

期待文化地产发力

投资要点:

1. 事件

凤凰股份公布2011年年报：实现营业收入和归属于母公司股东的净利润分别达到17.11亿元和2.34亿元，分别增加54.16%和26.04%，折合每股收益0.32元，略低于市场预期。

2. 我们的分析与判断

(1) 项目推盘量加大，销售有望突破

2011年，公司合同销售额仅为8.8亿元，低于预期。主要是公司推盘项目较少，仅为凤凰和熙办公楼住宅和凤凰和美的4、7栋在售；同时，公司项目也受到了整个市场环境影响。

2012年，凤凰股份销售将会有较大的增幅，我们这样判断的底气来自于，今年的推盘量要加大，推盘项目个数由2011年2个项目上升至2012年4个项目，即凤凰和熙、凤凰和美、凤凰山庄和苏州凤凰国际书城，保守估算，这些项目的推货价值在45亿元左右。

(2) 财务稳健，2012年有望逆势抄底

2011年，公司没有大幅拿地，仅获取盐城60亩项目储备；从现金与短期债务和一年到期债务比大于1来看，凤凰股份财务稳健，因而公司有财力在2012年逆势抄底，公司年报称：有多个有意向且在商谈的项目。

(3) 坚持文化地产路线，与凤凰传媒齐发展

2011年，兄弟公司凤凰传媒上市；2012年文化产业规划出台，面对这样的机遇，凤凰集团的先发优势明显，凤凰传媒首先受益，也将有力的支撑专注于文化地产发展的凤凰股份的发展：在省内外快速获取文化地产项目。进而实现地产与传媒的共同发展。

3. 投资建议

根据对项目的跟踪，2012年结算收入主要来自于凤凰和美、凤凰和熙及凤凰山庄。预计2012年的营业收入为18.07亿元，EPS为0.45元，PE为13.8倍；NAV为6.25元/股，折价2%，综合考虑，给予“谨慎推荐”评级。

凤凰股份 (600716.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师

潘玮

■: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

| 市场数据 | 时间 2012.03.27 |
|---------------|---------------|
| A股收盘价(元) | 6.13 |
| A股一年内最高价(元) | 8.52 |
| A股一年内最低价(元) | 4.50 |
| 上证指数 | 2350.60 |
| 市净率 | 2.77 |
| 总股本 (百万股) | 741 |
| 实际流通A股 (百万股) | 293 |
| 限售的流通A股 (百万股) | 448 |
| 流通A股市值(亿元) | 17.94 |

表 1: 凤凰股份 2012 年营业收入预测

| 城市 | 项目名称 | 权益 | 未结算面积 (平方米) | 预计结算面积 (平方米) | | | 预计结算收入 (万元) | | |
|---------------|------------|------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | | | | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 南京 | 凤凰和熙苑 B 区 | 100% | 101,300 | 28,260 | 35,325 | 37,727 | 42,390 | 52,988 | 56,591 |
| | 凤凰山庄 | 100% | 42,500 | 12,750 | 21,250 | 8,500 | 28,050 | 46,750 | 18,700 |
| | 凤凰和美 | 100% | 112,100 | 73,492 | 38,680 | 0 | 110,238 | 58,020 | 0 |
| | 北首巷项目 | 100% | 36,500 | 0 | 14,600 | 21,900 | 0 | 36,500 | 54,750 |
| | 铁管巷 A/C 项目 | 77% | 114,300 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 苏州 | 苏州凤凰国际书城 | 100% | 120,700 | 0 | 24,140 | 48,280 | 0 | 48,280 | 96,560 |
| 南通 | 南通凤凰国际书城 | 100% | 79,000 | 0 | 0 | 39,500 | 0 | 0 | 59,250 |
| 盐城 | 盐城凤凰国际书城 | 100% | 181,944 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所有项目合计 | | | 788,344 | 114,502 | 133,995 | 155,907 | 180,678 | 242,538 | 285,851 |

资料来源:中国银河证券研究部

表 2: 凤凰股份 NAV 预测表 (不含要注入的南京证券股权)

| 城市 | 在建拟建项目 | 权益 | 未结算面积 (平方米) | 比例 | 权益净利润 (万元) | 比例 |
|------------------------------|------------|------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| 南京 | 凤凰和熙苑 B 区 | 100% | 101,300 | 12.8% | 31,299 | 10.8% |
| | 凤凰山庄 | 100% | 42,500 | 5.4% | 18,592 | 6.4% |
| | 凤凰和美 | 100% | 112,100 | 14.2% | 32,916 | 11.3% |
| | 北首巷项目 | 100% | 36,500 | 4.6% | 18,818 | 6.5% |
| | 铁管巷 A/C 项目 | 77% | 114,300 | 14.5% | 80,012 | 27.6% |
| 苏州 | 苏州凤凰国际书城 | 100% | 120,700 | 15.3% | 60,105 | 20.7% |
| 南通 | 南通凤凰国际书城 | 100% | 79,000 | 10.0% | 29,329 | 10.1% |
| 盐城 | 盐城凤凰国际书城 | 100% | 181,944 | 23.1% | 19,006 | 6.6% |
| 1. 在建及在售物业(NAV) | | | 788,344 | 100.0% | 290,077 | 100.0% |
| 2. 南京证券股权增值(NAV) (万元) | | | | | 32,138 | |
| 公司股东权益 (万元) | | | | | 140,471 | |
| 公司重估净资产合计 (NAV)(万元) | | | | | 462,686 | |
| 总股本 (万) | | | | | 74,060 | |
| 每股净资产值(NAV) 2012E (元) | | | | | 6.25 | |

资料来源:中国银河证券研究部

表 3: 关键财务数据及预测

| 利润表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 资产负债表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 1711 | 1807 | 2425 | 2859 | 现金及现金等价物 | 1488 | 800 | 800 | 800 |
| 营业成本 | 851 | 821 | 975 | 916 | 应收款项 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 营业税金及附加 | 212 | 211 | 315 | 439 | 存货净额 | 4153 | 4839 | 6051 | 6356 |
| 销售费用 | 30 | 36 | 49 | 57 | 其他流动资产 | 139 | 723 | 970 | 1143 |
| 管理费用 | 25 | 27 | 37 | 43 | 流动资产合计 | 5783 | 6366 | 7827 | 8306 |
| 财务费用 | 61 | 66 | 87 | 107 | 固定资产 | 16 | 15 | 14 | 14 |
| 投资收益 | 10 | 9 | 9 | 9 | 无形资产及其他 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 资产减值及公允价值变动 | 1 | 1 | 1 | 1 | 投资性房地产 | 289 | 289 | 289 | 289 |
| 其他收入 | (209) | (211) | (315) | (439) | 长期股权投资 | 41 | 43 | 45 | 47 |
| 营业利润 | 335 | 444 | 659 | 868 | 资产总计 | 6135 | 6719 | 8181 | 8662 |
| 营业外净收支 | (23) | 0 | 0 | 0 | 短期借款及交易性金融负债 | 1305 | 2063 | 2666 | 2562 |
| 利润总额 | 312 | 444 | 659 | 868 | 应付款项 | 464 | 452 | 565 | 593 |
| 所得税费用 | 80 | 111 | 165 | 217 | 其他流动负债 | 2042 | 1641 | 2061 | 2181 |
| 少数股东损益 | (3) | 3 | 5 | 7 | 流动负债合计 | 3811 | 4156 | 5291 | 5335 |
| 归属于母公司净利润 | 234 | 330 | 489 | 645 | 长期借款及应付债券 | 426 | 426 | 426 | 426 |
| 发行在外股份数量(百万股) | 741 | 741 | 741 | 741 | 其他长期负债 | 134 | 114 | 94 | 74 |
| 关键财务与估值指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 长期负债合计 | 560 | 540 | 520 | 500 |
| 每股收益 | 0.32 | 0.45 | 0.66 | 0.87 | 负债合计 | 4371 | 4696 | 5811 | 5835 |
| 每股红利 | 0.10 | 0.10 | 0.20 | 0.26 | 少数股东权益 | 126 | 128 | 133 | 138 |
| 每股净资产 | 2.21 | 2.56 | 3.02 | 3.63 | 股东权益 | 1639 | 1895 | 2237 | 2688 |
| ROIC | 15% | 13% | 16% | 19% | 负债和股东权益总计 | 6135 | 6719 | 8181 | 8662 |
| ROE | 14% | 17% | 22% | 24% | 现金流量表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| ROA | 3.8% | 4.9% | 6.0% | 7.4% | 净利润 | 234 | 330 | 489 | 645 |
| 毛利率 | 38% | 43% | 47% | 53% | 资产减值准备 | 2 | 1 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 14% | 18% | 20% | 23% | 折旧摊销 | 4 | 1 | 1 | 1 |
| EBIT Margin | 22% | 28% | 30% | 34% | 公允价值变动损失 | (1) | (1) | (1) | (1) |
| EBITDA Margin | 23% | 28% | 30% | 34% | 财务费用 | 61 | 66 | 87 | 107 |
| 收入增长 | 54% | 6% | 34% | 18% | 营运资本变动 | (341) | (1703) | (948) | (351) |
| 净利润增长率 | 26% | 41% | 48% | 32% | 其它 | (4) | 2 | 4 | 6 |
| 资产负债率 | 73% | 72% | 73% | 69% | 经营活动现金流 | (105) | (1370) | (454) | 300 |
| 流动比率 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 资本开支 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 71% | 70% | 71% | 67% | 投资活动现金流 | 8 | (2) | (2) | (2) |
| 利息覆盖倍数 | 10 | 11 | 12 | 13 | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款周转率 | 456.69 | 456.69 | 456.69 | 456.69 | 负债净变化 | (124) | 0 | 0 | 0 |
| 存货周转率 | 0.20 | 0.17 | 0.16 | 0.14 | 支付股利、利息 | (74) | (74) | (147) | (193) |
| 应付账款周转率 | 1.83 | 1.82 | 1.73 | 1.54 | 其它融资现金流 | 1178 | 758 | 603 | (105) |
| 固定资产周转率 | 109.16 | 123.13 | 168.12 | 201.63 | 融资活动现金流 | 782 | 684 | 456 | (298) |
| 净资产周转率 | 1.04 | 0.95 | 1.08 | 1.06 | 现金净变动 | 685 | (688) | 0 | 0 |
| 息率 | 1.6% | 1.6% | 3.2% | 4.3% | 货币资金的期初余额 | 803 | 1488 | 800 | 800 |
| P/E | 19.4 | 13.8 | 9.3 | 7.0 | 货币资金的期末余额 | 1488 | 800 | 800 | 800 |
| P/B | 2.8 | 2.4 | 2.0 | 1.7 | 企业自由现金流 | 7 | (1327) | (395) | 374 |
| EV/EBITDA | 23.1 | 18.4 | 14.0 | 10.7 | 权益自由现金流 | 1061 | (618) | 143 | 189 |

资料来源：中国银河证券研究部

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。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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证券投资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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn