

南国置业 (002305)

增持/上调评级

股价: RMB15.0

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000510120035

(0755)8249 2232

yujinhua@mail.htlhsc.com.cn

肖肖

SAC 执业证书编号:S1000510120050

(0755)8249 2495

xiaoxiao@mail.htlhsc.com.cn

商业地产绿洲的守望者

- 公司以商业地产开发为主，土地储备中商业性质土地占比超过 80%，纯商业储备占有所有商业性质物业比重达到 90%。在 09 年底上市后，公司积极扩充土地储备，目前土地储备已由 09 年底的 83 万 m²，上升至 138 万 m²，平均楼面地价约 1800 元/m²。由于公司项目多处于武汉市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要节点上，项目潜在的盈利能力较高。
- 从国际经验来看，武汉市正处于由小型购物中心和仓储百货消费向大型购物中心转型的时期。此外，受住宅市场调控导致部分资金涌入商业地产的推动，武汉市商业地产在 2010 年出现显著升温。公司部分项目售价也比我们 2009 年末时预测的价格有明显上涨。我们判断公司未来将推出的商业地产项目仍将可能继续受益于此趋势。
- 与万达相比，公司在开发及运营水平上尚有一定差距。不过公司项目具备可复制性，大武汉家装一期的成功运作为公司积累了宝贵的运营管理经验和客户资源，同时也增强了公司在专业建材连锁方面的品牌优势。我们认为公司随着开工的提速和客户资源的持续积累，加上期权激励有望牢牢锁定核心员工，公司正在为未来走出武汉，实现异地扩张积蓄着能量。
- 公司 2011 年将新开工 3 个项目约 30 万 m²，在建规模将历史性的突破 80 万 m²，至此公司目前能开工的项目年内将实现全部开工，大踏步建设预示未来更高的成长速度和更多可售可结资源。
- “持股+期权激励”牢牢锁定核心员工，为即将进入的快速成长期做好充分的人员储备，根据行权条件测算出未来四年净利润保底年均增速达 26%。
- 预计 2010 至 2012 年的 EPS 分别为 0.40、0.52、0.65 元，对应的 PE 分别为 35.9X，27.6X 和 22X。鉴于公司的复制成长模式较为独特，较高的在建规模将为未来三年带来较丰富的可售资源，而公司的商业地产项目基本不受楼市调控，我们上调公司的评级至“增持”。
- 风险提示：**政府对信贷的调控可能会提高公司的资金成本，从而降低公司未来的利润率水平。

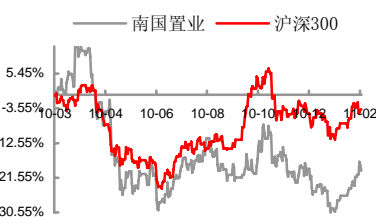
相关研究

公司研究-南国置业 (002305) 091208: 租售并举，以售为终 (中性)

基础数据

总股本 (百万股)	480
流通 A 股 (百万股)	480
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	7,200

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	587.3	660.5	732.1	1238.1
(+/-%)	6.1	12.5%	10.8%	69.1%
归属母公司净利润(百万元)	166.2	192.5	250.4	313.7
(+/-%)	3.2	15.8%	30.1%	5.3%
EPS(元)	0.35	0.40	0.52	0.65
P/E(倍)	36.1	35.9	27.6	22.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

商业地产开发为主，土地储备稳步增加中	4
武汉商业地产量价齐升，公司项目将持续受益	5
从国际经验来看，武汉市正处于商业地产大发展时期.....	5
对住宅市场的调控，推动武汉商业地产出现显著升温.....	6
二手商铺交易成本翻倍一定程度利好新建商业地产的销售	8
开发及运营能力尚不及万达，但项目具备可复制性.....	9
以专业建材市场连锁的模式具备可复制性.....	10
异地扩张已锁定襄樊、宜昌和鄂州，后续土地储备值得期待.....	11
试探参与保障房和城中村改造，有商业开发的地方就有成长空间.....	11
在建规模将创新高预示推售高峰临近.....	11
能开工的项目将实现全部开工，大踏步建设预示成长提速	11
借道信托融资以弥补资金紧张，预售回款为新开工项目输血.....	12
2011-2012 年逐步进入推售高峰期.....	13
“持股+期权”锁定核心员工，保底净利增速 26%	13
“持股+期权激励”双保险锁定核心员工	13
行权条件决定未来四年净利润保底 26%的年均增速	13
上调评级至增持	14
风险提示:	15
附录：项目概览	15

图表目录

图 1:	土地储备位置优越, 多处于武汉市的商业中心区及商业副中心区内.....	5
图 2:	武汉社会商品零售总额及人均可支配收入均保持稳定增长.....	6
图 3:	2010 年武汉商业地产竣工面积、销售面积及销售均价均创历史新高.....	6
图 4:	香港商铺售价涨幅大幅超越租金涨幅, 使回报率处于近 20 年来最低水平	8
图 5:	2011 年 3 月武汉市在售商业物业类型及价格区间.....	9
图 6:	大武汉家装二期总体规模超过一期.....	11
图 7:	大武汉家装二期近 10 台挖土机同时施工.....	11
图 8:	公司在建规模将提升至 80 万平方米, 达到历史最高水平.....	12
图 9:	大武汉家装一期.....	15
图 10:	大武汉家装一期各楼位置图.....	15
图 11:	北都城市广场由 2 栋 LOFT 和 3 层商业裙楼组成.....	15
图 12:	北都城市广场已建至地上 2 层.....	15
图 13:	首义汇项目楼盘图.....	15
图 14:	首义汇项目现场紧张施工中.....	15
图 15:	洪广首座项目现场正紧张施工中.....	16
图 16:	永利地块项目现场.....	16
表格 1:	拿地方式灵活, 土地储备规模突破百万平方米.....	4
表格 2:	武汉市部分商铺价格较 2010 年初上涨 40%-70%不等.....	7
表格 3:	重点商业地产项目目前售价多数已超过 2009 年末首次预测时均价.....	7
表格 4:	部分商铺的租金回报率水平较低.....	8
表格 5:	二手商铺交易成本在新政出台后上涨明显.....	9
表格 6:	与万达的再比较, 走差异化路线的同时有意识地学习和赶超.....	10
表格 7:	2011 年将实现 7 盘联动, 在建规模将突破 80 万平方米.....	12
表格 8:	公司 2010 年历次信托融资合计约 8.7 亿元.....	13
表格 9:	期权行权需满足净利润增速和净资产收益率的双重要求.....	14
表格 10:	2010-2011 年结算主要项目为首义汇、北都城市广场和洪广首座.....	14

商业地产开发为主，土地储备稳步增加中

公司以商业地产开发为主，土地储备的结构中，商业性质土地占比超过 80%，纯商业储备占有所有商业性质物业比重达到 90%。在 2009 年底上市后，公司采取收购项目股权、土地置换、合作开发、招标挂牌等方式积极扩充土地储备，目前土地储备已由 2009 年底的 83 万 m²，上升至 138 万 m²，平均楼面地价约 1800 元/m²。由于公司项目都处于武汉市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要节点上，并且多数位于地铁换乘枢纽和地铁上盖位置，项目潜在的盈利能力较高。

表格 1：拿地方式灵活，土地储备规模突破百万平方米

项目	权益	权益建面 (万 m ²)	楼面地价 (元/m ²)	售价 (元/m ²)	毛利率
南湖都会	100%	1.8	300	13000	68%
风华天城 1-2 期等尾盘	100%	1.5	400	8000	51%
大武汉家装	100%	3.7	1700	14000	62%
大武汉家装二期	100%	30.0	2100	14000	59%
西汇生活广场（1 期）	100%	2.7	2500	16000	26%
南湖城市广场	100%	7.5	500	9000	53%
北都城市广场	100%	9.9	1500	14000	51%
南国中心 1 期	100%	11.2	2100	22000	66%
南国中心 2 期	80%	20.0	2100	22000	69%
洪广首座/悦公馆	100%	3.6	3300	20000	35%
首义汇（招标挂牌）	100%	4.7	2600	29000	64%
后湖项目（合作开发）	100%	13.3	2600	20000	61%
永利地块（土地置换）	100%	8.0	500	8000	61%
古田轻机地块（收购股权）	100%	20.0	1000	8000	54%
合计		138.0	1800		

资料来源：调研，华泰联合证券研究所

注：永利地块已签转让协议，土地证正在办理；古田地块已获取项目产权，尚未变性，后续可能置换为商用地

图 1： 土地储备位置优越，多处于武汉市的商业中心区及商业副中心区内



资料来源：华泰联合证券研究所

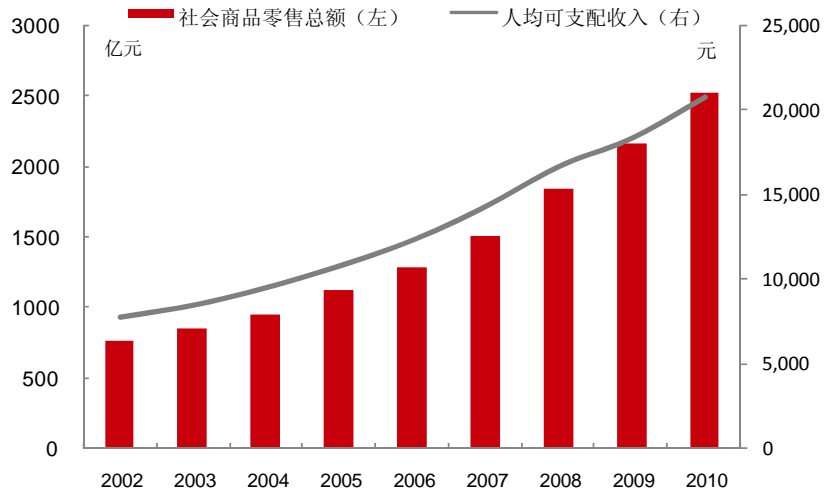
武汉商业地产量价齐升，公司项目将持续受益

从国际经验来看，武汉市正处于商业地产大发展时期

武汉作为九省通衢之地，自古以来就是商家云集，经贸发达的城市。2010年武汉市社会消费品零售总额 2523 亿，在全国仅次于北上广深和天津、重庆之后，位列第 7 位。较高基数的消费水平以及消费的稳定增长，都推动了武汉市商业地产需求持续而稳定的增长。

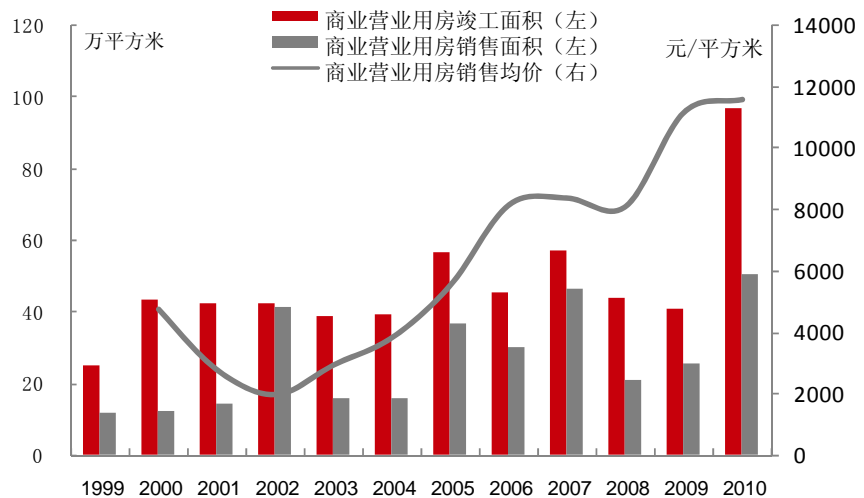
而根据国际经验，当人均 GDP 进入 3000 美元后将迎来消费繁荣时代，商业地产的发展也随着进入快车道。2009 年，武汉人均 GDP 已达 5.1 万元。从国际经验来看，武汉市正处于由小型购物中心和仓储百货消费向大型购物中心转型的时期。

图 2: 武汉社会商品零售总额及人均可支配收入均保持稳定增长



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 3: 2010 年武汉商业地产竣工面积、销售面积及销售均价均创历史新高



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

对住宅市场的调控, 推动武汉商业地产出现显著升温

在当前住宅市场受到持续而严厉的调控背景下, 有迹象表明有部分投资于住宅市场的资金开始涌入基本不受调控影响的商业地产领域。受此影响, 2010 年武汉商业物业销售金额创出 59 亿元的历史新高, 同比增长高达 108%。不但大幅超越住宅市场 12% 的增速, 商业物业的价格也较 2010 年初也上涨了约 50%。武汉市商业地产去年以来可谓量价齐升。

表格 2: 武汉市部分商铺价格较 2010 年初上涨 40%-70%不等

项目	售价(元/m ²)		涨幅	备注
	2010 年初	2011 年 3 月		
光谷步行街	32000	55000	72%	沿街商铺
首义欢乐城	28000	48000	71%	北区小面积商铺
西汇 1 期	16500	23500	42%	一层沃尔玛旁边
大武汉家装 1 期	8000	12000	50%	三层商铺

资料来源: 中介调研, 华泰联合证券研究所

在商铺价格整体上涨的过程中, 公司的项目也有不同程度的受益, 其中南国中心、北都和大武汉家装二期等项目周边可比楼盘估价均已超过我们 2009 年末时做出的预计结算均价。

我们判断公司未来将推出的商业地产项目销售将较大概率继续受益于这个趋势。我们在实地调研中也观察到, 首义汇的客户来访约 4 批, 现场座位全部坐满。此外我们了解到北都城市广场项目单个销售人员的蓄客也已达到 250 组。

表格 3: 重点商业地产项目目前售价多数已超过 2009 年末首次预测时均价

项目	建面 (万 m ²)	售价 (元/m ²)		可比项目现价 (元/m ²)	备注
		2009 年末	2011 年 3 月		
南湖都会	1.8	13000	13000	19000	南湖都会对面 188m ² 临街商铺, 月租金 1.5 万元, 总价 360 万元, 年回报率 5%
风华天城	1.5	8000	8000	8000-11000	风华天城 1 期二手商铺, 租金回报率不到 5%
大武汉家装	3.7	13500	14000	12500-20000	大武汉家装一期三层的二手铺面 37m ² , 45 万元, 租金 1500 元/月, 年分后 1 万元以上, 年回报 6% 家居馆和旗舰店参考大武汉家装一期, 预计均价
大武汉家装 2 期	30.0	14000	14000	15000-30000	15000-30000 元/m ² , 西汇二期参考西汇一期预计 20000-30000 元/m ² 。
西汇广场 1 期	2.7	16000	16000	23000	西汇 1 期内商铺, 64m ² 现价 150 万元, 年回报 5%
南湖城市广场	7.5	7500	9000	9000-11000	东区二手 loft 的价格 10000 元/m ² 左右, 一层临街商铺 30000 元/m ² 以上。
北都城市广场	9.9	10000	14000	10000-25000	对面新华家园临街二手商铺, 月租 70 元/m ² , LOFT 预计 10000 元/m ² , 一层商铺预计 25000 元/m ² 。
南国中心 1 期	11.2	18000	22000	25000-50000	位于未来 1/2 号地铁线交叉口, 可比店铺月租金
南国中心 2 期	20.0	18000	22000		200-350 元/m ² , 按 5% 的租金回报率预估售价。
洪广首座	3.6	15000	20000	20000	无可比公寓式酒店, 暂按周边住宅价格的 1 倍估算。
首义汇	4.7	-	29000	38000-51000	首义欢乐城地下商铺回报率约 7%, 首义汇一层铺面预计价格 5.5-6 万元/m ² 之间, 年回报率 7% 以上。
后湖项目	13.3	-	20000	20000	附近同鑫花园二手临街商铺月租约 40 元/m ² 。
合计	110.0				

资料来源: 调研, 华泰联合证券研究所

相对于售价，武汉市商铺的租金价格上涨幅度较弱，导致目前武汉市商铺的租金回报率有所下降，回落到 4%-7% 之间，但仍显著高于住宅市场。从香港市场的经验来看，伴随其经济自 2003 年经济持续复苏以来，香港零售物业的租金和售价均持续走高，但同样是售价涨幅明显高过租金涨幅，从而导致租金回报率持续走低，至 2010 年的回报率仅有 3.4%，已至近 20 多年的低位。

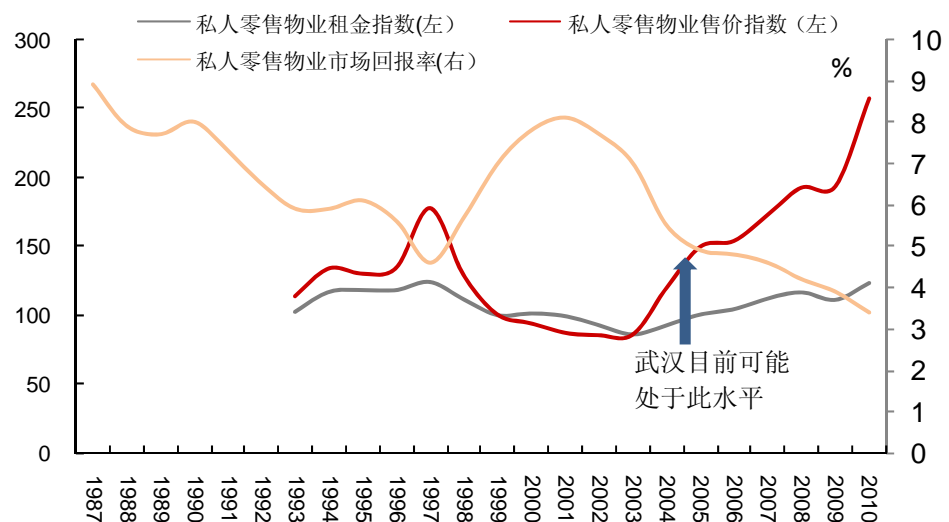
我们判断武汉商业地产目前的租金回报率可能处于香港 2005 年的水平，但是武汉市的经济增速持续超过香港的概率较大，其租金的上升空间也相对较高，虽然回报率可能进一步走低，但是在住宅市场巨大溢出资金的推动下，商铺的价格仍有望在 3-5 年内维持上升的趋势。

表格 4：部分商铺的租金回报率水平较低

项目	售价 (元/m ²)	月租金 (元/m ²)	租金回报率		类型
			未计交易成本	计交易成本	
光谷步行街	55000	200	4.4%	3.8%	二手商铺
首义欢乐城	48000	280	7.0%	7.0%	一手商铺
西汇 1 期	23500	100	5.1%	4.4%	二手商铺
大武汉家装 1 期	12000	63	6.3%	5.5%	二手商铺

资料来源：调研，华泰联合证券研究所，交易成本按总价 15% 估算

图 4：香港商铺售价涨幅大幅超越租金涨幅，使回报率处于近 20 年来最低水平



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

二手商铺交易成本翻倍一定程度利好新建商业地产的销售

3 月 1 日，武汉市政府为抑制商铺市场的炒作，对个人转让非住宅增收土地增值税（总价 5%）个人所得税（总价 3%），二手商铺的交易成本由征收前的总价的 6-7% 上升至目前的 14-15%。

我们通过部分中介了解到，即使不考虑交易成本，二手商铺的租金回报率水平也略低于一手商铺，其租金回报率在 4-6% 之间，考虑交易成本后的回报率则在 3%-5% 之间，而一手商铺目前的回报率约在 7%-8% 之间，综合来看提高二手商铺的交易成本一定程度上可能会有利于一手商业地产的销售。

表格 5：二手商铺交易成本在新政出台后上涨明显

	总价 (万元)	税费及其他交易成本(万元)					合计 (万元)
		契税	营业税	其他	土地增值税	所得税	
征收前	100	4	2.9	0.2	-	-	7.1
征收后	100	4	2.9	0.2	5	3	15.1

资料来源：华泰联合证券研究所

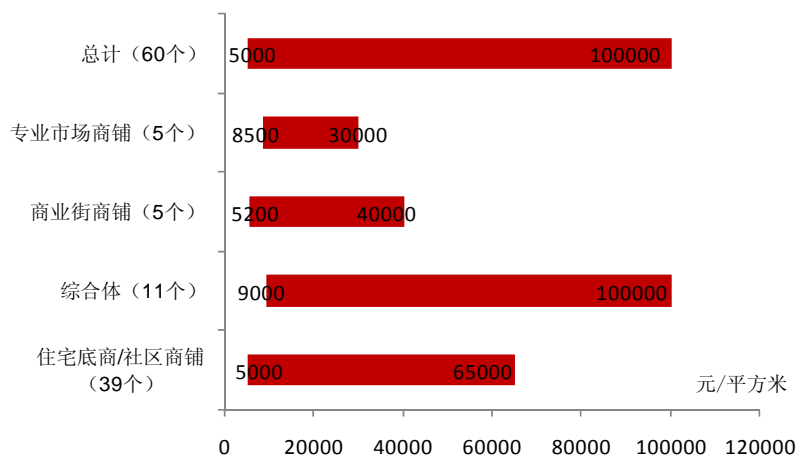
注：按照 50 平方米，2 万元/平方米售价估算，初始购买成本按 1 万元/平方米估算；营业税为房价差额的 5.8%，契税为总价的 4%，土地增值税为总价的 5%，所得税为总价的 3%。

开发及运营能力尚不及万达，但项目具备可复制性

公司的商业地产开发目前仍集中在武汉市场。所开发的产品主要分为城市广场（城市综合体）和专业市场两类。其中：城市广场的代表项目包括南湖城市广场以及北都城市广场；专业市场主要为大武汉家装等建材市场项目。为平衡项目开发中资金流，公司采取了租售并举，以售为终的经营策略。

在武汉市商业地产开发中，商业物业主要是以住宅底商/社区商铺为主，真正的综合体项目较少，目前在售的仅有 11 个。在武汉市场，与公司一样专注于综合体开发的目前主要是万达。与万达相比，公司在拿地、招商及客户资源、建设速度、总资产规模、品牌知名度等各个方面均有明显劣势，在商业地产的开发及运营水平上都尚有一定差距。但是公司目前已在战略层面确定走区域综合体复制的差异化路线。

图 5： 2011 年 3 月武汉市在售商业物业类型及价格区间



资料来源：亿房网，华泰联合证券研究所

表格 6：与万达的再比较，走差异化路线的同时有意识地学习和赶超

比较项目	南国置业	万达集团
市场定位	以区域级综合体为发展方向，目前有 2 个项目，武汉十二五规划预计建设 6 个卫星城，30 个商业副中心区，这是公司未来重要的发展方向	以市级中心区的万达广场进行复制，目前在武汉已有 6 个项目
建设速度	2011 年有望实现 7 盘联动，开发提速迹象明显	流程管控能力较强，从拿地到开工最快纪录 3 天，会安排多个施工队同时施工，建设速度甚至超过武汉万科
客户资源	现有综合体项目以中档的品牌为主，首义汇商业街项目较高端，会借此逐步建立一批高档品牌客户	快速复制的背后是拥有 3000 多个客户资源和 1000 多个签约商家
薪酬水平	公司希望通过持股+期权的方式使核心员工和公司共同成长，在快速复制的道路上保证人员不流失	据了解万达给核心员工开出的薪酬是业内的最高水平，这也是公司快速扩张过程中能成功留住人才的重要保证

资料来源：华泰联合证券研究所

以专业建材市场连锁的模式具备可复制性

我们在古田西汉正街区域的建材市场进行了草根调研，了解到目前武汉市大部分的建材交易均在此地完成。公司经营的大武汉家装是区域内品牌知名度最高的家装卖场，市场中其余建材店铺较为零散，附近除公司在建的项目以外，其余还有 3-4 个建材城在建，就目前看整个建材市场的集中度较低，公司在此专业领域已形成一定的竞争优势。

为强化这一优势，公司在原有的大武汉家装一期（A-F 座、U 座和西汇一期）的基础上，在其西侧兴建大武汉家装二期（由家居馆、旗舰店和西汇二期等组成），总建面逾 30 万 m²，将与大武汉家装一期连成一体构成武汉市最大且最具竞争力的建材家居卖场。

此外，公司还有意借助专业市场连锁的模式进行市内和省内扩张。大武汉家装一期的成功运作为公司积累了宝贵的运营管理经验和客户资源，同时也增强了公司在专业建材连锁方面的品牌优势，我们认为公司随着开工的提速和客户资源的持续积累，加上期权激励有望牢牢锁定核心员工，公司正在为未来走出武汉，实现异地扩张积蓄着能量。而公司以专业建材连锁为契机进行扩张的成长模式也将逐渐清晰。

图 6: 大武汉家装二期总体规模超过一期



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 7: 大武汉家装二期近 10 台挖土机同时施工



资料来源: 华泰联合证券研究所

异地扩张已锁定襄樊、宜昌和鄂州，后续土地储备值得期待

公司目前正在襄樊、宜昌、鄂州等地进行新项目的洽谈工作，我们认为，公司的资源、能力加上近 5-6 年成功的运作零售商业物业和专业建材连锁市场所积聚的品牌效应将大大提高公司异地扩张成功的可能性，后续进一步的土地储备值得期待。

试探参与保障房和城中村改造，有商业开发的地方就有成长空间

我们在调研中了解到，公司正积极争取参与武汉市保障房相关项目，同时公司也在武昌积极尝试城中村改造项目，我们认为保障房和城中村改造在建设住宅之外必然配套部分商业物业，公司在与武汉地产集团合作开发后湖项目的过程中已彰显出其商业地产的品牌优势，这种利用自身商业地产品牌参与合作开发大型社区的模式，有望在未来得以复制，同时也将进一步打开公司的成长空间。

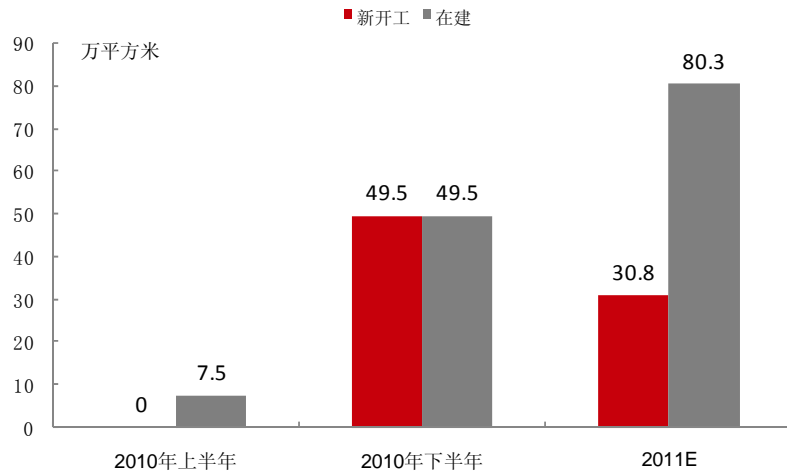
在建规模将创新高预示推售高峰临近

公司 2011 年将新开工 3 个项目约 30 万 m^2 ，在建项目将达 7 个，规模突破 80 万 m^2 ，大踏步建设预示未来更高的成长速度和更多可售可结资源。

能开工的项目将实现全部开工，大踏步建设预示成长提速

公司在 2010 年上半年实际在建项目仅有南湖城市广场东区 SOHO 约 7.5 万 m^2 ，从 2010 年下半年开始逐步开工 4 个项目，全年实际新开工面积约 49.5 万 m^2 ，2011 年公司预计将新开工 3 个项目，新开工面积约 30.8 万 m^2 ，在建规模将达 80.3 万 m^2 ，公司在手的项目除南国中心二期（地块尚未拆迁完毕且规划方案可能因地铁施工而修改）和古田轻机项目（规划方案尚在修改过程中）以外，将全部实现开工。

图 8： 公司在建规模将提升至 80 万平方米，达到历史最高水平



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 7： 2011 年将实现 7 盘联动，在建规模将突破 80 万平方米

项目	建面 (万 m ²)	建设进度
北都城市广场	11.2	在建，已建至地上 2 层，6 月预售，预计 11 年竣工
首义汇	4.7	在建，地下施工中，6-7 月预售，11 年前必须竣工
洪广首座/悦公馆	3.6	在建，地下施工中，预计 12 年底竣工
大武汉家装二期	30.0	在建，挖地基，预计 12 年底开始陆续竣工
后湖一期	13.3	拟下半年开工，预计 13 年开始陆续竣工
南国中心一期	9.5	拟下半年开工，预计 13 年开始陆续竣工
永利地块	8.0	拟下半年开工，预计 13 年开始陆续竣工
合计	80.3	

资料来源：实地调研，华泰联合证券研究所

借道信托融资以弥补资金紧张，预售回款为新开工项目输血

截至 2010 年三季度末公司账面资金 6.99 亿，短借 6.47 亿，长借 3.36 亿，短期面临了一定的资金压力，为缓解资金压力，公司一方面通过南湖城市广场的销售来回笼资金，另一方面公司也加快了信托融资的脚步。据公司公告，2010 年 10-12 月共完成 3 笔信托融资，全年累计完成 4 笔信托融资，总金额 8.68 亿，期限在 2-2.5 年之间，实际的信托成本在 11-12%之间。

我们预计首义汇和北都城市广场 6-7 月份的预售将合计为公司带来逾 20 亿的销售回款，将极大地缓解公司的资金压力，同时也为即将于下半年新开工的 3 个项目输血，维持项目的快速周转。

表格 8：公司 2010 年历次信托融资合计约 8.7 亿元

日期	金额 (亿元)	期限 (年)	实际成本	信托公司
2010 年 05 月 17 日	3.00	2.0	11%-12%	江西信托
2010 年 10 月 27 日	1.98	2.0	11%-12%	方正信托
2010 年 11 月 08 日	2.00	2.5	11%-12%	江西信托
2010 年 12 月 03 日	1.70	2.0	11%-12%	交银国信
合计	8.68	2.2	11%-12%	

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2011-2012 年逐步进入推售高峰期

我们认为创纪录的在建规模一方面预示着 2011-2012 年具有充足的可售资源，进而保证 2011-2013 年有充足的可供资源；另一方面也隐含透露出公司对进一步的土地储备充满信心。公司预计于 2011 年 6 月推售首义汇和北都项目，合计将为公司带来 20 亿元签约金额。

首义项目年内将实现销售并结转

首义汇为纯商业项目，是为纪念辛亥革命百年而兴建的首义广场中唯一的地上商业，在 10 月 10 日之前必须完工，目前公司的招商和销售工作正有序进行中。项目总建面 4.7 万 m²，地上 2 万 m² 商业和地下 1.36 万 m² 商业可售，另外地下还有 1.36 万 m² 将用于出租，保守估计销售均价约 30000 元/m²，总销售金额将突破 10 亿元。

北都城市广场年内将实现预售，最快年内实现竣工

北都城市广场为综合体项目，可售建面约 9.5 万 m²，包含 2.5 万 m² 的 LOFT 公寓(560 套)和 7 万 m² 的零售商业物业，LOFT 均价约 10000 元/m²，商业物业均价约 18000 元/m²，总销售金额将突破 10 亿元。预计 6 月份开始预售，最快将于年内实现竣工，保守估计将于 12 年底实现竣工。

“持股+期权”锁定核心员工，保底净利增速 26%

“持股+期权激励”双保险锁定核心员工

公司在 2011 年 2 月 23 日推出期权激励计划，拟授予 30 位核心人员不超过 1200 万份股票期权，首次授予 1104 万份，行权价格为 12.36 元/股。激励的对象为公司的管理层及核心员工，其中有 22 人在本次期权计划之前就已经在公司 IPO 前直接或间接持有上市公司的股权，我们认为在现有核心员工已经持股的基础上再加以期权激励，将以“双保险”的方式锁定核心员工，为公司即将进入的快速成长长期做好充分的人员储备。

行权条件决定未来四年净利润保底 26% 的年均增速

公司股权期权行权条件要求从 2011 年开始净利润较 2010 年增长分别为 25%，60%，100%，150%，我们测算得到公司 2011-2012 年保底的 EPS 将分别为 0.50 和 0.64

元，未来四年的净利润平均增速约为 25.7%。我们认为，以公司目前的开发规模和速度完成期权激励的业绩要求并不困难，此举表明大股东与管理层共同分享公司成长的积极态度，也将基本消除市场对公司未来业绩下滑的担忧。

表格 9：期权行权需满足净利润增速和净资产收益率的双重要求

对应指标	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
净利润（百万元）	193	240	307	384	480
净利润较基期涨幅		25%	60%	100%	150%
净资产收益率要求		15.0%	15.5%	16.0%	16.5%
保底净利润涨幅		25%	28%	25%	25%
对应 EPS（元/股）	0.40	0.50	0.64	0.80	1.00

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

上调评级至增持

2011 年的主要结算项目为首义汇，2012 年的主要结算项目为北都城市广场和首义汇。

表格 10：2010-2011 年结算主要项目为首义汇、北都城市广场和洪广首座

项目	权益	权益建面 (万 m ²)	结算均价 (元/m ²)	楼面地价 (元/m ²)	净利润（万元）			毛利率
					2010E	2011E	2012E	
南湖都会	100%	1.8	13000	300	1200	0	0	68%
风华天城 1-2 期尾盘	100%	1.5	8300	400	450	490	490	51%
大武汉家装	100%	3.7	14000	1700	430	0	800	62%
大武汉家装二期	100%	30.0	15000	2100	0	0	0	59%
西汇生活广场（1 期）	100%	2.7	16000	2500	20	20	20	26%
南湖城市广场	100%	7.5	9000	500	15400	0	0	53%
北都城市广场	100%	9.9	14000	1500	0	0	13100	51%
南国中心 1 期	100%	11.2	22000	2100	0	0	0	66%
南国中心 2 期	80%	20.0	22000	2100	0	0	0	69%
洪广首座/悦公馆	100%	3.6	20000	3300	0	0	4500	35%
首义汇	100%	4.7	29000	2600	0	22400	9600	64%
后湖项目	100%	13.3	20000	2600	0	0	0	61%
永利地块	100%	8.0	8000	500	0	0	0	61%
古田轻机地块	100%	20.0	8000	1000	0	0	0	54%
合计		138.0			17500	22900	28500	

资料来源：华泰联合证券研究所

预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.40、0.52、0.65 元，对应目前股价的 PE 分别为 36X、28X 和 22X，公司目前的 NAV 约为 11.8 元/股，当前股价较 NAV 仍有 27% 的溢价。

鉴于公司的复制成长模式较为独特,较高的在建规模预示着 2011-2012 年丰富的可售资源,加上公司的商业地产项目基本不受楼市调控,我们上调公司评级至“增持”。

风险提示:

政府对信贷的调控可能会提高公司的资金成本,从而降低公司未来的利润率水平。

附录: 项目概览

图 9: 大武汉家装一期



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 10: 大武汉家装一期各楼位置图



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 11: 北都城市广场由 2 栋 LOFT 和 3 层商业裙楼组成



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 12: 北都城市广场已建至地上 2 层



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 13: 首义汇项目楼盘图



图 14: 首义汇项目现场紧张施工中





资料来源：华泰联合证券研究所



资料来源：华泰联合证券研究所

图 15： 洪广首座项目现场正紧张施工中



资料来源：华泰联合证券研究所

图 16： 永利地块项目现场



资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2269	2786	3087	3959	营业收入	587	661	732	1238
现金	709	882	740	942	营业成本	331	323	280	646
应收账款	26	59	73	124	营业税金及附加	33	44	80	109
其他应收款	29	32	32	32	营业费用	12	13	15	25
预付账款	159	65	56	129	管理费用	26	36	37	62
存货	1345	1749	2186	2733	财务费用	-2	-7	-9	-17
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	-1	0	0
非流动资产	7	6	6	6	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	5	4	4	4	营业利润	187	253	330	414
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	32	1	0	0
其他非流动资产	2	2	2	2	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2276	2793	3093	3965	利润总额	218	254	330	414
流动负债	737	960	1029	1413	所得税	52	61	80	100
短期借款	337	600	600	600	净利润	166	192	250	314
应付账款	65	161	140	323	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	335	199	289	490	归属母公司净利润	166	193	250	314
非流动负债	199	348	348	548	EBITDA	186	246	321	397
长期借款	198	348	348	548	EPS (元)	0.35	0.40	0.52	0.65
其他非流动负债	1	0	0	0					
负债合计	936	1308	1378	1961	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	2	2		2009	2010E	2011E	2012E
股本	480	480	480	480	成长能力				
资本公积	513	513	513	513	营业收入	6.1%	12.5%	10.8%	69.1%
留存收益	345	490	721	1009	营业利润	-14.4%	34.8%	30.7%	25.3%
归属母公司股东权益	1338	1482	1713	2002	归属于母公司净利润	3.2%	15.8%	30.1%	25.3%
负债和股东权益	2276	2793	3093	3965	获利能力				
					毛利率(%)	43.7%	51.1%	61.7%	47.9%
					净利率(%)	28.3%	29.1%	34.2%	25.3%
					ROE(%)	12.4%	13.0%	14.6%	15.7%
					ROIC(%)	11.1%	11.6%	12.3%	13.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.1%	46.9%	44.5%	49.5%
					净负债比率(%)	67.89%	76.29%	72.46%	63.66%
					流动比率	3.08	2.90	3.00	2.80
					速动比率	1.25	1.08	0.87	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.26	0.25	0.35
					应收账款周转率	19	15	11	13
					应付账款周转率	2.21	2.86	1.86	2.79
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.40	0.52	0.65
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.31	-0.30	-0.28	-0.08
					每股净资产(最新摊薄)	2.79	3.09	3.57	4.17
					估值比率				
					P/E	43.32	35.86	27.57	22.00
					P/B	5.38	4.66	4.03	3.45
					EV/EBITDA	38	28	21	17

现金流量表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-151	-145	-132	-40
净利润	166	192	250	314
折旧摊销	1	0	0	0
财务费用	-2	-7	-9	-17
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-318	-321	-374	-337
其他经营现金流	3	-10	0	0
投资活动现金流	134	0	0	0
资本支出	1	0	0	0
长期投资	135	0	0	0
其他投资现金流	271	0	0	0
筹资活动现金流	663	318	-10	242
短期借款	57	263	0	0
长期借款	36	150	0	200
普通股增加	48	0	0	0
资本公积增加	507	0	0	0
其他筹资现金流	15	-95	-10	42
现金净增加额	646	172	-142	202



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn