

日期: 2010年1月11日
行业: 房地产行业



沈莉
021-53519888-1922
shenli@sigchina.com

公司新获地块，加速扩张

■ 公司动态:

公司公告, 公司下属全资子公司中粮地产成都有限公司通过竞价拍卖方式, 取得成都市宗地编号为 WH15 (252/211) 的地块使用权, 总价为 33390.21 万元, 规划建设净用地面积 21000.13 平方米, 容积率不大于 2.8。

主要观点:

公司积极通过招牌挂获取新资源, 扩张意图明显

公司已在成都武侯区连续获得土地, 累计权益面积已达到 23 万平方米。公司在南京江宁地区获得 7.45 万平方米的土地储备。公司现有权益土地储备约 196 万平方米。公司近期积极获取新资源, 扩张意图明显。

该项目具备一定盈利空间

该项目处于成都武侯区, 该区近期出让土地频繁, 处于高速开发阶段。目前附近新盘售价在 9000 元左右。以 9000 元的销售均价计算, 该项目的销售毛利率达到 40%, 净利率为 20%, 预计可为公司贡献 1 亿元的净利, 每股 RNAV 增厚 0.06 元。

未来通过大股东资产注入, 权益土地储备有望翻倍

公司是中粮集团旗下唯一的房地产上市公司, 大股东承诺将中粮地产作为整合集团房地产业务的平台, 资产注入是公司获得快速扩张的有利支持。集团已通过配股注入厦门鹭江项目、成都天泉御岭湾项目, 共计权益面积 25 万平方米。目前集团拟将 9 个房地产开发公司注入上市公司, 增加 170 万平方米的项目。除了住宅地产, 集团还拥有商业地产 130 万平方米, 不排除未来注入的可能性。另外, 公司在建拟建约 130 万平方米的工业厂房位于深圳宝安区, 如果能够受益于 2009 年 5 月通过的“深圳综合配套改革试验总体方案”, 对公司的厂房进行商业化改革, 其价值有望得到提升。

深圳澜山项目和成都御岭湾项目是今明两年主要利润来源

公司目前主要的利润来源为深圳澜山项目和成都御岭湾项目, 深圳澜山累计推案已达 8.7 万平方米, 一期已经售罄。成都御岭湾一期 4.4 万平方米, 销售均价 1.2 万元/平米, 二期一批次已售完, 销售均价 1.3 万元/平米。预计 09 年和 10 年分别贡献 1.3 亿和 1.8 亿净利润。

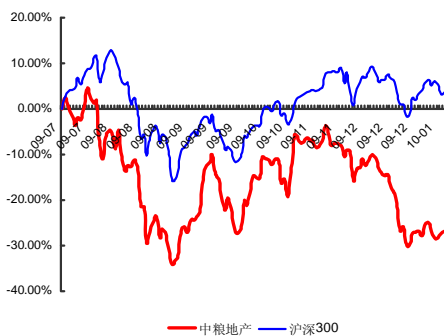
基本数据 (09Q3)

| | |
|-------------------|------------|
| 报告日股价 (元) | 10.99 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 16.07/4.83 |
| 总股本 (百万股) | 1813.73 |
| 无限售 A 股/总股本 | 100.00% |
| 流通市值 (百万元) | 19932.89 |
| 每股净资产 (元) | 1.79 |
| PBR (X) | 6.14 |

基本数据 (09Q3)

| | |
|--------------|--------|
| 中粮 (集团) 有限公司 | 50.65% |
|--------------|--------|

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



投资建议：
未来六个月内，评级“跑赢大市”

我们预计公司 09、10 年 EPS 为 0.15 元、0.15 元，RNAV 为 6.87 元/股，考虑公司大股东的支持，未来注入资产的预期，我们给予“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E |
|---------------------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 823.77 | 1,086.85 | 1,346.00 | 1,368.00 |
| 年增长率 (%) | 124.44 | 31.94 | 23.84 | 1.63 |
| 归属于母公司的净利润 | 465.94 | 142.02 | 268.76 | 277.63 |
| 年增长率 (%) | 182.01 | -69.52 | 89.25 | 3.30 |
| 每股收益 (元) | 0.61 | 0.08 | 0.15 | 0.15 |
| PER (X) | 18.02 | 137.38 | 74.14 | 74.14 |

注：有关指标按最新总股本计算

表 1 公司项目权益建筑面积

| 项目 | 权益建筑面积 (万) |
|-------------------|------------|
| 深圳中粮澜山 | 11.48 |
| 成都御岭湾 | 22.00 |
| 深圳中粮幸福花园 (78 区一期) | 2.23 |
| 深圳 78 区 | 14.84 |
| 深圳 61 区 | 6.79 |
| 广州金域蓝湾 | 25.40 |
| 厦门鹭江海景 | 3.92 |
| 北京后沙峪项目 | 52.09 |
| 长沙北纬 28 度 | 27.20 |
| 成都武侯区宗地 | 17.33 |
| 南京江宁 | 7.45 |
| 成都武侯核桃村 | 5.88 |
| 总计 | 196.61 |

数据来源：上海证券研究所

表 2 公司历年财务指标

| 指标名称 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 三季报 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 销售毛利率 (%) | 54.13 | 50.25 | 56.39 | 62.91 | 55.48 | 44.68 |
| EBITDA/主营业务收入 (%) | 41.08 | 40.60 | 55.94 | 68.86 | 22.26 | 43.64 |
| 净资产收益率 (全面摊薄) (%) | 9.20 | 9.34 | 13.04 | 13.54 | 4.47 | 3.94 |
| 流动比率 | 0.68 | 0.71 | 1.13 | 2.12 | 1.65 | 1.85 |
| 速动比率 | 0.24 | 0.21 | 0.44 | 1.41 | 0.51 | 0.54 |
| 资产负债率 (%) | 37.24 | 32.10 | 39.12 | 39.16 | 63.78 | 61.54 |
| 存货周转率 | 0.53 | 0.64 | 0.30 | 0.29 | 0.15 | 0.05 |

| | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 应收账款周转率 | 13.88 | 18.53 | 20.92 | 33.24 | 36.75 | 22.47 |
| 总资产周转率 | 0.19 | 0.19 | 0.15 | 0.18 | 0.14 | 0.05 |
| 主营业务收入同比增长率(%) | 4.22 | 6.01 | 0.41 | 124.44 | 31.94 | -16.82 |
| 净利润同比增长率(%) | 17.92 | 12.66 | 46.12 | 182.01 | -69.52 | 25.93 |
| 每股收益(全面摊薄) | 0.22 | 0.24 | 0.24 | 0.51 | 0.08 | 0.07 |
| 每股经营性现金流量 | 0.34 | 0.30 | -0.11 | -0.39 | -1.91 | 0.24 |
| 每股未分配利润 | 0.30 | 0.50 | 0.58 | 0.90 | 0.30 | 0.35 |
| 每股资本公积金 | 0.83 | 0.84 | 0.69 | 1.70 | 0.35 | 0.34 |

数据来源：公司各期报告，WIND 资讯，上海证券研究所整理

表 3 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

| 指标名称 | 2008 A | 2009 E | 2010 E |
|-----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 1,086.85 | 1,346.00 | 1,368.00 |
| 营业总成本 | 483.85 | 605.70 | 615.60 |
| 营业税金及附加 | 170.71 | 201.90 | 205.20 |
| 销售费用 | 56.77 | 67.30 | 68.40 |
| 管理费用 | 166.10 | 205.94 | 205.20 |
| 财务费用 | 51.04 | 53.84 | 54.72 |
| 利润总额 | 201.45 | 364.35 | 377.38 |
| 减：所得税 | 63.27 | 91.09 | 94.34 |
| 净利润 | 138.18 | 273.26 | 283.03 |
| 少数股东损益 | -3.84 | 4.50 | 5.40 |
| 母公司所有者净利润 | 142.02 | 268.76 | 277.63 |
| 每股收益 (元) | 0.08 | 0.15 | 0.15 |

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本设计

分析师承诺

分析师 沈莉

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | | 定义 |
|------|---------------------|-------------------|
| 超强大市 | Superperform | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | Outperform | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | In-Line | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | Underperform | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | | 定义 |
|------|-------------------|------------------------|
| 有吸引力 | Attractive | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | Neutral | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎 | Cautious | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。