

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

房地产开发 II

**凤凰股份 (600716)**

重大事件快评

**推荐**

(首次评级)

2014年01月14日

# 文化地产先锋，养老产业新锐

证券分析师： 区瑞明

0755-82130678

ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

## 事项：

凤凰股份 1 月 13 日晚间公告和中央商场 (600280) 近日签订了结成战略合作伙伴的框架协议。据协议，在凤凰股份开发的综合项目及商业项目中，中央商场将优先安排中央商场旗下的连锁店作为主力店在项目中推出；中央商场参与凤凰股份开发的商业项目，同时将凤凰集团旗下的各类文化消费类品牌店优先安排入驻在各地的连锁店项目内；双方将根据每个项目的具体条件，拟定相应合作模式。

## 评论：

### ■ 框架协议签署，将与中央商场形成强强联合、优势互补

中央商场不仅具备强大的商业品牌资源和商场管理经验，而且是一家具有互联网思维和自我革命精神的公司，打造的“云中央”——雨润中央商场购物平台已于 2013 年 11 月 11 日正式运营，移动 APP “中央商场”也已于 2013 年 12 月 28 日在 IOS 平台和安卓平台正式上线。而凤凰股份的实际控制人是江苏省人民政府，第一大股东是江苏凤凰出版传媒集团有限公司，而江苏凤凰出版传媒集团有限公司同时也是凤凰传媒 (601928) 的大股东，因此，凤凰股份具备丰富的社会文化资源。我们认为，达成本次战略合作意向后，双方将形成强强联合、优势互补，定能打造商业、文化地产新格局。

### ■ 具备基因优势，公司已是 A 股文化地产先锋

由于凤凰集团在发行出版业的优势地位以及在江苏省内的独特地位，公司已成为 A 股中的文化地产先锋，在房地产开发领域，是以文化经营与文化消费为中心，同时推进周边商、住项目开发。目前公司文化地产具备两大优势：①政府导向带来行业壁垒和拿地优势；②通过文化品牌提升物业价值。

### ■ 进军养老产业，成长空间更为广阔

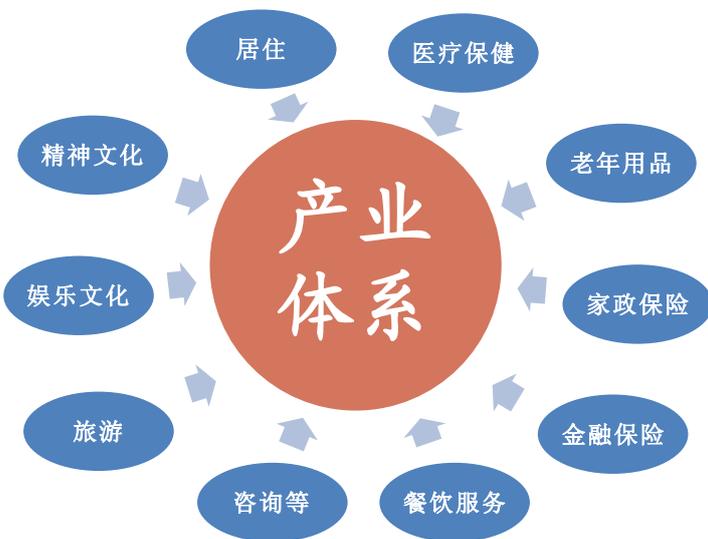
公司于 2013 年 10 月 22 日公告：在稳步推进文化地产的同时，公司充分认识到人口老龄化给我国养老产业带来的巨大需求及机遇，特别是《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》的出台，为养老产业的发展奠定坚实的基础。为了更好地落实公司探索养老产业的新产业发展方向，进一步整合文化、医疗、地产等资源，努力实现房地产开发与养老产业的有机结合。公司决定投资 5 亿元成立专业的养老产业公司，致力于养老产业的研究、开发、运营与管理。

养老产业是依托第一、第二和传统的第三产业派生出来的特殊的综合性产业，涵盖居住、护理、医疗、康复、健康、管理、文体活动、餐饮服务到日常起居呵护等。

中国正经历历史上规模最大、速度最快的老龄化进程；预计至“十二五”期末，老年人口规模将达到 2.21 亿元，占全国人口比重升至 16%；至 2050 年，我国老年人口数量将占全国总人口的 1/3。按照国际通行标准，一个国家 60 岁以上的老年人口或 65 岁以上的老年人口在总人口中的比例超过 10% 和 7%，那么这个国家就达到人口老龄化（我国从 2005 年开始进入老龄化社会）。

2010 年，我国老年人退休金总额达 8383 亿元；2020 年，将达 28145 亿元；到 2030 年，退休金总额将达到 73210 亿元。目前老年人可用于购买老年用品的支出已达 4000 亿元。综上，中国的老年群体已经成为一支重要的消费大军。

图 1: 国信证券房地产分析师对养老产业体系的归纳和总结



资料来源: 国信证券经济研究所分析师归纳

根据国务院办公厅印发的《“十二五”社会养老服务体系规划(2011-2015)》提出“90/07/03”模式,即老年人90%为居家养老、7%为社会养老、3%为机构养老。截至2012年,全国有各类养老机构4.02万所,床位416万张,占老年人总数的2%;收养老年人接近310多万人,接近1.6%比例,大大低于发达国家5%左右的平均水平。

如表1,目前我国每千位老人拥有床位数大大低于发达国家,在发展中国家中也处于较低水平。根据《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》,到2020年床位数将较2012年增长134%。2012年老龄人口1.93亿,按照3%机构养老,则需床位579万张(缺口163万张)。

图 2: 中国老龄人口规模增长态势



资料来源: 中国老龄事业发展报告(2013)、国务院关于加快发展养老服务业的若干意见、中国老龄事业发展统计公报、国信证券经济研究所整理

目前,社会资本参与养老产业已有所发展,其中以养老社区开发运营为主的养老地产最为集中,这一领域的活跃投资者包括:民营养老服务机构、地产商、保险公司、境外投资者等。

就养老地产而言,据统计,目前全国有80家地产商进入养老地产领域,公开信息披露的养老地产项目达百余个。我们认为,养老地产将快速发展阶段。先期进入市场的企业随着运营经验的积累,运营模式,盈利模式趋于成熟后,将迅速开始大规模复制、推广。

表 1: “机构养老”床位供给预测

年度	床位数 (万张)	每千名老年人拥有养老床位数 (张)	备注
2010 年	323	17.7	
2012 年	416	21.5	发达国家 50-70 张床位/千位老人 发展中国家 20-30 张床位/千位老人
2015 年	663	30	
2020 年	972	35-40	

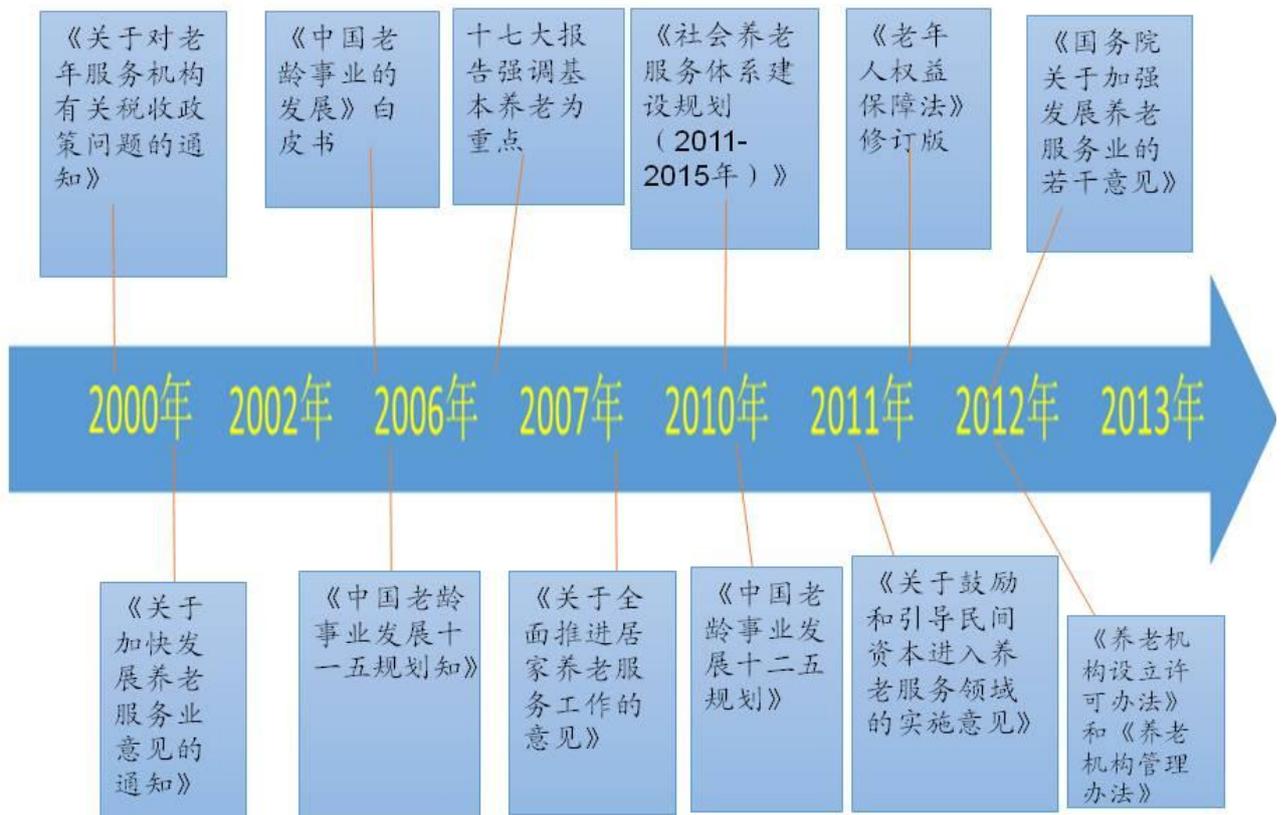
资料来源: 中国公益研究院、《我国老龄领域社会问题静态预测研究》、《社会养老服务体系规划建设规划 (2011 - 2015 年)》、国信证券经济研究所整理

■ 政府对养老产业重视, 政策扶持层出不穷

我们认为, 政府近年来对于养老产业愈发重视, 中央和地方已不断出台推动养老地产发展相关配套政策, 规范行业发展, 近期主要从土地、财税等政策上予以支持。

自 1996 年是 8 月全国人大通过《中华人民共和国老年人权益保障法》以来, 我国先后共制定了约 200 多个老年政策法规, 数量众多, 涉及面广 (图 3)。

图 3: 我国国家层面养老地产相关政策



资料来源: 政府网站, 国信证券经济研究所整理

2011 年以来地方养老产业政策法规进入频繁出台期 (表 2)。

尽管近年我国养老地产政策法规密集出台, 但多为纲领性、原则性的政策, 但要落到实处, 具有实际可操作性, 则尚待进一步完善实施细则。其中, 核心配套政策包括以下几个方面:

1. 明确养老地产用地性质, 设立“养老地产用地”专项用地类别。

2. 将养老用地供应纳入城镇土地利用总体规划和年度用地计划。
3. 根据养老地产项目运营特点，在企业所得税、土地使用税、营业税等方面根据营运模式确定优惠幅度。

**表 2: 我国地方层面养老地产相关政策**

序号	政策法规	地方	时间
1	《老龄事业发展十二五规划》	各省、地市	2011-2013
2	《社会养老服务体系规划和意见》	各省、地市	2011-2013
3	《养老服务机构设施布局规划》	各地市	2009-2013
4	《天津市养老产业规划》	天津	2013年6月
5	《厦门市养老服务机构年度考评办法》	厦门	2013年6月
6	《关于加强台州市居家养老服务用地规划管理的通知》	浙江台州	2013年7月
7	《关于印发北京市 2013 年度国有建设用地供应计划的通知》	北京	2013年4月
8	《宁夏回族自治区社会工作专业人才队伍建设中长期规划（2012-2020年）》	宁夏	2013年4月
9	《关于推行民办养老机构以外责任保险的通知》	广州	2013年4月
10	《南通市老年人意外伤害综合保险实施细则》	南通	2013年4月
11	《深圳市养老设施专项规划（2011-2020）》	深圳	2013年5月
12	《居家养老服务管理规范》、《社区养老服务管理规范》	成都	2013年5月
13	《合肥市政府购买居家养老服务实施方案》	合肥	2013年5月
14	《老年人自理能力评估规范》	成都	2013年5月
15	《养老设施空间布局规划（2010-2020年）》	武汉	2013年5月
16	《洛阳市社会养老服务机构土地及产权管理意见》	洛阳	2013年5月
17	《关于提高高领补贴的实施意见》	甘肃	2013年5月
18	《浙江省老年服务于管理类专业毕业生入职奖补办法》	浙江	2013年5月
19	《北京市养老设施专项规划》	北京	2013年7月
20	闵行区推进养老产业发展三年行动计划（2013年-2015年）	上海	2013年

资料来源：中国公益研究院、国信证券经济研究所整理

### ■ 文化地产先锋，养老产业新锐，给予“推荐评级”

综上所述，我们认为公司不仅是文化地产先锋，更是养老产业新锐。相对于传统房企，公司在战略上的布局，既能避开传统住宅产业、传统商业地产的天花板，又能避免与大开发商在传统住宅领域的正面交锋。对于养老产业，特别是养老地产的广阔前景，我们将在后续专题研报中做进一步分析。预计公司 2013-15 年 EPS 分别是 0.40/0.70/0.91 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1218	1691	2442	3257
应收款项	2	2	3	4
存货净额	4568	4312	4739	5995
其他流动资产	182	159	200	257
<b>流动资产合计</b>	<b>5970</b>	<b>6164</b>	<b>7384</b>	<b>9512</b>
固定资产	16	15	16	16
无形资产及其他	5	5	5	5
投资性房地产	349	349	349	349
长期股权投资	478	697	697	697
<b>资产总计</b>	<b>6817</b>	<b>7230</b>	<b>8450</b>	<b>10578</b>
短期借款及交易性金融负债	1012	991	1031	1041
应付款项	430	455	566	740
其他流动负债	2829	2960	3623	4987
<b>流动负债合计</b>	<b>4271</b>	<b>4406</b>	<b>5221</b>	<b>6769</b>
长期借款及应付债券	500	500	500	500
其他长期负债	111	111	111	111
<b>长期负债合计</b>	<b>611</b>	<b>611</b>	<b>611</b>	<b>611</b>
<b>负债合计</b>	<b>4882</b>	<b>5017</b>	<b>5832</b>	<b>7380</b>
少数股东权益	122	115	103	88
股东权益	1814	2098	2515	3111
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6817</b>	<b>7230</b>	<b>8450</b>	<b>10578</b>

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.10	0.40	0.70	0.92
每股红利	0.00	0.02	0.14	0.11
每股净资产	2.45	2.83	3.40	4.20
ROIC	6%	12%	22%	32%
ROE	4%	14%	21%	22%
毛利率	45%	42%	47%	45%
EBIT Margin	27%	24%	30%	29%
EBITDA Margin	27%	24%	30%	29%
收入增长	2%	1%	33%	35%
净利润增长率	-68%	295%	74%	30%
资产负债率	73%	71%	70%	71%
息率	0%	0%	2%	2%
P/E	70.1	17.7	10.2	7.8
P/B	2.9	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	21.7	24.1	15.7	13.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>1745</b>	<b>1762</b>	<b>2344</b>	<b>3164</b>
营业成本	952	1022	1254	1756
营业税金及附加	246	233	279	398
销售费用	40	41	52	46
管理费用	40	39	50	49
财务费用	71	34	34	34
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	395	393	675	881
营业外净收支	(221)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>175</b>	<b>393</b>	<b>675</b>	<b>881</b>
所得税费用	103	102	169	220
少数股东损益	(4)	(9)	(15)	(20)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>76</b>	<b>299</b>	<b>521</b>	<b>680</b>

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>76</b>	<b>299</b>	<b>521</b>	<b>680</b>
资产减值准备	1	1	0	0
折旧摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	71	34	34	34
营运资本变动	309	435	306	224
其它	(5)	(8)	(12)	(15)
<b>经营活动现金流</b>	<b>384</b>	<b>729</b>	<b>818</b>	<b>891</b>
资本开支	(4)	(2)	(2)	(2)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(440)</b>	<b>(221)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>
权益性融资	33	0	0	0
负债净变化	74	0	0	0
支付股利、利息	0	(15)	(104)	(85)
其它融资现金流	(395)	(20)	40	10
<b>融资活动现金流</b>	<b>(214)</b>	<b>(35)</b>	<b>(65)</b>	<b>(75)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(270)</b>	<b>473</b>	<b>751</b>	<b>814</b>
货币资金的期初余额	1488	1218	1691	2442
货币资金的期末余额	1218	1691	2442	3257
企业自由现金流	501	750	838	910
权益自由现金流	179	705	852	895

## 相关研究报告:

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。