

评级：强烈推荐（首次评级）

房地产

公司深度报告

## 证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005  
 研究助理 胡华如 S1080112060029  
 电话：0755-83026473  
 邮件：huhuaru@fcsc.cn

预测价格区间(元) 8.01 ~ 8.9

## 交易数据

上一日交易日股价(元)	7.03
总市值(百万元)	5,398
流通股本(百万股)	362
流通股比率(%)	47.11

## 资产负债表摘要 (03/13)

股东权益(百万元)	1,447
每股净资产(元)	1.88
市净率(倍)	3.73
资产负债率(%)	85.61

## 公司与沪深300指数比较



## 相关报告

## 香江控股(600162)

### ——专业细分开启致胜之道

#### 投资要点：

- ◆ 战略调整显成效、经营拐点确立：公司从2010年进行重大战略调整，加大主要地产项目的开发力度、剥离部分收益较差的商贸地产、大力推进香江全球家居CBD项目；经过三年的努力，公司的部分经营指标出现明显好转，总资产近三年CARG为30.6%，同比提升近一倍；营业收入近三年CARG为18.4%，提升近20pc。受益于2012年销售的大幅度增长，2013年将是业绩大幅释放的第一年，同时也是加速拓展的一年，公司的经营拐点确立。
- ◆ 香江全球家居 CBD 模式前景广阔：公司大力实践的香江全球家居 CBD 模式是其家居连锁、地产开发和商贸平台建设的必然产物。与传统商贸平台运营模式不同，家居 CBD 项目布局国家战略发展区域，有产业升级和全球品牌的聚集效应，将通过建立“世界流通、厂商整合”的发展路径，使其发展成为家居建材行业的苏宁国美。从契合政策、行业发展和专业能力三方面分析，该模式的发展前景值得期待，未来公司的地产开发和家居 CBD 建设有望相得益彰。
- ◆ 销售持续改善、业绩开始释放：公司2012年房地产实现销售额42.99亿，同比增124%；房地产销售面积56.15万方，同比增95%；家居 CBD 项目销售额11.85亿，销售面积19.68万方；2012年底公司已售未结金额为39.98亿元，加上今年相当部分的现房资源，在2013年公司可结转收入的弹性空间很大。此外，今年将会有番禺、增城、株洲、香河、成都等地的高毛利项目进入结算阶段，整体毛利率会回升、业绩大幅度增长确定。
- ◆ 财务杠杆空间大、管理效率有望提升：2013一季报显示公司持有现金29.24亿元，而短期负债和一年内到期非流动负债之和仅为11.48亿元；公司预收账款49.14亿元，真实负债率为47.81%，净负债率仅20.64%，低于一二线龙头公司，财务杠杆提升空间大。此外，公司的进度、成本和销售模块上线ERP系统，管理效率有望持续提升。

给予“强烈推荐”评级：预计公司2013-2015净利润分别为6.8、8.38和9.68亿元，EPS分别为0.89、1.09和1.26元；公司RNAV为9.80元，目前股价折让28.3%，首次给予公司“强烈推荐”评级，目标价为8.01-8.90元。



**持股情况披露：**

根据中国证监会《发布证券研究报告暂行规定》第十二条有关利益冲突披露的规定，截至本报告发布日第一创业证券股份有限公司持有香江控股(600162)股票已达到该上市公司已发行股份 1%以上。

特此披露



## 内容目录

<b>1 经营拐点确立 .....</b>	<b>5</b>
1.1 基本情况介绍 .....	5
1.2 股权变更及资产注入历程 .....	6
1.3 “地产+商贸”发展框架 .....	8
1.4 战略调整初见成效 .....	10
1.5 经营拐点显现 .....	11
<b>2 专业细分模式前景广阔 .....</b>	<b>13</b>
2.1 家居、商贸和地产结合的必然产物 .....	13
2.2 家居 CBD 模式的先进性 .....	14
2.3 占据家居行业变革的蓝海 .....	16
<b>3 估值与盈利预测 .....</b>	<b>20</b>
3.1 主要项目梳理 .....	20
3.2 项目结算预测 .....	24
3.3 重估净资产 .....	25
3.4 投资建议 .....	25
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>26</b>



## 图表目录

图 1 当前股权控制结构示意图 .....	5
图 2 当前主要资产的分类示意图 .....	9
图 3 战略调整后总资产增速提升显著 .....	10
图 4 战略调整后营收呈现波动性改善 .....	11
图 5 2009 年底的项目布局 .....	10
图 6 2012 年底的项目布局 .....	11
图 7 营业收入分产品变化情况 .....	11
图 8 房地产销售额和销售面积变化情况 .....	12
图 9 2010 年开始积极拓展项目 .....	11
图 10 预收账款在 2011 年底出现拐点 .....	12
图 11 销售毛利率季节性波动明显缩小 .....	12
图 12 销售净利率持续回升 .....	13
图 13 传统模式的战略布局 .....	13
图 14 CBD 模式战略布局 .....	14
图 15 CBD 模式与传统模式的差异 .....	15
图 16 家具零售增速表现稳健，受房地产调控影响小 .....	18
图 17 关联方的品牌影响和运营经验是 CBD 模式核心竞争力的重要组成部分 .....	18
图 18 香江家居 MALL 实景拍摄 .....	18
图 19 金海马家居实景拍摄 .....	19
图 20 香江商业长期合作品牌示意 .....	20
图 21 番禺锦绣香江地理位置 .....	21
图 22 番禺锦绣香江布查特三期实景 .....	22
图 23 翡翠绿洲地理位置 .....	21
图 24 翡翠绿洲别墅和洋房实景 .....	22
图 25 成都香江全球家居 CBD 位置 .....	23
图 26 成都香江全球家居 CBD 效果图 .....	23
图 27 香河香江全球家居 CBD 位置 .....	23
图 28 香河香江全球家居 CBD 效果图 .....	24

表 1 股权变更情况 .....	6
表 2 主要资产变动历程 .....	7
表 3 同一控制人旗下产业情况分类 .....	9
表 4 公司的发展战略在 2010 年进行了重大调整 .....	10
表 5 香江全球家居 CBD 模式的演进过程 .....	13
表 6 香江控股与华夏幸福、南国置业的对比 .....	15
表 7 公司主要储备项目及土地成本（万平方米、元每平米） .....	21
表 8 未来三年主要项目收入情况估算 .....	24
表 9 公司净资产重估：股价折让 28.3% .....	25
表 10 香江控股主要财务指标（百万元） .....	26

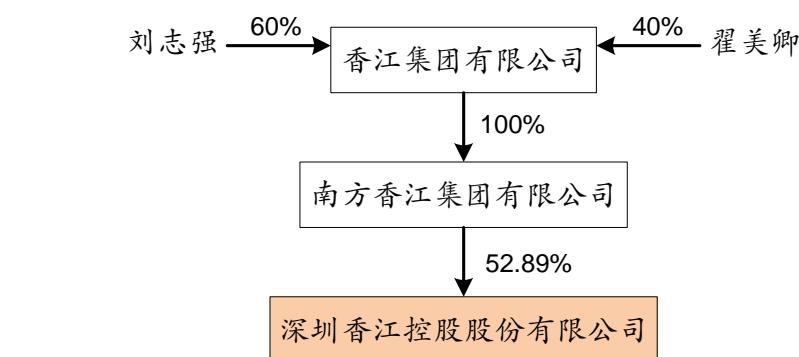


## 1 经营拐点确立

### 1.1 基本情况介绍

深圳香江控股股份有限公司(以下简称“香江控股”或“公司”)的前身是山东香江控股股份有限公司，原名山东临沂工程机械股份有限公司(以下简称“山东临工”)。山东临工于1994年1月30日由山东临沂工程机械厂发起，通过定向募集设立。1998年6月9日，山东临工的股票在上海证交所挂牌交易。

图1 当前股权控制结构示意图



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司是香江集团旗下唯一从事房地产开发与运营的企业，目前开发的住宅和商贸地产个数已超过二十个，覆盖珠三角、华东、环渤海等地区。公司致力于成为国际生态人居的引领者，先后开发了广州锦绣香江、广州翡翠绿洲、恩平锦绣香江等知名项目。此外，公司还开发了白水寨旅游度假区、锦绣香江温泉酒店等旅游项目。在商贸物流地产领域，公司通过控股公司建成多个规模大、种类全的大型综合商贸批发物流基地，已经在国内10多个省市建立了二十多个商贸建设项目，已开发的商贸物流网络面积达500万平米。2010年，公司积极响应国家十二五规划“九大物流基地建设战略”，制定商贸物流“9+N”战略。开发建设以产销一体化的家居全产业链为基础、以自主创新的研发设计为核心、以电商平台和家居文化传播为依托的九大香江全球家居CBD，组成全球家居交易集散平台，从而构建全球独一无二的“买全球、卖全球”的大商贸、大流通家居产业新格局。

公司的控制人香江集团创立于1990年，现已成为拥有20000多名员工，产业涉及地产开发、家居流通、商贸平台建设、资源能源和金融投资等多个领域的大型民营企业集团，总资产超过500亿。在家居、能源、金融投资领域经营成果显著。

在家居流通领域，香江集团在1990就开始涉足，经过二十多年的发展，旗下的香江商业控股集团200多家商业网点遍布全国三十多个省市区域，成为全国家居流通领域的龙头企业，香江家居、金海马两大著名品牌影响深远。在资源能源领域，香江集团于2005



年投巨资兴建了香江万基铝业，成为国家发改委核准的唯一一家以民营企业为主导的大型铝工业基地。在金融投资方面，香江集团战略性控股和参股了多家金融机构，是广发银行、广发证券、广发基金、广东南粤银行、天津银行的主要股东，并在深圳设立前海香江金融控股集团。2011年，香江集团又以超前理念进军健康产业。产业涉及休闲保健、健康管理、健康咨询等多个领域，并将进一步把锦绣香江温泉城打造成一流的养生庄园。

## 1.2 股权变更及资产注入历程

从2002年底，公司开始运作借壳上市，期间经历过多次股权变更、资产置换和资产注入，为清楚地了解公司的发展历程，这里有必要梳理公司的股权和资产注入历程。

表1 股权变更情况

时间	内容	结果	影响
2002.12	南方香江收购山东临工5,095万股	持有上市公司28.97%股权	成为第一大股东
2004.11	南方香江进一步收购了1,742万股	持有上市公司38.87%股权	成为唯一法人股东
2005.03	以2004年末总股本为基数10送10	股本总数变为35,178万股	控股比例不变
2006.09	向流通股东10送1.6	股本总数变为38,618.64万股	控股比例降为35.41%
2008.03	向大股东定向增发14,333.9544万股	股本总数变为52,952.5944万股	控股比例升为52.89%
2008.10	每10股送1.5股转增3股	股本总数变为76,781.2619万股	控股比例不变

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

2002年12月，山东临工的控股股东山工集团（山东工程机械集团有限公司）将其持有的5,095万股国有股转让给南方香江（即南方香江集团有限公司，前身为深圳市南方香江实业有限公司），转让价款为2.3亿元（折合每股4.514元）。2004年11月，南方香江通过实施要约收购，进一步收购了山工集团、临沂工程机械厂配件中心和临沂友谊宾馆合计持有的1,742万股（折合每股4.68元）。

2005年3月，公司实施每10股转增10股，公司总股本变更为35,178万股，南方香江持有13,674万股，占比38.87%。2006年9月，公司以流通股本21,504万股为基数，以资本公积金向全体流通股定向转增股本，以每10股转增1.6股实施。因而公司总股本变更为38,618.64万股，其中南方香江持有的限售股依然是13,674万股，占比下滑到35.41%。

2008年3月，公司向南方香江定向发行143,339,544股人民币普通股，认购价格为每股人民币10.32元；南方香江将其持有的番禺锦江、保定香江、增城香江、成都香江、天津华运的股权作为本次认购股权的对价过户到公司名下。本次发行后，南方香江持有280,079,544股，控股比例上升至52.89%。2008年10月，公司实施10送1.5转3，总股本变为767,812,619股。



表 2 主要资产变动历程

时间	金额/万元	内容	影响
2004.6	29,020	置出临工挖掘机等所有股权，置入聊城香江 90% 股权	商贸流通进主业
2004.12	5,491	聊城香江现金收购景德镇香江 90%、南昌香江 30%	商贸规模扩大
2005.6	2,400	与南方香江组建东北亚置业，占股 40%	非合并形成
2006.2	3,000	与南方香江和天津劝业场组建天津华运，占股 30%	非合并形成
2006.10	49,388	置出临工机械所有股权，置入郑东置业 90%、洛阳百年 90%、进贤香江 90%、随州香江 90%、东北亚置业 60% 股权	商贸物流成为唯一主营业务
2007.5	22,604	收购临沂香江 60%、新乡香江 90%、南昌香江 60% 股权	商贸规模扩大
2007.7	147,926	向大股东收购番禺锦江 51%、保定香江 90%、成都香江 100%、天津华运 20% 和增城香江 90% 股权（定向增发）	住宅进入上市公司
2007.7	2,700	与南方香江全资子公司共同组建恩平置业，持股 90%	非合并形成
2007.10	3,000	投资设立广州通悦，持股 100%	非合并形成
2007.11	15,060	收购武汉金海马 70% 股权	扩大经营领域
2008.4	21,861	收购南昌、郑州、随州、进贤等 10 家公司 10% 股权及金爵装饰 51% 股权、千本建筑 100% 股权	主要盈利子公司实现全资控股
2008.07	5,600	设立增城商业、广州物业、连云港香江、株洲香江 4 家全资子公司	非合并形成
2008.9	-199	收购锦江 51%、南昌、景德镇、随州、新乡、增城、洛阳、郑州、聊城、长春物业 100% 和翡翠轩俱乐部、景德镇家福特 100% 股权	物业公司进入上市公司
2009	8,050	设立成都龙城、武汉香江、保定物业 3 家全资子公司	非合并形成
2009.9	-9,098	转让随州香江 100% 股权、天津华运 50% 股权	
2010.8	13,416	收购瑞通投资持有的武汉金海马 30% 股权，进而全资持有该公司	控股规模扩大
2010	13,050	设立全球家居城、繁城香江、家园房产、香河香江、博罗香江 5 家全资子公司，注销景德镇家福特 1 家公司	扩大经营领域
2011	9,000	设立来安香江、锦城房产、宏博房产 3 家全资子公司	扩大经营领域
2012.6	-4,000	转让景德镇香江 100% 股权给景德镇市浩亮陶瓷有限公司	实现收益 3,513 万
2012.7	-8,500	转让进贤香江 100% 股权给南昌翠园公司	实现收益 1,296 万

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

2004 年 6 月，山东临工与南方香江进行了首次资产置换，规模为 29,019.53 万元（含 13,942.95 万元的现金）。置出资产为山东临工挖掘机有限责任公司 95% 股权、哈尔滨伟力工程机械有限责任公司 55.8% 股权、天同证券有限责任公司 1.47% 股权、山东临沂电子科技有限责任公司股权 32.4% 股权、中国华达工程机械有限公司 5% 股权，置入资产为聊城香江（聊城香江光彩大市场有限公司）90% 的股权。

2004 年 11 月 30 日，山东临工更名为山东香江控股股份有限公司。2004 年 12 月 21 日，聊城香江以 2,824.29 万元的现金收购了景德镇市香江商贸有限公司 90% 股权（另 10% 由香江投资持有），以 2,666.95 万元的现金收购了南昌香江商贸有限公司 30% 股权（另南方香江占 60%、金九千占 10%）。2005 年 6 月 14 日，公司和南方香江均以现金出资共同组建长春东北亚置业有限公司，公司占比 40%，南方香江占比 60%。

2006 年 5 月 22 日，公司与南方香江签署了资产置换协议，以持有的临工机械的 98.68% 股权与南方香江持有的郑东置业、洛阳



百年、进贤香江、随州香江 90%的股权以及东北亚置业 60%的股权进行置换，对价为 49,387.68 万元，2006 年 10 月 23 日股权变更登记手续办理完成。公司由此彻底实现了由工程机械类上市公司向商贸地产与物流类公司的转型（上市公司通过临工机械间接持有山东临工汽车桥箱有限责任公司 69.08%的股权，故山东临工汽车桥箱有限责任公司的股权也随之全部转移）。2006 年 9 月 20 日，公司受让南方香江持有的天津华运 20%股权，转让完成后公司持有天津华运 50%的股权。2006 年 12 月 15 日，山东香江控股股份有限公司正式变更为深圳香江控股股份有限公司。

2007 年 5 月 12 日，公司用自有资金收购了南方香江持有的临沂香江 60%股权、新乡香江 90%股权、南昌香江 60%股权，总价款为 22,604.39 万元。2007 年 7 月 22 日，公司向南方香江定向增发 13,674 万股（每股作价 10.32 元），购买其持有的番禺锦江 51%股权、保定香江 90%股权、成都香江 100%股权、天津华运 20%股权、增城香江 90%股权。2007 年 11 月 30 日，公司与关联公司深圳金海马签署协议，收购其持有的武汉金海马 70%的股权，收购总价款为 15,060.374 万元。

2008 年 4 月 18 日，香江控股收购了广州金九千持有的南昌香江、郑东置业、随州香江、进贤香江、保定香江、新乡光彩、洛阳百年和增城香江 10%的股权；收购了香江投资持有的景德镇香江和聊城香江 10%的股权；收购了南方香江持有的金爵装饰 51%的股权；收购了广州金九千和大本营投资合计持有的千本建筑 100%的股权；交易金额合计为 21,860.96 万元。2008 年 9 月 26 日，公司收购了锦江物业 51%、增持物业等 11 家公司 100%的股权，对价为 -199.31 万元。

2009 年 6 月 9 日，公司将所持有的随州香江 100%股权转让给随州市兴达置业有限责任公司，转让价款为 4,098 万元。2009 年 9 月，公司将所持有的天津华运 50%的股权转让给重庆市中科建设集团有限公司，转让价款为 5000 万，确认转让损失为 1015.84 万。2010 年 8 月 6 日，公司向瑞通投资有限公司收购了其持有的武汉金海马 30%股权，收购金额为 13,416.34 万元。2012 年 6 月 17 日，公司向景德镇市浩亮陶瓷有限公司转让景德镇香江 100%股权，转让价款为 4,000 万元，产生利润约 3,513 万元。2012 年 7 月 6 日，公司向南昌翠园公司转让了进贤香江 40%股权，对价为 4000 万，预计完成所有股权转让后能实现收益 1,296 万元。

### 1.3 “地产+商贸”发展框架

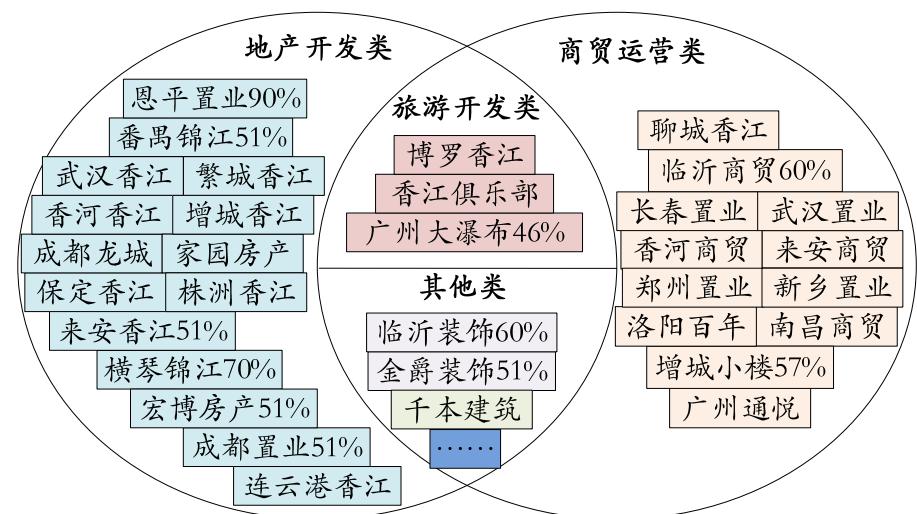
公司从 2004 年首次进行资产置换开始到今年一季度，完成了住宅开发和优质商贸运营平台资产的注入，也对不符合公司发展战略的若干资产进行了剥离。南方香江曾在 2006 年 8 月承诺，香江控股股权分置改革完成后，将按照法律法规的规定逐步将南方香江旗下的家具流通类资产与商贸地产类资产注入上市公司，最终使香江控股成为南方香江旗下运营商贸地产类业务的唯一平台，并以香



江控股为主体开展新的商贸地产类项目。但截至到去年底，依旧有沈阳香江公司、天津森岛三公司、深圳家福特公司未注入到香江控股，主要原因是沈阳香江连年亏损、天津森岛三公司产品滞销严重、深圳家福特长期亏损，对公司而言都不具备收购价值。为确保公司稳定发展、保护中小股东利益，公司在 2013 年 4 月决定不再收购沈阳香江公司股权、天津森岛三公司股权、深圳家福特公司股权。

我们认为，在股东履行承诺得以确认后，公司不必再像过去几年一样耗费过多的精力在资产注入方面，公司的资产运作基本完成，地产和商贸的框架结构已经较为完善。这有助于经营层更好的提升房地产开发进度和全球家居 CBD 的开发建设。公司当前的主要经营资产如下图所示。

图 2 当前主要资产的分类示意图



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司同一控制人旗下主要有四大产业，与上市公司业务较为相关的是香江商业集团旗下的子公司，同一控制人旗下的产业基本情况如下表所示。

表 3 同一控制人旗下产业情况分类

类别	名称	特点
房地产及商贸平台的建设运营	深圳香江控股股份有限公司	拥有住宅地产和商贸地产数已超过二十个，覆盖珠三角、华东、环渤海等重要地区。
家居流通	香江商业集团	拥有“香江家居”、“金海马家居”两大家居流通连锁品牌，连锁网点遍布全国二十多个省市。
金融投资	深圳市前海香江金融控股集团有限公司（前身是香江投资）	10 多年投资经营，控股的有 5 家，参股的有 5 家，是广东发展银行、广发证券和广发基金的主要股东。
资源能源	洛阳香江万基铝业有限公司	唯一一家由民营企业控股的大型集铝土矿开采、氧化铝生产及配套设施与一体的企业，是除中铝以外唯一达到上市要求的民企。

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



## 1.4 战略调整初见成效

公司从 2006 年主营业务彻底转型以来，发展战略和目标进行过多次调整，具体如下表所示。

表 4 公司的发展战略在 2010 年进行了重大调整

年份	整体的发展战略或目标	地产的实施计划	商贸的实施计划
2006 前	发展以商贸批发为主的大型流通市场网络建设和销售，重点做好销售策划、招商引资，培育公司的稳定客户群		
2006	大力发展以商贸批发为主的大型流通市场网络建设和运营，强调商铺出售和出租并举，提高管理和服务的增值收益		
2007	以中高端精品住宅为主、商业地产为辅，做中国高端住宅地产及物流地产行业领跑者	打造先进的产品设计发展理念和高效的项目运作能力	加大市场培育力度、提高各项收入
2008	3-5 年内成为地产类上市公司中前列优质公司	针对不同区域的项目，把握开发建设节奏、实现全员营销	整合商贸资源、加大商业项目的尾盘销售力度
2009	为社会提供优质的中高端住宅产品及商业地产产品、成为知名的中高端地产标杆品牌	严格成本控制、加大销售力度	成都尝试全球家居建材 CBD 模式、1+X 发展战略
2010	推行住宅地产和商业地产并重的发展思路，在发展住宅地产的基础上大力发展商业地产，形成有香江特色的住宅与商业地产	打造“锦绣香江”品牌，开发环境优美、配套完善以及物管优良的高品质住宅产品	发挥商贸流通领域的优势，集中资源把商业地产做大做强，形成具有香江特色的商业地产
2011	同上	加大主要地产项目的开发力度	明确提出建设全球家居 CBD 商贸物流基地的“9+N”战略
2012	同上	明确地产的重点发展区域，加大在珠三角的投入、注重提升土地运营能力	进行家居 CBD 的快速复制

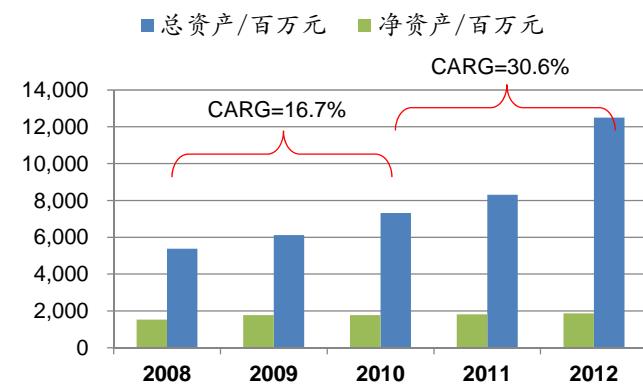
数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

2010 年，公司确立了“推行住宅地产和商业地产并重的发展思路，在发展住宅地产的基础上大力发展商业地产，形成有香江特色的住宅与商业地产”的战略发展目标。地产的“中高端”提法不复存在，这与行业调控的持续性、中高端的投资型市场不确定性密切相关。在商贸方面，公司总结了不同地区项目销售和经营的反差情况，进一步调整了布局和开发模式。我们认为这一战略相对清晰并切合实际。2011 年，在商贸开发运营领域，公司又明确提出了商贸物流基地建设的“9+N”战略，2012 年，公司将成都香江全球家居 CBD 的运营模式在异地进行了复制。

我们认为，公司从 2010 年的战略调整在 2011、2012 进行了全面落实，公司的住宅开发和家居卖场开发建设都取得了明显的成绩，公司的部分经营指标出现了明显的好转。公司战略调整的成效已经初步显现。公司从 2008 年完成了主要的商贸、地产和物业资产的注入，我们对比了 2010 年前后共五年的经营数据，充分说明了公司战略调整对公司经营的积极影响。

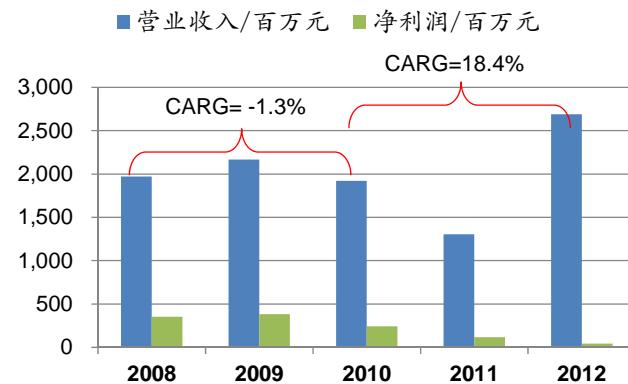


图 3 战略调整后总资产增速提升显著



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 4 战略调整后营收呈现波动性改善



## 1.5 经营拐点显现

香江控股在 2010 对发展战略进行调整后，加大了项目拓展的力度，也开始剥离收益不良的部分资产，开始从此前“广撒网”的三四线城市获益退出，集中资源开发市场表现和潜力空间更好的一二线核心城市。公司在 2010 年前后，新进入滁州来安（即南京湾项目）、鄂州、株洲、保定、香河、博罗、珠海等地，剥离了随州、天津、景德镇、进贤等地的商贸项目。下图显示了 2009 年底和 2012 年底公司在项目布局的明显差异。

图 5 2009 年底的项目布局



图 6 2012 年底的项目布局



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所（红色表示住宅项目、蓝色表示商贸项目、方块表示家居 CBD）

公司战略的调整和项目布局的优化为公司的销售和营收增长提供了强有力的支持，我们认为公司的经营拐点已经显现。从销售面积这个指标来看，公司从 2011 年开始扭转了 2010 年的小幅下滑态势，实现增速 5%，2012 年在市场回暖和经营改善的叠加作用下大幅提高到 181%。从营业收入的分产品情况来看，2010 年后，公司的商铺及卖场销售收入持续稳健增长，商品房销售因为调控的影响先抑后扬，2012 年的增速明显。下图展示了公司战略调整前后的收入和销售情况。



图 7 营业收入分产品变化情况

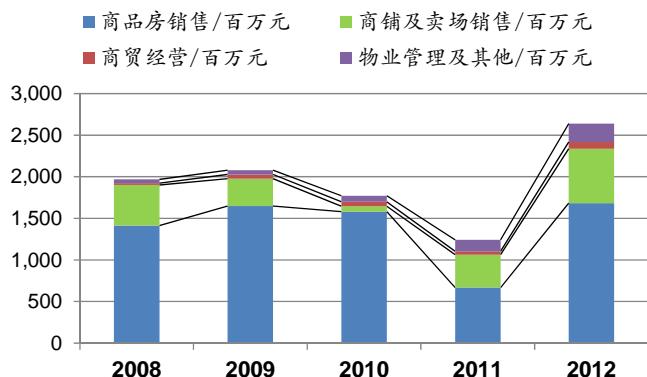
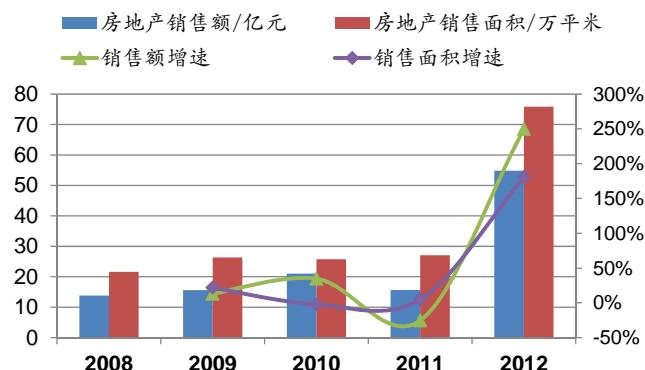


图 8 房地产销售额和销售面积变化情况



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司从 2010 年实施战略调整后，从项目拓展、项目开发进度和销售方面均采取了一系列措施。比如加大土地拓展力度、加快开工推盘进度、合理制定营销策略和销售价格。从资产负债表上，我们可以看到一年以内的预付款项大幅增加(主要系土地出让金和预付拆迁款)、一年以上的预付款明显增加(主要系尚未结算的工程款)，这在 2010 年第二季度表现了出来。与此同时，公司新开工也大幅度增长，公司存货也随之迅速增加，这在 2011 年第二季度的数据上得到了体现。之后，公司销售情况改善明显，增速的拐点在 2011 年底出现，在 2012 年三季度达到阶段性高位。

图 9 2010 年开始积极拓展项目

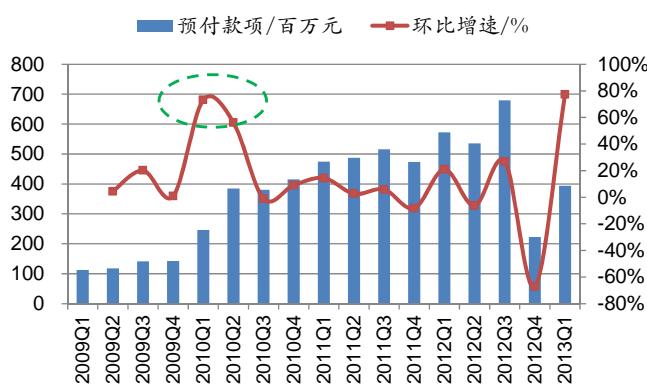
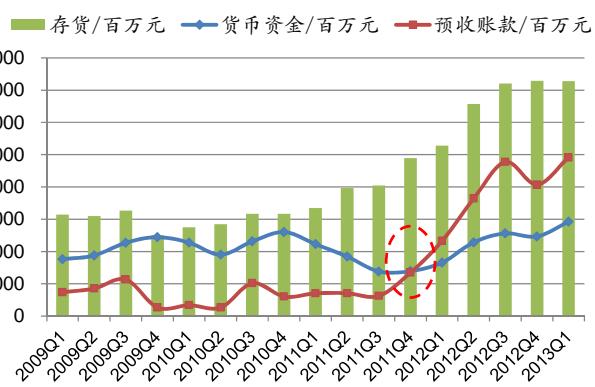


图 10 预收账款在 2011 年底出现拐点



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

从季度的财务报表来看，公司前几年由于结算规模过小、结算时点集中，导致收入和净利润的季节性差别很大，单季度的毛利率和净利率波动很大。但是经过 10 年和 11 年两年的调整，以及行业调控的常态化，这种波动性特征大大减少，公司的经营开始呈现出稳健的特点。



图 11 销售毛利率季节性波动明显缩小

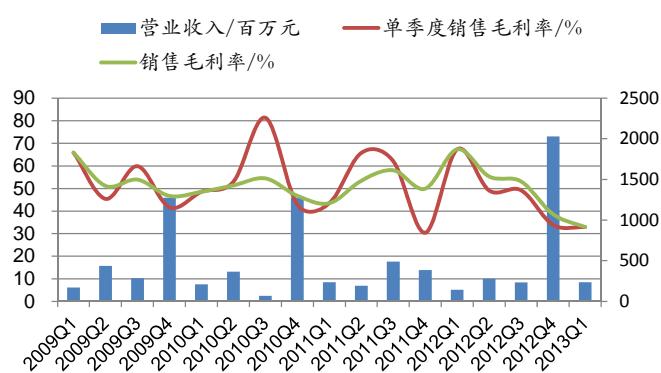
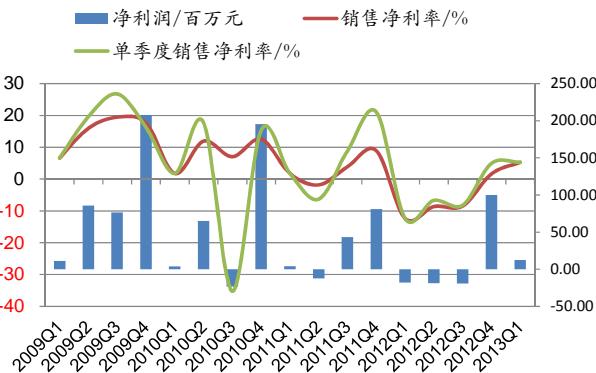


图 12 销售净利率持续回升



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司在 2012 年的销售情况改善非常明显，住宅项目销售金额 42.99 亿元，家居 CBD 项目销售 11.85 亿元，在资产负债表上体现为预收账款的快速增长。此外，从存货的变动情况来看，公司未结算的资源非常丰富。2012 年已售未结面积为 55 万平米，同比 2011 年底增长 233%，2012 年底已售未结金额为 39.98 亿元，同比 2011 年底增长 274%。2013 年，随着已售未结项目特别是高毛利项目进入结算期、销售等费用的降低，公司的毛利率和净利率水平将会明显提升，公司的业绩增长十分明确。因而，我们认为公司的毛利率水平基本见底，净利率水平将会持续回升。

## 2 专业细分模式前景广阔

### 2.1 家居、商贸和地产结合的必然产物

公司在上市前最早涉足的是家居卖场的经营管理、随后拓展到商贸批发平台的建设运营，上市后随着商贸资产和地产业务的整合，公司在 2009 年提出在成都建设全球家居建材 CBD 项目。之后随着 CBD 项目的开发销售和经营模式的不断完善，公司在 2012 年正式提出“香江全球家居 CBD 模式”，该模式明显有别于 2010 前实施的商贸物流战略基地模式，它是家居、商贸和地产结合的必然产物。

表 5 香江全球家居 CBD 模式的演进过程

时间	经营模式	特点
2002 前	传统家居卖场经营	专注家居产品，核心位置布局，强调营销网络和品牌价值；经营面积小且租赁成本高，同业竞争激烈，近年来受网购冲击明显；
2006	商贸批发平台的建设运营	批发市场涵盖范围大、全、广，强调开发运营一体化，销售、出租和管理收入并举，但批发市场的定位过宽泛，长期而言难以满足市场的差别化需求；
2012	全球家居 CBD	布局在城郊产业园区，强调专业、细分和差异化，通过模式创新、招商引资和经营管理来满足多层次的市场需求，能有效提高卖场的租赁价值；

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

我们认为，香江全球家居 CBD 模式是指在具有相当规模的家



居产业（规划）园区，通过香江的品牌影响和开发能力锁定核心区域，定位于家居细分市场，横向延伸产品种类和业态，引进全球范围家居行业的工厂总部，将家居品牌、专业运营和地产开发三者结合起来的一种运营模式。从其演变历程上看，我们认为该模式的产生是公司在多年经营家具流通领域、探索商贸平台建设出路的必然选择，从未来看，该模式也可以看做促使地产开发和商贸平台建设协同发展的一种高级形式。

## 2.2 家居 CBD 模式的先进性

这里采用横向和纵向对比的方式，以便更好地理解香江全球家居 CBD 模式的特点。首先，我们对比了该模式与公司此前实践的商贸平台建设运营传统模式的差异，从项目布局、实施流程、核心竞争力等方面进行对比。

从项目布局来看，传统模式的战略布局强调从南到北延伸，从总部广州开始，公司陆续布局江西（南昌香江家居城、景德镇中国陶瓷城、进贤香江商业中心）、湖北（随州商贸中心、武汉香江家居）、河南（郑州建材家居城、洛阳百年家居建材城、新乡光彩大世界）、山东（聊城香江光彩大市场、临沂香江商贸城）、辽宁（沈阳香江好天地商业广场）和吉林（长春金海马家居）。从南到北的拓展路径并未带来商贸平台建设的协同发展，不同区域的市场经营情况差异很大。而 CBD 模式与此明显不同，它采取区域聚焦，不受传统的南北路径所束缚，结合国家十二五规划布局在重点的一二线城市或其周边。

图 13 传统模式的战略布局

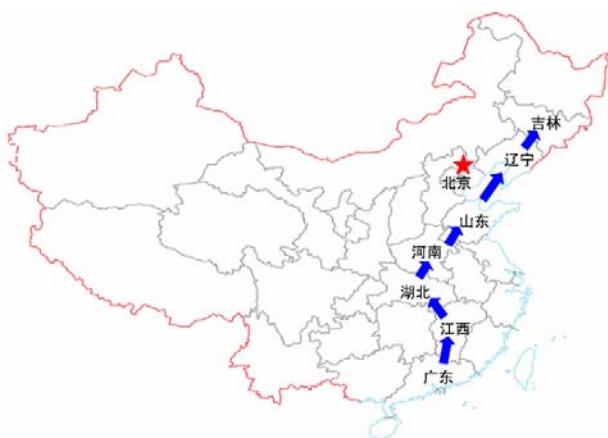


图 14 CBD 模式的战略布局



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

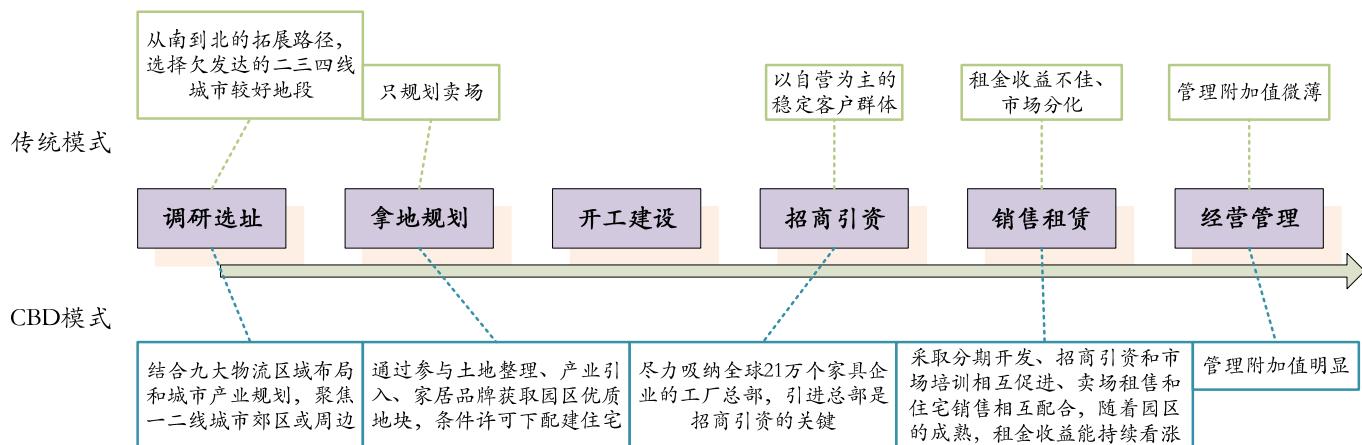
根据国家相关的规划文件，我国将重点发展九大物流区域，即以北京、天津为中心的华北物流区域，以沈阳、大连为中心的东北物流区域，以青岛为中心的山东半岛物流区域，以上海、南京、宁波为中心的长江三角洲物流区域，以厦门为中心的东南沿海物流区域，以广州、深圳为中心的珠江三角洲物流区域，以武汉、郑州为中心的中部物流区域，以西安、兰州、乌鲁木齐为中心的西北物流



区域，以重庆、成都、南宁为中心的西南物流区域。公司拓展香江全球家居 CBD 的战略是：依托国家规划的九大物流区域，构建九大国家家居商贸物流战略基地，实行“9+N”的拓展战略。

从实施流程上看，传统的商贸平台建设模式和新型的家居 CBD 模式都经历从调研选址、拿地规划、开工建设、招商引资、销售租赁到经营管理六大步骤。但是具体分析，两种模式在主要流程节点上有着明显的差异。调研选址、拿地规划、招商引资等环节的差异性如下图所示。

图 15 CBD 模式与传统模式的差异



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

我们认为，香江全球家居 CBD 模式在经过三年左右的探索和实践，已经部分得到了市场的检验，这从三大 CBD 项目卖场和商铺的持续热销可以看到。我们认为这一模式在未来依然存在突破的可能性，其一表现为产业导入和经营管理的专业性能进一步加强公司拿地的议价能力、其二表现为市场培育和园区的从业人员为 CBD 项目的住宅销售提供强大的需求支撑，最终走向家居卖场开发运营和住宅销售相互依存共同促进的发展模式。

公司的香江全球家居 CBD 模式包含了园区规划、招商引资、前店后场、产业聚集、家居细分、配套住宅销售，这与华夏幸福的产业新城模式、南国置业的家装卖场模式有一定的相似性，但是区别也比较突出，具体如下表所示。

表 6 香江控股与华夏幸福、南国置业的对比

类别	香江控股	华夏幸福	南国置业
项目选址	九大物流战略基地内、一二线城市城郊或周边，即 9+N	聚焦大北京、沈阳和环上海区域，布局固安、廊坊、大厂、沈阳、环上海和其他，即 5+X	武汉市内核心商圈、轨道交通重要节点、湖北重要地级市
发展战略	住宅开发与商贸平台建设并重、聚焦一二线、积极拓展储备资源，完善复制全球家居 CBD 模式	以产业新城和城市产业综合体模式为主、城市地产为辅，复制产业新城模式	专注于城市核心地段商业地产的开发与运营，形成中心级商业、区域及社区型商业、生活休闲街区、家居专业市场的一体化格局



产品线	住宅、家居 CBD 卖场、传统商贸平台	园区配套住宅、产业发展服务、城市地产	城市广场、家居广场
经营模式	在产业园区开发家居卖场、吸引家居工厂总部进驻，通过规模和平台影响实现厂家和消费者的对接，带动产业发展和低成本多业态是模式的亮点	在产业转移和需求外溢的大北京等区域，承担园区的委托开发、通过产业服务、园区开发、配套住宅的销售实现互相促进，产业发展与配套住宅开发的协同发展是模式的亮点	商业地产实行先招商、后开工、再带租约出售，公司在销售后经营管理商用物业，以便持续提升物业价值；通过适量的住宅开发快速回笼资金，支持对商业地产的开发
盈利来源	住宅、商铺、卖场的销售收入，商贸平台的经营收入、其他	园区配套住宅销售收入、产业发展服务收入、城市地产销售收入	物业销售收入、租赁收入和经营管理收入
成长空间	其一表现为项目空间的拓展，即从 3 拓展到 9+N；其二是家居 CBD 的运营提高物业价值；其三是家居 CBD 对住宅拿地和销售的促进作用；	其一是产业发展服务依旧看不到天花板；其二是从产业新城衍生的城市产业综合体使得模式的复制能力有所增强；	其一表现为城市到区域到全国的拓展路径十分广阔；其二表现为地产开发的加强会为商业开发带来明显的资金推动力；

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

我们认为，公司的香江全球家居 CBD 模式有着香江集团在家居流通领域 23 年的丰富经验、香江家居和金海马家居两大品牌的深刻影响力、公司自身在商贸平台建设的 10 年沉淀作为后盾，使得公司在家居工厂总部的招商、卖场的规划和经营管理有着不可轻易模仿的壁垒。此外，该模式完全契合国家和地方城市的产业规划，对招商引资、产业带动、创造就业都有直接的促进作用，其意义已然超越一般的房地产开发。最后，该模式通过摈弃中间环节的代理商，低成本的优势非常突出，而大商贸大流通的全球化家居业态也能充分满足客户的差异化需求。基于以上三点，我们十分看好该模式的持续性。

### 2.3 占据家居行业变革的蓝海

我们认为，香江全球家居 CBD 模式的应用前景十分广阔，主要基于四点理由。

其一，契合产业规划政策、项目拓展空间巨大。

我国在十二五规划中明确提出，要大力发展战略性新兴产业，加快建立社会化、专业化、信息化的现代物流服务体系，优化物流业发展的区域布局，支持物流园区等物流功能集聚区有序发展（第 15 章第 2 节）。优化发展商贸服务业，支持发展具有国际竞争力的大型商贸流通企业（第 16 章第 1 节）。

家具行业十二五规划中明确提出，要加快行业整合与升级，继续推进以“大企业为龙头，中小企业专业分工配套”的集群发展模式，扩大重点产区与周边地区、后发地区的合作，加强城区家具生产企业“退城出市进园”的力度。将家具营销由以经销商为主体，以卖场为流通平台的传统模式转变为新型的多元立体化发展等。



公司将依托国家规划的九大物流区域，构建九大国家家居商贸物流战略基地，服务和吸纳全球 21 万个家居企业的工厂总部，建设家居国际贸易中心，形成强大的商流、物流、资金流和电子信息流，使之成为全球范围的家居大商贸、大流通的发展格局，打造从家居设计、制造、创意研发、博览推广、采购、大宗贸易、家居文化、大物流、现代金融结算服务等一条龙的现代家居产业链。可以看出，CBD 模式完全契合十二五规划中的要求，从现有的三个项目到 9+N 的拓展空间巨大。

## 其二，家具行业面临较好的发展环境。

从家具需求来看，我国目前有 13 多亿人口，近几年每年至少有 1000 万对结婚，有 1800 万人出生，首次置业的家具需求和改善型的家具需求很大。此外，随着新型城镇化的实施，广大的农村区域或城郊区域对家具的需求也会日益增长，国内家具行业的发展依然有着很好的机遇。

从经济增长方式的转变来看，我国经济要从根本上将经济战略调整为内需主导型。在这样的背景下，家具产业会迎来转型的最好时期，产业升级的空间很大。从产业集群上说，中国家具产业主要分布在珠三角、长三角、环渤海、四川省。广东占据了中国家具行业总产能的 50%，浙江 15%，环渤海 8%~10%，东北不到 15%，四川将近 10%。这些地区主要是以自然集聚的方式形成的家具产业链，大多以粗放生产经营，产业聚集程度低，致使产业链上下游链接不紧密，提高了家具整个行业的成本。

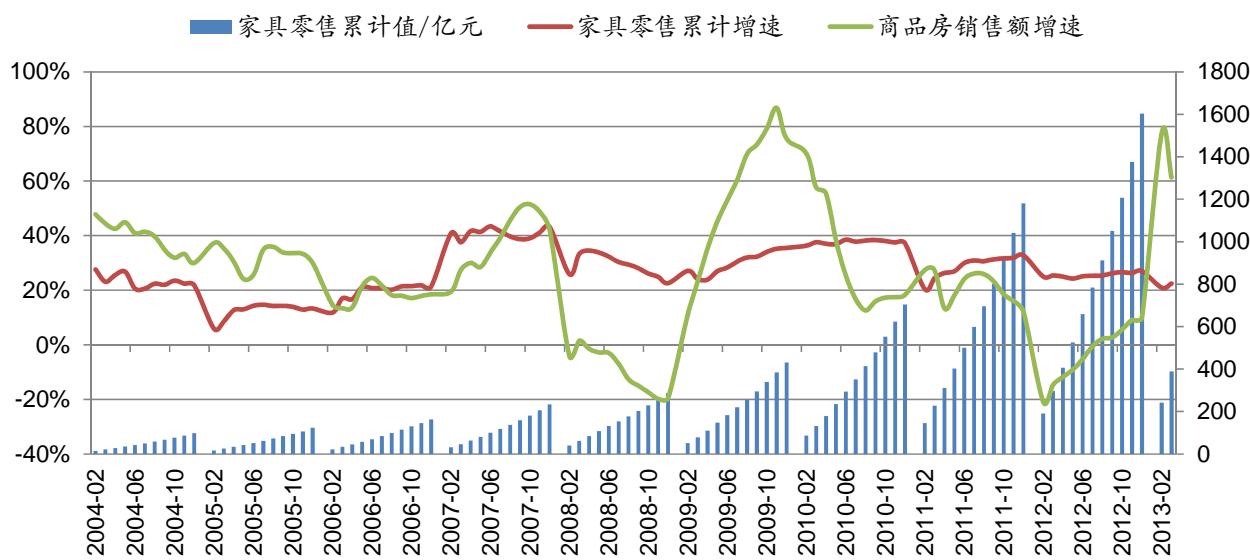
从出口来看，目前我国家具产能已经占据全球的 25%，家具出口至 200 多个国家（地区），美国、欧盟及日本仍为家具主要出口目的地，发达国家进口中国家具 70%以上，还有很多的家具市场待开发，出口市场也有较大的发展空间。

中国家具建材、建筑装饰产业一直并未改变“市场大，企业小，行业强，企业弱”的畸形发展路线，反观中国家电行业，在产业井喷的前夕，一场苏宁、国美带来的全国性产业革命成功建立了“全国流通，厂商整合”的发展模式，并在世界家电行业为中国企业获得了举足轻重的地位和市场份额。香江全球家居 CBD 发起的产业革命，将整合全国生产资源，建立全国级流通网络，世界级研发设计中心，打造世界级会展平台，导入金融、政府等行业全套服务，就是要为中国家具建材行业培养自己的“苏宁”或“国美”，为中国家具建材产业在世界舞台上争得自己应有的位置。

家具行业作为房地产的下游，不可避免地会受到房地产调控常态化的影响。但是通过数据分析后发现，调控前后的家具零售并未呈现大幅度的变化，其市场表现与商品房销售相比显得稳健的多。从过去十年的数据来看，家具零售累计值的增速大部分时期在 20%-40% 的区间波动，波动幅度明显低于商品房销售额，具体如下图所示。



图 16 家具零售增速表现稳健，受房地产调控影响小

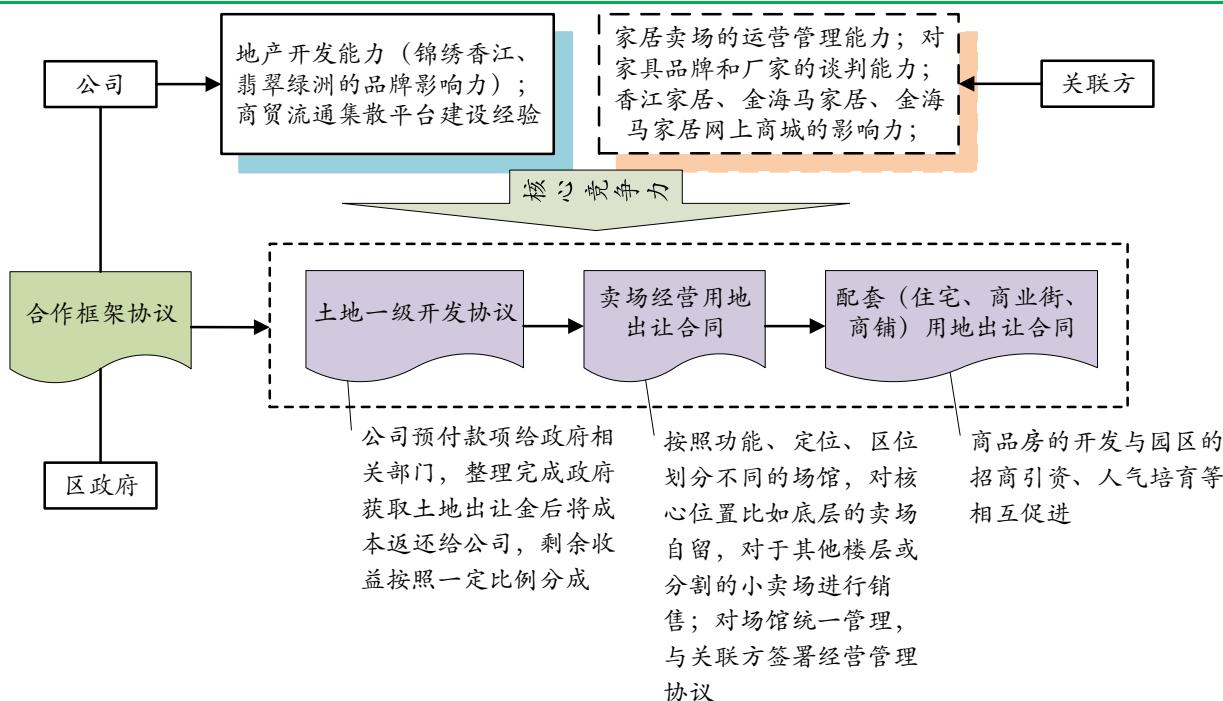


数据来源：WIND、第一创业证券研究所

其三，香江和金海马家居品牌影响力和经营管理能力突出。

公司实际控制人香江集团旗下在家居流通领域拥有香江全球家居 CBD、香江家居 MALL、金海马家居和金海马家居网上商城。香江全球家居 CBD 的发展前景与关联方（香江商业集团）的家居卖场运营管理能力、与香江家居和金海马家居的品牌影响力是密不可分的，CBD 项目的运营管理也是委托关联方的专业团队进行。因此关联方的家居品牌影响力和经营管理能力对该模式的积极作用是不可忽视的。

图 17 关联方的品牌影响和运营经验是 CBD 模式核心竞争力的重要组成部分



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



“香江家居”和“金海马家居”两大家居流通连锁品牌的网点遍布全国二十多个省市。在家居流通领域的二十余年发展过程中，香江商业始终是中国家居行业的连锁商业机构和行业领跑者。在业内首创“专业化家居卖场”加“仓储式销售模式”，是国内流通企业中首批成功导入德国 SAP 先进 ERP 管理系统并推行统一采购、统一经营管理、统一核算的国际化先进管理模式的家居连锁企业，已与全国数千家生产厂商达成战略合作联盟。

香江家居 MALL 是此前香江家居的升级版，2009 年 8 月首次亮相在深圳欧洲城。它以全新的理念、奢华的装修见长，定位偏高端。商场将以品牌专卖店模式，将众多高档品牌全景展示，集中展现人们对未来‘家’的理想化追求，使消费者的未来家居梦想提前得到印证；商场还倡导“绿色家居绿色生活”，也就是说所有进驻香江家居的品牌，必须是绿色环保商品，每个产品都会有自己的国家级绿色环保证明。商场还在不同区域设立休闲区域，让消费者在享受中购物，并将将其打造成为“世界级”家居销售平台。

金海马家居经过 20 多年坚持不懈的努力，已发展成目前中国最大的家居产品代理商和经销商。目前，金海马连锁网点遍布华南、华东、华北、华中，东北几大区域及数十个大中城市，构成全国第一的规模大、覆盖面广、经营管理统一的庞大连锁销售网络。

金海马家居网上商城([www.kinhom.com](http://www.kinhom.com))是由金海马集团旗下深圳市香江电子商务有限公司投资的现代化家居与家具类 B2C 网购第一大平台，致力于家居领域 B2C 电子商务的创新发展。通过自主研发设计产品、线下实体卖场体验、线上为客户省时省心省力的不受时空限制，随时随地浏览对比，挑选家居产品的创新模式，来满足现代客户的需求。为每一个家庭提供优质、高性价比的现代化家居，从而提高生活环境。金海马家居网上商城还设有“办公家居馆”为客户在家在公司提供工作的解决方案。

图 18 香江家居 MALL 实景拍摄



图 19 金海马家居实景拍摄



数据来源：公司网站、第一创业证券研究所

2013-2015 年香江商业集团重点发展以广州、深圳为中心的华南市场；以沈阳、长春为中心的东北市场；以北京、天津为中心的华北市场；以上海、苏州为中心的华东市场；以成都、昆明为中心的西南市场，三年内计划新开门店 20 家。2016-2017 年香江商业集团全力拓展华中、西南、西北市场业务，两年内新开门店 20 家。2018 年香江商业集团将基本完成全国范围内的战略网络布点。



图 20 香江商业长期合作品牌示意



数据来源：公司网站、第一创业证券研究所

其四，CBD 模式自身依然存在一定的改进和拓展空间。

目前，公司已将在成都最早实践的香江全球家居 CBD 模式复制到了香河和南京湾。随着 CBD 项目从销售到经营，从目前的项目拓展到其他的区域，CBD 模式依然存在着改进和创新的空间。首先，产业吸附能力提高公司议价能力，或能为公司带来产业发展的相关收入。类似于华夏幸福招商引资对政府诉求的满足远大于拿地进行房地产开发，公司在家居产业园区对家具生产等企业的吸附也会起到同样的效果。其次，公司的住宅和家居 CBD 两大主营业务的协同仅体现在地产销售的现金流支援 CBD 的开发建设，还未在真正意义上形成模式上的协同。我们认为在重点城市规划新区、在承接人口和产业转移的区域、在地产需求外溢的地方进行 CBD 项目的建设、配套住宅的销售会表现的更好，地产和家居 CBD 模式将会形成真正的协同效应。最后，公司一再强调的全球化、大商贸、大流通，强调的家居设计、制造、创意研发、博览推广、采购、大宗贸易、家居文化、大物流、现代金融结算服务等一条龙的现代家居产业链想象空间很大，在实践过程中必然会衍生出很多新的亮点，CBD 模式的突破依赖于产业链的打通。

### 3 估值与盈利预测

#### 3.1 主要项目梳理

截止到 2012 年 12 月 31 日，不考虑少量未结的竣工尾盘项目、规划指标未明确的钟村三旧改造项目、惠州博罗等旅游项目，公司未结算的项目权益建面达 448 万平米，为 2012 年销售面积的 5 倍多。公司今年计划拿地金额 20 亿，土地储备有望持续增加，各项目计容建筑面积和楼面地价基本情况如下表所示。



表 7 公司主要储备项目及土地成本（万平方米、元每平米）

项目名称	地块类型	土地面积	容积率	建面	未结	权益	未结权益	楼面地价
广州番禺.锦江布查特三期	住宅	4.28	2.0	8.56	8.56	51%	4.37	268
广州番禺.锦江 A1 地块	住宅	7.00	2.0	14.00	14.00	51%	7.14	268
广州番禺.锦江 B5 地块	住宅	2.83	2.0	5.66	5.66	51%	2.89	268
广州番禺.锦江 B8 地块	住宅	7.07	2.0	14.14	14.14	51%	7.21	268
广州番禺.锦江 B10 地块	住宅	5.28	2.0	10.55	10.55	51%	5.38	268
广州增城.翡翠绿洲	住宅	58.29	2.4	139.88	139.88	100%	139.88	116
鄂州.锦绣香江项目	商住	10.82	2.5	27.05	22.89	100%	22.89	210
鄂州.待开发土地	商住	9.28	2.5	23.20	23.20	100%	23.20	210
株洲.锦绣香江湖湘文化城	商住	10.89	1.8	19.60	19.60	100%	19.60	422
株洲.香江待开发土地	商住	15.63	1.8	28.13	28.13	100%	28.13	425
连云港.锦绣香江一二期	住宅	8.32	2.5	20.80	13.35	100%	13.35	182
连云港香江项目 1#、2#、3#地块	商业	12.44	1.1	13.68	13.68	100%	13.68	413
聊城香江光彩大市场 A 区	商业	2.53	1.5	3.80	3.80	100%	3.8	188
新乡.香江城市广场	商业	9.42	1.5	14.13	14.13	100%	14.13	429
山东临沂.香江大厦	商务/办公	1.2	4.5	5.40	5.40	60%	3.24	307
江门恩平.待开发土地	住宅	1.57	2.0	3.14	3.14	90%	2.83	241
成都.香江全球家居 CBD	商业	8.96	1.5	13.44	4.16	51%	2.12	603
成都.繁城新都锦绣香江	住宅/商业	6.16	3.0	18.48	18.48	100%	18.48	500
成都.家园房产待开发土地	商业	15.03	3.0	45.09	45.09	100%	45.09	355
廊坊香河.香江全球家居 CBD	商业	6.70	3.0	20.10	20.10	100%	20.10	597
滁州来安.香江南京湾	住宅	27.16	1.2	32.59	32.59	51%	16.62	544
滁州来安.南京湾全球家居 CBD	商业	20.88	2.5	52.20	52.20	51%	26.62	342
珠海.横琴 2012-06 地块	商务/公寓	1.60	6.9	11.04	11.04	70%	7.73	3,354
<b>总计</b>		<b>253.3</b>		<b>544.7</b>	<b>523.8</b>		<b>448.5</b>	

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

从以上项目可以看出，公司目前的主要项目有番禺锦绣香江、增城翡翠绿洲、成都全球 CBD 等项目，分别介绍如下。

### 一、广州番禺锦绣香江

锦绣香江是香江集团在中国打造的首个居住社区，是广州经典的高尚住宅小区，项目位于华南板块核心地段，项目临近地铁三号线，新光快速，交通便捷，周边有沃尔玛等大型超市，生活方便。项目所属公司持股情况：香江控股持股 51%、广州市番禺区房地产业联合开发总公司持股 49%。

该项目总占地面积 87.65 万方（1313 亩），计容建面 129.58 万方。从 02 年开工，陆续推出了锦江别墅、山水华府一期、山水华府二期、布查特国际公寓、布查特官邸二期、布查特官邸三期等组团。截止到 2012 年底，已售未结的主要是布查特官邸三期，该组团由 15 栋 536 套精装房组成，在 2011 年 12 月开盘，13 年 3 月售罄。



图 21 番禺锦绣香江地理位置



数据来源：公司网站、第一创业证券研究所

图 22 番禺锦绣香江布查特三期实景



**二、广州增城翡翠绿洲**

翡翠绿洲位于广州东广园东快速路和广深高速的交界处，毗邻碧桂园凤凰城，至广州天河仅需 30 分钟车程，至东莞、增城中心仅需 20 分钟车程，该项目为公司全资持有。

项目总占地面积超过 6000 亩，目前已拿地规模约 1800 亩（即 120 万方，已规划的计容建面 180.79 万方）。从 03 年开工建设以来，该项目陆续推出了别墅、一期和二期洋房、三期和四期、八期（凡尔赛庄园）、九期（别墅组团伯爵郡）、五期（森林半岛）、六期（金色凡尔赛）、七期（凡尔赛·宫）、十期（鹿鸣山）等组团。

图 23 翡翠绿洲地理位置



数据来源：公司网站、第一创业证券研究所

图 24 翡翠绿洲别墅和洋房实景



**三、成都香江全球家居 CBD**

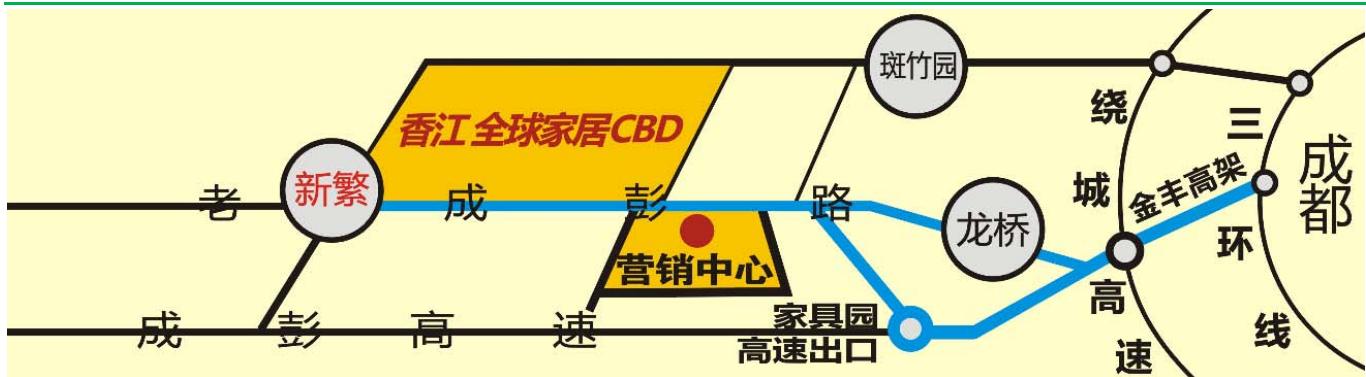
成都家具产业园地处成都市北郊新都区，面积约 6 平方公里，位于西部地区最具经济活力的成都、德阳、绵阳经济圈的中心，距成都市中心 16 公里，是成都周边经济较为发达的工业、科技、文化、旅游卫星城。成都香江全球家居 CBD 位于产业园核心位置，规划总建面为 600 万平米，计划总投资 170 亿元，建成后年交易额将达千亿以上。该项目主要由成都香江（负责土地一级整理、招



商引资、物业运营管理)和成都龙城(负责卖场和住宅的开发销售)开发运营,两个主体由公司100%控股(成都香江由公司100%直接持有,成都龙城由公司50%直接持有和50%间接持有,成都家园和繁城香江由成都龙城全资持有,全球家居城由成都香江全资持有)。

成都香江全球家居CBD项目于2009年12月启动,一期20万平米、二期A区20万平米,B区15万平米,目前均已竣工。品牌家居工厂总部批发城于2011年10月1日开业运营,就创造了“开业部分仅为整体项目的1/20,交易额却为西南传统家居卖场的20倍以上”的奇迹!

图25 成都香江全球家居CBD位置



数据来源:公司网站、第一创业证券研究所

图26 成都香江全球家居CBD效果图



数据来源:公司网站、第一创业证券研究所

#### 四、香河香江全球家居CBD

香河香江全球家居CBD地处环渤海、京津唐核心位置,位于香河传统家具市场绣水街与新兴家具集群北方家具产业基地衔接处,由中央会展区、中央文化区、中央总部区、中央制造区、中央电子商务区、中央服务区、中央商业区、中央物流区等八大板块和十八个功能中心组成。该项目距国贸正东十五分钟车程,坐拥铁路、公路、机场、港口四位一体的便捷交通网。该项目所属公司香河香



江由公司全资控股。

河香江全球家居 CBD 项目总投资 200 亿元，规划总建筑面积 500 万平方米，可容纳家具、装饰建材、家居饰品、灯饰照明、艺术家居产品、家居用品、原辅材料等几十大品类、50000 多家世界家居品牌工厂进驻经营，年交易额可达千亿以上。

图 27 香河香江全球家居 CBD 位置



图 28 香河香江全球家居 CBD 效果图



数据来源：公司网站、第一创业证券研究所

对于南京湾 CBD 项目、其他的住宅和商贸项目，我们在这里就不再一一介绍。

### 3.2 项目结算预测

根据公司的项目信息和开发情况，我们预计公司在未来三年的结算收入如下表所示。

表 8 未来三年主要项目收入情况估算

类型	项目名称	2012年底未结算建面	毛利率	预计收入/百万元		
				2013	2014	2015
住宅	广州番禺.锦绣香江	52.92	71%	1712	1586	1246
住宅	广州增城.翡翠绿洲	139.88	47%	1800	2002	2370
商住	鄂州.锦绣香江项目	22.89	29%	133	117	117
商住	鄂州.待开发土地	23.20	36%			41
商住	株洲.锦绣香江湖湘文化城	19.60	36%	180	175	253
商住	株洲.待开发土地	28.13	37%			240
住宅	连云港.锦绣香江一二期	13.35	26%	83	105	287
商业	连云港香江项目 1#、2#、3#地块	13.68				
住宅/商业	成都.繁城新都锦绣香江	18.48	23%	95	195	312
住宅	滁州来安.香江南京湾	32.59	36%		275	560
商业	聊城.香江光彩大市场 A 区	3.80				
商业	新乡.香江城市广场	14.13	30%	42		90
商务/办公	山东临沂.香江大厦	5.40	27%	108	135	
住宅	江门恩平.待开发土地	3.14	25%			58
商业	珠海.横琴 2012-06 地块	11.04	68%			1150
商品房、商铺及卖场销售合计				4153	4590	6724



成都.香江全球家居 CBD	49.25	46%	266	330	544
廊坊香河.香江全球家居 CBD	20.10	48%	667	1009	
滁州来安.南京湾全球家居 CBD	52.20	37%	540	560	290
商贸物流基地 (香江全球家居 CBD) 商业物业销售合计			1473	1899	834
商贸物流经营	40%		96	115	127
物业管理及其他	30%		297	327	360
总计			6019	6931	8045

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

根据以上预测结果，我们预计公司 2013-2015 营业收入分别为 60.19 亿元、69.31 亿元和 80.45 亿元，净利润水平分别为 6.8 亿元、8.38 亿元和 9.68 亿元，EPS 分别为 0.89 元、1.09 元和 1.26 元，目前股价对应的 PE 为 7.94X、6.44X 和 5.58X。

### 3.3 重估净资产

考虑公司出售物业和部分持有物业的增值情况，香江控股 RNAV9.80 元，公司当前价格 7.03，折让 28.3%，股价明显低估，具体情况如下表所示。

表 9 公司净资产重估：股价折让 28.3%

项目	估值/百万元
出售类物业评估增值	5,529.45
持有类物业评估增值	126.57
公司净资产	1,870.76
重估净资产	7,526.78
总股本/百万股	767.81
RNAV	9.80
当前股价	7.03
折价比例	28.3%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

### 3.4 投资建议

作为最早涉足家居流通领域的房地产商，香江控股在过去十多年地产的开发和商贸平台建设的经验中找到了符合产业政策和自身优势的发展模式，即香江全球家居 CBD。我们认为，由于房地产行业竞争的加剧和大幅土地获取难度的加大，优质大盘分期开发的高毛利模式难以持续，香江控股在家居建材产业积累的深厚功底使其能走好家居细分市场之路。我们看好公司香江全球家居 CBD 的开发与住宅开发产生的协同效应。

公司从 2010 年实施战略调整之后，主要住宅项目新开工大幅增长，主要项目销售情况持续向好，业绩释放的弹性空间已经显现。公司股价的催化剂包括：高毛利项目进入结算期、销售持续增长、转让部分子公司实现收益、在核心城市获取优质地块、香江全球家



居 CBD 模式实现新区域的拓展等等。

我们预计公司 2013 年的 EPS 为 0.89 元，公司股价 7.03 元，不到 8 倍 PE，相对于 RNAV 折让 28.3%，首次给予公司“强烈推荐评级”，目标价为 8.01-8.90 元。

## 4 风险提示

我们认为公司的发展和业绩兑现面临以下风险：

- 1) 高毛利项目结算进度低于预期；
- 2) 住宅项目销售持续性差；
- 3) 香江全球家居 CBD 模式发展不及预期等。

表 10 香江控股主要财务指标（百万元）

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2690	6019	6931	8045
收入同比(%)	106%	124%	15%	16%
归属母公司净利润	31	680	838	968
净利润同比(%)	-30%	2114%	23%	15%
毛利率(%)	38.6%	46.3%	48.2%	47.0%
ROE(%)	2.1%	31.9%	28.3%	24.6%
每股收益(元)	0.04	0.89	1.09	1.26
P/E	175.87	7.94	6.44	5.58
P/B	3.73	2.54	1.82	1.37
EV/EBITDA	27	4	3	3

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



## 盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	10572	20481	23325	27711	<b>营业收入</b>	2690	6019	6931	8045
现金	2468	3972	4934	6359	<b>营业成本</b>	1652	3234	3587	4262
应收账款	65	151	171	200	<b>营业税金及附加</b>	309	662	762	885
其他应收款	226	587	630	758	<b>营业费用</b>	313	421	554	563
预付账款	222	1333	1520	1379	<b>管理费用</b>	256	361	451	523
存货	7293	14286	15845	18827	<b>财务费用</b>	18	32	58	67
其他流动资产	297	152	225	188	<b>资产减值损失</b>	37	14	19	23
<b>非流动资产</b>	1924	2301	2572	2750	<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
长期投资	33	63	83	112	<b>投资净收益</b>	27	14	13	18
固定资产	566	597	586	554	<b>营业利润</b>	132	1308	1513	1739
无形资产	46	46	46	46	<b>营业外收入</b>	37	62	53	78
其他非流动资产	1279	1595	1856	2037	<b>营业外支出</b>	25	39	34	45
<b>资产总计</b>	12497	22782	25897	30461	<b>利润总额</b>	144	1331	1532	1772
<b>流动负债</b>	8904	17809	19127	22062	<b>所得税</b>	100	451	534	645
短期借款	325	300	500	500	<b>净利润</b>	44	880	998	1128
应付账款	2298	4611	5051	6039	<b>少数股东损益</b>	13	200	160	160
其他流动负债	6282	12898	13575	15523	<b>归属母公司净利润</b>	31	680	838	968
<b>非流动负债</b>	1730	2232	3031	3531	<b>EBITDA</b>	197	1385	1620	1858
长期借款	1708	2208	3008	3508	<b>EPS (元)</b>	0.04	0.89	1.09	1.26
其他非流动负债	23	24	23	24					
<b>负债合计</b>	10635	20041	22157	25594					
少数股东权益	414	614	774	934					
股本	768	768	768	768					
资本公积	37	37	37	37					
留存收益	643	1323	2161	3128					
归属母公司股东权益	1448	2128	2966	3933					
<b>负债和股东权益</b>	12497	22782	25897	30461					
现金流量表				单位: 百万元	主要财务比率				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	1562	1160	459	1097	<b>成长能力</b>				
净利润	44	880	998	1128	营业收入	106.5%	123.8%	15.2%	16.1%
折旧摊销	46	45	49	51	营业利润	9.8%	890.5%	15.7%	15.0%
财务费用	18	32	58	67	归属于母公司净利润	-30.4%	2114.2%	23.3%	15.5%
投资损失	-27	-14	-13	-18	<b>盈利能力</b>				
营运资金变动	1552	179	-642	-148	毛利率 (%)	38.6%	46.3%	48.2%	47.0%
其他经营现金流	-72	38	9	17	净利率 (%)	1.1%	11.3%	12.1%	12.0%
<b>投资活动现金流</b>	25	-407	-307	-211	ROE(%)	2.1%	31.9%	28.3%	24.6%
资本支出	149	0	0	0	ROIC(%)	3.7%	90.3%	65.4%	69.9%
长期投资	25	421	320	229	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	199	14	13	18	资产负债率 (%)	85.1%	88.0%	85.6%	84.0%
<b>筹资活动现金流</b>	-508	751	810	539	净负债比率 (%)	27.33%	18.35%	20.44%	19.94%
短期借款	325	-25	200	0	流动比率	1.19	1.15	1.22	1.26
长期借款	-0	500	800	500	速动比率	0.36	0.34	0.39	0.40
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	15	0	0	0	总资产周转率	0.26	0.34	0.28	0.29
其他筹资现金流	-848	275	-190	39	应收账款周转率	52	53	41	41
<b>现金净增加额</b>	1079	1504	962	1425	应付账款周转率	1.02	0.94	0.74	0.77

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



## 免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层  
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718  
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层  
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777  
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号  
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281  
P.R.China:200135