

2011-06-08

房地产

重视保障房融资放开带来的整体机会！首推城投公司

◇ 事件：保障房建设迟缓，专项融资有望破冰，意义重大，表明政府对开发商的态度发生变化。三季度是保障房建设高峰，资金问题会更加突出，更多实质性融资政策有望出台，地产股估值水平将持续上升，建议买入。首推城投类个股。

◆保障房由于资金问题进展缓慢，三季度有望放开保障房融资：

正如我们所料，保障房建设由于资金问题，进展缓慢，1-5月份完成不到30%。而住建部在今年三月份的时候就给地方下达了10月30日前全面开工的日程表，这也意味着三季度是保障房建设高峰期，同时也是保障房资金需求的高峰期。考虑各种已有的政策支持，我们预计保障房建设资金的缺口仍在3000-4000亿元，需要从社会筹集。要填补这个缺口就必须针对保障房的专项融资进行一些放松。三季度随着保障房资金问题愈发突出，有望放开融资，这一预期会越来越快得到兑现。

◆积极信号已现：

关于保障房融资，我们已经看到非常积极的信号。首开股份6月3日发布公告，公司向银行间市场交易商协会申请注册，拟在银行间市场发行不超过43亿元的中期票据，所募集资金将用于保障性住房项目的建设。我们判断，在保障房建设对资金需求如此之大的时候，首开的融资通过可能性很大，且可以复制到其他企业。

◆意义重大，政策将出现较积极因素：

毫无疑问，保障房资金问题最终的解决还是需要社会解决。这也意味着政府对企业的诉求在上升，地方政府对调控的态度已经在发生变化，而中央为完成保障房建设，对于开发商是否开一道保障房融资的路也将成为考虑的问题，我们认为放开保障房融资可能性极大。这也意味着政策见底，开始向积极面好转，虽然看不到对商品房的放开，但保障房的融资放开，意义已经很重大。

◆本轮上涨持续时间会比较长，幅度会比较大，建议买入地产股：

从政策上来看，保障房融资政策的积极变化将成为地产股估值回升的驱动力之一。从受益路径来看，参与保障房建设的企业将有机会从银行间市场获得大量的资金，加快企业的周转，这成为估值水平上升的第二个促发因素。

由于整个三季度都是保障房密集建设期，因此，保障房融资的相关利好将贯穿整个三季度，上涨的促发因素持续性很强，且估值提升对地产股影响很大，我们预计受益保障房融资的企业2011年PE至少上升至13倍，空间有30%。建议买入。

◆两条思路选股，推荐组合（黑牡丹、首开股份、北京城建、中天城投、南京高科）：

第一条选股思路是从一级开发与保障房业务良性循环的角度。

由于一级开发和保障房业务占比较大的企业一般都是政府的融资平台，一直以来的资本市场的融资全面暂停使得这类企业对政府失去了融资功能。地方政府对其也没有太强的诉求，因此，我们看到在一些实质性协议上迟迟不能得到兑现，一级开发卖地的进展速度也远远低于预期。然而，保障房融资的放开意味着这一类公司恢复了融资功能，地方政府对企业的态度将会发生“V”形反转，有极大可能在一级开发业务上获得地方政府支持，进展可能超预期。这将引发公司价值的大幅提升。

此外，由于廉租房和公租房建设的资金回收期长，我们判断若放开融资则市场资金将倾向于经济适用房和限价房为主体的保障房项目。由于一级开发业务往往产生较多的拆迁安置房（属于经济适用房），因此将更容易获得银行间市场的资金认可。

这样，一级开发与保障房业务形成了良好的循环，卖地和保障房建设的速度都有望加快，这类企业我们推荐保障房建设体量较大、且有较大规模的一级开发业务的江苏常州城投公司黑牡丹（首选，公司已在2月份申请发行9亿中期票据，有望成为首个获得融资的公司）、南京高科。

第二条思路则是通过保障房融资加快企业整体周转的企业，估值将得到提升，我们倾向于一些资质较好，容易在银行间市场获得资金倾斜的公司。推荐首开股份、北京城建、万科、保利、招商地产。

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

调升

增持

分析师：

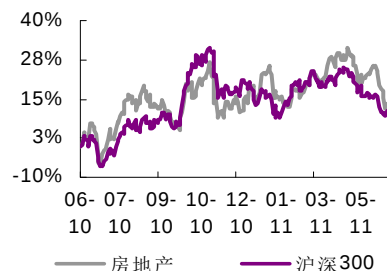
万知（执业证书编号：S0930511010010）

021-22169102

wanzhi@ebscn.com

名称	价格	涨跌幅%
黑牡丹	9.31	-0.75%
首开股份	11.76	+4.81%
北京城建	13.88	+1.68%

行业与上证指数对比图



相关报告：

地产行业周数据 20110530

.....2011-05-31

仍会下行，坚持防御

.....2011-05-31

下行中防御为主

.....2011-05-24

黑牡丹

(京沪高铁常州站片区一级开发, 经济适用房 100 万平米, 占总土地储备 30%, 且有可能成为第一个获得保障房融资的企业, 50% 空间, 买入)

观点简述:

黑牡丹若暂不考虑其牛仔业务, 他是一个比较纯粹的城投类公司, 一级开发、保障房、二级开发是主营业务。从成长历史来看, 基本上是借着京沪高铁常州站的兴建而兴起的一家企业, 作为政府的融资平台, 获得了高铁常州站片区的建设资格, 也获得了大量的一级开发 55 分成的业务。

公司是极其典型的融资推动型企业。在资本市场不能融资的情况下, 公司的一级开发业务进展缓慢, 极有可能会持续低于预期, 原因在于, 不能融资, 公司业务的发展收到一些影响。但是, 如果融资有放开, 政府对公司的支持力度将会空前巨大, 一级开发将会持续超预期。

PE 估值稍贵, 但不影响公司价值。由于一级开发的进度受制因素比较多, 故近期业绩不能反映出一级开发业务的全部价值, 而二级开发也由于是大盘项目, 短期业绩释放较慢, 而一旦一级开发加快, 业绩弹性将非常大, 我们认为从 PE 角度难以寄予公司合理的价值判断。

目前用 NAV 来判断公司价值较为合理。我们得出的是公司一级开发业务增厚 67 亿元, 二级开发增厚 23 亿元, 共增厚 90 亿元。其中, 一级开发业务共 17.6 平方公里, 50% 可出让, 即 860 万平方米可出让。目前周边房价 6000 元, 未来随着京沪高铁的开通, 价格将进一步攀升。假设容积率为 2, 我们认为地价至少在 4000 元/平米, 可出让土地价值 344 亿元, 扣除每平方米 (按每亩 150 万元) 2250 元的开发成本, 税前利润为每平方米 1750 元, 共可获得净利润 150 亿元。我们假设 860 万平方米土地 15 年完成出让, 每年出让 57 万平方米, 则每年实现净利润 10 亿元。按照 8% 的贴现率, 一级开发业务增厚 NAV 为 67 亿元。

二级开发业务, 未结算面积 250 万平方米, 均价 7300。我们假设房价不涨。每平方米净利率 18%, 则增厚 NAV 23 亿元。

加上房地产净资产 24 亿元, 公司价值底限为 114 亿元 (净资产没有算市政工程和牛仔布业务), 最新市值为 74.1 亿元, 50% 空间。“买入”。

南京高科（园区唯一一级开发商，且保障房主要是拆迁安置房，属于经济适用房，占土地储备 41%，且容易获得资金支持，近期销售很好）

观点简述：公司从目前来看 200 万平米土地储备有 82 万是园区一级开发的拆迁安置房，其次，财务稳健，这将更容易得到银行间市场资金的青睐。商品房业务这几年也进入收获期，增长较快。

长期来看，开发区的东扩给公司带来巨大的发展空间，园区规模将扩大 7 倍！给市政、房地产开发、土地开发及股权投资业务均带来超大空间。

东扩的 100 平方公里中目前明确的有约 3 公里（300 万平方米）用于住宅及商业配套的开发，公司是开发区管委会的地产平台又是一级开发者，有极大优势获得土地，为商品房开发带来巨大空间，仅这部分就相当于现有商品房未结算面积的 3 倍，相当于拥有 3 倍规模的潜在土地储备，再考虑这几年公司商品房开发进入销售和结算高峰期，商品房业务将快速飙升！

此外，作为园区主要的一级开发商，由于过去的开发集中于工业用地，利润率较低，此次东扩中将有 300 万平方米属于商业及住宅用地，公司的一级开发业务有望拓展至商住用地，改变一级开发业务利润率较薄的状况，空间较大。

2011-2012 业绩预测

我们认为，公司三大主营市政、地产开发、股权投资随着开发区东扩（开发区面积扩大 7 倍）将迎来高速发展期。

市政建设收益稳定，每年 0.1 元——2011-2012 年主要是东区中的循环经济示范园一期和龙潭机电产业区的委托开发，每年带来约 5000 万净利润，合每股收益近 0.1 元。

土地成片开发转让，预计 2011、2012 年每年 0.08 元——由于土地成片开发转让进度与园区的招商进度有关，较难预测转让时点。参照历史，预计 2011、2012 年每年转让 700 亩，收入 1.75 亿元，净利润 4000 万元，每股收益 0.08 元。

房地产快速增长，2011 年每股 0.4 元、2012 年 0.83 元、2013 年 1.3 元——预计 2011 年结算左右阳光项目 7 万平方米，净利润 2.2 亿元。每股收益 0.4 元。2012 年结算高科荣境 5 万、东城汇 6 万，共 27.5 亿元，预计贡献权益净利润 4.3 亿元，每股收益 0.83 元。2013 年结算高科荣境 5 万、高科荣域 5 万、仙林 C8 万、东城汇 2 万，共 42.5 亿元，预计贡献净利润 6.8 亿元，每股收益 1.3 元。保障性住房现有项目按每平方米 2500 元的建安测算，82 万平方米将给公司带来共 1.1 亿净利润，按 5 年建设期计算，平均每年 2200 万元，合每股收益 0.043 元。

制药——臣功制药正处在快速发展期，预计每年保持 20%以上净利润增速，预测 2011-2013 年净利润为 3000 万、3800 万、4500 万元，每股收益为 0.06、0.073、0.087 元。

投资收益——股权投资在业绩上的贡献主要来自于分红及股权处置，分红来自中信证券、南京银行、栖霞建设等，2009 年贡献的投资收益为 2.6 亿元、2010 年三季度 1.7 亿元。2009 年投资收益 2.62 亿元，其中对联营和合营企业的投资收益（权益法）为 0.63 亿元。其余 2 亿元来自处置可供出售金融资产 7000 万、处置交易性资产 1000 万、持有可供出售金融资产 1 亿元。其中权益法下的投资收益及持有可供出售金融资产的收益共 1.6 亿元，持续性较强。

预计 2011、2012 年投资收益与 2010 年持平，约 1.3 亿元。合每股 0.25 元。

综上，南京高科 2011、2012 年每股收益预计为 0.93 元、1.47 元。

估值

商品房增速高，给予 2011 年 13 倍，5.2 元；

保障房给予 2011 年 15 倍，0.6 元；

市政给予 2011 年 20 倍，2 元；

制药 2011 年 40 倍，2.9 元；

股权投资分两部分，已上市企业按照市价，每股 9.85 元；非上市企业按账面值，共 8.14 亿元，合每股 1.58 元。

保守估计，公司现有资产的价值为 23.1 元。这样的估值并没有考虑可能上市的南京证券、广州农村商业银行的股权溢价。

现价 13.63 元，再考虑公司一级开发业务有望拓展至住宅，强烈建议“买入”

分析师介绍

万知，中央财经大学，经济学硕士。1 年大型地产公司工作经验，3 年地产行业研究经验，2010 年 10 月加入光大证券研究所，从事房地产行业研究。

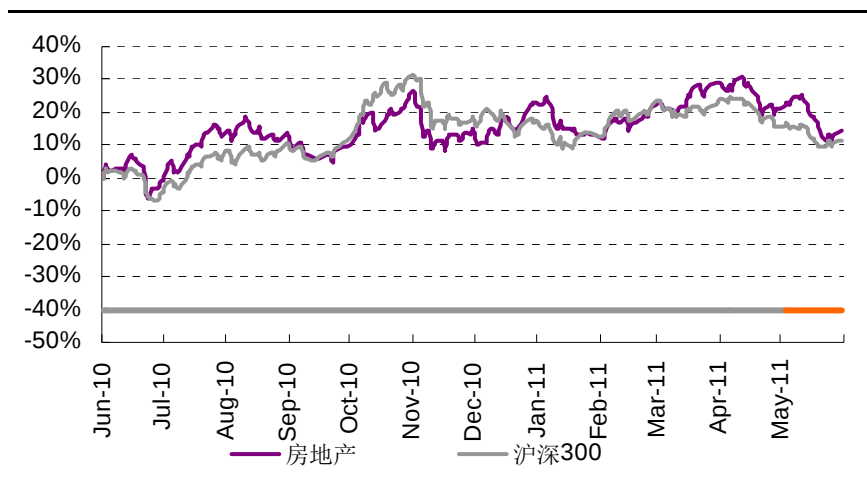
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

房地产

分析师：万知



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2011-05-10	中性
2011-05-10	中性
2011-05-12	中性
2011-05-13	中性
2011-05-17	中性
2011-05-17	中性
2011-05-17	中性
2011-05-20	中性
2011-05-24	中性
2011-05-31	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。