

2015年08月17日

中房地产 (000736.SZ)

经营稳中求进、中交集团地产平台整合或将加速

■公司成为中交集团三大地产平台之一：7月8日，中房集团持有的中住地产开发有限公司100%股权无偿划转至中交集团有限公司，至此，中交三大地产平台的股权均在中交集团名下：1) 中房地产是中交集团在国内的上市地产平台：股权划转完成之后，公司成为集团唯一在A股上市的地产平台，未来整合价值凸显；2) 中交地产为中交集团未上市主地产平台：中交地产一直是公司非上市的地产平台，承担着海内外地产建设的任务，是中交集团的重要组成部分；3) 绿城地产为中交集团海外上市平台：中交集团先后收购绿城地产近29%的股权成为其第一大股东，绿城优秀的地产开发经验将为集团助力。

■中交房地产集团的成立或加速整合：中交房地产集团7月28日正式成立，由中交集团发起、通过整合房地产板块所属企业而设立的专业化子集团，未来将积极发挥整体优势，进一步做好对绿城的管理和支持，进一步加快中交地产和中房地产的业务整合；加快海外地产平台的搭建，这或是平台整合的开始。

■公司地产业务相对稳健、土地储备316万方：公司整体经营稳健：1) 项目储备相对安全：公司目前土地储备面积316万方，主要集中在核心二线城市，相对安全；2) 资产负债结构相对健康：公司资产负债率虽有提升，但整体负债仅57%，远低于行业平均；3) 公司项目少，业绩波动性加大：目前公司主力结算项目主要来自中房瑞致，单项目占比较高，加大了业绩波动性。

■投资建议：公司地产业务发展稳健，资产负债率较低，但受制于规模较小，项目集中度高，业绩波动加大，随着中交房地产集团的成立，中交集团下中房地产、中交地产和绿城地产的互相协同整合或将加速，我们预计公司2015-2017年EPS为0.31、0.36和0.42元，对应当前股价为51X、45X和39X，首次覆盖，给予“增持-A”评级，6个月目标价20.39元。

■风险提示：目前随着国企改革的预期升温，公司的股价很大一部分来自改革溢价，主要风险有：1) 国企改革预期落空；2) 平台整合低于预期；3) 地产销售困难。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	854.7	708.5	810.4	979.2	1,216.0
净利润	60.3	75.7	93.5	108.3	124.8
每股收益(元)	0.20	0.25	0.31	0.36	0.42
每股净资产(元)	5.44	5.67	5.97	6.31	6.70

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	80.2	63.9	51.7	44.6	38.7
市净率(倍)	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4
净利润率	7.1%	10.7%	11.5%	11.1%	10.3%
净资产收益率	3.7%	4.5%	5.3%	5.8%	6.3%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
ROIC	7.0%	2.8%	3.1%	16.5%	2.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

住宅地产

投资评级

增持-A

首次评级

6个月目标价

20.39元

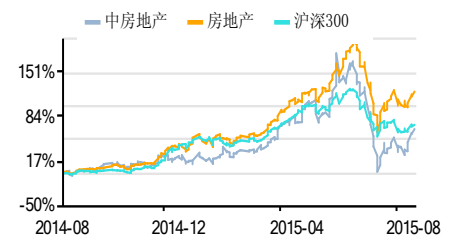
股价(2015-08-14)

14.78元

交易数据

总市值(百万元)	4,392.53
流通市值(百万元)	2,050.48
总股本(百万股)	297.19
流通股本(百万股)	138.73
12个月价格区间	7.79/22.66元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	26.62	8.82	8.30
绝对收益	25.68	-4.52	82.69

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

目 录

1. 中交建集团地产版图整合或加速.....	3
1.1. 中房地产：中国交建的国内地产上市平台.....	3
1.2. 中交地产：中国交建的地产主平台.....	4
1.3. 绿城地产：或是中国交建的海外地产上市平台.....	6
1.4. 中交房地产集团成立：平台整合或刚刚开始.....	6
2. 中房地产经营稳健、跨越式发展仍需集团支持.....	7
2.1. 地产业务复合增速达 13.1%、相对稳健.....	7
2.2. 项目集中度过高、加大业绩波动.....	7
2.3. 资产负债率持续提升、ROE 偏低.....	8
3. 地产储备约 316 万方、集中在二线城市.....	9
4. 投资建议.....	12
5. 风险提示.....	12

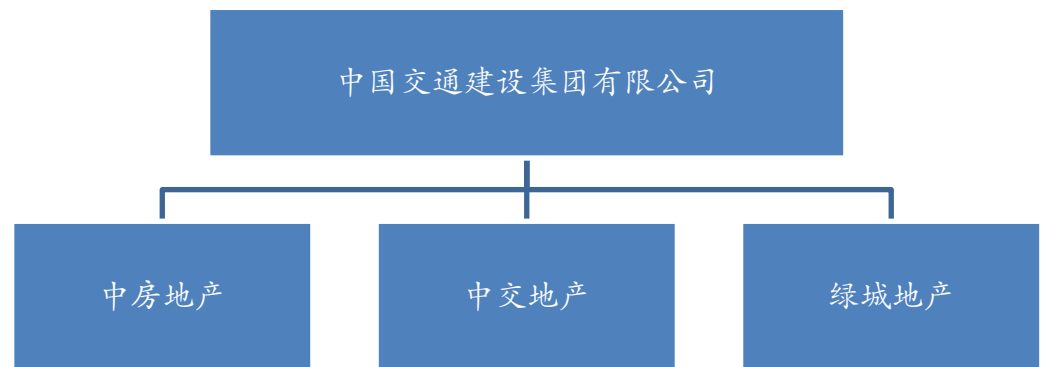
1. 中交建集团地产版图整合或加速

中国交建成立于 2006 年 10 月 8 日，是经国务院国资委批准拥有房地产主营业务资格的中央企业，主营公路、桥梁、港口、铁路、隧道等基础设施的勘察、设计、建设、监理，以及城市综合体开发运营和房地产开发业务等。2006 年 12 月 15 日在香港上市，是中国第一家成功实现境外整体上市的特大型国有基建企业。2012 年 3 月 9 日，在上交所挂牌交易。

三大地产平台并存。中国交建原本有中房地产、中交地产两个地产平台，后于 2014 年年底，用 60.15 亿港元，收购宋卫平、行政总裁寿柏年以及夏一波合共 24.288% 的股权，和九龙仓持股比例相当。今年 5 月份，中交集团又收购绿城中国小股东罗钊明股份，将股份增至 29%，超越九龙仓成为绿城第一大股东，自此中国交建下属具有了中房地产、中交地产、绿城地产三大地产平台公司。

2015 年 7 月 28 日，中交房地产集团有限公司正式成立，中国交建三大地产平台整合或因此加速。

图 1：中国交建集团地产板块示意图（非严格逻辑图）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

1.1. 中房地产：中国交建的国内地产上市平台

公司前身为重庆实业。中房地产前身为重庆实业，系 1993 年 2 月 3 日经重庆市经济体制改革委员批准，由中国重庆国际经济技术合作公司联合重庆市建设投资公司等单位共同发起，采用定向募集方式设立的股份有限公司。1997 年 4 月在深圳证券交易所上市，营业务为实业投资，利用外资投资，高科技开发等。

2008 年资产重组上市。公司经过 2008 年资产重组上市，经营范围变更为从事房地产开发经营业务，实业投资，物业管理，高科技开发，设备租赁等，成为中住地产的控股子公司，中国房地产开发集团公司为公司的实际控制人。此后，2010 年因中房集团和中交集团重组，公司实际控制人变更为中交集团。2013 年公司更名中房地产。

中房集团是成立最早的国有地产集团。中国房地产开发集团公司于 1981 年 1 月 16 日经国务院批准组建，原名为中国房屋建设开发公司，是我国成立最早的房地产开发企业。1987 年 11 月更名为中国房地产开发总公司。1993 年 1 月，经国务院批准，更名为中国房地产开发集团公司。1999 年 1 月，按照党中央国务院关于党政机关与所办经济实体和管理的直属企业脱钩的精神，中房集团公司与原上级主管部门建设部脱钩，成为中央管理的以房地产为主的国有骨干企业。2010 年 8 月，经国务院批准，公司整体并入中国交通建设集团有限公司，成为其全资子公司。

表 1: 公司大事记

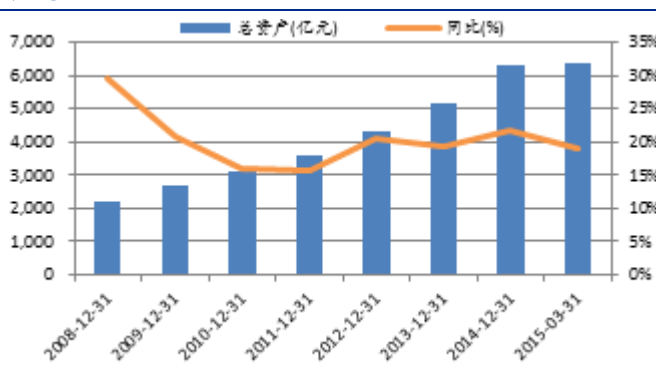
年份	事件	详细事项
1997	发行上市	重庆实业发行上市，主营实业投资
2005	股权转让	华融、公司前四大股东中经四通、重庆皇丰、上海万浦、上海华岳持有的合计 47.87% 的股份转让给重庆渝富，转让后重庆渝富成为本公司第一大股东
2007	重大方案	审议并通过《关于公司向特定对象非公开发行股份收购资产方案的议案》以及股权分置改革方案。
2008	资产重组	向中住地产开发公司等发行股购买相关资产，经营范围变更为从事房地产开发经营业务，成为中住地产的控股子公司，中国房地产开发集团公司为公司的实际控制人。
2010	资产重组	中房集团与中交集团重组，重组后中交集团成为公司的最终控制人
2013	更换名称	更名中房地产，主营房地产开发

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 中交地产：中国交建的地产主平台

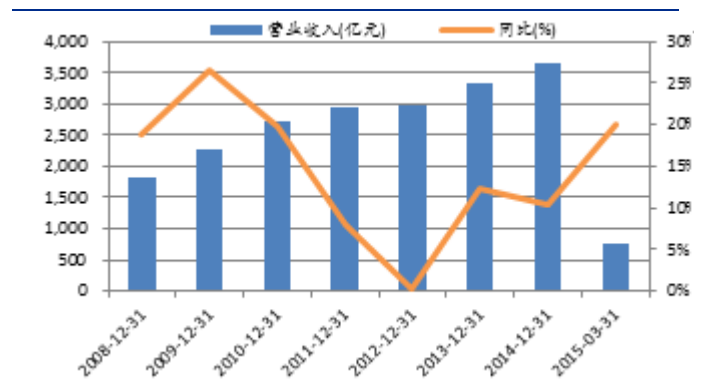
中国交建的地产主平台、资源背景实力雄厚。中交地产作为中国交建发展房地产的主要业务平台，积极践行中国交建“五商中交”战略，依托中国交建在基础设施建设领域特别是“大土木”、“大交通”、“大海外”的传统优势、强大的品牌影响力和遍布全球的业务网络，以交通基础设施与房地产开发捆绑运作为主营方向，积极开拓国际国内两个市场，立志将中交地产打造成具有中交特色的房地产开发商、基础设施投资商、城市综合体开发运营商。目前项目分布在北京、天津、广东、广西、福建、江苏、安徽、湖北、四川、山东、辽宁、陕西等省、直辖市和自治区。

图 2: 中国交建总资产: 2015 一季度末总资产规模达 6,396 亿元



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 3: 中国交建营业收入: 2015 一季度同比增长 20%



数据来源：Wind、安信证券研究中心

中交地产集团全面接手中房地产股权。2010 年中房集团与中交集团重组，重组后中交集团全资控股中交地产。2015 年 7 月 8 日，中房集团持有的中住地产开发有限公司 100% 股权无偿划转至中交集团有限公司。

中交地产>中住地产>中房地产。划转完成后，中住地产开发有限公司成为中交房地产集团有限公司的全资子公司。中住地产开发公司成立于 1991 年 12 月，原名华能房地产开发公司，是中国华能集团下属从事房地产开发的全资子公司。2005 年从中国华能集团划转到中房集团，2007 年正式更名为中住地产开发公司。公司的主营业务是建筑材料的销售，物业管理及有关的咨询服务。中住地产未来发展战略是以房地产开发为主业，中房地产为发展平台，大力推进主业发展。为避免同业竞争，中住地产仍在持续推进惠

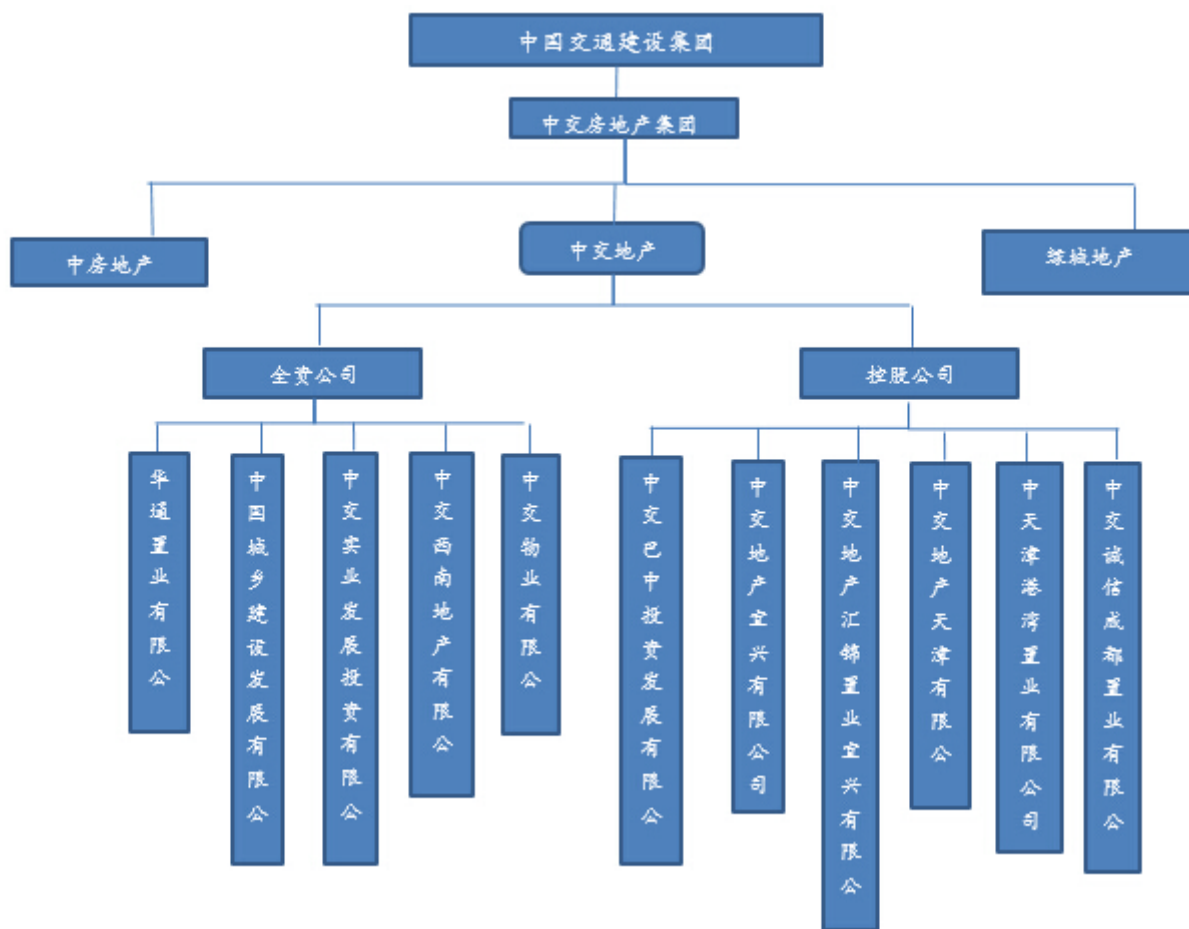
州华能房地产的股权清理工作,并承诺最迟在2016年底前完成惠州公司的资产处置工作。

图 4: 中房地产最新股权结构



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 5: 中国交建下属房地产企业结构图:



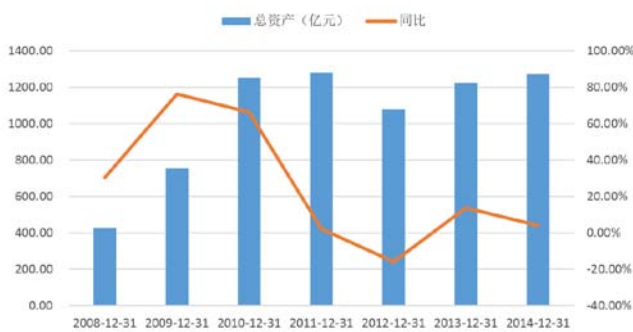
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

1.3. 绿城地产：或是中国交建的海外地产上市平台

绿城房地产集团有限公司（以下简称绿城）是中国知名的住宅物业开发商之一，以优秀的房产品质量占据行业内的领先地位。绿城于1995年1月6日在浙江杭州注册成立，2006年7月13日，“绿城中国控股有限公司”在香港上市（股票代码：03900），绿城为其全资子公司，中交建目前持有绿城中国29%的股权。

绿城具备出色的地产开发能力、或是中交建地产平台很好的补充、或是中国交建的海外地产上市平台。绿城中国目前年营收近322亿元，总资产1271亿元，年销售近800亿元，已经成功拓展至长三角其他重要城市（包括上海、南京、苏州、无锡及南通）、环渤海经济圈重要城市（包括北京、天津、青岛、济南及大连）以及其他省会城市（合肥、郑州、长沙及乌鲁木齐等），并取得了持续增长的经营业绩，在各地确立了优秀的品牌形象。从2004年开始，绿城连续荣获中国房地产企业品牌价值TOP10，2014年品牌价值198.83亿元人民币。自2005年开始连续荣获中国房地产企业综合实力TOP10。

图6：绿城中国总资产规模超千亿



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图7：绿城中国营收近322亿元



数据来源：Wind、安信证券研究中心

1.4. 中交房地产集团成立：平台整合或刚刚开始

中交房地产集团7月底成立。7月28日，中交房地产集团有限公司成立，中交房地产集团是按照中央及国务院国资委的改革要求和“五商中交”战略部署，为进一步优化资源配置、提升房地产板块整体优势而设立的。房地产集团的成立，是中交房地产板块改革的初步成果，对于推动“五商中交”战略落地、实现中国交建升级发展、率先建成世界一流企业具有先行先试的重要示范意义。

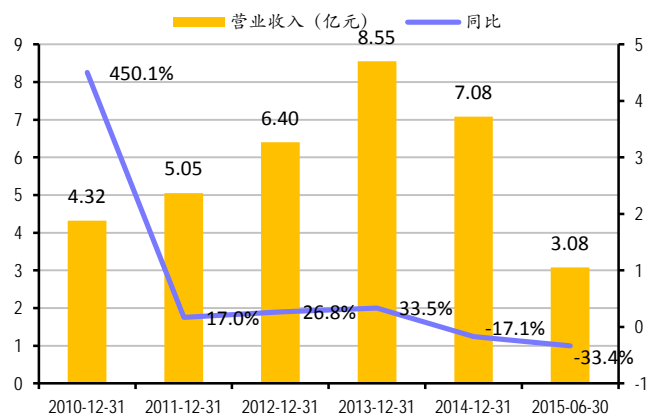
加快地产平台整合或刚刚开始。根据公司最新的新闻整理得知，房地产集团是由中交集团发起、通过整合房地产板块所属企业而设立的专业化子集团。今后，房地产集团将继续深化整合，积极发挥整体优势，进一步做好对绿城的管理和支持，让绿城发展好；进一步加快中交地产和中房地产的业务整合；加快海外地产平台的搭建，积极做好海外房地产市场开局，争取早日使中交房地产进入行业的前列。

2. 中房地产经营稳健、跨越式发展仍需集团支持

2.1. 地产业务复合增速达 13.1%、相对稳健

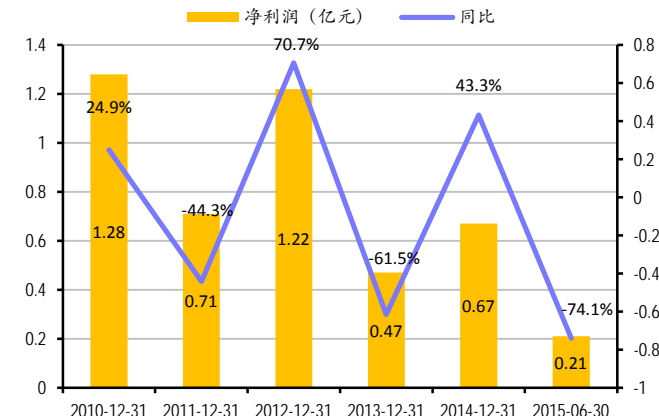
10 年-14 年，营收增速达 13.1%，15 年上半年，营收同比下滑 33.4%。资产重组以来，公司房地产营业收入实现了逐年增长。从 2010 年至 2014 年，营收从 4.32 亿增长到 7.08 亿，年化符合增长率达到 13.1%，而 15 年上半年，营收为 3.08 亿元，同比下滑 33.4%；净利润则波动较大，10 年全年高达 1.28 亿，14 年全年为 0.67 亿，而 15 年上半年为 0.21 亿元，同比下降 74.1%。

图 8：营业收入与同比增速：上半年同比下降 33.4%



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：净利润与同比增速：上半年同比下降 74.1%

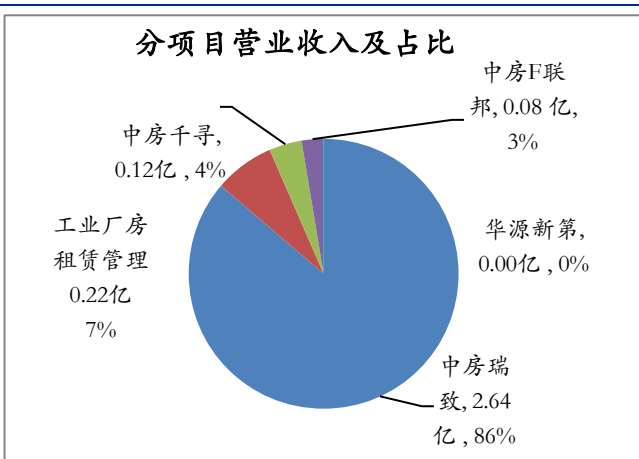


数据来源：Wind、安信证券研究中心

2.2. 项目集中度过高、加大业绩波动

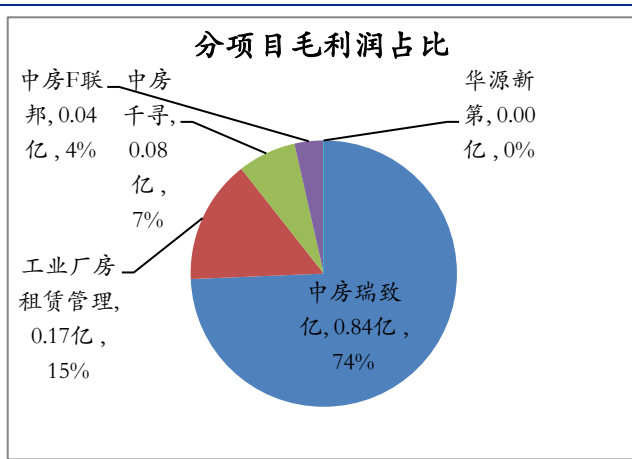
普通商品房项目是公司地产业务重要板块、依靠单项目结算经营波动性大。房地产开发以普通商品房项目开发为主。公司现有项目的运营稳定，为公司提供了良好的业绩支撑。从房地产收入的具体销售收入分类来看，2014 年地产销售业务营业收入占总体营收达 93%，而在地产销售业务中，其中中房瑞致项目营业收入达 2.64 亿，占公司整体营收的 86%；中房千寻项目营收 0.12 亿，占比 4%；中房 F 联项目营收 0.08 亿，占比 3%。除地产销售业务外，工业厂房租赁管理业务收入达 0.22 亿，占比 7%

图 11：2014 年分项目收入占比：地产销售收入占比 93%



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 12：2014 年分项目毛利润占比：地产销售利润占比 86%



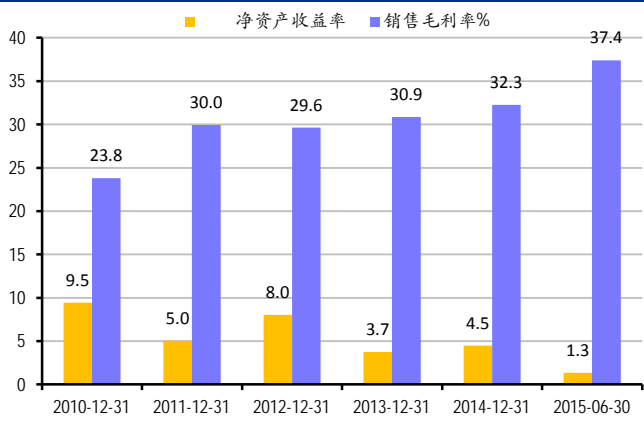
数据来源：Wind、安信证券研究中心

从毛利润角度看也过于集中,2014年,中房瑞致项目毛利润达0.84亿元,占比74%;中房千寻项目毛利润0.08亿,占比7%;中房F联项目毛利润0.04%,占比4%。此外,工业厂房租赁管理毛利润为0.17亿,占比15%。

2.3. 资产负债率持续提升、ROE 偏低

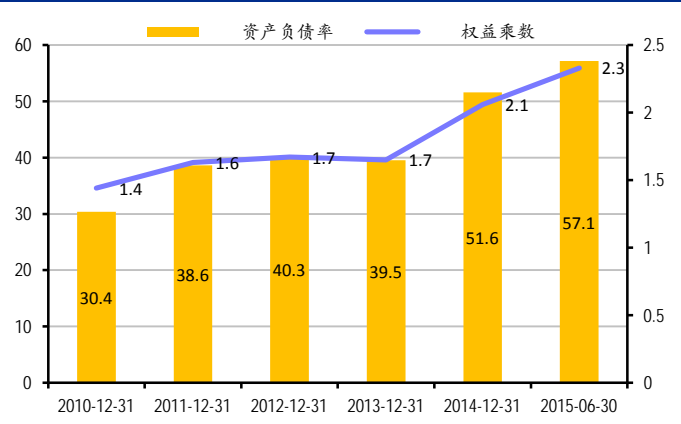
资产负债率亦有所提升、ROE 偏低。公司自2010年以来,公司销售毛利率逐年提升,15年上半年,该指标达37.4%。于此同时,资产负债率和权益乘数也略有上升,资产负债率从10年的30.4提升到15年上半年的57.1%;权益乘数从10年的1.4提升到15年上半年的2.3。公司ROE水平相比同业低很多,仅为4.5%。

图 13: 15 年上半年, 公司销售毛利率为 37.4%



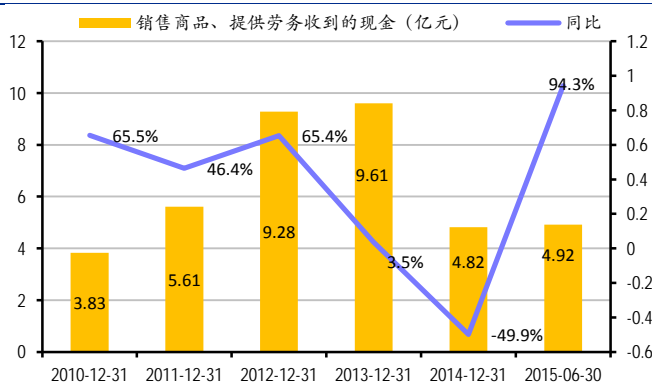
数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 14: 15 年上半年公司资产负债率连续提升至 57.1%



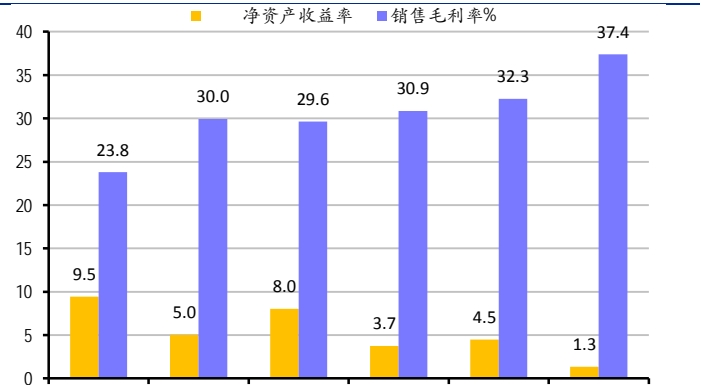
数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 15: 销售: 15 年上半年销售同比增长 94.3%, 超过去年全年销售



数据来源: 安信证券研究中心

图 16: 15 年上半年, 公司销售毛利率为 37.4%

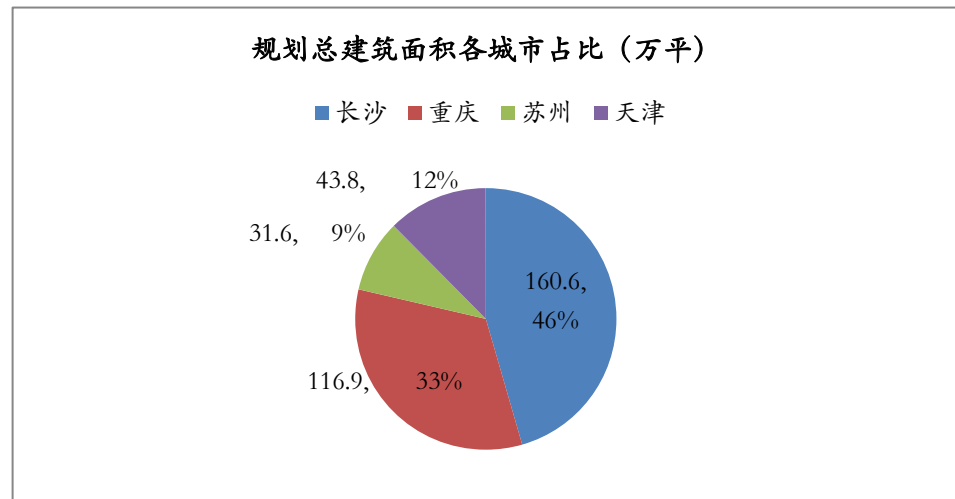


数据来源: Wind、安信证券研究中心

3. 地产储备约 316 万方、集中在二线城市

土地储备接近 316 万方，主要集中在二线城市，稳定性相对较好。公司目前土地储备面积 316 万方，共有 9 个项目，其中长沙 2 个项目，占比 46%，重庆 4 个项目，占比 33%，苏州一个项目，占比 9%，天津 2 个项目，占比 12%。公司平均销售均价 7366 元/平米，切维持稳步结算均价的上涨，保守估计，公司 RNAV 值约 26 亿元。

图 17: 各城市规划总面积占比



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 2: 公司 14 年主要开发项目

城市	项目名称	位置	规划总面积 (万平方米)	本年开工面积 (万平方米)	本年竣工面积 (万平方米)	期末在建面积 (万平方米)	本年签约销售额 (万元)	本年签约销售面积 (万平方米)	项目进度
长沙	中房·F 联邦	岳麓区	44.2	0	0	0	2763.5	0.67	竣工
长沙	中房·瑞致	芙蓉区	116.35	0	14.32	20.71	13904	2.25	在建
重庆	中房·千寻	沙坪坝区	15.71	0	0	0	569.25	0.05	竣工
重庆	中房·那里	九龙坡区	21.25	21.25	0	21.25	8341.1	1.13	在建
重庆	暂未定案名	南岸区	64.17	0	0	0	0	0	前期
苏州	中房·颐园	吴江区	31.59	31.59	0	31.59	16854	1.66	在建
天津	暂未定案名	宝坻区	21.88	0	0	0	0	0	前期
总计			315.15	52.84	14.32	73.55	42431	5.76	

数据来源：安信证券研究中心

图 18: 中房那里 21 万方储备



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 19: 中房颐园项目储备 32 万方



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 20: 中房 F 联邦 44 万方储备



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 21: 中房千寻 16 万方储备



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 22: 中房龙域土地储备 13 万方



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 23: 销售和结算主力: 中房瑞致

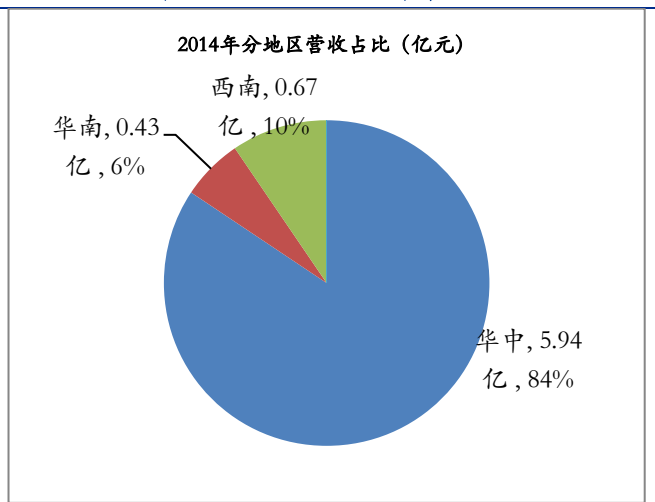


数据来源: Wind、安信证券研究中心

华中区域是根据地，积极拓展华南等区域。中房地产主业明确，未来会大力推进主业房地产开发的发展。房地产开发以普通商品房项目开发为主，业务布局以珠三角、长三角、环渤海及以重庆为中心的周边地区为重点发展区域。公司现有项目的运营稳定，为公司提供了良好的业绩支撑。2014年营业收入中，华中地区营收达5.94亿元，占比达84%，同比增长85.0%。西南华南地区营收分别达0.67亿和0.43亿元，占比分别为10%和6%。

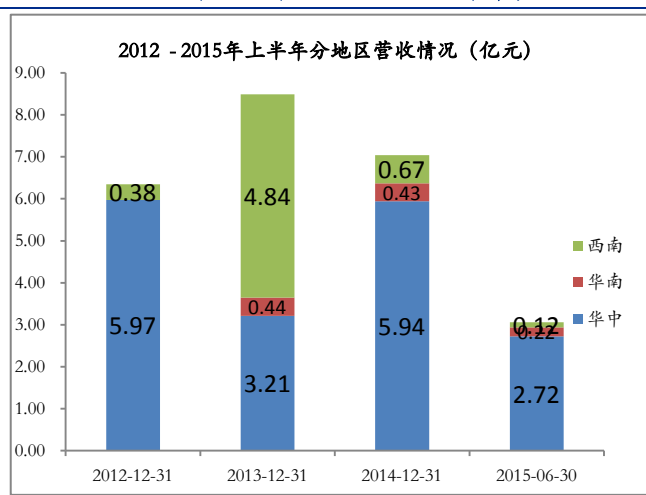
加大去库存力度，稳妥推进新项目扩展，打造中房品牌。去库存仍是公司目前的主要任务，未来公司会密切关注和研究区域市场，根据市场形势及变化，充分考虑公司的实际运营情况，来新增开发项目。未来的发展，公司将严格执行品牌规范，打造中房品牌，增强企业的整体盈利能力，迅速扩大房地产开发业务的经营规模同时提高经营效益。

图 24：2014 年分地区营收占比：华中地区占 84%



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 25：2012-15 年上半年分区收入：立足华中，大力发展



数据来源：Wind、安信证券研究中心

4. 投资建议

公司地产业务发展稳健，资产负债率较低，但受制于规模较小，项目集中度高，业绩波动加大，随着中交房地产集团的成立，中交集团下中房地产、中交地产和绿城地产的互相协同整合或将加速，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.31、0.36 和 0.42 元，对应当前股价为 51X、45X 和 39X，首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标价 20.39 元。

5. 风险提示

目前随着国企改革的预期升温，公司的股价很大一部分来自改革溢价，主要风险有：
1) 国企改革预期落空；2) 平台整合低于预期；3) 地产销售困难。

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

