

2009 年 03 月 15 日

渝 开 发 (000514.SZ)

——大树底下好乘凉

市场数据(人民币)

市价(元)	10.40
已上市流通A股(百万股)	226.54
总市值(百万元)	6,592.95
年内股价最高最低(元)	12.90/4.04
沪深 300 指数	2205.42
深证成指	7875.74
2007 年股息率	0.43%



卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.007	0.290	0.203	0.184	0.254	0.257
净利润增长率	10.21%	11892%	-8.67%	-9.53%	38.18%	0.93%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.290	N/A	N/A
市盈率(倍)	733.58	51.31	25.70	56.50	40.89	40.51
行业优化市盈率(倍)	40.46	72.52	22.42	22.42	22.42	22.42
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	71.84	0.00	-2.97	-5.93	1.07	43.32
已上市流通A股(百万股)	73.68	92.40	120.12	120.12	120.12	120.12
总股本(百万股)	176.31	487.64	633.94	633.94	633.94	633.94

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **地产业务未能做大。**渝开发是重庆唯一的房地产 A 股上市公司，但由于经历多元化投资发展路径和资本运作不当，发展规模未能匹配其上市公司身份。2000 年至今建设项目合计约 30 万平米，目前土地储备的权益建筑面积 39 万平米，相对其 6.34 亿的股本也显不足。
- **未来主要业务将依托股东开展。**渝开发的大股东是重庆城市建设投资集团，是重庆市政府赋予土地储备职能的两大集团之一，所以渝开发在获取土地资源方面独具优势。具体获取项目的方式是通过参与股东储备项目的一级开发或者直接受让股东资产。
- **区域市场容量较大。**公司项目全部位于重庆，重庆历年住宅销量在全国都位列前茅，08 年销售面积已经超过上海，是全国销量最大的城市。较大市场容量一方面是因为重庆人口基数大，07 年底已经超过 1500 万；另一方面是由于其城市化率较低，但进程正在加速。
- **短期整体上市或大规模资产注入可能性不大。**由于目前资本市场的现状制约，上市公司公开增发收购集团资产的难度较大，相对容易实施是向大股东的定向增发。但大股东目前拥有上市公司的股权比例已达到 82%，根据证券法要求，第一大股东拥有上市公司股权比例不能超过 90%，所以按目前公司 6.34 亿的总股本计算，公司至多可增发 5000 万股。目前公司股价约为 10 元，可购买资产额的上限为 5 亿元，所以短期内不会实现整体上市或有大规模的资产注入。
- **不考虑资产注入情况公司下未来业绩将较平稳。**预计 09 - 11 年每股收益 0.18、0.25、0.26 元，动态市盈率分别为 56、41 和 41 倍。重估净资产 4.56 元，股价相比净资产已经发生 126% 的溢价。由于公司短期内实现整体上市或者大规模资产注入可能性并不大，结合目前较高的估值水平，给予其持有评级。

曹旭特

 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

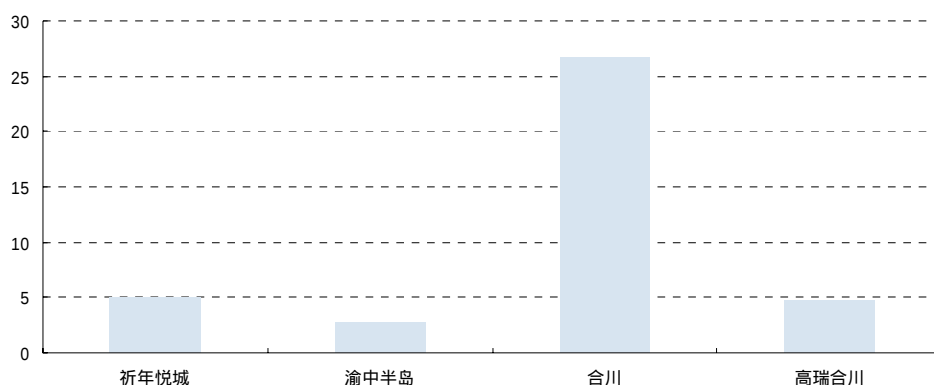
未能做大地产业务

- 渝开发是重庆唯一的 A 股房地产上市公司，90 年代就已登陆资本市场，但发展规模未能匹配其上市公司身份。2000 年至今仅开发了凤天锦园和橄榄郡两个商品房和一个经济适用房项目，合计建筑面积约 30 万平米。目前土地储备的权益建筑面积 39 万平米，相对其 6.34 亿的股本也显不足。
- 公司发展步伐较慢主要有三个原因：
 - ◆ 2000 年公司在房地产业务外尝试多元化投资，涉足了环保、大桥建设、电话防伪网路等领域，上述投资基本以失败结束，分散了公司的资源。
 - ◆ 公司虽然上市较早，但一直未能在资本市场完成现金融资。
 - ◆ 公司用约 5 亿元资金收购了黄石隧道的收费权以获得稳定收益，也导致地产业务扩张资金比较紧张。

拿地方式 - 土地前期整理和受让股东资产

- 公司拓展项目主要依靠大股东重庆城投的支持，通过参与股东所储备土地的一级开发，一方面可以获得土地整治收入，也可以更对称了解该地块信息，最终在二级市场成功竞拍土地使用权。公司近几年的主要开发项目橄榄郡即是前期参与了土地整理而后期拿到了土地使用权。
- 公司整体土地储备质量一般，主要是位于重庆近郊的合川项目，占总储备的 79%，该项目的权益建筑面积为 31 万平米，是在 06 年通过定向增发方式受让股东资产所得。
- 此外，公司与重庆中核宜华置业签定了框架协议，将以不超过每亩 120 万元价格获得渝北的赛纳左岸项目，公司按权益计算可新增 8 万平米项目。获取该项目后，公司整体权益建筑面积将增至 47 万平米。

图表1：储备项目 单位：万平方米



来源：国金证券研究所

稳定收益布局已完成

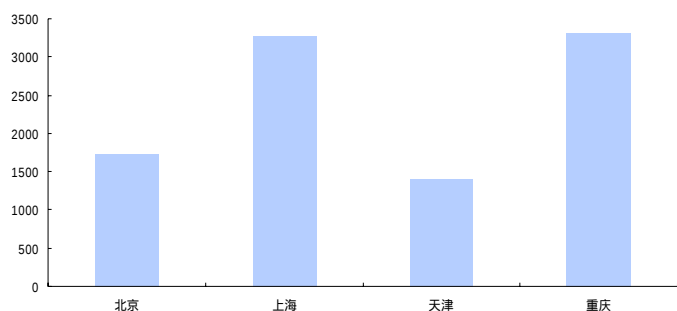
- 06 年后公司调整了业务结构，通过收购股东资产获得了两部分稳定利润来源，一是向大股东收购黄石隧道收费权，每年可为公司带来 5500 万元收入；二是通过向大股东定向增发获得的会展中心，这部分业务每年约可实现 1.8 亿元收入。

有较为有利的股东和区域背景

- 隧道收费和会展经营虽能带来稳定现金流，但成长性不足，而公司现有储备项目也不能保证公司的长期增长，公司未来发展空间还看股东的支持力度。

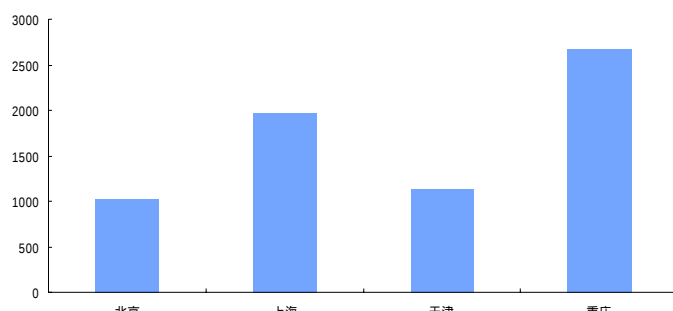
- 渝开发的大股东是重庆城市建设投资集团，是重庆市政府赋予土地储备职能的两大集团之一，另外一家履行土地储备职能的重庆地产集团目前没有下属上市公司，所以渝开发在获取土地资源方面独具优势。具体获取项目的方式是通过参与股东储备项目的一级开发或者直接受让股东资产。
- 重庆房地产市场容量较大，07 年住宅销售面积与上海基本持平，08 年已经超过上海，是全国销量最高的城市。较大市场容量一方面是因为重庆人口基数大，07 年底已经超过 1500 万；另一方面是由于其城市化率较低，但进程正在加速。
- 目前重庆城市化率约为 40.4%，低于全国约 44.9%水平，国务院曾专门出台指导意见来推进重庆的城乡统筹建设，重庆市场未来潜力较大。

图表2：各直辖市 07 年住宅销售面积 单位：万平方米



来源：国金证券研究所

图表3：各直辖市 08 年住宅销售面积 单位：万平方米



会有整体上市吗？

- 目前公司较高的估值水平隐含着资产注入或整体上市的预期，但我们认为短期内重庆城投通过渝开发实现整体上市或大规模资产注入可能性不大。因为目前资本市场的现状制约，上市公司公开增发收购集团资产的难度较大，相对容易实施是向大股东的定向增发。
- 但目前大股东拥有上市公司的股权比例已达到 82%，按照证券法要求，第一大股东拥有上市公司股权比例不能超过 90%，按目前公司 6.34 亿的总股本计算，公司至多可增发 5000 万股，目前公司股价约为 10 元，因此可购买资产数量约为 5 亿元，短期内不会实现整体上市或有大规模的资产注入。
- 短期内整体上市可能性不大，但渝开发目前资产负债率仅有 31.6%，有较大的举债扩张经营的空间。

盈利预测及投资建议

- 公司现有可结算项目并不多，不考虑资产注入情况下未来业绩将较平稳，预计 09 - 11 年每股收益 0.18、0.25、0.26 元，动态市盈率分别为 56、41 和 41 倍。
- 公司重估净资产 4.56 元，股价相比净资产已经发生 126%的溢价。
- 我们在前面已经判断上市公司短期内实现整体上市或者大规模资产注入可能性并不大，结合目前较高的估值水平，给予其持有评级。

图表4：地产业务盈利预测

开发类	结算面积 (万平方米)			结算均价 (元/平方米)			毛利率			公司权益
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
重庆橄榄郡	2.9			4900	4900	4900	49%	49%	49%	100%
重庆祈年悦城		6.8	2.0		5200	7200		56%	68%	51%
渝中半岛			4.0		7000	8000		19%	29%	51%
合川		2.0	8.0	3000	3000	3000	37%	37%	37%	100%
高瑞合川				3000	3000	3500	37%	37%	46%	49%
重庆赛纳左岸			6.0	3800	3800	4000	24%	24%	28%	25%
总计	3	9	20							

来源：国金证券研究所

图表5：其他业务盈利预测 单位：百万元

	收入			毛利率			成本		
项目	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
会展经营	180	180	180	62%	62%	62%	68	68	68
石黄隧道	55	55	55	53%	53%	53%	26	26	26
房地产管理	8	8	8	15%	15%	15%	7	7	7
房屋租赁	6.3	6.3	6.3	25%	25%	25%	5	5	5
总计	249	249	252				106	106	108

来源：国金证券研究所

图表6：公司重估净资产

项目名称	未结算面积	均价	毛利率	账面值	税费合计	净现值	公司权益	权益增值	竣工期
橄榄郡	3.50	4900	49%	0.880	0.433	1.306	100%	0.43	2009
渝中半岛 1	4.00	8000	29%	0.000	0.558	0.346	100%	0.35	2011
渝中半岛 2	1.50	8000	29%	0.000	0.209	0.067	100%	0.07	2012
会展中心	18.00	12000	50%	10.100	6.175	14.873	100%	4.77	2008
凯宾斯基酒店	6.00	25000	46%	0.630	4.007	2.433	51%	0.92	2012
祈年悦城 1	6.80	5200	37%	0.703	0.695	1.160	100%	0.46	2010
祈年悦城 2	2.00	7200	37%	0.207	0.283	0.413	100%	0.21	2011
祈年悦城 3	6.20	7200	37%	0.641	0.877	1.253	100%	0.61	2012
赛纳左岸 1	6.00	4000	28%	0.000	0.408	0.173	25%	0.04	2010
赛纳左岸 2	8.00	4000	28%	0.000	0.544	0.312	25%	0.08	2011
赛纳左岸 3	8.00	4000	28%	0.000	0.544	0.310	25%	0.08	2012
赛纳左岸 4	12.00	4000	28%	0.000	0.816	0.214	25%	0.05	2013
合川高端 1	5.00	3500	37%	1.094	0.379	1.365	51%	0.14	2008
合川高端 2	4.00	3500	37%	0.155	0.303	0.314	51%	0.08	2009
合川 1	2.00	3000	37%	0.092	0.130	0.160	100%	0.07	2010
合川 2	8.00	3000	37%	0.369	0.520	0.669	100%	0.30	2011
合川 3	8.00	3000	37%	0.369	0.520	0.656	100%	0.29	2012
合川 4	8.00	3000	37%	0.369	0.520	0.536	100%	0.17	2013
合计						26.02		9.10	

来源：国金证券研究所

图表7：重估每股净资产

每股增值	总股本	帐面净资产	重估净资产	股价	溢价率
1.44	6.34	3.12	4.56	10.3	126 %

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	91	490	413	393	663	1,196
增长率		440.6%	-15.6%	-5.0%	68.7%	80.3%
主营业务成本	-58	-261	-212	-177	-300	-704
% 销售收入	64.0%	53.2%	51.2%	45.1%	45.2%	58.9%
毛利	33	229	202	216	363	491
% 销售收入	36.0%	46.8%	48.8%	54.9%	54.8%	41.1%
营业税金及附加	-5	-29	-23	-33	-47	-86
% 销售收入	5.6%	5.9%	5.6%	8.5%	7.1%	7.2%
营业费用	-4	-11	-8	-10	-17	-30
% 销售收入	4.2%	2.2%	1.8%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-12	-19	-28	-27	-45	-72
% 销售收入	12.9%	3.8%	6.7%	6.8%	6.8%	6.0%
息税前利润（EBIT）	12	171	143	146	254	304
% 销售收入	13.3%	34.9%	34.7%	37.0%	38.3%	25.4%
财务费用	-11	-23	-43	-7	-8	-10
% 销售收入	11.9%	4.8%	10.5%	1.9%	1.3%	0.8%
资产减值损失	0	-1	-3	-1	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	19	38	0	0	0
% 税前利润	1.6%	11.7%	26.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1	166	135	137	246	295
营业利润率	1.4%	33.9%	32.7%	34.9%	37.0%	24.7%
营业外收支	0	0	12	0	0	0
税前利润	1	166	148	137	246	295
利润率	1.4%	34.0%	35.7%	34.9%	37.0%	24.7%
所得税	0	-25	-21	-21	-37	-74
所得税率	19.3%	15.1%	14.4%	15.0%	15.0%	25.0%
净利润	1	141	126	117	209	221
少数股东损益	0	0	-3	0	47	59
归属于母公司的净利	1	141	129	117	161	163
净利率	1.3%	28.8%	31.2%	29.7%	24.3%	13.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1	0	0	117	209	221
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	0	0	39	37	15
非经营收益	12	0	0	13	9	10
营运资金变动	55	0	0	48	-206	44
经营活动现金净流	81	0	0	216	48	290
资本开支	-500	-3	-1	-213	-199	-540
投资	0	30	-21	-1	0	0
其他	0	20	-131	0	0	0
投资活动现金净流	-500	47	-153	-214	-199	-540
股权募资	4	29	86	0	-33	0
债权募资	-75	-61	360	-33	135	292
其他	-20	-60	-48	-8	-40	-42
筹资活动现金净流	-92	-91	397	-41	61	250
现金净流量	-511	-44	244	-38	-90	0

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	71	333	528	490	400	400
应收款项	10	15	72	38	64	115
存货	290	483	536	560	866	1,071
其他流动资产	79	36	64	55	92	213
流动资产	451	867	1,201	1,143	1,422	1,799
% 总资产	46.8%	32.6%	38.9%	35.8%	39.1%	39.6%
长期投资	3	55	260	261	260	260
固定资产	11	1,083	1,015	1,190	1,464	2,097
% 总资产	1.1%	40.7%	32.9%	37.3%	40.3%	46.2%
无形资产	488	655	601	599	488	379
非流动资产	512	1,796	1,882	2,052	2,214	2,738
% 总资产	53.2%	67.4%	61.1%	64.2%	60.9%	60.4%
资产总计	963	2,663	3,083	3,195	3,635	4,537
短期借款	130	40	180	0	35	227
应付款项	161	314	159	229	388	798
其他流动负债	20	57	48	37	41	51
流动负债	311	411	387	267	464	1,075
长期贷款	368	363	585	735	835	935
其他长期负债	4	3	3	0	0	0
负债	683	776	974	1,001	1,298	2,010
普通股股东权益	276	1,853	1,976	2,061	2,158	2,289
少数股东权益	4	33	132	132	180	238
负债股东权益合计	963	2,663	3,083	3,195	3,635	4,537

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.007	0.290	0.203	0.184	0.254	0.257
每股净资产	1.568	3.800	3.117	3.251	3.403	3.610
每股经营现金净流	0.462	0.634	-0.154	0.341	0.076	0.457
每股股利	0.000	0.000	0.062	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	0.43%	7.62%	6.53%	5.66%	7.47%	7.11%
总资产收益率	0.12%	5.30%	4.18%	3.65%	4.44%	3.59%
投入资本收益率	1.25%	6.33%	4.27%	4.22%	6.73%	6.18%
增长率						
主营业务收入增长率	-30.94%	440.61%	-15.56%	-4.96%	68.72%	80.34%
EBIT增长率	119.72%	1314.95%	-16.00%	1.47%	74.54%	19.69%
净利润增长率	10.21%	1189.175%	-8.67%	-9.53%	38.18%	0.93%
总资产增长率	-6.03%	176.49%	15.77%	3.63%	13.79%	24.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.3	3.8	3.1	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	1,871.6	542.0	879.5	1,155.0	1,055.0	555.0
应付账款周转天数	342.0	62.2	52.5	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	42.8	807.4	896.2	937.7	552.4	493.5
偿债能力						
净负债/股东权益	152.20%	3.70%	11.21%	11.17%	20.08%	30.12%
EBIT利息保障倍数	1.1	7.3	3.3	19.7	30.2	31.1
资产负债率	70.89%	29.16%	31.61%	31.34%	35.71%	44.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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多种金融服务。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。