

ST 东源 (000656)

地产龙头展现

— 吸收合并预案点评

周户

86-10-58362768

zhouhu@bhq.com

转型房地产，地产龙头展现

本报告导读：转型房地产

事件：

- ST 东源 (000656) 拟向重庆市金科实业 (集团) 有限公司全体股东新增股份 (不超过 9.21 亿股) 的方式吸收合并金科集团，金科集团全体股东以其所持金科集团 100% 的权益折为公司股份，成为公司股东。

分析：

吸收合并方案介绍：此次吸收合并是在重庆打造西部金融中心的背景下推进的。ST 东源拟以 5.18 元/股的价格，发行不超过 9.21 亿股，吸收合并预估值为 47.7 亿元的金科集团 100% 股权。本次合并中，金科投资将向除承诺放弃现金选择权外的公司所有股东提供一项现金选择权。现金选择权的对价等于 5.18 元/股。同时，金科集团承诺未来三年 (2009 年-2011 年) 归属于母公司股东的净利润约为 5.3 亿元、6 亿元、6.7 亿元，三年平均净利润约为 6 亿元。若盈利数不足，金科投资、黄红云及陶虹遐将就不足部分对上市公司进行现金补偿。

转型房地产，地产龙头展现。本次新增股份吸收合并完成后，公司的主营业务将变更为以普通商品房住宅开发为重点的房地产开发业务。金科集团是一家以房地产开发为主业，以酒店、现代农业、基建、物业管理等为辅业的大型企业集团。2009 年金科集团再次荣膺中国房地产百强企业，综合实力名列第 23 位，稳健性第 3。目前，已进入北京、重庆、四川、江苏、湖南等省 (市) 的 8 个城市进行房地产开发。项目定位为实用新型、性价比高的普通商品房住宅。存量物业建筑面积约 14.29 万平方米；房地产在建项目 15 个，总建筑面积 531.38 万平方米，截止 09 年 4 月末售建筑面积约 371.69 万平方米；截止 2009 年 5 月 31 日，公司土地储备未开发建筑面积约 442.67 万平方米。

09 年业绩基本锁定，估值优势明显。截止 2009 年 4 月底，金科集团预收帐款和主营业务收入合计为 39.93 亿元，分别为 08 年和 09 年预测营业收入的 123.14% 和 106.75%，09 年收入增长 15% 基本确定。预计公司 09、10 年将分别结算 69.42 万平方米和 72.49 万平方米，结算收入分别为 34.94 和 40.97 亿元，毛利率将分别为 38.29% 和 39.18%。预计 2009 和 2010 年净利润分别为 5.57 和 6.54 亿元，按照增发 9.21 亿股计算，每股收益分别为 0.52 和 0.62 元。按照 09 年 6 月 8 日收盘价计算，09、10 年 PE 分别为 11.78 和 10.02 倍，估值优势明显。给予买入评级。

风险提示：本次交易尚待获得交易双方股东 (大) 会批准、证监会核准。同时，截止 09 年 4 月底，短期现金缺口约 5 亿元，资产负债率 78.76%，扣除预收帐款后为 52.97%，资金链较为安全。另外，金科集团，已获得土地证的项目中，按未开发建筑面积计算，61.32% 为 2007 年获得，存在存货跌价风险。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：买入

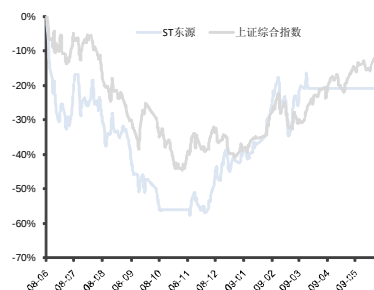
上次评级：买入

目标价格：¥15

上次预测：¥

当前价格：¥6.18

2009.06.09



相关报告

附表

表 1: 金科集团利润表预测

利润表(万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	117544.36	226445.74	324263.58	374046.21	434418.27
减: 营业成本	80276.70	161786.46	202704.32	231013.61	264650.03
营业税金及附加	7371.31	14307.51	20895.81	23694.39	27518.73
销售费用	7191.24	13433.66	19952.77	20286.62	23560.94
管理费用	4781.65	8423.95	14170.19	14521.83	17376.73
财务费用	735.67	2061.52	1557.16	1496.18	1824.56
资产减值损失	907.37	-662.23	1547.34	---	---
加: 公允价值变动收益	---	---	0.75	---	---
投资收益	188.43	132.77	-0.03	---	---
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	---	---	---	---	---
二、营业利润	16468.86	27227.63	63436.72	83033.57	99487.28
加: 营业外收入	112.58	180.64	3991.47	---	---
减: 营业外支出	431.24	394.07	975.16	---	---
其中: 非流动资产处置损失	---	15.02	15.32	---	---
三、利润总额	16150.20	27014.20	66453.02	83033.57	99487.28
减: 所得税费用	4374.56	11240.07	17580.03	19422.76	22557.64
四、净利润	11775.64	15774.13	48872.99	63610.81	76929.64
归属于母公司所有者的净利润	9399.57	15545.28	51162.87	55652.94	65420.61
少数股东损益	2376.07	228.85	-2289.88	7957.87	11509.03

数据来源: 渤海证券研究所, 公司公告

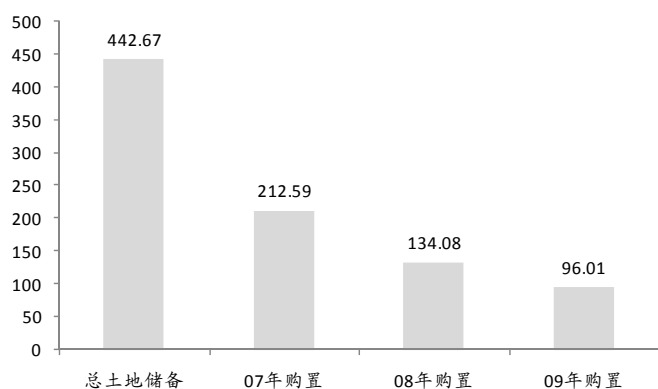
表 2: 金科集团房地产项目结算节奏预测

(% , 万平方米, 万元)			2009E				2010E			
项目名称	权益	项目位置	开工时间	总开发面积	结算面积	结算收入	结算成本	结算面积	结算收入	结算成本
廊桥水岸	100	重庆江北	2005.07	37.41	2.36	1.30	0.75	0.00	0.00	0.00
东方雅郡	100	重庆北部新区	2007.09	18.87	5.01	2.08	1.29	0.00	0.00	0.00
云湖天都	100	重庆高新	2006.03	42.45	4.24	1.62	0.95	4.00	1.80	0.99
十年城	100	重庆江北	2007.07	69.60	9.76	4.25	2.34	8.78	3.64	2.07
小城故事	100	重庆北部新区	2008.04	10.50	3.11	2.04	1.21	5.63	2.21	1.40
西城大院	100	重庆高新	2008.02	47.08	6.15	2.77	1.71	9.81	5.18	2.92
观天下	51	无锡	2007.08	32.38	6.91	4.18	3.04	8.38	5.29	3.68
东方王榭	51	无锡	2007.08	26.61	7.42	5.74	3.94	8.04	4.91	4.27
金科一城	89	成都	2007.09	47.77	8.16	3.67	2.39	8.00	3.60	2.34
廊桥水岸	100	涪陵	2007.08	14.93	10.32	3.20	2.08	0.00	0.00	0.00
黄金海岸	100	涪陵	2008.12	30.42	0.00	0.00	0.00	5.00	1.75	1.05
东方大院	98	江阴	2008.11	28.76	3.49	2.22	1.11	2.61	1.83	0.88
机电城 D 区	100	重庆九龙坡	---	4.50	2.50	1.88	0.75	1.80	0.86	0.43
阳光小镇	100	重庆九龙坡	2009.02	67.15	0.00	0.00	0.00	4.45	2.30	1.29
东方大院	100	长沙	2008.12	39.97	0.00	0.00	0.00	2.00	2.00	0.80
帕提欧庄园	60	北京	2008.07	17.49	0.00	0.00	0.00	4.00	5.60	2.80
合计	---	---	---	535.88	69.42	34.94	21.56	72.49	40.97	24.92

数据来源: 渤海证券研究所, 公司公告

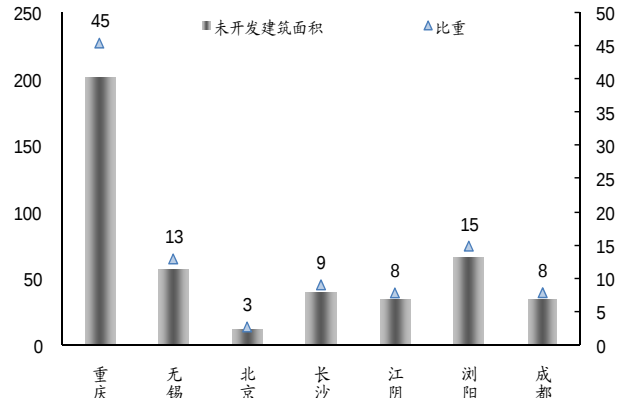
附图

图 1: 金科集团未开发项目建筑面积及其购置时间



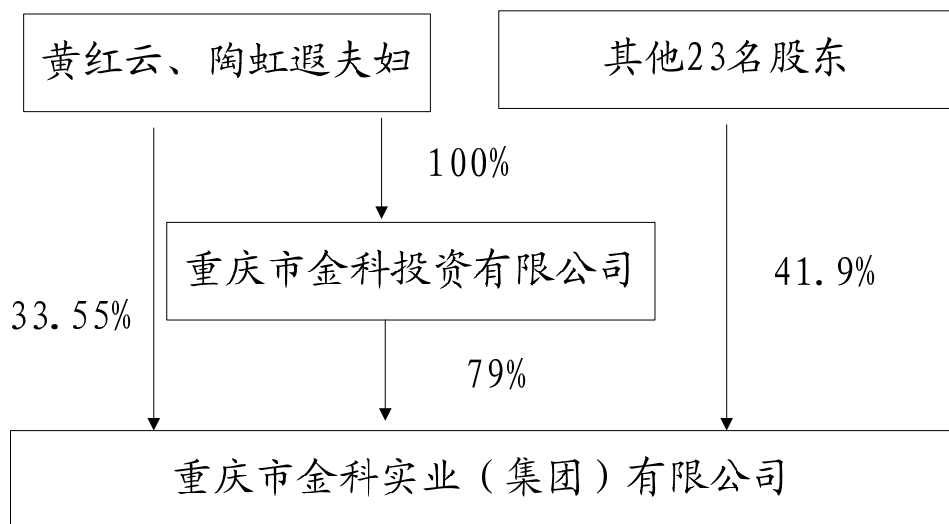
数据来源: 渤海证券研究所

图 2: 金科集团未开发项目区域结构



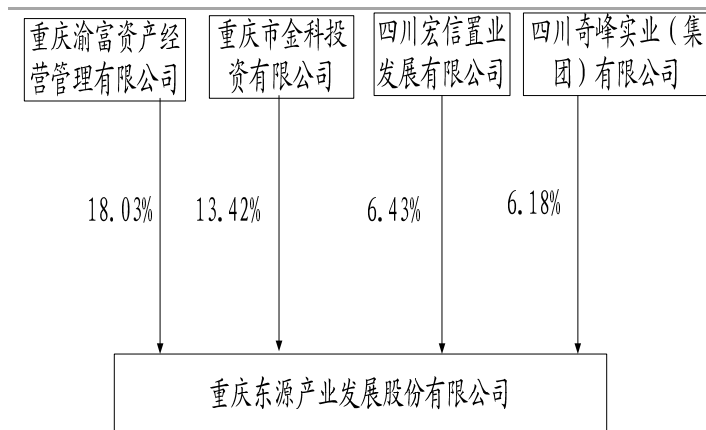
数据来源: 渤海证券研究所

图 3: 金科集团股权结构及控制关系图



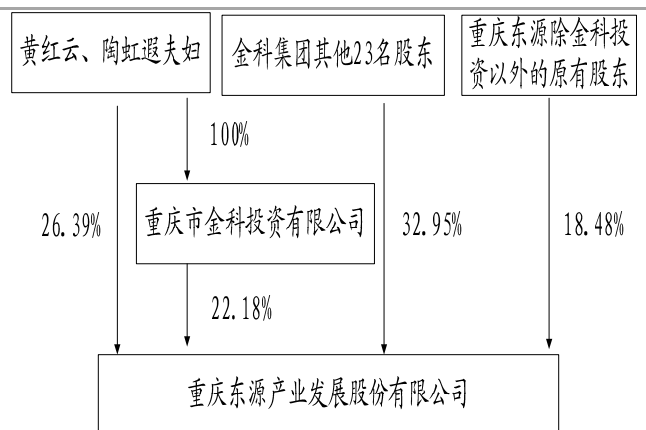
资料来源: 公司公告

图 4: 吸收合并之前, ST 东源股权结构图



数据来源: 渤海证券研究所

图 5: 吸收合并之后, ST 东源股权结构图



数据来源: 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石油石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜） 研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn