.92%
600007.SH	中国国贸	10.08	0.29	0.22	0.45	34.8	45.8	22.4	10.5	-4.00%
600266.SH	北京城建	12.21	1.15	1.13	1.2	10.6	10.8	10.2	15.3	-20.20%
600736.SH	苏州高新	5.24	0.23	0.45	0.56	22.8	11.6	9.4	9.5	-44.84%
600185.SH	格力地产	7.32	0.4	0.6	1.03	18.3	12.2	7.1	9.2	-20.43%
002146.SZ	荣盛发展	13.59	0.68	0.7	1.3	20.0	19.4	10.5	16.2	-16.11%
600067.SH	冠城大通	8.70	0.46	1.05	1.25	18.9	8.3	7.0	14	-37.86%
000926.SZ	福星股份	13.48	0.48	0.75	1.05	28.1	18.0	12.8	14.32	-5.87%
000540.SZ	中天城投	13.73	0.8	1.1	1.55	17.2	12.5	8.9	12.3	11.63%
平均值						21.5	16.6	12.0		-27.71%

资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 组合投资与股票权重说明

福星股份：武汉地区的资源优势助推公司地产业务业绩，未来具有新能源业务的拓展空间给予 30% 的权重。

中天城投：贵州城市运营商，业绩具有爆发性，作为贵州地区的最能受益于城市发展和政策红利的公司，我们看好公司中长期股价表现。给予 20% 的权重。

大港股份：工业地产和新能源业务并进并大力发展新能源业务，多晶硅切割业务稳步发展扩张中，受益于光伏产业回暖。公司作为镇江地区大港新区唯一的上市公司，未来具有较好的发展空间，给予 30% 的权重。

南国置业：公司是植根于武汉地区本地的商业地产公司。销售模式独特，将有望受益于武汉地区的区位优势和商业地产未来的景气持续。

表 5：投资组合中各公司盈利预测以及 RNAV

公司	股价	EPS (元)				PE(X)		RNAV (元)	股 价 对 RNAV 溢价
	2011-1-4	2009A	2010E	2011E	2009A	2010	2011		
福星股份	13.48	0.48	0.75	1.05	28.1	18.0	12.8	14.32	-5.87%
中天城投	13.73	0.8	1.1	1.55	17.2	12.5	8.9	12.3	11.63%
大港股份	11.75	0.01	0.24	0.36	-	49.0	32.6	9.2	27.72%
南国置业	11.92	0.35	0.18	0.29	34.1	66.2	41.1	10.8	10.37%

资料来源：中国银河证券研究部

福星股份（000926）：受益武汉城中村改造、广武高铁的区域龙头

投资评级 谨慎推荐

表 6：福星股份关键指标预测

	关键指标预测				
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	3338	3201	4097	4392	5800
EBITDA（百万元）	698	624	674	720	805
净利润（百万元）	317	330	337	525	637
摊薄 EPS（元）	0.60	0.55	0.47	0.75	1.05
PE（X）	16.7	18.3	20.9	13.4	11
PB（X）	1.86	2.05	1.81	1.75	1.65
ROIC	6.9%	5.7%	4.7%	7.2%	7.8%
总资产周转率	0.63	0.48	0.49	0.55	0.65

资料来源：公司数据 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设与主要预测：

（1）公司未来 2-3 年中有持续获得优质土地的能力，预计 2010 年，公司土地储备预计将扩大一倍（拿到协议城中村项目）达到 600 万平方米。（2）10、11 年公司项目房价环比上升 6%，公司的金属制品业务 10、11 年的年增长率（3）预计 09、10 年结算面积为 30 万平方米、45 万平方米和 56 万平方米。

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为公司项目集中在武汉区域，项目毛利率普遍不高。但是我们认为，公司能够以较低的价格拿地，武汉房地产市场处在高速发展过程中，旧城改造造就大量的自住型需求，在一段较长的时间内，公司项目的毛利率可以保持稳定增长，武汉市房价 09 年的表现也是稳步增长，销售量增速较高。公司 2010 年开始进入高速增长期。公司获得土地储备的能力是核心竞争力。

公司估值与投资建议：

我们预计，公司 10、11 年的每股收益为 0.75 元和 1.05 元。对应 10、11 年的市盈率为 11X，7.8X，RNAV 为 14.3 元。公司当前估值具有吸引力。

股票价格表现的催化剂：

公司项目销售情况超预期，城中村开发进程提速，公司将更快回笼现金，投入新的项目，加快资产周转率，提高盈利能力。

主要风险因素：

地产销售情况低于预期。公司项目都集中在武汉区域，区域销售情况如果不乐观，将对公司经营情况造成较大的影响。

表 7: 福星股份项目储备明细 (万平方米)

项目	位置	占地面积 (万平方米)	规划建筑面积 (万平方米)	权益未结建筑面积 (万平方米)
地产二级开发项目				
汉口春天	武汉	16.43	26.84	0.3
水岸星城	武汉	36.47	75.65	20.44
福星国际城	武汉	15.51	58.97	58.97
汉阳福星城	武汉	11.45	33	33
三角路城中村	武汉	8.3	35.89	35.89
孝感福星城	孝感	17.95	36.91	36.91
恩施福星城	恩施	8.3	25.9	25.9
咸宁福星城	咸宁	31.99	72.99	72.99
合计			366.15	285.22
武汉城中村改造项目				
贺家墩村 B 地块“城中村”综合改造项目	武汉	23.47	59.64	2381
红桥村“城中村”综合改造建设项目合作协议书	武汉	27.66	110.64	3199
和平村“城中村”综合改造建设项目合作协议书	武汉	36.69	120	2100
		87.82	290.28	
土地一级开发项目				
北京通州一级土地开发项目	北京通州	18.94		

资料来源: 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

福星股份情况介绍

福星股份原是一家以金属制品为主要产品的制造型企业，于 99 年在深交所上市。金属制品业务经过 20 年的发展，部分产品已成为国家质量免检产品，主要产品钢帘线产量已进入全国前三名，公司于 08 年被科技部认定为“高新技术企业”。公司在 2000 年后开始进入房地产行业，运作平台是福星惠誉房地产公司。05 年起连续三年跨入中国房地产企业百强，截至 2008 年年末，福星惠誉总资产达 46.68 亿元，净资产为 21.61 亿元，是武汉市目前成长最快，具有巨大发展潜力的房地产企业之一。2008 年成为武汉市房地产开发企业综合实力第一名，湖北区域房地产龙头企业。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	公司掌握了武汉城中村改造的主动性，能够地价获得大量优质土地储备，是武汉区域龙头。	分值: 4.5
劣势	公司项目基本集中在武汉及周边，具有一定地域风险。	分值: 3.5
机会	武汉城市化加速，城中村改造提速，公司作为武汉独一无二的能够掌握城中村改造主动性的公司，将受益于改造提速进程。	分值: 4.0
威胁	2010 年，公司土地储备预计将扩大一倍（拿到协议城中村项目），公司资金将面临缺口，流动性比较紧张。	分值: 3.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.5
供应商力量	土地的供应取决于政府的决策，是完全垄断的市场。	分值: 4.5
新进入壁垒	随着地价的不断提高和开发能力要求的日益提升，地产行业门槛日益提高。	分值: 5.0
客户力量	武汉城市化进程提速，旧城改造将造就大量的自主性需求，福星品牌在当地首屈一指，公司具有较强的主动性。	分值: 4.5
替代产品	其他开发商的地段相近的楼盘。	分值: 4.5
竞争对手	全国一、二线地产商和各区域龙头地产公司	分值: 4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

南国置业（002305）：创新盈利模式孕育商业地产旗舰

投资评级 推荐

表 8：南国置业关键指标预测

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	587	354	618	1,416
(+/-%)	6.1%	10.0%	74.9%	128.9%
净利润(百万元)	166	85	140	302
(+/-%)	3.2%	--	64.3%	115.4%
每股收益（元）	0.35	0.18	0.29	0.63
EBIT Margin	31.4%	31.1%	29.4%	27.9%
净资产收益率（ROE）	12.4%	1.6%	2.5%	5.2%
市盈率（PE）	33.4	64.9	39.5	18.3
EV/EBITDA	34.9	60.9	38.6	20.1
市净率（PB）	4.14	1.01	0.99	0.96

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设与主要预测：

随着房地产市场的阶段性调整和相对饱和，资产型、经营型商业地产特别是城市综合体无疑将成为刺激消费带动投资的发动机。土地价值不断升值的环境中，开发商可以享有的利润空间越来越低的环境下，通过增值服务，提升土地价值的模式将成为未来地产开发的方向。我们预计，公司 2010 年结算南湖都会商业项目，2011 年、2012 年南湖城市广场、北都城市广场陆续进入结算，2012 年以后南国中心一期、二期将成为公司大体量商业项目利润来源。

我们与市场不同的观点：

市场认为，公司规模太小，成长扩张动力不足。我们认为，市场对商业地产公司的估值中往往过多考虑土地储备的因素，对于商业地产来说，不论是借鉴国外商业地产发展的成熟经验，还是自身的成功开发经验，**好的商业模式和专业能力是更重要的增长因素。**

公司估值与投资建议：

对在建和拟建物业采用假设开发法进行估算 RNAV 得到公司的每股 RNAV 为 10.8 元。WACC 采用 10.93%的比例计算。公司每股净资产相对于当前股价有 7%左右的折价。当前我们重点关注的 A 股地产股的 2011 年平均市盈率是 12 倍。南国置业相对估值上较 A 股同类公司高，我们认为按照 2012 年 25 倍市盈率估值较为合理，合理价位 14.5-15 元。给予公司“推荐”投资评级。

股票价格表现的催化剂：

商业地产能够持续逐步回暖，将为公司的销售带来更加有利的环境。

主要风险因素：

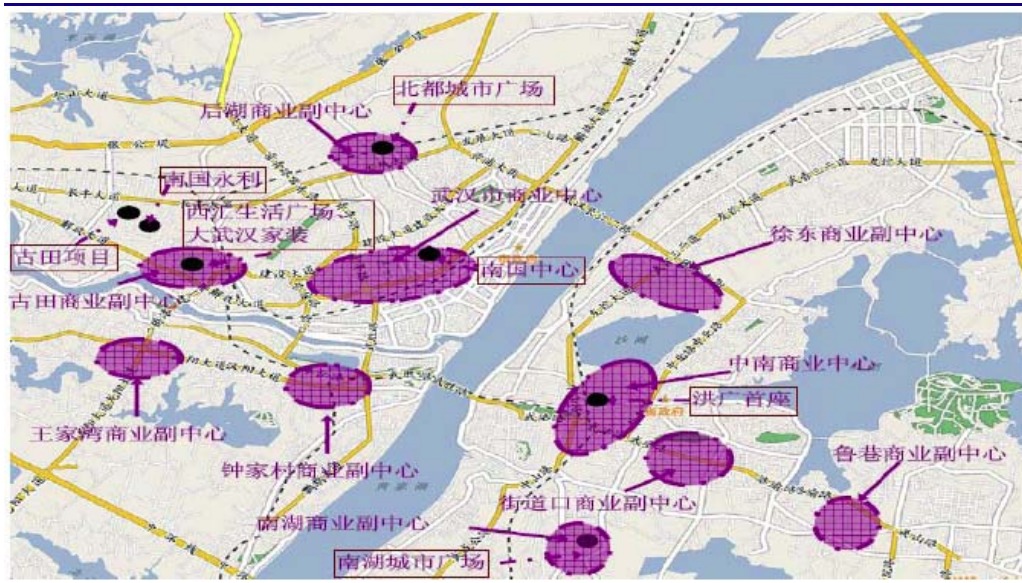
公司规模尚小，并且现有项目集中在武汉一个地区，具有一定的区域风险。

表 9: 公司土地储备一览

	项目名称	建筑面积 (万平方米)	楼面价 (元/平米)
已经取得土地储备	大武汉生活广场	31.5	1500
	南湖城市广场	7.5	450
	南国中心一期	11.7	合作开发
	南国中心二期	18.6	2100
	北都城市广场	9.9	1500
	洪广首座	3.6	3310
	2010 年新拿地	4.72	2600
	合计	82.8	1640
正在运作项目	永利电源地块		
	古田项目地块		

资料来源: 中国银河证券研究部

图 17: 公司土地储备所分布在武汉各个商圈以及城市中心区、副中心区位置



资料来源: 公司招股说明书

表 10: 公司至今已经完成竣工的项目一览

已经完成的项目							
	建面 (平方米)	可销售面积 (平方米)	土地成本 (万元)	楼面价 (元/平方米)	总投资 (万元)	权益	开发周期 (年.月)
中央花园 1-5 期	271, 351	228, 881	6, 289	231.8	39, 186	100%	1999-2006
南湖都会	31, 018	26, 796	948	305.6	6810.53	100%	2001.10-2007.3
风华天城 1-2 期	243, 978	213, 899	9, 096	372.8	50982.88	100%	2003.8-2005.8
大武汉家装 AB 座	22, 702	21, 682	4, 206	1852.7	11, 502	100%	2005.4-2006.2
大武汉家装 DEF 座	52, 350	35, 008	6, 685	1277.0	23, 120	100%	2005.4-2006.2
大武汉家装 C	13, 854	13, 603	4, 262	3076.4	10, 319	100%	2007.4-2008.1
西汇生活广场	50, 353	31, 681	12, 550	2492.4	33, 098	100%	2007.11-2008.8
大武汉家装 U 商务楼	20, 686	未披露	2, 448	1183.4	8, 282	100%	2008.12-2009.3
南国 SOHO 北区	78, 213	未披露	3, 180	406.6	27, 315	100%	2009
南国新东城	40, 941	34, 509	2, 065	504.4	13, 400	与大东门 公司合作	2006.3-2007.9

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

表 11: 公司目前在建和拟建项目

在建拟建项目	位置	建面 (万平方米)	可售面积 (万平方米)	楼面价 (元/平方米)	总投资 (万元)	权益	开发周期	物业类型
南湖城市广场 (南湖 SOHO 东区)	武昌区	7.53	4.12	450	28236	100%	2009.8-2010.12	3 层商业裙楼、2 栋 18 层公寓, 1 栋 17 层公寓
北都城市广场	江汉区	9.93	4.23	1500	46060	100%	2009.8-2010.12	3 层商业裙楼, 2 栋 18 层公寓, 地下 2 层商业用房
大武汉家装-家居馆	硚口区	7.20	4.80	1600	42660	100%	2009.6-2011.12	高档品牌家居卖场, 位于大武汉家装的北部
大武汉家装-旗舰店	硚口区	3.55	3.55	2400	27051	100%	2010.6-2011.8	高端家具品牌卖场
南国中心一期	汉口区	11.70	8.5	合作开发	63093	82%	2011-2012	大型城市综合体
南国中心二期	汉口区	18.60	16.8	2100	114109	80%	2012-2013	大型城市综合体
洪广首座	武昌区	3.60	2.10	3310	24092	100%	2011-2012	商业地产项目, 精装公寓式酒店
2010 年新拿地	武昌区	4.72	3.36	2600.0		100%	2011-2013	商业用地, 40 年
合计		66.8	47.5					

资料来源: 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

南国置业情况介绍

公司前身为 1998 年创立的武汉南湖花园置业有限公司，03 年更名为武汉南国置业有限公司，07 年南国有限公司采取整体变更的方式设立武汉南国置业股份有限公司。公司以商业地产开发为主导，近年成功开发了大武汉家装、西汇生活广场、南湖都会、中央花园、风华天城等物业。累计开发物业面积超过 80 万平方米，累计运营商业物业面积超过 20 万平方米。通过在武汉市场的精耕细作，公司形成了成熟的研发、物业开发和资源整合模式。公司管理层持股，具有创业公司的特征，均具备多年从事房地产开发和经营的经验，硕士以上背景。商业地产不同于住宅，商业地产以经营论成败，从选址，到开发、到招商出租或者出售，商户的选择、经营等各个方面都是围绕着提升物业的价值来开展。公司团队的高素质保证了各商业项目的高水平实施。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	植根武汉，以专注开发商业地产为主，规模虽小但是盈利模式独特	分值: 4.5
劣势	规模较小，区域较集中	分值: 3.5
机会	当前 A 股中专注从事商业地产的公司较少，公司有领先优势	分值: 4.0
威胁	武汉地区已经吸引了众多实力开发商	分值: 3.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.5
供应商力量	公司在武汉地区有较好的品牌资源优势 and 忠实客户，并且对土地储备面积要求不高，与政府关系较好，未来土地储备扩张问题不大	分值: 4.5
新进入壁垒	商业地产开发进入壁垒及较高，对专业性和经营能力要求较高	分值: 5.0
客户力量	武汉地区有着浓厚的传统商业气氛，客户资源积累较丰富，带租约销售又能较好的吸引客户资源	分值: 4.5
替代产品	武汉地区与南国置业开发的产品类似的产品不多，商业地产替代品较少	分值: 4.5
竞争对手	全国一、二线地产商和万达等知名商业地产公司	分值: 4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908