



漳州发展：房地产成为公司 收益的新增长点可期

2010年3月20日

推荐/维持

漳州发展

公告点评

郑闵钢 房地产行业分析师 资格证:S1480208060050

Zhengmg@dxzq.net.cn 010-66507310

事件：

公司发布公告，公司将与漳州市龙文区人民政府、漳州市龙文区城市建设开发中心共同对660亩配套开发用地进行一级开发。开发资金由公司提供，投资回报为12%的年收益及该地块挂牌出让净收益的18%。另外，公司将全资子公司漳州靖达土地综合开发有限公司，以2.08亿元的价格转让给漳州市国有资产投资经营有限公司。

观点：

1、房地产将成为公司业绩新增长点。公司在2009年12月公司公告，公司与漳州市龙文区人民政府、漳州市龙文区城市建设开发中心签订了漳华路龙文段配套开发用地（A地块）164亩一级开发合作协议书。今日公司又出公告，将继续与政府签订660亩的一级开发合作，这样公司将获得共计824亩的一级土地开发，土地一级开发应在2013年底完成。根据协议公司的投资回报为12%的年收益及该地块挂牌出让净收益的18%。公司进入土地一级开发后，房地产业务大大加强，为公司发展成为本地房地产龙头企业奠定了一个很好的基础。房地产业务已成为公司业绩强劲增长的来源，公司已拥有20万平方米的商品房开发土地储备。2009年上半年公司完成对漳州欣宝房地产开发有限公司60%股权的收购，全面承接该项目。漳州欣宝房地产开发有限公司开发的项目为“上江名都”，总占地面积21615平方，总建筑面积达12万多平方米。2009年12月3日，公司又竞得了漳州市南靖县二宗占地分别为82860.229平方米和54271平方米的商住用地。这次公司加大进入漳州市区内土地一级开发业务，也为公司今后进一步积极地争取更多二级开发项目创造有利条件。2010年起，房地产业务将成为公司新的业绩增长来源。由于公司拥有强大的政府前景，我们认为公司今后有望发展成为当地房地产开发龙头。

表 1：公司土一级开发项目情况

地块号	土地所在地址	土地面积
1 B地块	龙文区龙江北路以东、六号路以西、漳华路以北、北仓路以南	205 亩
2 C地块	龙文区龙江北路以东、六号路以西、漳华路以南、北一号路以北	270 亩
3 D地块	龙文区六号路以东、毅达新城以西、北一号路以北、漳华路以南	100 亩
4 E地块	龙文区六号路以东、毅达新城以西、北一号路以北南、九十九弯以北	85 亩
5 A地块	龙文区五号路以东、龙江北路以西、漳华路以北、北仓路以南	164 亩
小计		824 亩

表 2：公司新增土地储备

成交金额	土地编号	所在地址	宗地面积	土地用途
3356 万元	G2008-01	漳州市南靖县靖城镇靖城村	82860.229 平方米	商住用地
2218 万元	G2009-50	漳州市南靖县靖城镇靖城村	54271 平方米	商住用地

2、剥离不良资产利于公司轻装发展。2010年03月18日，公司与漳州市国有资产投资经营有限公司签署《股权转让协议》，将公司全资子公司漳州靖达土地综合开发有限公司100%股权转让以20,800万元的价格转让给漳州国投。我们认为公司这一股权转让行为，是将盈利性不好的不良资产进行剥离。有利于公司轻装发展。漳州靖达土地综合开发有限公司主要核心资产是持有为漳州市漳诏高速公路有限公司28.33%股权。由于去年国家的有关政策变化，国道收费要取消，另外厦深高铁即将通车及未来几年福广高速建设投入运营后，都将对漳诏高速通行费收入产生较大的负面影响。公司此投资项目的盈利性大大降低，另一方面漳诏高速未来几年将加大基础设施建设力度，投资成本也不断上升，公司经营业绩将受到影响。此次转让靖达公司100%股权可进一步优化公司资产结构，有利于降低公司资产负债率及财务风险，缓解公司后续投资项目产生的资金压力。根据公司测算，此次股权转让可给公司带来产生收益10,124.57万元。股权转让所得资金将主要用于偿还银行贷款及后期的项目投资。

3、投资建议。2008年公司对汽车贸易、公路等业务进行了调整，使得09年盈利能力有很大的提高。2009年底和2010年初公司加大房地产业务的发展，在加大商品房开发项目土地贮的同时进入到大规模的土地一级开发中。房地产开发业务将是公司新的业绩增长来源，考虑土地一级开发收益和漳州靖达土地综合开发有限公司股权转让收益，我们上调2010年至2013年的每股收益，调整后公司2009年至2011年的EPS为0.203、0.528和0.526元/股，对应的PE为49.27、18.93和19.01，维持“推荐”的投资评级。

百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	563.97	747.55	1,167.00	1,347.50
(+/-)%	15.58%	32.55%	56.11%	15.47%
经营利润 (EBIT)	42.79	99.99	110.04	246.96
(+/-)%	-42.35%	133.66%	10.05%	124.43%
净利润	-13.68	38.52	64.21	167.10
(+/-)%	-162.59%	-381.51%	66.67%	160.26%
每股净收益 (元)	(0.043)	0.122	0.203	0.528

利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
营业收入	563.97	747.55	1,167.00	56.11%	1,347.50	15.47%	1,727.99	28.24%
营业成本	490.00	665.46	1,033.39	55.29%	1,169.72	13.19%	1,459.47	24.77%
营业费用	18.35	32.76	46.68	42.48%	53.90	15.47%	69.12	28.24%
管理费用	25.95	36.88	47.26	28.15%	54.57	15.47%	69.98	28.24%
财务费用	42.25	51.39	33.11	-35.56%	32.84	-0.82%	31.35	-4.55%
投资收益	25.55	109.33	85.00	-22.25%	193.00	127.06%	132.00	-31.61%
营业利润	0.55	48.61	76.93	58.27%	214.12	178.35%	213.22	-0.42%
利润总额	1.04	47.71	77.93	63.34%	215.12	176.06%	214.22	-0.42%
所得税	12.97	14.95	19.48	30.35%	53.78	176.06%	53.55	-0.42%
净利润	(11.94)	32.76	58.44	78.39%	161.34	176.06%	160.66	-0.42%
归属母公司的净利润	(13.68)	38.52	64.21	66.67%	167.10	160.26%	166.43	-0.41%
NOPLAT	(492.68)	68.67	82.53	20.19%	185.22	124.43%	183.42	-0.97%

资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
货币资金	115.40	203.99	303.42	48.75%	350.35	15.47%	449.28	28.24%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	15.53	22.81	31.97	40.14%	36.92	15.47%	47.34	28.24%
预付款项	16.28	68.43	89.10	30.20%	112.49	26.26%	141.68	25.95%
存货	45.01	69.43	99.09	42.73%	112.16	13.19%	139.95	24.77%
流动资产合计	321.53	471.33	689.18	46.22%	802.88	16.50%	1,022.65	27.37%
非流动资产	956.74	680.69	631.70	-7.20%	581.99	-7.87%	532.28	-8.54%
资产总计	1,278.27	1,152.03	1,320.88	14.66%	1,384.87	4.84%	1,554.93	12.28%
短期借款	133.76	86.11	152.28	76.83%	101.47	-33.37%	126.79	24.95%
应付帐款	3.05	20.16	31.14	54.45%	35.25	13.19%	43.98	24.77%
预收款项	24.97	25.86	37.53	45.13%	51.00	35.91%	68.28	33.88%
流动负债合计	315.67	273.80	416.31	52.05%	402.51	-3.32%	495.12	23.01%
非流动负债	527.23	407.10	407.10	0.00%	407.10	0.00%	407.10	0.00%
少数股东权益	11.47	8.70	2.94	-66.25%	(2.83)	N/A	(8.59)	N/A
母公司股东权益	423.90	462.43	494.53	6.94%	578.08	16.90%	661.29	14.39%

现金流量表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
净利润	(11.94)	32.76	58.44	78.39%	161.34	176.06%	160.66	-0.42%
折旧摊销	352.69	295.07	0.00	N/A	49.71	N/A	49.71	0.00%
净营运资金增加	(120.40)	191.67	75.34	-60.70%	127.50	69.24%	127.16	-0.27%
经营活动产生现金流	9.68	(15.86)	23.82	N/A	31.13	30.70%	66.17	112.55%
投资活动产生现金流	8.27	247.14	75.00	-69.65%	183.00	144.00%	122.00	-33.33%
融资活动产生现金流	(34.84)	(142.70)	0.62	N/A	(167.20)	N/A	(89.24)	N/A
现金净增(减)	(16.89)	88.58	99.43	12.25%	46.93	-52.80%	98.93	110.80%

分析师简介

郑闵钢

房地产行业研究员，2007年加盟东兴证券股份有限公司研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

回避：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。