

**证券研究报告—动态报告/公司快评**

房地产

房地产开发

**中润投资 (000506)**

股价近期表现强劲点评

**谨慎推荐**

首次评级

2011年2月15日

## 矿业投资打开联想空间

证券分析师: 方焱 0755-82130648 fangyan@guosen.com.cn

联系人: 黄道立 0755-82133397 huangdl@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书  
 编码: S0980510120001

### 事项:

2月9日-14日, 公司股价表现强劲, 累计涨幅达 24.35%, 超越地产行业指数 17.58 个百分点, 超越沪深 300 指数 18.98 个百分点。

### 评论:

#### ■ 公司矿业投资渐行渐近是股价表现强劲的主要原因

为实现既定的投资不动产及资源类项目双主业战略布局, 公司董事会于去年 12 月正式新增 4 名董事: 崔德文、赫英斌、石玉臣、彭瑞林。其中崔德文、赫英斌和石玉臣均为矿业资深从业人士; 彭瑞林曾在对外经济贸易部任处长。管理层新人的加入大大提升公司在国内, 甚至海外矿产业务上的投资能力。根据新董事的背景, 我们猜测公司可能的矿产投资标的为金矿, 且有同时扩张国内以及海外金矿业务的可能。

**表 1: 公司新上任管理层简介**

姓名	职务	上任日期	个人简历
石玉臣	董事	2010-12-8	男, 地质学博士, 高级工程师, 曾任山东省地质矿产局科技处工程师, 山东省地勘局矿产勘查处处长, 山东鲁地矿业公司副总经理, 山东省地矿宝玉石鉴定中心主任, 山东华地矿业咨询有限公司董事长; 现任山东鲁地矿业投资有限公司董事长。
彭瑞林	董事	2010-12-8	男, 经济学博士, 曾先后担任对外经济贸易部监察局副局长, 计划司进口处副处长, 计财司中长期规划处处长, 商务部驻海南特派员办事处副特派员, 海南省商务厅厅长, 商务部机关服务局局长; 现退休。
崔德文	董事	2010-12-8	男, 曾任黑龙江省黄金局局长, 中国黄金总公司副总经理, 国家黄金局副局长, 国务院黄金领导小组成员, 武警黄金指挥部副主任; 已退休。现任中国黄金学会理事长, 中国黄金协会副会长, 中国矿业联合会副会长, 山东黄金矿业股份有限公司独立董事。
赫英斌	董事	2010-12-8	男, 加拿大国籍, 矿业学博士, 高级工程师, 曾任加拿大温哥华矿物加工过程研究所工程师, 加拿大斯帕尔资源公司董事, 总裁; 现任中国黄金国际资源有限公司独立董事, 加拿大三江投资有限公司董事, 总裁。

资料来源: 公司公告

今年 1 月, 公司下属两个矿业投资子公司——中润矿业发展有限公司和中润国际矿业有限公司均正式完成注册登记, 并领营业执照, 矿业投资平台建设初步完成。截止去年三季度末, 公司账面货币资金共 11.94 亿元, 且公司账上仅有不足 2000 万元的应付土地款, 短期在房地产业务上无大额资金支出。截止今年 1 月中旬, 公司一、二大股

东已累计质押上市公司股票约 3.23 亿股作为贷款担保。

综上所述，公司矿业投资渐行渐近，若在资金方面能得到大股东支持，我们预计上市公司将可能拥有百吨级别金矿的投资能力。鉴于目前上市公司矿业投资标的尚未明确，我们在估值及盈利预测上暂不包含矿业投资方面的测算。

#### ■ 地产项目储备优质，盈利能力强

公司房地产项目集中于山东省，目前拥有体量超百万平的大型项目 3 个，分别是济南的世纪城、淄博的中润华侨城和文登的韩国之窗，总建筑面积接近 400 万平方米。公司管理层高瞻远瞩，在城市规划扩张之前提前布局项目，因此该等项目土地成本低廉，平均楼面地价不到 1000 元/平米。同时，公司十分注重项目的配套设施与园林景观的建设，从而达到提升项目价值、增加单位盈利的目的。从公司已结算房源看，净利润率水平高达 33.34%，高于行业其他龙头公司净利润率水平。而根据我们较保守估算，目前公司项目平均利润率在 25% 以上。

#### ■ 公司业绩锁定性较好，给予“谨慎推荐”评级，若矿业投资标的确认，预计股价将会有更好的表现

公司业绩锁定性较强，截止 2010 年三季度末，公司预收账款约为 14.53 亿元，2011 年公司业绩锁定性在 60% 以上。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.49 元、0.78 元和 1.16 元，对应 PE 分别为 27.2 倍、17.1 倍和 11.5 倍，每股 RNAV 约为 10.68 元，对应 P/RNAV 1.25 倍。鉴于目前股价已基本反映了公司房地产业务的估值水平，我们给予“谨慎推荐”评级。若未来公司矿业投资取得进一步进展，预计股价将会有更好的表现。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	316	250	250	631	营业收入	1007	1134	1807	2363
应收款项	139	157	250	327	营业成本	552	448	735	825
存货净额	2420	1790	2922	3375	营业税金及附加	80	98	157	205
其他流动资产	96	105	168	219	销售费用	18	21	33	44
<b>流动资产合计</b>	<b>2972</b>	<b>2303</b>	<b>3590</b>	<b>4553</b>	管理费用	29	38	60	79
固定资产	12	22	31	38	财务费用	5	21	22	17
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	2	2	2
投资性房地产	523	523	523	523	资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3507</b>	<b>2847</b>	<b>4143</b>	<b>5114</b>	营业利润	317	509	801	1195
短期借款及交易性金融负债	448	410	462	400	营业外净收支	5	0	0	0
应付款项	647	647	1057	1221	<b>利润总额</b>	<b>322</b>	<b>509</b>	<b>801</b>	<b>1195</b>
其他流动负债	1433	543	884	1034	所得税费用	84	126	199	297
<b>流动负债合计</b>	<b>2528</b>	<b>1600</b>	<b>2403</b>	<b>2655</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	263	263	263	263	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>238</b>	<b>383</b>	<b>602</b>	<b>898</b>
其他长期负债	22	22	22	22					
<b>长期负债合计</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2813</b>	<b>1885</b>	<b>2688</b>	<b>2940</b>	净利润	238	383	602	898
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	8	3	3	3
股东权益	694	961	1455	2174	折旧摊销	16	2	3	4
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3507</b>	<b>2847</b>	<b>4143</b>	<b>5114</b>	公允价值变动损失	6	0	0	0
					财务费用	5	21	22	17
					营运资本变动	(214)	(282)	(534)	(265)
					其它	(8)	(3)	(3)	(3)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>45</b>	<b>102</b>	<b>71</b>	<b>638</b>
					资本开支	(18)	(15)	(15)	(15)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(18)</b>	<b>(15)</b>	<b>(15)</b>	<b>(15)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	48	0	0	0
					支付股利、利息	(57)	(115)	(108)	(180)
					其它融资现金流	211	(38)	52	(62)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>194</b>	<b>(153)</b>	<b>(56)</b>	<b>(242)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>220</b>	<b>(66)</b>	<b>0</b>	<b>381</b>
					货币资金的期初余额	96	316	250	250
					货币资金的期末余额	316	250	250	631
					企业自由现金流	26	102	71	634
					权益自由现金流	284	48	107	559

  

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.31	0.49	0.78	1.16
每股红利	0.07	0.15	0.14	0.23
每股净资产	0.90	1.24	1.88	2.81
ROIC	20%	26%	32%	39%
ROE	34%	40%	41%	41%
毛利率	45%	60%	59%	65%
EBIT Margin	33%	47%	45%	51%
EBITDA Margin	34%	47%	46%	51%
收入增长	12%	13%	59%	31%
净利润增长率	19%	61%	57%	49%
资产负债率	80%	66%	65%	57%
息率	0.7%	1.5%	1.4%	2.3%
P/E	32.6	20.2	12.9	8.6
P/B	11.2	8.1	5.3	3.6
EV/EBITDA	30.7	18.2	12.7	8.8

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。