



分析师

杨国华

电话: 010-62294631

Email: yangguohua@hysec.com

莱茵置业 (000558)
买入(首次)

房地产开发与经营业

买入, 被严重低估的价值股

——合理价格区间 8.14 元-9.25 元

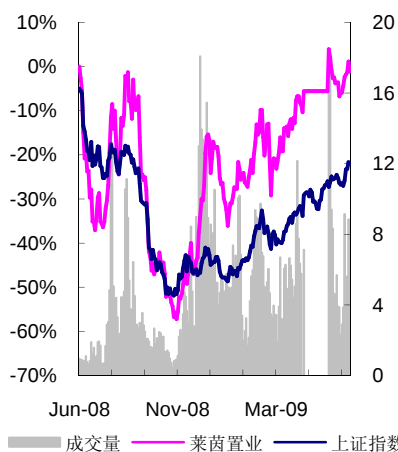
公司数据

总股本(万股)	37075
流通股(万股)	11975
每股净资产	1.31
主要股东	莱茵达控股集团 有限公司
主要股东持股比例	65.93%

交易数据

一年价格波动区间	2.61~6.34
半年绝对表现	50.37%
半年相对表现	9.00%
半年换手率	4.90%

市场表现



推荐理由:

公司几乎具备了地产股所有的优良特质: 1、预收账款多, 未来业绩确定性高; 2、没有高地价风险, 高毛利有望维持; 3、负债低, 资金压力小; 4、业绩增长性高; 5、估值低。

报告要点:

- 2007 年底, 通过定向增发, 大股东置入公司 7 个房地产公司股权, 从而实现了整体上市, 至此, 公司规模及盈利能力得到了大幅增强。
- 公司项目的 83% 布局在江苏, 剩余 17% 布局在浙江和上海。这些区域都是经济最为发达, 人居可支配收入非常高的地区, 其房地产市场非常值得看好。事实上, 这些区域也是 09 年中国房地产市场恢复最为强劲的区域, 其中, 江苏 09 年 1-4 月的商品房销售面积增速和销售金额增速分别位于全国各省市的第二位和第三位。
- 截止 08 年底, 公司可供结算面积 74.6 万平米, 可以满足公司 3 年平稳且较为快速的发展要求。
- 由于项目主要是大股东置入或收购而来, 所以有效避免了项目高地价的风险, 公司高盈利能力的持续性很强。
- 预计公司 2009、2010、2011 年每股收益分别为 0.37 元、0.49 元、0.66 元, 年增长率均在 30% 以上, 对应动态 PE 分别为 16 倍、12 倍、9 倍 (按 09-6-8 日股价 5.98 元计算), 与行业主流公司 09 年动态 PE 为 25 倍相比, 估值优势非常明显, 建议“买入”。若以 09 年动态 PE 为 22-25 倍考虑, 公司合理股价区间为 8.14 元-9.25 元。
- 风险提示: 公司土地增值税仍按照当地要求的预提比例进行会计处理, 如果执行四级累进征缴税率将会对公司业绩产生一定影响。

主要经营指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	99235.45	86181.31	98568.00	78180.00	102550.00
同比增长率	-9.6%	-13.2%	14.4%	-20.7%	31.2%
归母公司净利润	10892.37	10453.42	13605.99	18304.03	24489.90
同比增长率	20.7%	-4.0%	30.2%	34.5%	33.8%
总股本(万股)	24716.40	37074.70	37074.70	37074.70	37074.70
每股收益(元)	0.45	0.28	0.37	0.49	0.66

目录

推荐理由	3
历史沿革	4
项目布局区域的房地产市场情况	5
公司项目分析	7
土地储备基本匹配公司发展规模	7
项目没有高地价风险，高毛利有望得以维持	7
公司主要项目介绍	8
南通凤凰·莱茵苑	8
南通莱茵国际	8
扬州莱茵北苑	9
扬州瘦西湖·唐郡	9
南京莱茵东郡	10
上海莱茵美墅	10
上海东林坊	11
杭州项目	11
盈利预测及投资建议	11

推荐理由

公司几乎具备了地产股所有的优良特质：

1、预收账款多，未来业绩确定性高。截止 09 年一季度，公司预收账款占 08 年营业收入的比例为 85%，此比例在申万房地产开发类的 97 家公司中排第 15 位。

2、没有高地价风险。公司没有在 2007 年通过公开市场拿地，在土地市场最为疯狂时保持了一份冷静，所以公司不存在高地价的风险，未来毛利率有望保持高水平。

3、资金压力小。09 年一季度，公司资产负债率为 75.5%，但扣除预售账款后仅为 39.9%，拥有现金 2.7 亿元，对短期有息债务的覆盖率达到了 114%。

4、业绩成长性较高。预计 2009-2011 年，公司年度净利润增速将达到 30%以上，业绩成长性较高。

5、估值低。预计公司 2009、2010、2011 年每股收益分别为 0.37 元、0.49 元、0.66 元，对应动态 PE 分别为 16 倍、12 倍、9 倍（按 09-6-8 日股价 5.98 元计算），与行业主流公司 09 年动态 PE 为 25 倍相比，估值优势非常明显。

鉴于上述理由，我们认为公司是被市场严重低估的价值股，建议“买入”。

历史沿革

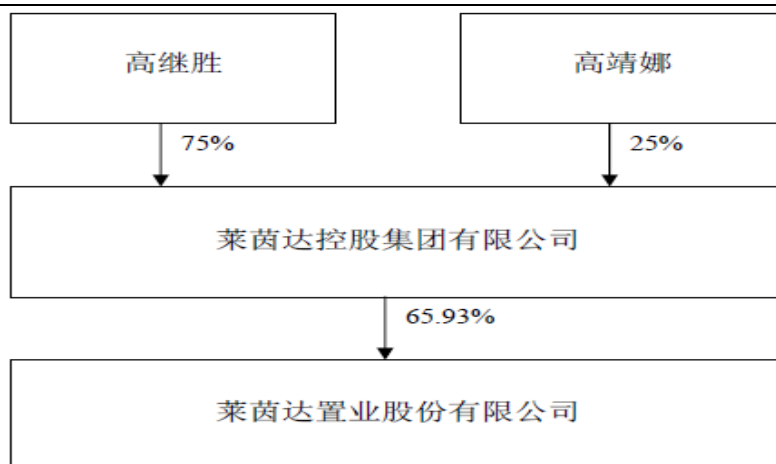
莱茵达置业股份有限公司原为沈阳房天股份有限公司，2001 年 12 月和 2002 年 1 月，通过两次股权受让，莱茵达集团成功入主，成为公司第一大股东。2002 年 3 月 26 日，公司更名为“莱茵达置业股份有限公司”。

2006 年 4 月 19 日公司完成股权分置改革，莱茵达集团持有公司股权比例由 29.43%变为 28.14%，仍为公司第一大股东。

2007 年 12 月，通过定向增发，莱茵达集团注入公司如下股权：扬州莱茵达置业有限公司 32.16%股权、南通莱茵达置业有限公司 90%股权、扬州莱茵西湖置业有限公司 100%股权、扬州中茵置业有限公司 100%股权、杭州莱茵达恒建房地产有限公司 65%股权、南京莱茵达置业有限公司 100%股权及嘉兴市东方莱茵达置业有限公司 45%股权，从而实现整体上市。

截至 2008 年 12 月 31 日，莱茵达集团拥有公司股份数为 244,449,862.00 股，占总股本的 65.93%，为公司第一大股东。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



注：高继胜与高靖娜为父女关系；高继胜最近五年内职务：清华大学房地产 EMBA 班特聘教授、浙江大学经济学院兼职教授、萧山市作家协会名誉主席、莱茵达控股集团有限公司董事长、莱茵达置业股份有限公司董事长。

资料来源：公司 08 年报

项目布局区域的房地产市场情况

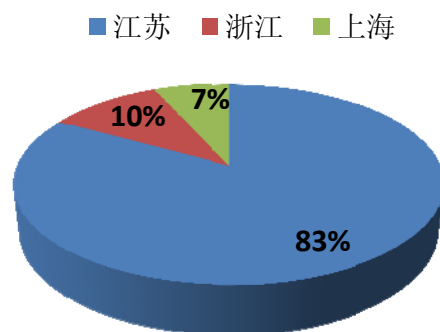
公司的发展战略规划是“依托长三角，在发达的二线城市进行项目布局，成为具有竞争力的住宅产业集团”。

目前公司项目的 83% 布局在江苏、10% 布局在浙江杭州、7% 布局在上海。这些区域无论是经济总量还是人均可支配收入均位于全国各省市前列（如图 3 和图 4），发达的区域经济以及较强的居民购买力无疑是对当地房地产市场最为重要的支撑。

其实恰恰是在这些经济最为活跃的区域，其房地产市场的复苏程度也要更加强劲。其中，2009 年 1-4 月，江苏省商品房销售面积同比增长 42%，增幅位于全国各省份第 2 位，销售金额同比增长 55.1%，增幅位于全国各省份第 3 位。

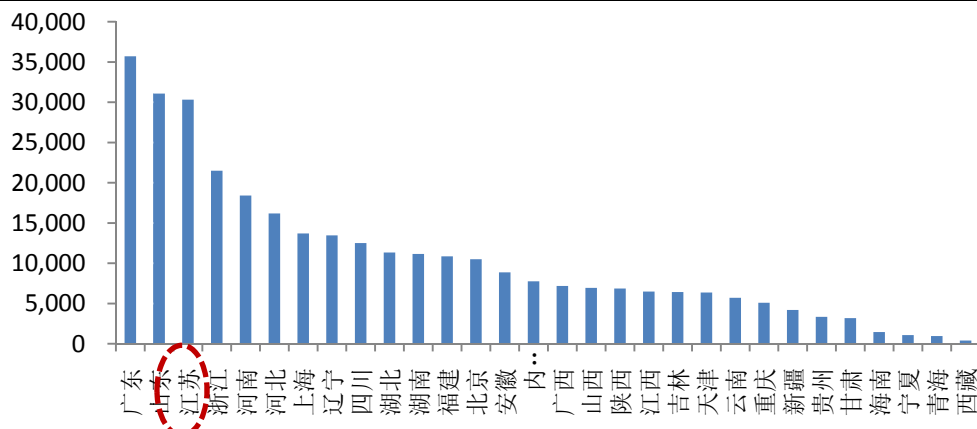
整体而言，我们非常认可公司的战略规划，也很看好公司布局区域的房地产市场的未来前景。

图 2：公司项目布局情况



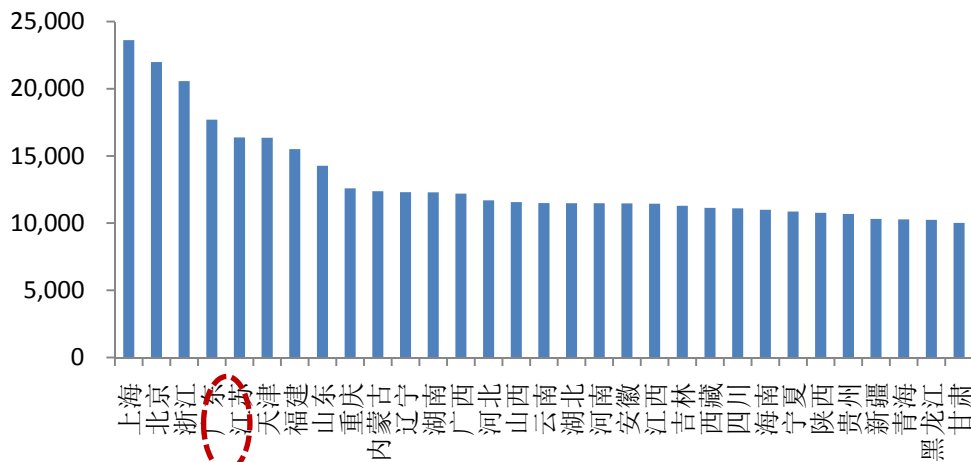
资料来源：公司公告 宏源证券研究所

图 3：全国各省市 2008 年 GDP 对比图（单位：亿元）



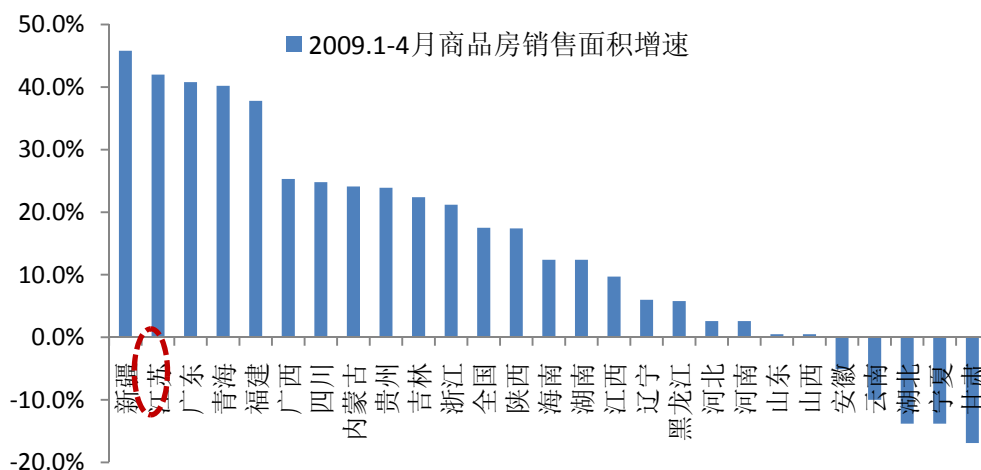
资料来源：wind 资讯

图 4：全国各省市 2007 年城镇居民平均每人全年可支配收入对比图（单位：元）



资料来源：wind 资讯

图 5：全国各省市 2009 年 1-4 月商品房销售面积增长率对比图



资料来源：易居数据库

图 5：全国各省市 2009 年 1-4 月商品房销售金额增长率对比图



资料来源：易居数据库

公司项目分析

土地储备基本匹配公司发展规模

截止 08 年底，公司可供结算的销售面积约为 74.6 万平米。虽然储备量的绝对数并不多，但按照项目进度及公司发展速度，仍可满足公司 2009-2012 年的发展所需。整体而言，公司土地储备的数量基本合理。

表 1：公司项目储备情况

区域	项目	权益	可结算面积	权益可结算面积
江苏南通	凤凰莱茵苑	90%	8.9	8.0
江苏南通	莱茵国际	100%	2.7	2.7
江苏扬州	莱茵北苑	100%	7.4	7.4
江苏扬州	瘦西湖·唐郡	100%	4.4	4.4
江苏扬州仪征	都市风林	100%	4.1	4.1
江苏泰州	莱茵东郡	100%	18.6	18.6
江苏南京	莱茵东郡	100%	15.9	15.9
上海	莱茵美墅	100%	4.7	4.7
上海	东林坊	100%	0.4	0.4
杭州	中尚蓝达公司项目	50%	7.6	3.8
合计			74.6	69.9

资料来源：公司公告及调研

项目没有高地价风险，高毛利有望得以维持

公司现有项目主要是通过大股东 07 年资产注入或在 08 年通过股权收购的方式获得。在土地市场最为疯狂的 2007 年，公司保持了一份冷静，没有在公开市场拿地。目前看，公司不存在高地价的风险，未来毛利率有望保持高水平。

表 2：公司项目毛利预测

项目	销售均价 (元/平米)	取得方式	取得时间	地价 (万元)	楼面地价 (元/平米)	毛利率
凤凰莱茵苑	6000	大股东置入	2007	37000	1670	33.0%
莱茵国际	20000	公开市场拍卖		16000	7408	33.0%
莱茵北苑	6400	大股东置入	2007	14800	1888	37.7%
瘦西湖·唐郡	18000	大股东置入	2007	19300	4386	56.2%
都市风林	2400	——	——	——	——	22.0%
泰州莱茵东郡	4000	挂牌	2008.1	16500	887	27.8%
南京莱茵东郡	5500	大股东置入	2007	19000	508	50.8%

莱茵美墅	15000	股权收购	2008.1	18000	3871	50.9%
东林坊	23000	公开市场拍卖	2007.3	12000	10000	41.3%
杭州项目	15000	股权收购	2009.3	43000	5658	38.9%

资料来源：公司公告及调研；注：毛利率已经考虑了资本化利息的影响

公司主要项目介绍

南通凤凰·莱茵苑

项目位于南通新城核心区域，临近大学城，隔海港引河与市府新址紧密相连，随着市府新址的投入使用，周边金融、行政、交通、环境、教育生活、体育、商贸、等配套设施正在日益成熟。

目前该项目的可结算面积约 8.9 万平米，2009 年具备结算条件约 7 万平方米，目前销售率基本达到 90%。剩余约 1.9 万平米尚处于开工建设阶段，预计在 2011 年结算。

目前，项目售价已经达到了 7500 元/平米。

图 6：凤凰·莱茵苑位置图



资料来源：易居数据库

图 7：凤凰·莱茵苑实景图



资料来源：易居数据库

南通莱茵国际

项目位于南通市中心，占地面积 13616.38 平方米，可售面积约 27000 平方米。项目西临南通市繁华商业中心南大街，东与贯穿南通主城区南北中轴线工农路仅咫尺之遥，属于南通核心城区高品质黄金宝地。

项目规划由两栋 28 层高档住宅与 5000 平米沿街商业组合。住宅的定位是南通

巅峰级市中心尊荣公馆，以大面积、跃层式的单元为主，通过独享方式、奢华细节等的塑造，力求创造出市中心别墅级的居住享受。

预计项目售价 20000 元/平米，结算周期 2012-2013 年。

扬州莱茵北苑

项目位于扬州老城区东北部，紧邻公司已经开发完毕的“莱茵苑”。而“莱茵苑”曾获得多项殊荣——“扬州首家国家级康居示范工程”；“2005 年度扬州人心目中的理想家园”；“2005 年度扬州最佳人居楼盘”等称号。

项目可供结算面积约 7.4 万平米，其中商业部分约 2.1 万平米。按照扬州房产信息网数据，住宅基本销售完毕，剩余部分主要为商业。

预计住宅部分 2009 年结算，商业部分 2010-2011 年结算。

表 3：扬州莱茵北苑销售情况

房屋用途	套数				面积（平方米）		
	总套数	已售已备案	已售未备案	可售	总面积	已售已备案	累计均价(元)
住宅	347	305	6	36	48276.09	41182.56	5365
车库	33	28	1	4	5720	3509.25	
商铺	65	22	2	41	20974.17	6385.29	8820

资料来源：扬州房地产信息网

扬州瘦西湖·唐郡

项目位于国家重点风景名胜区扬州市蜀岗—瘦西湖风景区西侧，168 亩原生态山水精域，北倚平山堂、观音山，东连山水灵逸瘦西湖，西邻蜀岗西峰生态公园，有天、有地、环山、抱水，占据着独有的景观、生态和人文资源，区位优势堪称绝版。

项目共计 108 套别墅大宅，2008 年 7 月陆续开盘，目前共推出 40 套，总计销售 16 套左右，其中 09 年 1-6 月销售了 1.16 亿元，位于扬州 09 年度销售额排行第 10 名。

目前项目约均价 20000 元/平米，预计项目结算周期为 2010-2012 年。

图 8：瘦西湖·唐郡位置图



资料来源：易居数据库

图 9：瘦西湖·唐郡效果图



资料来源：易居数据库

南京莱茵东郡

项目位于南京江宁科学园中心地带，总占地面积近 467,000 平方米，容积率 0.8，绿化率 45%以上，是大型现代田园风情高尚社区，兼具都市的便利和近效住宅优美的环境，属公认的南京市“半小时生活圈”。

莱茵东郡五期 2008 年底开盘，开盘当天近百组客户前往选房，2009 年以来，其热销势头仍未消减。相对江宁其他在售楼盘，莱茵东郡产品上的一大优势就是所推房源均是 4+1 的花园洋房，得房率高达 88%-90%，小区容积率仅为 0.89，绿树鲜花环绕，小区环境较好。在 09 年一季度，项目成交金额位于南京江宁区排行榜第 2 名，住宅成交套数位于南京江宁区排行榜第 5 名。

目前，项目可结算面积约 15.9 万平米，其中住宅约 4.3 万平方，已基本售罄，剩余 11.6 万平方米为商业综合体，预计结算周期 2010-2012 年。

上海莱茵美墅

项目位于南汇野生动物园别墅板块，地处迪斯尼主题公园辐射圈内，两大主题公园的中央位置，有着良好的游乐资源配套，同时它又处于片区内的交通生命线旁，距离片区中心仅一步之遥，轨道 11 号线、外环、南六公路，多条公交线路畅达，俨然已成为南汇继康桥后的又一近郊别墅板块。

项目由独栋、双拼别墅和联排别墅及叠加别墅组成,可售面积约 4.7 万平米, 预计项目将于 09 年下半年开盘, 均价 15000 元/平米, 结算周期为 2010-2012 年。

上海东林坊

此项目为商业项目, 分东、西两区。其中的西区商业已经全部结算完毕; 东区商业约 4000 平方米, 目前公司正在督促政府交地, 预计 09 年有望拿到土地。

杭州项目

项目位于杭州五常绕城公路西侧, 总面积为 75707 平方米, 用途为商住用地, 土地使用权出让年限为住宅用地 70 年、商业用地 40 年。该地块建设规划条件为: $1.0 \leq \text{容积率} \leq 1.1$ 、建筑密度 $\leq 35\%$ 、绿化率 $\geq 30\%$ 。

项目规划为联排, 预计售价 15000 元/平米以上, 利润贡献期为 2012-2013 年。

盈利预测及投资建议

根据项目工程进度及销售情况, 假设各项目结算面积和结算均价如表 4。预计公司 2009-2010 年归属母公司净利润分别为 1.36 亿元、1.83 亿元、2.45 亿元, 年均增长率为 32.8%, 摊薄每股收益分别为 0.37 元、0.49 元、0.66 元, 以 09-6-8 日股价 5.98 元计算, 动态 PE 分别为 16.2 倍、12.2 倍、9.1 倍, 相比于行业主要公司 2009-2011 年动态 PE 分别为 25 倍、19 倍、15 倍的估值水平 (见表 6), 公司估值具有明显的优势。

若以 09 年动态 PE 为 22-25 倍考虑, 公司合理股价区间为 8.14 元-9.25 元, 建议“买入”。

表 4: 项目结算情况假设

序号	项目	结算面积 (万平方米)			结算均价 (元/平米)			结算金额 (万元)		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
1	凤凰莱茵苑	6.0	1.4	1.5	6000	6200	6500	36000.0	8680.0	9750.0
2	莱茵国际	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0.0	0.0	0.0
3	莱茵北苑	5.3	1.0	1.1	5500	8000	8000	29150.0	8000.0	8800.0
4	瘦西湖·唐郡	0.0	1.5	1.5	0	18000	20000	0.0	27000.0	30000.0

5	都市风林	4.1	0.0	0.0	2400	0	0	9768.0	0.0	0.0
6	泰州莱茵东郡	0.0	2.0	5.0	0	4000	4200	0.0	8000.0	21000.0
7	南京莱茵东郡	4.3	1.0	2.0	5500	5500	6000	23650.0	5500.0	12000.0
8	莱茵美墅	0.0	1.4	1.4	0	15000	15000	0.0	21000.0	21000.0
9	东林坊	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0.0	0.0	0.0
10	杭州项目	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0.0	0.0	0.0
合计		19.7	8.3	12.5				98568.0	78180.0	102550.0

资料来源：宏源证券研究所

表 5：2009-2011 年公司盈利预测表

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	99235.45	86181.31	98568.00	78180.00	102550.00
营业收入	99235.45	86181.31	98568.00	78180.00	102550.00
二、营业总成本	80968.61	69790.53	79360.68	53327.88	69425.80
营业成本	69696.24	56834.41	64522.61	40412.24	52770.40
营业税金及附加	6814.04	5574.43	6406.92	6176.70	7893.75
销售费用	1480.69	3126.75	3548.45	2814.48	3691.80
管理费用	2634.25	4052.11	4632.70	3674.46	4819.85
财务费用	84.82	36.07	100.00	100.00	100.00
资产减值损失	258.55	166.75	150.00	150.00	150.00
三、其他经营收益	399.40	(565.65)	100.00	100.00	100.00
公允价值变动净收益	(3.84)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	403.24	(565.65)	100.00	100.00	100.00
四、营业利润	18666.25	15825.13	19307.32	24952.12	33224.20
加：营业外收入	19.16	69.47	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	344.25	343.42	350.00	350.00	350.00
五、利润总额	18341.15	15551.18	18957.32	24602.12	32874.20
减：所得税	6541.63	4826.61	4739.33	6150.53	8218.55
六、净利润	11799.52	10724.58	14217.99	18451.59	24655.65
减：少数股东损益	907.15	271.16	612.00	147.56	165.75
归属母公司净利润	10892.37	10453.42	13605.99	18304.03	24489.90
七、每股收益：					
期末股本（万股）	24716.40	37074.70	37074.70	37074.70	37074.70
基本每股收益(元)	0.45	0.28	0.37	0.49	0.66

资料来源：宏源证券研究所

表 6：行业重点公司 PE 值对比

公司	股价	EPS			PE		
		09E	10E	11E	09E	10E	11E
全国性龙头公司							
万科 A	11.14	0.45	0.53	0.70	25	21	16
招商地产	29.26	0.96	1.21	1.46	30	24	20
保利地产	25.29	0.95	1.32	1.62	27	19	16

请务必阅读正文之后的免责条款部分

金地集团	14.43	0.63	0.77	1.00	23	19	14
区域性地产公司							
深振业 A	12.44	0.68	0.80	0.83	18	16	15
阳光股份	9.15	0.32	0.49	0.59	29	19	16
苏宁环球	13.66	0.59	0.72	0.81	23	19	17
滨江集团	13.26	0.52	0.58	0.69	26	23	19
荣盛发展	14.25	0.65	0.81	0.98	22	18	15
合肥城建	13.81	0.71	0.84	1.01	19	16	14
栖霞建设	7.05	0.27	0.54	0.65	26	13	11
北京城建	16.04	0.54	0.70	0.87	30	23	18
天房发展	5.66	0.15	0.25	0.34	38	23	17
华发股份	20.05	0.87	0.94	1.88	23	21	11
万通地产	9.75	0.36	0.59	0.71	27	17	14
亿城股份	7	0.35	0.39	0.45	20	18	16
广宇集团	8.12	0.34	0.35	0.39	24	23	21
中天城投	11.49	0.56	0.90	1.13	21	13	10
PE 平均值					25	19	15
莱茵置业	5.98	0.37	0.49	0.66	16	12	9

资料来源：wind 资讯 宏源证券研究所

销售经理：蒋全
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上