

赣江边上的明珠

中江地产 (600053)

评级: 买入 (首次)

股价: 6.41 元

目标价位: 7.90 元

深度报告

2009 年 3 月 4 日 星期三

桂长元

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

房地产行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 7.90 元

升值潜力 (%) 23

目标价确定日期: 2009-3-4

重要数据

总股本(亿股) 3.01

流通股本(亿股) 0.83

总市值(亿元) 20.44

流通市值(亿元) 5.65

市场表现

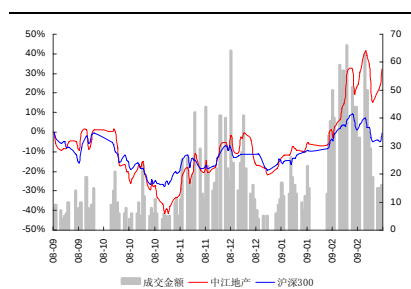
绝对涨幅 (%) 相对涨幅 (%)

1 个月 24.7 24.2

3 个月 42.8 37.4

6 个月 24.7 33.7

最近 6 个月相对沪深 300 走势



投资要点

- **具备后发优势, 南昌房地产市场前景广阔。**南昌是国内唯一与长三角、珠三角和闽东南经济区相毗邻的省会城市, 承东启西, 纵贯南北。经济学意义上而言, 南昌已成为东部沿海发达地区产业梯度转移的理想地区。近年来, 南昌经济持续向好, 房地产市场发展潜力巨大。
- **利用地域优势, 未来着力于发展旅游地产。**2006 年, 公司通过资产重组, 新大股东江中集团将旗下的房地产企业江中置业整体置入公司。公司现有紫金城和景德镇两个项目, 土地储备总建面合计约 110 万平米。作为江西唯一国有控股的房地产上市公司, 公司充分利用地域优势, 积极开拓旧城改造项目, 长期目标是发展旅游地产。
- **国企背景的大股东对公司长期发展而言利好。**江中集团是江西省最大的国有企业之一, 集医药制造、保健食品、房地产三大产业于一体, 并跨入了国家 520 户国有大中型企业、国家级重点高新技术企业。江中集团国有背景在南昌及江西各地市获取旧城改造项目时具有很大的优势, 预计公司未来可获得南昌市和江西省其他地市的一部分旧城改造重大项目。
- **未来 4 年, 紫金城项目将是公司主要的利润来源。**紫金城项目占地面积 575 亩, 可租售面积 110 万平米, 其中, 商业物业可租售面积 30 万平米; 住宅可售面积 70 万平米。该项目 04 年取得, 土地成本相对较低。景德镇项目占地面积约 92 亩, 由于涉及职工安置问题, 现暂无开发计划。
- **目前股价相对 RNAV 还有 14% 的折让。**不考虑未来大股东资产的注入, 公司现有房地产净资产的重估价值为 22.3 亿元, 绝对估值方面公司 RNAV7.41 元。2009 年 3 月 3 日收盘价 6.41 元, 相对 RNAV 还有 14% 的折让。
- **目标价 7.9 元/股, 对目前的股价有 23% 的涨幅, 首次评级为“买入”。**我们预计 08、09 和 10 年归属于母公司所有者的净利润分别为 1.8 亿元、2.1 亿元和 2.5 亿元, 07-10 年复合增长率 12.8%。按目前总股本摊薄后 EPS 分别为 0.60、0.70 和 0.84 元。相对估值方面, 区域房地产企业 09 年动态市盈率处于 13-15 倍, 公司股价应在 7.8-9.0 元/股。综合而言, 考虑公司未来几年的盈利增长性、在南昌拥有一定的定价权和集团的鼎力支持, 我们设定公司目标价 7.9 元/股, 对目前的股价有 23% 的涨幅, 首次评级为“买入”。

公司主要财务数据预测

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万元)	72.1	447.1	792.3	950.8	1140.9	1369.1
增长率		520.1%	77.2%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润 (百万元)	5.2	63.1	175.4	180.8	209.5	251.7
增长率		1113.5%	178.0%	3.1%	15.9%	20.2%
每股收益 (元)		0.21	0.58	0.60	0.70	0.84

目录

1. 具备后发优势，南昌房地产市场发展潜力巨大	1
1.1 产业梯度转移理想地区	1
1.2 房地产增长空间巨大	2
1.3 气候宜人、环境优美	4
2. 大股东的鼎力支持	4
2.1 集团是江西最大的国企之一	4
2.2 在集团帮助下稳健经营	5
3. 土地储备情况	5
3.1 紫金城项目	6
3.2 景德镇项目	7
3.3 未来可获取旧城改造项目	8
3.4 RNAV估值	8
4. 盈利预测与投资建议	8

图表目录

图 1: 南昌毗邻中国三大经济圈	1
图 2: 南昌GDP增速高于全国平均水平（单位：亿元）	2
图 3: 城镇居民收入稳步增加（单位：元）	2
图 4: 社会消费品零售额快速增长（单位：亿元）	3
图 5: 南昌消费商圈构成	3
图 6: 南昌房地产存在巨大的增长空间（单位：亿元）	4
图 7: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系	5
图 8: 紫金城在市内位置	7
图 9: 紫金城商铺、写字楼鸟瞰	7
表 1: 07年南昌房地产投资额仅中部邻近三省的 30%	4
表 2: 公司房地产项目估值	8
表 3: 公司财务预测	9

1. 具备后发优势，南昌房地产市场发展潜力巨大

南昌市位于东经 115° 27′ -116° 35′，北纬 28° 09′ -29° 11′，处江西省中部偏北，赣江、抚河下游，滨临我国第一大淡水湖鄱阳湖。

全境以平原为主，东南平坦，西北丘陵起伏，南北长约 112 公里，东西宽约 108 公里。总面积 7402 平方公里，平原占 35.8%，水域占 29.8%，岗地、低丘占 34.4%。西部是西山山脉，最高点梅岭主峰洗药坞，海拔 841.4 米。

全市总人口 623.5 万人，其中非农业人口 205.6 万人。其中，市辖区人口 358.92 万人，其中非农业 96.23 万人。

1.1 产业梯度转移理想地区

南昌是国内唯一一个与长江三角洲、珠江三角洲和闽东南经济区相毗邻的省会城市，承东启西，纵贯南北。京九、浙赣、皖赣三条铁路线交汇于此，是京九线上唯一的省会城市；105、320、316 国道纵贯南昌；水运经赣江入长江出东海。从经济学意义上看，南昌已成为国际和东部沿海发达地区产业梯度转移的理想地区。

南昌下辖南昌县、新建县、进贤县、安义县 4 个县，东湖区、西湖区、青云谱区、青山湖区、湾里区 5 个区，以及南昌经济技术开发区（经开区）、南昌高新技术产业开发区（高新区）、红谷滩新区、桑海经济技术开发区和英雄经济技术开发区。南昌市辖区土地面积 617 平方公里，市辖县土地面积 6785 平方公里。

图 1：南昌毗邻中国三大经济圈

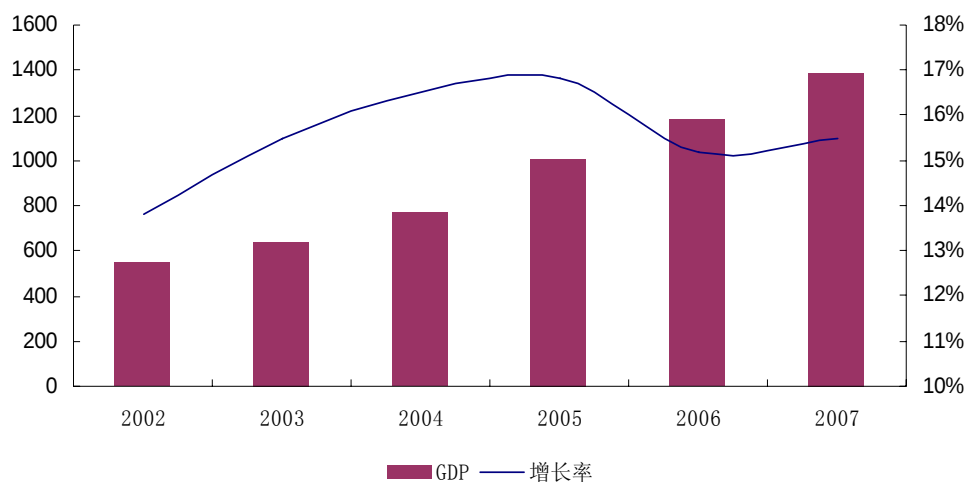


资料来源：江中集团网站

1.2 房地产增长空间巨大

南昌的经济持续向好。07 年南昌 GDP 达到 1390.1 亿元，增长率 15.5%，人均 GDP 达到 30464 元。自 02 年以来，南昌的 GDP 年增长率均超过 10%，增速高于全国平均水平。根据南昌市“十一五”规划纲要，05-10 年 GDP 年均增长率将达到 14%以上。

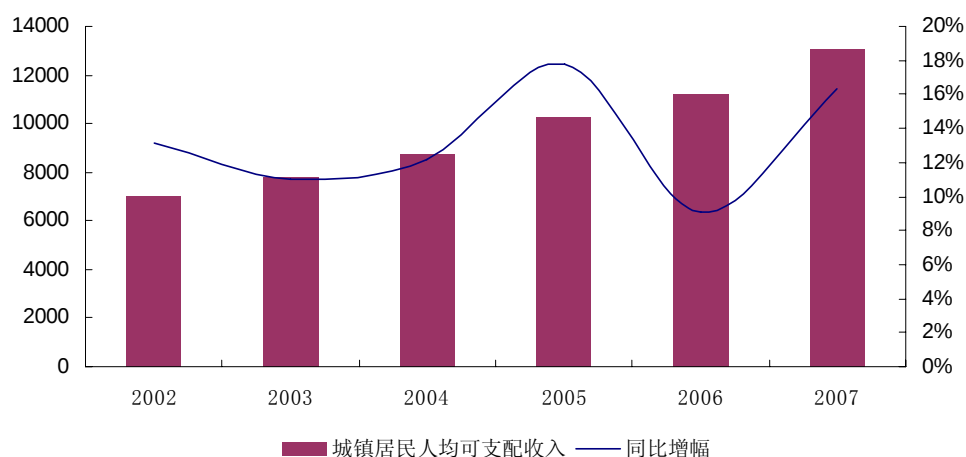
图 2：南昌 GDP 增速高于全国平均水平（单位：亿元）



数据来源：南昌统计局、东海证券研究所

南昌城镇居民收入稳步增加。07 年城镇居民人均可支配收入 13076 元，增长 16.3%，而 02 年仅为 7021 元相当于 07 年的一半，02-07 年均增长率 13.2%。根据南昌市“十一五”规划，2010 年城镇居民年人均可支配收入将比 2005 年增加 5500 元从而达到 15800 元，这将为南昌今后的消费升级奠定坚实的基础。

图 3：城镇居民收入稳步增加（单位：元）

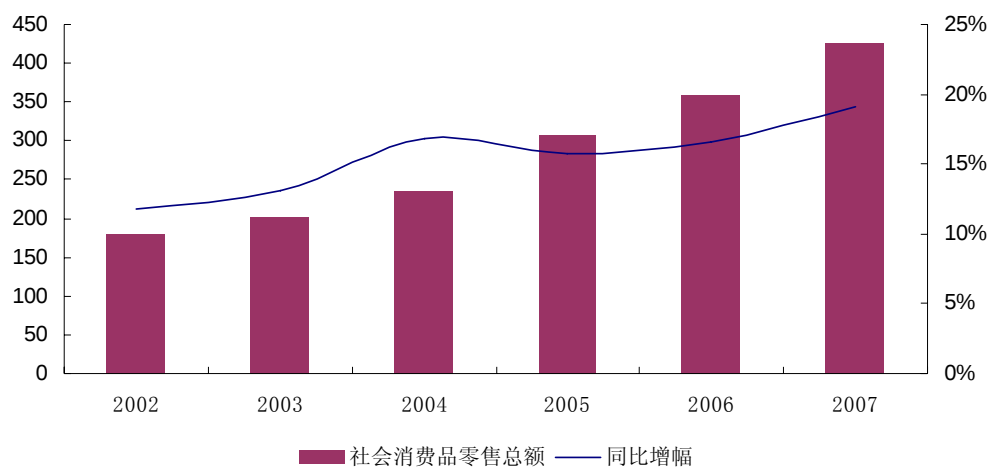


数据来源：南昌统计局、东海证券研究所

社会消费品零售额快速增长。07 年，全市实现社会消费品零售总额 426.7 亿元，比上年增长 19.1%，07 年的总量是 02 年的 2.4 倍。根据南昌市“十一五”规划纲要，05-10 年社会消费品零售总额年均增长率将达到 15%，商业的繁荣必将提升地产尤其是商业地产的价值，公司商业物业面积高达 34 万平米，且位于老城区，所以必将从中受

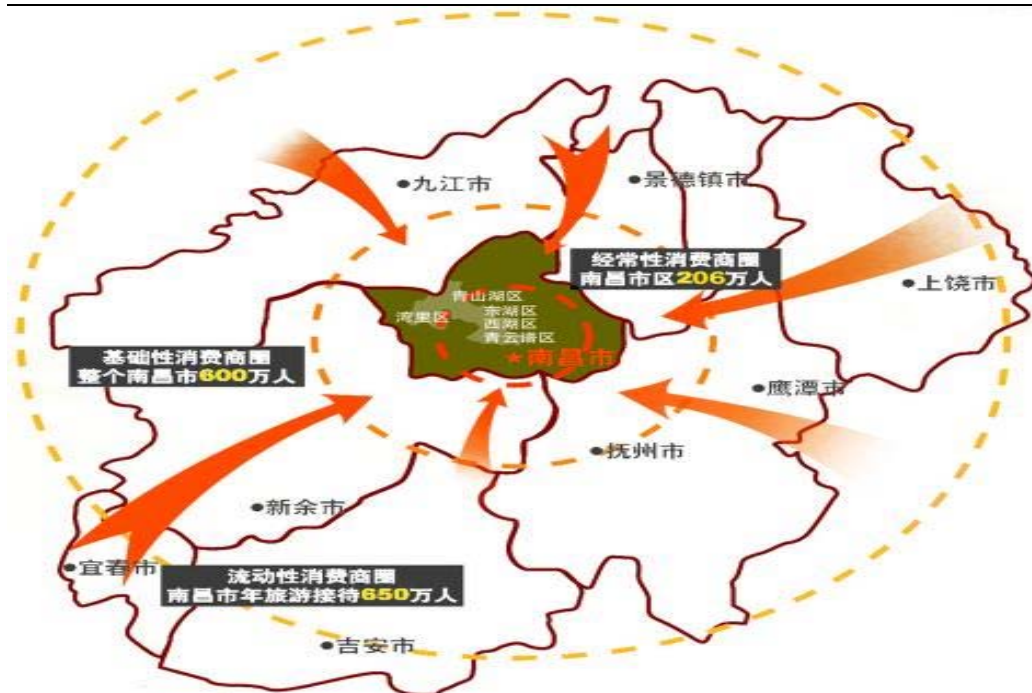
惠。

图 4: 社会消费品零售额快速增长 (单位: 亿元)



数据来源: 南昌统计局、东海证券研究所

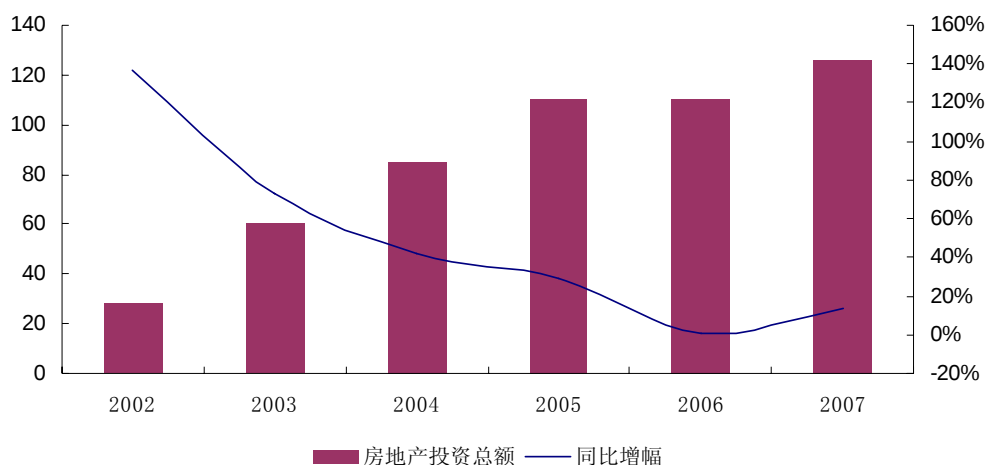
图 5: 南昌消费商圈构成



资料来源: 江中集团网站

南昌房地产市场起步较晚, 存在巨大的增长空间。02 年, 南昌房地产投资仅 28.4 亿元。随着城市化水平的提高以及城镇居民消费升级需求, 南昌的房地产市场得到迅速发展, 08 年南昌房地产投资达到 125.6 亿元, 比上年增长 13.4%, 其中住宅投资 107.9 亿元, 增长 20.2%。根据“十一五”规划, 到 2010 年, 南昌建成区面积将由 2007 年的 210 平方公里扩大到 260 平方公里, 城镇人均住宅使用面积将增长到 28 平米, 我们认为未来几年南昌房地产市场有较大的发展空间。

图 6: 南昌房地产存在巨大的增长空间 (单位: 亿元)



数据来源: 南昌统计局、东海证券研究所

表 1: 07 年南昌房地产投资额仅中部邻近三省的 30%

项目	南昌	长沙	武汉	合肥
GDP (亿元)	1,390	2,190	3,142	1,334
人均 GDP (元)	28,294	33,711	37,904	28,125
人均可支配收入 (元)	13,076	16,153	14,358	13,426
房地产投资额 (亿元)	126	413	460	385

数据来源: 各城市统计信息网

1.3 气候宜人、环境优美

南昌属中亚热带湿润季风气候, 气候湿润温和, 日照充足, 一年中夏冬季长, 春秋季节短。冬季多偏北风, 夏季多偏南风。适合植物、花卉生长, 是营造“花园城市”的理想地区。

南昌素有江南水乡之称, 自然环境优美, 山环水绕, 风光绮丽。西挽西山, 北望梅岭, 赣江穿城而过, 城内四湖(东湖、西湖、南湖、北湖), 城外四湖(青山湖、艾溪湖、象湖、黄家湖), 形成“城在湖中, 湖在城中”。

正因为南昌气候宜人、环境优美, 非常适合人类居住, 06 年, 南昌被国家建设部授予“中国人居环境奖”荣誉称号。

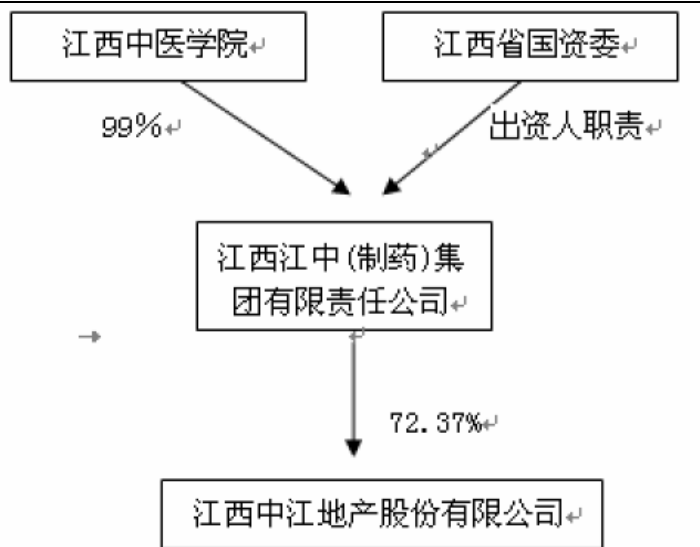
2. 大股东的鼎力支持

2.1 集团是江西最大的国企之一

经过三十多年的发展, 江中集团已经从原来的校办小厂成长为集医药制造、保健食品、房地产三大产业于一体的现代化综合型企业, 并跨入了国家 520 户国有大中型企业、国家级重点高新技术企业。目前, 江中集团拥有包括中江地产(600053)、江中药业(600750)两家上市公司在内的十余家子公司和科研中心, 主导产品有江中复方草珊瑚含片、江中健胃消食片、江中亮嗓等 100 多种。江中集团在 OTC 类产品市场建

立了自己独有的品牌特色和运营模式，江中复方草珊瑚含片、江中健胃消食片分别荣获“2005 百姓信赖药品品牌”，江中品牌是中国驰名商标。

图 7：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告

2.2 在集团帮助下稳健经营

与 07 年楼市量价齐高的火爆行情相比，08 年南昌新建商品住宅成交量呈现出同比大幅下降的趋势，与此同时，成交均价也无法延续 07 年持续走高的态势，充分表现出成交量持续萎缩、价格上涨乏力的行业中期调整特征。受行业调整的影响，公司 08 年 6 月推出的紫金城红郡一期也出现了销售不振的局面，平均每月销售不到 10 套。

在房地产市场调整趋势已经形成，未来调整幅度可能进一步加大的情况下，通过向大股东出售部分资产或以资产抵债，可以为后续房地产项目开发提供一定的资金支持，有利于盘活公司的存量资产，有利于改善公司的财务状况、降低公司的负债水平并提升公司经营成果，有利于公司未来的稳健经营和实现股东权益的最大化。

2008 年 12 月 27 日，公司向江中集团出售紫金城部分商铺，主要分布在一区、二区和四区，共计 106 套，建筑面积 6,242.56 平方米，交易价格为人民币 109,907,306.79 元，平均售价约 17600 元/平方米。

2009 年 1 月 6 日，公司将现有“紫金城”项目部分商业区 1265 个地下车位使用权用于抵偿公司对江中集团的相关债务，评估值为人民币 11,138.6 万元，平均地下车位售价 8.8 万元。

3. 土地储备情况

公司目前是江西省唯一一家国有控股的专业房地产上市公司，因此在江西发展房地产具有极大的地域优势。公司主要业务区域集中在南昌市和江西省内的其他地市。

其业务涵盖如下：住宅开发和商业地产开发；持有部分优质商业地产，获取稳定的租金及增值收益；南昌市及江西省内其他城市的旧城改造项目。未来的发展方向是：参与、发掘并主导江西省内的优质旅游地产项目。

3.1 紫金城项目

紫金城项目位于赣水之滨，赣江大桥与八一大桥之间，是老城区最后一块亲水宝地。它西临赣江，东望青山湖，南接青山路，北靠城市快速路。紫金城项目靠近高新区、青山湖区、传统八一商圈、红谷滩新区、地理位置得天独厚。

在业态布局上，紫金城项目是南昌第一个整合国际著名商业企业和国内著名强势商业企业的复合地产项目，包括国际大超市、大型时尚百货、电影城、真冰场、五星级酒店、大型餐饮、大型夜总会、儿童乐园、酒店式公寓、loft 商业建筑等。

紫金城项目占地面积 575 亩，可租售面积合计 110 万平米，其中，商业物业总建面 40 万平米，可租售面积 34 万平米（包括商铺、写字楼、五星级酒店和地下车库等）；住宅总建面 95 万平米，可售面积 70 万平米；商业与住宅合计拥有 8000 多个地下停车位。该项目使用权于 04 年取得，土地成本相对较低，平均楼面地价约 1000 元/平米。

我们现场调研获悉，该项目商业物业的 1/3 已经售完，公司自持 12 万平米物业，商铺一期均价 15000 元/平方米，二期一度达到 18000 元/平米，它们是公司 07、08 年业绩的主要贡献者；A、B 两栋写字楼总建面 4 万平米，目前在建，预计 09 年竣工，公司计划持有该物业；五星级酒店规划总建面 5 万平米，目前尚未动工。商品住宅方面，项目一期 5-8 栋总建面 11 万平米共 702 套，目前已经封顶，自 08 年中开盘以来以精装修 8900 元/平米价格共销售 60 余套，今年 2 月 27 日公司直降 2000 元/平米限量 200 多套进行促销，市场反应十分热烈，截至 3 月 2 日短短三天确定购买意向的便达到了 100 多套。一期中的 1-4 栋总建面 9 万平米目前未建，预计 09 年推出。住宅二期总建面 18 万平米计划在 2010 年开工，2011 年也计划开工 18 万平米，剩下的 14 万平米计划在 2012-2013 年开工销售。

图 8：紫金城在市内位置



资料来源：江中集团网站

图 9：紫金城商铺、写字楼鸟瞰



资料来源：江中集团网站

3.2 景德镇项目

景德镇项目总占地面积约 92 亩，由于涉及到制药厂的职工安置问题，现在暂无开发计划。景德镇住宅销售均价约 2000 元/平米。

3.3 未来可获取旧城改造项目

公司在旧城改造方面有丰富的经验。江中集团凭借国有背景在南昌及江西各地市获取旧城改造项目时具有很大的优势，中江地产是集团唯一的房地产开发平台，为避免同业竞争，类似这些优质地产资源注入上市公司势所必然。我们预计公司未来可获得南昌市和江西省其他地市级城市的一部分旧城改造重大项目。

3.4 RNAV 估值

出于对房地产市场处于中期调整的考虑，我们假设紫金城红郡项目 2009 年全年销售均价维持在年初降价后的水平，2010 年与 2011 年恢复到 2008 年的水平，2012 年上涨 12%，2013 年维持此水平。假设紫金城商业物业 09、10 年的租金水平上涨 10%。

不考虑未来大股东资产的注入，公司现有房地产净资产的重估价值为 22.3 亿元，RNAV（每股净资产重估）7.41 元。2009 年 3 月 3 日收盘价 6.41 元，相对 RNAV 还有 14%的折让。

表 2：公司房地产项目估值

项目名称	权益	可售面积 (万平方米)	预计销售均价 (元/平方米)	开发进度	项目价值 (万元)	权益净现值 (万元)
紫金城						
住宅一期1	100%	11.0	6,888	建成	75,768	11,365
住宅一期2	100%	9.0	8,900	未开工	80,100	12,015
住宅二期	100%	36.0	8,900	未开工	320,400	48,060
住宅三期	100%	14.0	10,000	未开工	140,000	21,000
商业持有性物业	100%	23.0	20,000	建成	460,000	69,000
小计		93.0			1,076,268	161,440
景德镇						
住宅	100%	1.5	2,500	未开工	3,750	563
净资产值（08年三季报）						61,739
重估净资产（万元）						223,180
总股本（万股）						30,107
重估每股净资产值（元）						7.41

资料来源：公司资料、东海证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

紫金城项目是公司目前主要的业务收入和利润来源。我们预计公司 08-10 年的营业收入分别为 9.5 亿元，11.4 亿元和 13.7 亿元，08、09 和 10 年归属于母公司所有者的净利润分别为 1.8 亿元、2.1 亿元和 2.5 亿元，07-10 年复合增长率 12.8%。按目前总股本摊薄后 EPS 分别为 0.60、0.70 和 0.84 元。

绝对估值方面，公司每股净资产重估值 7.41 元；相对估值方面，鉴于区域房地产企业 09 年动态市盈率处于 13-15 倍，按 PE 估值公司股票价值应在 7.8-9.0 元/股。综

合而言，考虑公司未来几年的盈利增长性、作为区域性地产标杆企业在南昌拥有一定的定价权，江中集团对公司的鼎力支持，我们设定公司目标价 7.9 元/股，对目前的股价有 23% 的涨幅，首次评级为“买入”。

表 3：公司财务预测

项目（百万元）	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	72.1	447.1	792.3	950.8	1140.9	1369.1
二、营业总成本	64.3	348.7	607.1	712.5	865.0	1037.9
营业成本	75.4	249.7	424.0	489.6	599.0	718.8
营业税金及附加	0.3	59.6	122.6	136.9	176.5	211.8
销售费用	2.5	23.1	50.3	71.8	72.4	86.9
管理费用	(17.8)	19.1	12.2	14.6	17.6	21.1
财务费用	4.0	(0.4)	(0.9)	0.6	0.9	0.5
资产减值损失		(2.4)	(1.0)	(1.1)	(1.4)	(1.2)
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益						
投资净收益	(3.5)	15.6	(0.5)	0.5	0.6	0.7
四、营业利润	4.4	114.1	184.7	238.8	276.5	331.9
加：营业外收入	0.0	0.3	7.3	4.5	5.2	4.7
减：营业外支出	(0.8)	13.7	1.1	2.2	2.4	1.0
五、利润总额	5.2	100.6	190.8	241.1	279.3	335.6
减：所得税	0.0	37.5	15.4	60.3	69.8	83.9
六、净利润	5.2	63.1	175.4	180.8	209.5	251.7
减：少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	5.2	63.1	175.4	180.8	209.5	251.7
期末股本数（百万股）	161.1	301.1	301.1	301.1	301.1	301.1
基本每股收益(元)		0.21	0.58	0.60	0.70	0.84

附注:

分析师简介及跟踪范围:

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 3 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、栖霞建设等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122