



ST 中润 (000506.SZ)

推荐 (维持)

所属行业: 房地产
 行业评级: 谨慎推荐

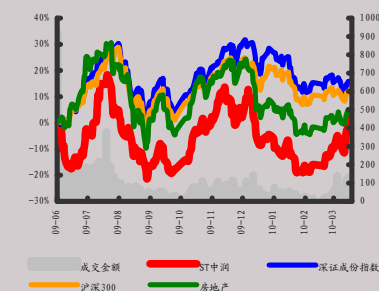
股价数据

恢复上市后股价区间 (元) 6.76—10.87
 上一交易日价格 (元) 9.01

股本结构

总市值 (亿元) 69.75
 流通市值 (亿元) 17.55
 总股本 (亿股) 7.74
 流通 A 股 (亿股) 1.95
 流通 B 股 (亿股) -

股价表现图



相关报告:

1、ST 中润调研简报: 增发在即, 业绩有望超预期

2009年11月30日

2、ST 中润深度报告: 增发摘帽催化短期股价, 市场潜力提升长期价值

2009年12月14日

齐鲁证券研究所

行业公司部

联系人:

丁晨

Tel: (8621) 6876-6624

Fax: (8621) 5831-8543

Email: dingchen@qlzq.com.cn

分析师: 涂力磊

(执业证书编号: S0740210020003)

ST 中润年报点评:

摘帽在即, 山东区域龙头厚积薄发

投资要点:

- **重组后第一年业绩稳健增长, 符合预期, 摘帽基本已成定局。**09 年是公司重组后的第一个完整的会计年度, 全年实现营业收入比上年同期增长 12.35%; 公司实现利润总额比上年同期增长 23.09%, 净资产比上年同期增加 52.05%, 基本每股收益 0.3069 元, 增长 18.86%。
- **公司获利能力突出, 销售毛利率和净利率均保持较高水平。**09 年公司销售毛利率为 45.16%, 净利率为 23.59%, 比 08 年均有所提高。由于济南中润世纪城二期毛利率较高的写字楼项目、威海韩国之窗的专业市场、淄博华侨城建筑面积占比最高的住宅项目在 2010 年和 2011 年都将迎来结算高峰, 因此公司仍将保持较高的利润率水平。
- **负债率有所下降, 但依然维持高位, 资本结构有待改善。**09 年公司资产负债率 80.2%, 净负债率 25.28%, 较 08 年有所下降, 但仍处于行业内较高水平。且 09 年短期借款较 08 年增加 52.05%, 一年内到期的非流动负债增加 55.43%, 财务费用增加 156.15%, 短期偿债压力增大, 债务结构有待改善。若公司再融资计划通过, 将显著改善资本结构, 缓解偿债压力。
- **山东区域市场受益于区域政策利好和城镇化进程, 潜力巨大。**公司目前项目分布在山东省内各核心城市, 主要包括济南、威海和淄博等二三线城市。这些城市受益于区域经济规划的利好, 潜在需求有待释放, 同时这些二三线城市市场相对于一线城市仍然较平稳的态势, 并未出现大起大落, 因此后期发展潜力巨大。目前公司的三大优质项目储备可满足公司三年以上的开发量。公司将进一步增加土地储备, 在济南、淄博、威海以外, 选择适当时机进入省内有市场潜力的地区开展业务。例如公司已在青岛设立子公司, 未来也将积极拓展青岛市场。
- **估值和投资建议:**我们预计公司 10 年、11 年和 12 年每股收益将达到 0.50 元、0.87 元和 0.95 元, 对应上一个交易日股价的市盈率为 18 倍、10 倍和 9 倍。短期来看, 摘帽以及再融资计划获批的可能性是股价催化剂, 长期来看, 公司具备估值优势及项目所在山东区域市场的巨大潜力, 维持公司“推荐”评级。

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“齐鲁证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

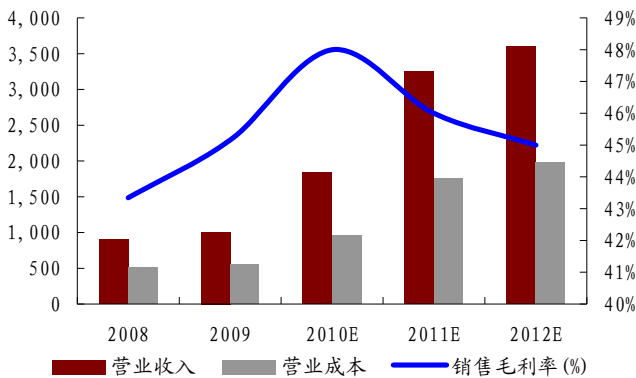


财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	896.52	1007.27	1836.26	3245.82	3602.31
增长率(%)	-	12.35%	82.30%	76.76%	10.98%
归属母公司股东净利润	199.89	237.57	449.85	787.59	860.37
增长率(%)	-	18.85%	89.36%	75.08%	9.24%
每股收益(EPS)	0.26	0.32	0.50	0.87	0.95
销售毛利率(%)	43.34%	45.16%	48.00%	46.00%	45.00%
销售净利率(%)	22.30%	23.59%	24.50%	24.26%	23.88%

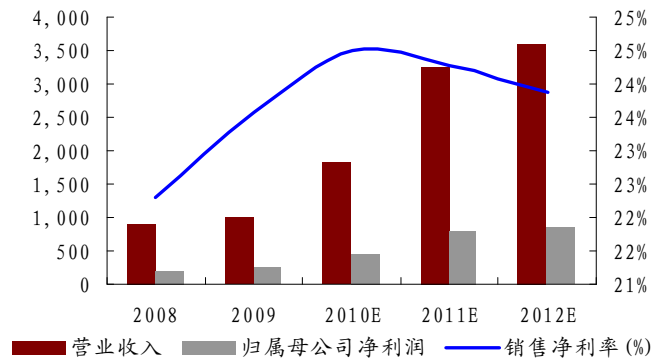
数据来源: 齐鲁证券研究所 (注: 2010 年开始按增发摊薄计算)

图 1: 主营及成本



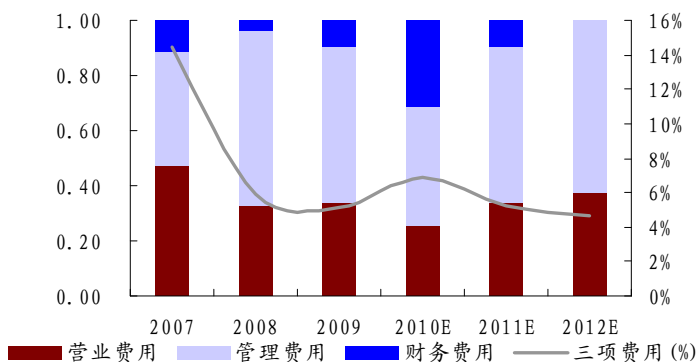
数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图 2: 收入及净利增长



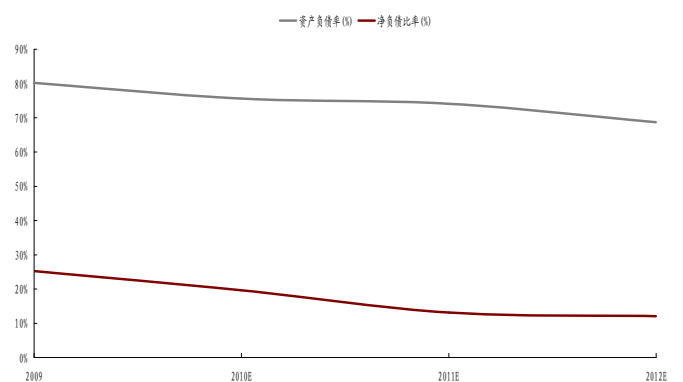
数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图 3: 费用构成



数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

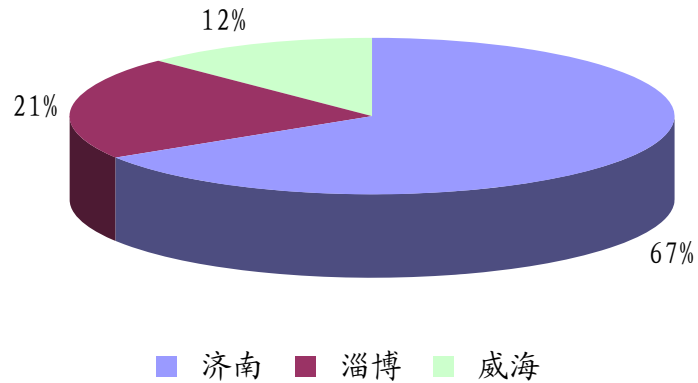
图 4: 负债情况



数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所



图 5：09 年收入构成（按地区分）



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

附表：公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2972	4688	7430	8816	营业收入	1007	1836	3246	3602
现金	316	549	1564	1300	营业成本	552	955	1753	1981
应收账款	55	238	279	294	营业税金及附加	80	146	258	286
其他应收款	85	154	273	303	营业费用	18	32	57	63
预付账款	54	93	170	192	管理费用	29	54	95	105
存货	2420	3612	5101	6683	财务费用	5	39	16	0
其他流动资产	43	43	43	43	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	535	534	534	533	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	12	12	11	10	营业利润	317	605	1062	1160
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	523	523	523	523	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3507	5222	7963	9349	利润总额	322	609	1066	1165
流动负债	2528	3663	5617	6142	所得税	84	159	279	304
短期借款	203	268	268	268	净利润	238	450	788	860
应付账款	607	1049	1925	2176	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1718	2347	3424	3698	归属母公司净利润	238	450	788	860
非流动负债	285	285	285	285	EBITDA	322	645	1078	1161
长期借款	263	263	263	263	EPS (元)	0.31	0.50	0.87	0.95
其他非流动负债	22	22	22	22					
负债合计	2813	3948	5902	6427	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	774	904	904	904	成长能力				
资本公积	31	31	31	31	营业收入	12.4%	82.3%	76.8%	11.0%
留存收益	-111	339	1126	1986	营业利润	25.3%	90.6%	75.6%	9.3%



归属母公司股东权益	694	1274	2061	2922
负债和股东权益	3507	5222	7963	9349

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流	107	78	1031	-263	
净利润	238	450	788	860	
折旧摊销	0	1	1	1	
财务费用	5	39	16	0	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	0	-499	119	-1152	
其他经营现金流	-136	87	107	28	
投资活动现金流	-20	0	0	0	
资本支出	20	0	0	0	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	0	0	0	0	
筹资活动现金流	148	155	-16	-0	
短期借款	70	65	0	0	
长期借款	48	0	0	0	
普通股增加	0	130	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	31	-39	-16	-0	
现金净增加额	235	233	1015	-264	

归属于母公司净利润	18.9%	89.4%	75.1%	9.2%
获利能力				
毛利率(%)	45.2%	48.0%	46.0%	45.0%
净利率(%)	23.6%	24.5%	24.3%	23.9%
ROE(%)	34.2%	35.3%	38.2%	29.4%
ROIC(%)	39.7%	47.0%	101.5%	44.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	80.2%	75.6%	74.1%	68.7%
净负债比率(%)	25.28%	19.65%	13.15%	12.07%
流动比率	1.18	1.28	1.32	1.44
速动比率	0.22	0.29	0.41	0.35
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.42	0.49	0.42
应收账款周转率	11	11	11	11
应付账款周转率	0.89	1.15	1.18	0.97
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.50	0.87	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.09	1.14	-0.29
每股净资产(最新摊薄)	0.90	1.41	2.28	3.23
估值比率				
P/E	29.16	18.11	10.34	9.47
P/B	10.04	6.40	3.95	2.79
EV/EBITDA	21	11	6	6

数据来源: 齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

