

中江地产 (600053): 房地产业务增长停滞、静待重组

撰写人：孙宝

联系电话：010-64408516

联系邮箱：sunbao@lxzq.com.cn

日期：2015年3月19日

www.lxzq.com.c

1、房地产业务增长几近停滞

中江地产前身为江西纸业股份有限公司。2006年7月14日，江西纸业以与造纸有关的存货、固定资产及无形资产与拥有的江西江中置业有限责任公司95%股权及江西江中制药厂拥有的江中置业5%股权进行资产置换，重组完成后中江地产完成借壳上市。

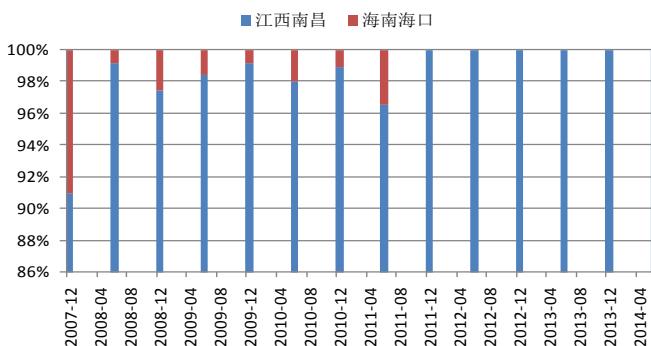
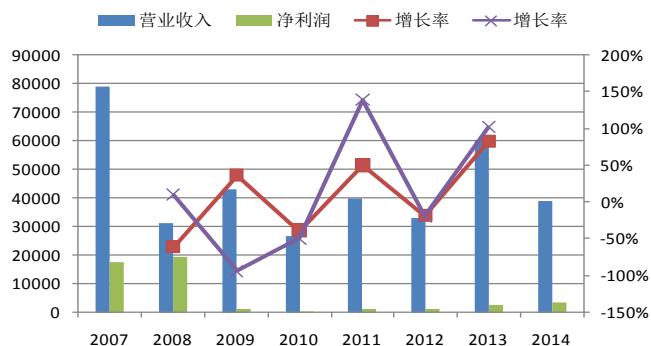
公司是以房地产开发为主营业务的地产企业，是江西省内唯一一家房地产上市公司。2011年之前，公司曾在江西南昌、海南海口成功运作了江中花园、伊甸家园和金色假日等项目。从2011年开始业务收入全部集中在南昌地区，公司目前拥有的房地产项目是“紫金城”项目，该项目是位于南昌中心区的大型商业与生活综合社区。公司致力于把“紫金城”打造成为南昌首席文化名城。

2008年至今，公司平均年收入维持在4亿元左右，平均净利润为4444万元。分区域来看，2011年之前主营业务集中在江西南昌和海南海口，2011年之后只集中在江西南昌。从近几年中江地产的经营看，位于南昌的“紫金城”项目几乎成为公司主要的业绩来源。中江地产此前预计，2014年实现归属于上市公司股东的净利润同比将增加180%以上，预计实现营业收入约8亿元。业绩增长主要是“紫金城”项目住宅的车位销售毛利率较高，住宅三期的部分房源达到收入确认条件。

图表1 近年营业收入、净利润及增速

图表2 按地区收入占比





资料来源：Wind、联讯证券投资研究中心

2、实际控制人屡次转让公司控股公司股权未果

2014年三季报显示，公司控股股东为江西中江集团有限责任公司（简称“中江集团”），持有上市公司股权比例为72.37%，另外，中江集团持有江西江中物业有限责任公司100%股权。公司实际控制人为江西省国资委。自2013年4月以来，江西省国资委一直有摆脱地产业务的意愿，几度挂牌出让持有的中江集团股权然而，国有资产的转让并不顺利。

图表3 公司控股权情况



图表4 中江集团股权历次转让情况

2013年4月23日、2013年12月27日		2015年1月21日	
江西中江控股有限责任公司与江西中医药大学		中江集团股东江西中江控股有限责任公司、江西中医药大学、大连一方集团有限公司和24个自然人股东	
转让中江集团	51%	转让中江集团	100%
对应上市股权	36.91%	对应上市股权	72.37%
转让价格	91568.3 万元	转让价格	254742.3 万元
对应上市公司股权价格	33796.7 万元	对应上市公司股权价格	184357.0 万元

资料来源：公司公告、联讯证券投资研究中心

中江集团股东江西中江控股有限责任公司、江西中医药大学、大连一方集团有限公司和24个自然人股东（简称“转让方”），于2015年1月21日将所持有的中江集团100%股权在江西省产权交易所公开挂牌转让，转让价格为25.47亿元，对应上市公司72.37%股权的价格为18.4亿元，相较于上市公司约50亿元市值而言，转让价格是目前价值的50%左右。截至转让终止期，未有意向受让人接盘，转让方将择机再次启动股权转让程序。

此外，江西中江控股有限责任公司与江西中医药大学（简称：转让方）于2013年4月23日、2013年12月27日，将合计持有的中江集团51%股权在江西省产权交易所公开挂牌转让，转让价格为9.16亿

元，最终股权转让挂牌都流标。2013年12月27日挂牌转让时，曾有两家意向受让人提交了股权转让项目的书面受让申请，但最终均因未取得合格竞买人资格，导致股权挂牌无法成交。此前中江集团股权转让受阻主要由于涉及的“紫金城”商业地产项目情况较为复杂，内部股权结构复杂、后续经营压力是影响中江集团股权转让的重要因素。

“紫金城”项目的成与败。“紫金城”项目自2006年至2008年为中江地产创造了12.41亿元的销售收入，曾经为公司的明星项目。但是，2009年以后紫金城购物中心一度成为中江地产最大的包袱。该项目的运作模式为：公司自己持有6242平方米商铺，对外销售7.2万平方米，将每一层的大铺面分割成了小块销售给了数千个业主，购买了紫金城商铺的业主，可将商铺返租给公司，由公司统一对外经营管理，承诺从商铺交付第4年开始，10年返租金124%；第10年后如果业主愿意，中江集团确保1.5倍的原价回收，并由江中集团进行担保。然而，由于大铺面分割成数千小块，这对不同规模的商业经营带来极大的阻碍，前来洽谈租铺的商户望而却步，建成多年，这里仍是一座没有商家入驻的“空城”。

从2012年12月21日起，紫金城商铺的业主陆续收到了《致紫金城商铺业主的信》。中江集团要求提前解除委托经营合同，以合同原价回购业主商铺，另外再支付合同原价的50%作为经济补偿。信中还罗列了商铺持有模式错误、商铺久不开业将导致贬值等数条退铺理由，并指出，“如果紫金城商铺困境不解决，必将拖垮公司。公司一旦破产，业主们的权益将无法得到保障。”截至2014年3月，有70%左右业主退铺。

多年来，中江地产仅靠紫金城住宅项目产生现金流，且长期依靠控股股东资金滚动开发。2013年，中江地产实现营业收入6.04亿元，较上一年度增长82.96%。在2013年年报中，中江地产提出，未来将面向江西省及周边市场寻求适合公司发展的项目，从地域的广度和产品的多样化探索新的发展机遇，拓展多层次的市场，以避免单一项目带来的风险。然而，仅有9000多万元现金，负债率高达70%，在推进紫金城住宅项目上尚存在资金缺口，再继续拿地拓展市场并不现实，而江西省国资委仍有退出房地产业务的计划。随着紫金城住宅项目开发过半，中江地产的命运更显迷茫。

3、未来行情主要围绕重组+国企改革

从实际控制人对中江集团股权屡次转让的背景来看，江西国资委对上市公司的重组心情是比较迫切的，但是采取直接甩卖股权的方式有些欠妥，屡次转让失败也表面此法难以行得通。从房地产行业最近几年基本面状况来看，存量房产、人口结构变化、房产供应量等供求因素已经不支持行业有大的发展。因此，公司未来实施重组将是大概率事件。同时，我们认为，实际控制人采取直接股权转让的方式要做出改变，采取曲线退出的方式会更好，比如剥离地产业务、股权+现金的方式置入优质资产完成重组。

4、股价波动区间预测：7.5元—？

假设公司持续经营地产业务，预计公司2014-2016年净利润增速分别为191%、9.56%和-4.26%，EPS分别为0.17、0.19和0.18元，上一交易日收盘股价对应PE分别为69、63和66倍。

乐观情境下，考虑到后续可能发生的并购重组事件，可以给予公司一定的估值溢价，但是具体价格难以预测。但悲观情境下，如果仍然保持目前业务状况，重组低于预期，股价或下调至7.5元，对应2015年市盈率40倍。

5、风险提示

- 1) 重组进度低于预期；2) 资产负债率高企导致资金需求无法妥善解决。

图表5 盈利预测表

百万元(人民币)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	605	803	885	843
增速	82.96%	32.75%	10.15%	-4.72%
营业成本	495	572	636	605
毛利率	18.17%	28.77%	28.11%	28.18%
销售费用	25	44	49	46
管理费用	17	26	28	27
财务费用	-1	1	1	1
营业利润	35	107	117	112
利润总额	35	107	117	112
归属于母公司所有者的净利润	26	75	82	78
增速	102.18%	191.57%	9.56%	-4.26%
基本每股收益(元)	0.06	0.17	0.19	0.18

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

信息披露

报告人承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

风险提示

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。