

盈利能力将逐步改善

天地源 (600665)

评级: 中性 (首次)

股价: 5.61 元

目标价位: 6.00 元

深度报告

2009 年 6 月 8 日 星期一

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 6.00 元
升值潜力 (%) 7.0
目标价确定日期: 2009-6-8

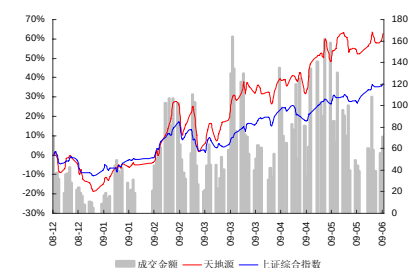
重要数据

总股本 (亿股) 7.2
流通股本 (亿股) 7.2
总市值 (亿元) 41.4
流通市值 (亿元) 41.4

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-0.34	-5.8
3 个月	36.8	10.6
6 个月	49.1	16.7

最近 6 个月相对沪深 300 走势



公司主要财务数据预测

年份	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入 (百万元)	919.8	1090.7	1449.4	1653.7	2409.7	2889.5
增长率		18.6%	32.9%	14.1%	45.7%	19.9%
净利润 (百万元)	71.8	80.4	126.9	172.3	251.6	310.5
增长率		11.9%	57.9%	35.7%	46.1%	23.4%
每股收益 (元)	0.10	0.11	0.18	0.24	0.35	0.43

投资要点

- 为谋求发展空间, 公司管理层提出 “4+X” 扩张战略, 力争跻身全国二线龙头。2003 年, 公司借壳沪昌特钢 (600665), 主业从钢铁变更为房地产, 是我国西北地区最大的房地产开发上市公司。西安房地产市场发展滞后, 房价偏低, 项目盈利能力欠佳, 公司于是在中国三大经济圈布局寻求发展。2008 年, 公司管理层提出 “4+X” 市场发展战略, 进行全国性布局并力争跻身二线龙头开发商行列。
- 实际控制人实力雄厚, 但资源整合仍然困难重重。公司实际控制人西安高科 (集团) 公司是中国最大企业集团 500 强企业之一, 近年来实现年销售收入 30 亿、利税近 4 亿元、总资产达到百亿元, 全资控股的高新地产、紫薇地产、高科房产、新西部是其主要资产。尽管天地源属于典型的 “大集团、小上市公司” 模式, 但我们认为, 其中房地产资源的整合存在很大的难度。
- 公司未结算开发类项目总建面 157.5 万平米, 在二线地产公司中规模偏低。截至 2008 年底, 公司未结算开发类项目总建面 157.5 万平米, 可供未来 3 年开发之所需, 但总体规模在二线房地产公司中规模仍然偏低。09 年公司 will 积极拓展土地储备。
- 随着盛唐商务大厦、水墨三十度等高毛利项目逐步进入结算, 公司盈利能力将会得到改善。2003 年以来, 由于公司房地产结算项目多数地处西北, 而西安市场发展滞后, 相对沿海一、二线城市房价偏低 (09 年以来徘徊在 4800 元/平米左右), 结算项目毛利空间普遍较低。2003-2008 年公司销售毛利率平均为 21.9%, 低于 35% 的行业均值; ROE 不到 9%, 低于 12% 的行业均值。随着盛唐商务大厦、水墨三十度、信息大厦等项目结算比例的逐年提高, 公司毛利率与 ROE 将会逐步得到改善。
- 我们设定公司目标价 6.00 元, 首次给予公司 “中性” 投资评级。我们预计, 公司 09/10/11 年的主营业务收入分别可以达到 16.54、24.10、28.90 亿元, 同比增幅为 14.1%、45.7%、19.9%; 归属于母公司所有者的净利润分别为 1.72、2.52、3.11 亿元, 以 7.20 亿总股本计算, 对应 EPS 分别为 0.24、0.35 和 0.43 元。若以 25 倍 PE、3 倍 PB、120%RNAV 溢价为合理估值, 我们可分别得到目标价 6.0、6.51、5.89 元, 考虑到西安以外的项目结算比例将逐年提高, 设定公司目标价 6.00 元, 首次给予公司 “中性” 的投资评级。

目录

1. 起于西北，积极实行“4+X”战略扩张	1
1.1 西北最大的房地产上市公司	1
1.2 地处西北，盈利能力欠佳	1
1.3 积极实行“4+X”扩张战略	2
2. 背景雄厚，但资源整合存在难度	2
2.1 实际控制人实力雄厚	2
2.2 地产资源的整合存在难度	3
3. 公司土地储备规模适中	3
3.1 公司项目情况简介	3
3.2 项目结算与盈利预测	8
4. 盈利预测与投资建议	9

图表目录

图 1: 公司毛利率不到 30%，低于行业平均水平	1
图 2: 公司 ROE 逐年提高，但仍不到 9%	2
图 3: 公司实际控制人是西安高科（集团）公司	3
图 4: 曲江华府已全部售罄	4
图 5: 兰亭坊北区已经基本售完	4
图 6: 西部电子信息大厦基本已经竣工	5
图 7: 枫林意树一期在售、二期拆迁完成	5
图 8: 世家星城尚有 14 万平米物业在建	6
图 9: 橄榄湾还剩 200 多套	6
图 10: 水墨三十度一期销售良好	7
图 11: 盛唐商务大厦预计 09 年全面竣工	7
图 12: 津九轩目前在建但尚未销售	8
表 1: 09/10/11 年公司房地产结算项目盈利预测	9
表 2: 公司 RNAV 估值	9
表 3: 公司财务预测（单位：百万元、百万股）	10

1. 起于西北，积极实行“4+X”战略扩张

1.1 西北最大的房地产上市公司

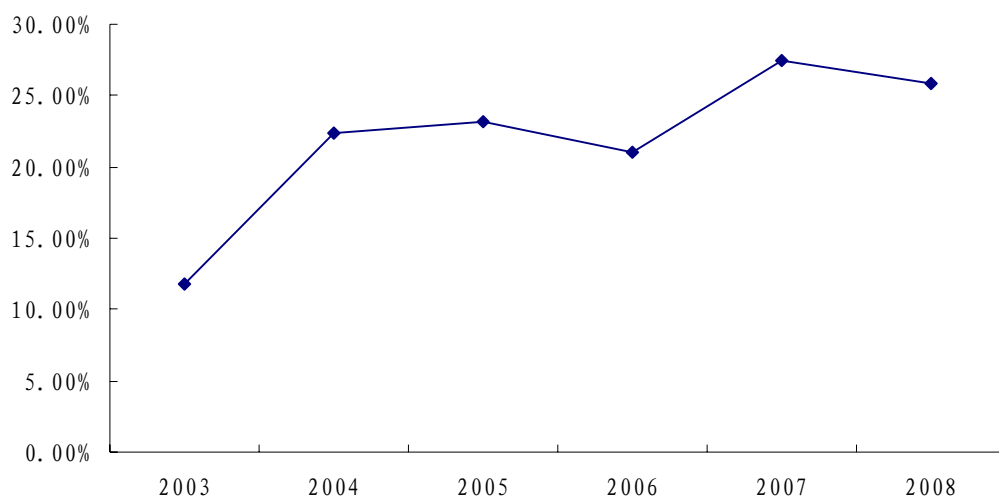
2003 年，西安天地源房地产公司借壳 1992 年上市的沪昌特钢(600665)，将公司名称由“上海沪昌特钢股份有限公司”变更为“天地源股份有限公司”，自 2003 年 11 月 4 日起，公司证券简称由“沪昌特钢”变更为“天地源”，主业从钢铁变更为房地产，公司原股票代码不变。

公司注册资金 7.2 亿元人民币，具有国家建设部颁发的房地产开发一级资质，是我国西北地区最大的以房地产开发为主业的上市公司。

1.2 地处西北，盈利能力欠佳

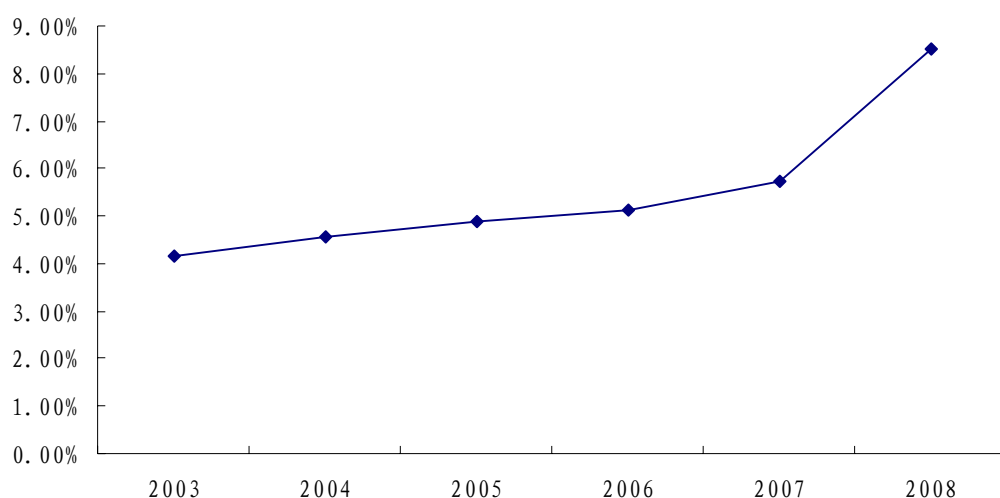
2003 年以来，由于公司房地产结算项目多数地处西北，而西安的房地产市场发展相对滞后，相对沿海一、二线城市房价偏低（09 年以来徘徊在 4800 元/平米左右），结算项目毛利空间普遍较低。2003-2008 年公司销售毛利率平均为 21.9%，低于 35% 的行业均值；ROE 不到 9%，低于 12% 的行业均值。随着西安以外地区项目结算比例的逐年提高，公司毛利率与 ROE 将会逐步得到改善。

图 1：公司毛利率不到 30%，低于行业平均水平



数据来源：公司公告、东海证券研究所

图 2: 公司 ROE 逐年提高, 但仍不到 9%



数据来源: 公司公告、东海证券研究所

1.3 积极实行“4+X”扩张战略

2008 年, 公司按照“立足西安、巩固上海、壮大深圳、发展天津”主业发展战略, 已经初步形成了以西安为中心的西部市场、以苏州为中心的长三角市场、以天津为中心的环渤海市场以及以深圳为中心的珠三角市场的全国性战略布局。

2008 年底, 公司管理层结合自身的资源现状和经营特点, 确定了 2009-2013 年公司发展的战略目标和任务, 提出了“标准化”、“精品工程”、“价值网络”、“高效运营”、“4+X”市场发展等五大战略, 其中的“4+X”市场发展战略指明了公司未来发展方向, 即进行全国性布局并跻身二线龙头开发商行列。

2. 背景雄厚, 但资源整合存在难度

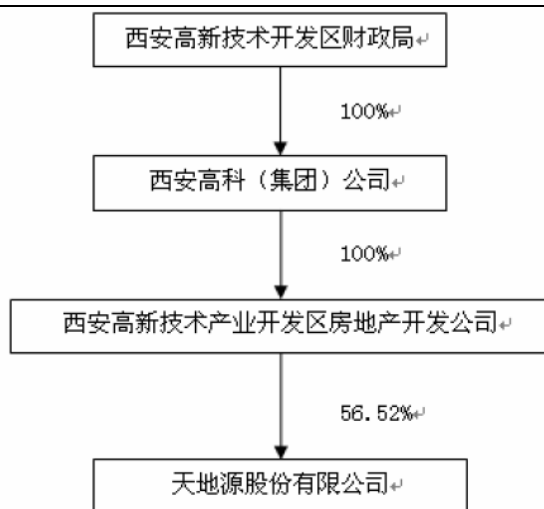
2.1 实际控制人实力雄厚

公司大股东是持股 56.52% 的西安高新地产, 实际控制人是西安高科(集团)公司和西安高新区财政局。西安高科(集团)公司为西安市大型国企, 成立于 1992 年, 与西安高新区管委会是“一套人马、两块牌子”, 主要经营房地产、制造业、服务业和物流等业务, 其中全资控股的高新地产、紫薇地产、高科房产、新西部四家房地产公司是高科集团旗下的主要资产。高科集团近年来实现年销售收入 30 亿、利税近 4 亿元、总资产达到百亿元, 是中国最大企业集团 500 强企业和中国最大企业集团房地产开发行业 10 强企业之一。

大股东高新地产创立于 1992 年, 十七年以来, 累计完成西安高新区集中新建区 4 平方公里的开发建设, 商品房开发面积 300 多万平方米, 完成投资 45 亿元, 积累了 22 亿企业资产, 成功塑造并拥有“高新地产”企业品牌、“枫叶家园”产品品牌和“高新物业”服务品牌, 综合实力位居中国地产企业第 49 位, 在中国服务业 500 强评比中

名列第 391 位。

图 3: 公司实际控制人是西安高科（集团）公司



资料来源：公司公告

2.2 地产资源的整合存在难度

天地源是典型的“大集团、小上市公司”模式，为防止同业竞争，这类上市公司往往会给人以资产整合的预期。但是对于西安的天地源，我们认为，大股东高新地产或者说实际控制人高科集团以上市公司为平台整合房地产资源仍然存在很大的难度，主要原因在于：（1）四家房地产企业均有各自独立的地产品牌，如紫薇地产的“紫薇”、高新地产的“高新地产”、高科房产的“高科房产”、新西部的“西部电子”，这种势均力敌的格局增加了整合的难度。（2）上市公司的大股东高新地产项目储备不多，目前在西安仅高新·水晶城和高新枫林华府二期两个待建项目，总建面合计 40 万平米，并没有太多资源可注入到上市公司。

3. 公司土地储备规模偏低

截至 2008 年底，公司未结算开发类项目总建面 157.5 万平米，可供未来 3 年开发之所需，但总体规模在二线房地产公司中规模仍然偏低。

3.1 公司项目情况简介

曲江华府：项目位于西安城南区曲江新区雁塔南路，属于西安曲江旅游度假区核心区域，公司股权比例 100%，物业类型有独栋别墅、联排别墅、高层、花园洋房，占地 14 万平米，总建面 22 万平米，06 年 5 月开盘，目前已经全部售出，08 年以来平均售价 5500 元/平米，09 年剩下的约 420 套住宅可全部进入结算。

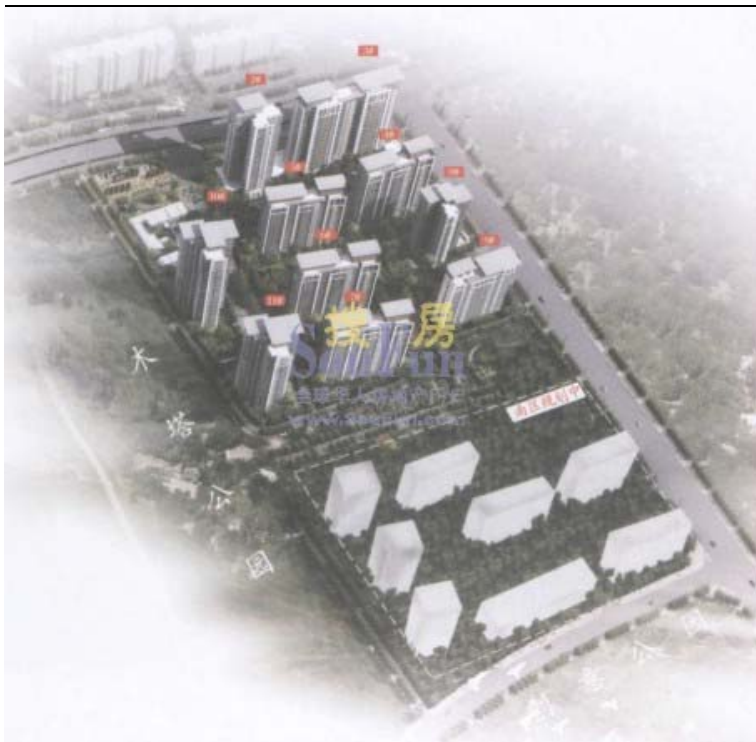
图 4：曲江华府已全部售罄



资料来源：搜房网

兰亭坊：项目位于西安高新区木塔寨东侧，即科技六路中段，公司股权比例 100%，物业类型为高层住宅，净用地面积 96.89 亩，总建面 16 万平米，分为北区（约 11 万平米）与南区，呈倒“吕”字型，北区现已基本销售完毕，楼面地价 1000 元/平米，销售均价约 6000 元/平米，08 年已有少量结算，09 年 11 月可交房并全部进入结算；南区住宅计划下半年动工。

图 5：兰亭坊北区已经基本售完



资料来源：搜房网

西部电子信息大厦：位于西安高新区电子工业园，处于太白南路与电子一路十字，地理位置优越，公司股权比例 100%，物业类型为写字楼，总建面 8 万平（可售 6 万多平），投资 4 个多亿，是一座集商务、办公、会议于一体的多功能大厦，现主楼土建工

程已经按期完成，但至今尚未销售，预期售价 8000-9000 元/平米。

图 6：西部电子信息大厦基本已经竣工



资料来源：公司网站

枫林意树：项目位于西安高新区一、二期交汇处，北临科技六路，公司股权比例 100%，产品类型高层、小高层，总建面 33.4 万平，08 年 7 月开盘，项目一期 1100 套已售 80%，目前售价 5500 元/平米，到 2010 年方能交房；项目二期拆迁基本完成。

图 7：枫林意树一期在售、二期拆迁完成



资料来源：搜房网

世家星城：项目位于西安城南区东仪路南段、丈八路南侧，2007 年公司以 8.2 亿元并购西房股份“世家星城”三期 F 区和四期部分资源，合计总建面 18 万平米，其中四期商铺及三期住宅 69-73 号楼已经交付。目前，尚有 11.82 万平米住宅、2.57 万平米商铺正在建设中。

图 8：世家星城尚有 14 万平米物业在建



资料来源：搜房网

枫林绿洲：项目位于西安高新区，占地 1000 亩，总建面 120 万平米，前期已经实现全面交房，累计交房 5000 余户。目前，该项目还剩下 250 亩未开发土地。

橄榄湾：04 年 6 月以 3.01 亿元竞得，股权比例 100%，项目位于苏州工业园区星湖街以东，淞江路以北，斜塘河以南，地块东侧为斜塘河支流，总占地 88 亩，容积率 2.0，产品类型高层、小高层住宅，总建面近 12 万平米，共 1062 户，08 年 3 月开盘，累积交房 618 户（08 年曾部分结算），目前售价约 7000 元/平米，至今尚有 200 余套未售出。

图 9：橄榄湾还剩 200 多套



资料来源：搜房网

水墨三十度：项目于 2006 年底取得，楼面地价约 1500 元/平米，位于苏州工业园区钟园路以南，钟南街以西，距金鸡湖约 5 公里，绿化率超过 45%。公司股权比例 100%，产品类型高层、小高层、多层，共 2364 户，占地面积 15.4 万平，总建面 40 万平。项目一期于 5 月 30 日开盘，所推 195 套房源遭遇追捧，销售率高达 96%，但 09 年不能交房；二期目前尚未开工。

图 10：水墨三十度一期销售良好



资料来源：公司网站

盛唐商务大厦：项目位于深圳福田区车公庙，公司股权比例 70%，总建面 7.14 万平，（其中地上 5.44 平，地下 1.69 万平），由一栋 30 层公寓楼、一栋 16 层甲级写字楼及商业裙房三部分组成，08 年 9 月开盘，销售情况良好，平均售价 19000 元/平米，09 年将开始结算。

图 11：盛唐商务大厦预计 09 年全面竣工



资料来源：公司网站

津九轩：项目位于天津四个环城区之一的津南区——天津市东南部，海河下游南岸，占地 36.5 亩，建筑面积 12 万平米，总投资超过 6.5 亿元，由 25-31 层的 9 栋高层住宅组成。公司股权比例 100%，08 年 5 月开工建设，计划 3 年开发完毕，于 2011 年 5 月竣工交付。2007 年 8 月，公司通过竞拍以 1.92 亿元竞得津南区红旗路地块，526 万元/亩，当时津南第一地价。

图 12：津九轩目前在建但尚未销售



资料来源：公司网站

3.2 项目结算与盈利预测

业绩预测假设：（1）未来三年，公司西安楼盘房价年增长率 5%，苏州楼盘年增长率 8%，深圳盛唐商务大厦年增长率 10%，高新国际与杰座租金水平保持不变；（2）09、10、11 年房地产结算面积分别为 22.3、33.5、39.5 万平米，毛利率分别为 28%、30%、32%；（3）企业所得税率按 25% 计算（公司注册地在上海，09/10/11 年分别按 20%、22%、24% 的税率执行）。

09 年业绩预测：根据公司 08 年房地产项目销售和 09 年交付进度预测，预计 09 年结算面积总计 22.3 万平米，结算收入 16.54 亿元，贡献净利润 1.72 亿元，折合 EPS0.24 元。

10 年业绩预测：预计 10 年公司房地产项目结算面积总计 33.5 万平米，结算收入 24.10 亿元，贡献净利润 2.52 亿元，折合 EPS0.35 元。

11 年业绩预测：预计 11 年公司房地产项目结算面积总计 39.5 万平米，结算收入 28.90 亿元，贡献净利润 3.11 亿元，折合 EPS0.43 元。

表 1: 09/10/11 年公司房地产结算项目盈利预测

项目名称	09 结算面积 (万平方米)	09 预期售价 (元/平方米)	09 预计收入 (万元)	10 结算面积 (万平方米)	10 预期售价 (元/平方米)	10 预计收入 (万元)	11 结算面积 (万平方米)	11 预期售价 (元/平方米)	11 预计收入 (万元)
曲江华府	6.3	6000	37800	-	-	-	-	-	-
兰亭方	8	6000	48000	4	6300	25200	2	6615	13230
世家星城	2	4500	9000	6	4725	28350	8	4961	39690
信息大厦	1	8500	8500	3	8925	26775	2.5	9371	23428
枫林意树	-	-	-	14.3	5500	78650	13	5775	75075
枫林绿洲	-	-	-	-	-	-	2	6000	12000
橄榄湾	3	7000	21000	1	7560	7560	-	-	-
水墨30度	-	-	-	2.73	7000	19110	8	7560	60480
盛唐商务大厦	2	19000	38000	2.5	20900	52250	2	22990	45980
津九轩	-	-	-	-	-	-	2	8000	16000
高新国际	-	-	2500	-	-	2500	-	-	2500
杰座	-	-	570	-	-	570	-	-	570
	22.3		165370	33.53		240965	39.5		288953

数据来源: 公司资料、搜房网、东海证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计, 公司 2009 年、2010 年、2011 年的主营业务收入分别可以达到 16.54 亿元、24.10 亿元、28.90 亿元, 同比增幅为 14.1%、45.7%、19.9%; 归属于母公司所有者的净利润分别为 1.72 亿元、2.52 亿元、3.11 亿元, 同比增幅为 35.7%、46.1%、23.4%; 以目前 7.20 亿总股本计算, 对应 EPS 分别为 0.24 元、0.35 元和 0.43 元。

PE 估值: 目前开发类公司 09 年动态 PE 大多处在 21-29 倍, 公司 08 年 EPS0.17 元, 预计 09 年为 0.24 元, 若按 25 倍 09 动态 PE 估值, 公司股票合理价值应在 6.0 元左右。

PB 估值: 开发类公司 PB 大多处在 3-5 倍, 公司 09 年第一季度每股净资产为 2.09 元, 预计 09 年全年每股净资产为 2.17 元, 若按 3 倍 PB 估值, 公司股票合理价值应在 6.51 元左右。

RNAV 估值: 我们采用假设开发法和市场比较法对公司现有资产进行评估, 得出土地及在建项目权益净增值为 20.42 亿元, 以现有 7.2 亿总股本计算, 公司 RNAV 为 4.91 元。目前大多数开发类公司溢价比例处在 110-160%之间, 因公司 56%土地项目地处西安, 我们认为 120%溢价比例较为合理, 对应的目标价为 5.89 元。

表 2: 公司 RNAV 估值

资产类别	权益建面 (万平方米)	权益净现值 (万元)	每股价值 (元)
开发类项目	157.5	150340	2.09
出租类项目	8.6	53824	0.75
08 年每股净资产			2.07
合计	166.1	204164	4.91

数据来源: 公司资料、东海证券研究所

综合以上三种估值方法, 我们设定公司目标价 6.00 元, 首次给予公司股票“中性”的投资评级。

表 3：公司财务预测（单位：百万元、百万股）

年份	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	919.8	1090.7	1449.4	1653.7	2409.7	2889.5
二、营业总成本	900.9	995.7	1291.3	1467.8	2118.1	2516.4
营业成本	726.7	791.5	1074.8	1194.0	1759.1	2120.9
营业税金及附加	37.5	65.4	82.2	81.0	120.5	141.6
销售费用	41.6	39.0	49.2	63.3	89.2	104.0
管理费用	73.1	68.4	60.6	101.4	122.9	118.5
财务费用	19.5	29.2	22.7	25.7	24.2	28.8
资产减值损失	2.5	2.3	1.9	2.4	2.3	2.6
三、其他经营收益						
投资净收益	8.4	(4.0)	4.0	5.0	6.0	5.5
四、营业利润	27.4	90.9	162.1	190.9	297.6	378.6
加：营业外收入	64.8	18.6	3.6	36.0	32.0	28.0
减：营业外支出	0.9	3.8	6.6	6.0	4.0	3.0
五、利润总额	91.2	105.7	159.1	220.9	325.6	403.6
减：所得税	21.3	30.0	36.5	52.6	78.1	97.7
六、净利润	70.0	75.7	122.6	168.3	247.4	306.0
减：少数股东损益	(1.9)	(4.7)	(4.4)	(4.0)	(4.2)	(4.5)
归属于母公司所有者的净利润	71.8	80.4	126.9	172.3	251.6	310.5
七、每股收益：						
总股本	720.1	720.1	720.1	720.1	720.1	720.1
基本每股收益(元)	0.100	0.112	0.176	0.239	0.349	0.431

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