

信达地产 (600657)

关注大股东资源

孙建平 李品科
 021-38676316 010-59312815
 sunjianping@gtjas.com lipinke@gtjas.com

本报告导读:

- 央企，大股东信达公司背景特殊。二线房产股龙头，借壳上市。

投资要点:

- 中期实现 EPS 0.06 元，主要来自股票出售。实现营业收入 7.9 亿，净利润 0.93 亿元。业绩主要来自宁波韵升、北京银行股票出售及友好集团股票升值，分别收益 0.73、0.16 亿元，占净利润 68% 和 15%。经常性净利润较低是由于上半年符合结转条件的项目较少，结算面积仅 9.5 万平米。
- 项目储备达 630 万平米，大部分位于江浙、青岛等经济发达区域。其中 90% 为在建拟建项目储备，达 570 万平米，分布于长三角、青岛、海口、长春等地；4% 为已竣工未销售的项目；6% 为持有型物业及其他。
- 借壳成本高，显示大股东对于上市公司平台的重视程度。信达地产于 08 年 12 月以 6 元/股的价格注入 11 家地产公司 100% 股权。公司为其唯一的地产上市公司平台。目前重组基本完成。
- 大股东信达投资的大股东中国信达资产管理公司，背景特殊，成立是为了接收建设银行等的 3900 亿政策性不良资产。99 年中央为了集中处置国有银行不良资产，由中国信达试点，对口剥离、定向接收建设银行和开发银行的 3900 多亿元不良资产。至 08 年末，信达实现政策性债权回收现金 690 亿元，还回收债转股资金 200 亿元。
- 中国信达还处置大量商业化收购资产。信达通过竞标对交行、中行、建行、工行等的不良资产包进行了商业化收购，收购债权超过 4800 亿元。在 06、07 年资本市场回暖时，信达集中对能源、房地产等热门行业进行大规模处置，两年处置超过 2000 亿元，大量项目翻倍回收。至 08 年末，信达累计处置商业化收购资产 2990 亿，回收现金 840 亿元。
- 据不完全统计，中国信达目前正在处置的房地产开发类的债权、股权资产超过 200 亿元。
- 中性预测下公司 RNAV 12.6 元，预计 09、10 和 11 年 EPS 为 0.61、0.76 和 0.95 元，继续给予增持评级。鉴于公司大股东的强悍背景和目前已注入上市公司的规模庞大的房地产储备、并且项目大部分分布于江浙等经济发达区域，开发进度上也具有一定的竞争优势，给予 RNAV 行业 10% 平均溢价，对应 10 年 18 倍 PE，维持公司目标价 14 元。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1255.13	2754.18	5821.54	6595.45	7088.92
(+/-)%	3%	119%	111%	13%	7%
经营利润 (EBIT)	31.82	457.99	1463.42	1719.98	2325.07
(+/-)%	-228%	1339%	220%	18%	35%
净利润	-76.46	508.20	929.50	1158.66	1450.26
(+/-)%	-227%	-765%	83%	25%	25%
每股净收益 (元)	-0.15	0.33	0.61	0.76	0.95
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.09	0.11	0.14

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	-7%	21%	26%	26%	32%
市盈率	-58.76	27.11	14.82	11.89	9.50
股息率 (%)	0.0%	0.0%	1.0%	1.3%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥ 14.00

上次预测: ¥ 14.00

当前价格:

¥ 9.16

2009.08.25

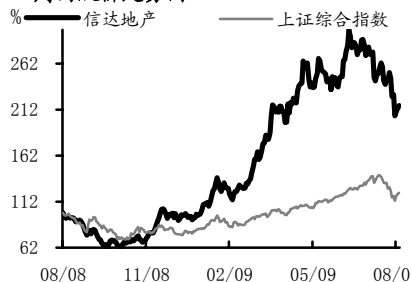
交易数据

52 周内股价区间 (元)	2.57 ~ 12.95
总市值 (百万元)	13,962
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,524/483
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.32
日均成交量 (百万股)	10.1
日均成交值 (百万元)	83.3

资产负债表摘要 (06/2009)

股东权益 (百万元)	4612.36
每股净资产	3.03
市净率	2.99
资产负债率	57.27%

52 周内股价走势图



相关报告

《信达地产：麻雀变凤凰——借壳 ST 天桥上市》，2009.5.13

《更上一层楼——2009 年下半年投资策略》，2009.6.18

《行业趋势：期待多云转晴——2009 年二季度房地产行业投资策略》PPT，2009.4.1

《房地产：春江水暖鸭先知——关注广深地产板块》，2009.3.3

《房地产板块中的创投先锋：中国宝安、张江高科、北京城建》，2009.2.3

《国泰君安地产双周报》第 1-2、3、4、5-6、7、8、9、10、11、12、13、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、30、31、32、33、34、35、36、37、38、39、40、41、42、43、44、45，2008.1-2009.8

《房价定乾坤——2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.05

《资金紧张的冬天，谁的棉衣厚？——地产行业资金链状况及其影响》，2008.6.18

表 1: 中期业绩主要来自股票出售

项目	2006A	2007A	2008A	2008Q2	2009Q2
主营业务收入增长率	-0.3%	3.3%	119.4%	10.2%	46.7%
净利润增长率	-120.1%	-227.3%	-764.7%	-2.1%	-
经常性净利润增长率	-57.4%	14.5%	-468.9%	-62.3%	-
毛利率	11.3%	17.7%	32.7%	17.8%	31.5%
ROE	28.9%	-104.5%	11.4%	518.3%	2.0%
三项费用率	16.4%	18.8%	10.5%	19.1%	21.5%
净利率	4.9%	-6.1%	18.5%	-17.0%	11.7%
存货周转率	9.30	8.05	0.30	3.20	0.08

注：去年同期亏损。

数据来源：公司公告，国泰君安证券销售交易总部，下同。

表 2: 公司资金压力小，负债水平低

(单位：百万元)

项目	2006A	2007A	2008A	2008Q2	2009Q2
现金	361.7	259.3	1128.6	92.0	1431.2
每股经营性净现金流	-0.41	0.22	-0.65	0.18	0.94
预售房款	57.0	79.2	1404.9	53.0	2163.8
银行借款	464	445	2710	445	2738
银行借款/负债	37.7%	35.3%	42.3%	41.6%	42.1%
速动比率	0.86	0.67	0.43	0.52	0.44
资产负债率	69.8%	87.7%	57.6%	93.8%	57.3%
真实资产负债率	66.6%	82.2%	45.0%	89.2%	38.2%
净负债率	49.3%	253.7%	35.5%	-	28.3%

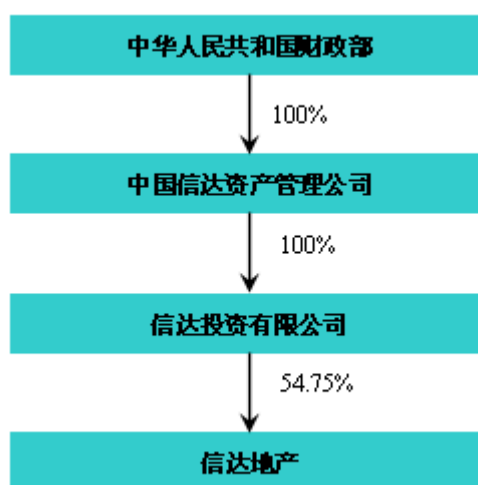
图 1: 大股东信达投资是中国信达的全资子公司


表 3: 在建拟建项目储备超过 500 万平方米, 主要位于长三角及青岛、海南等地

(单位: 万平方米)

所属公司	权益比例	项目名称	区域	类别	占地	建面	权益建面	开工日期	竣工日期
上海信达	100%	罗店项目	上海	住宅	3	3.6	3.60	拟建	
上海信达	50%	碧海莲缘(三期)	舟山	住宅	4.88	8.01	4.01	2007.12	2009.11
上海信达	50%	碧海莲缘(四五期)	舟山	住宅	5.98	16.48	8.24	拟建	
上海信达	60%	成都银泰花园	成都	住宅	10.04	9.27	5.56	2006.06	2009.11
宁波信达	100%	格兰春晨	宁波	住宅	5.67	11.39	11.39	2007.08	2009.12
宁波信达	100%	格兰春天(三期)	宁波	住宅	4.22	8.5	8.50	2008.01	2010.12
宁波信达	100%	月湖东侧 B 地块	宁波	住宅	1.01	1.76	1.76	拟建	
宁波信达	100%	潘火桥村 B 地块	宁波	住宅	11.86	16.62	16.62	拟建	
宁波信达	85%	集仕港(轮毂厂)	宁波	住宅	6.51	13	11.05	拟建	
宁波信达	100%	格林春天	宁波	住宅	3.44	6.05	6.05	2008.06	2010.9
宁波信达	100%	北仑新碶恒山路地块	宁波	住宅	0.2	0	0.00	拟建	
宁波信达	80%	格林小镇(三期)	嘉兴	住宅	2.83	5.97	4.78	2007.04	2009.05
宁波信达	80%	格兰英郡	嘉兴	住宅	13.8	24	19.20	2008.07	2010.08
宁波信达	100%	汪董四明地块(毛地)	宁波	住宅	1.71	0	0.00	拟建	
宁波信达	51%	瓶窑镇 55#地块	杭州	住宅	6.2	12.4	6.32	拟建	
宁波信达	71%	格兰春天(二期)	宁波	住宅	1.69	5.86	4.16	2007.01	2009.08
安徽信达	100%	信达·水岸茗都 I 期	合肥	住宅	3.4	7.86	7.86	2006	已竣工
安徽信达	100%	信达·水岸茗都 II 期	合肥	住宅	6.7	14.25	14.25	2006	2010.1
安徽信达	100%	信达·好第坊	合肥	住宅	2.74	9.19	9.19	2007.8	2009.12
安徽信达	100%	信达·六福居	合肥	住宅	5.08	15.9	15.90	拟建	
安徽信达	75%	信达·西山银杏	合肥	住宅	7.48	23.67	17.75	2008.7	2011.5
嘉兴信达	100%	翰林府第二期 III	嘉兴	住宅	0.88	2.46	2.46	2006.08.22	2008.06
嘉兴信达	100%	翰林府第三期	嘉兴	住宅	3.37	8.61	8.61	2007.11.28	2009.12
嘉兴信达	100%	信达东郡	嘉兴	住宅	4	8.08	8.08	2009.08	2010.08
嘉兴信达	100%	信达南郡	嘉兴	住宅	11.39	18.23	18.23	拟建	
嘉兴信达	100%	清风阁二期	嘉兴	住宅	0.73	1.17	1.17	拟建	
嘉兴信达	80%	百盛花园	嘉兴	住宅	3.41	7.18	5.74	2006.4	2008.6
嘉兴信达	80%	百隆花园	嘉兴	住宅	2.96	5.1	4.08	2008.1	2009.12
嘉兴信达	80%	百隆花园二期	嘉兴	住宅	0.87	1.04	0.83	拟建	
新疆信达	100%	信达·雅山新天地	乌鲁木齐	棚户区	31	36.55	36.55	2007.04	2010
新疆信达	100%	信达·金领时代	乌鲁木齐	商住	0.2	2.17	2.17	2008.04	2010.08
青岛信达	100%	千禧龙苑二期	青岛	住宅	0.8	3.2	3.20	2007.9	2009.12
青岛信达	50.43%	千禧龙苑三期	青岛	住宅	2.26	7.34	3.70	2006.1	2008.12
青岛信达	50.43%	千禧龙苑四期	青岛	住宅	1.94	3.89	1.96	拟建	
青岛信达	51%	千禧银杏苑	青岛	住宅	11.1	20.63	10.52	2007.12	2009.12
青岛信达	100%	莱西直角山	青岛	住宅	7.19	2.73	2.73	2008.1	2010.1
青岛信达	100%	莱西马银岛	青岛	商业	14.25	9.3	9.30	拟建	
台州信达	100%	信达都市绿园	台州	住宅	0.46	1.89	1.89	2005.12	2008.07
台州信达	51%	椒江景元商业东街	台州	住宅	3.19	8.05	4.11	2008.12	2011.6
合肥润信	100%	信达格兰云天花园	合肥	住宅	12.83	20.89	20.89	2005.04	2010.1
海南院士村	100%	海南中国院士村	海口	住宅	30.41	60.82		2008	2011
海南院士村	100%	信达滨海花园	海口	住宅	2.7	1.66	1.66	2008	2009
吉林信达	100%	信达·东湾半岛	长春	棚户区	46.55	126.68	126.68	2008	2012.12
合计	-	-	-	-	300.93	571.45	450.76	-	-

注：假设海南院士村的容积率为 2。除上述在建拟建储备外，另有已竣工未销售项目以及其他土地、物业等，合计约 630 万平米。

表 4：大股东信达投资由于产权原因未注入上市公司的 38 项出租物业，价值 8.4 亿元 (单位：万元)

资产坐落与名称	受让价格	资产坐落与名称	受让价格	资产坐落与名称	受让价格
北京朝阳区安华西里 18 号楼	2682.7	福州亚细亚广场	4136.2	杭州文晖支行大楼	1091.7
呼和浩特新华大街办公楼	277.4	九江白鹿宾馆	5312.4	杭州保叔路 80 号	92.0
呼和浩特新华大街办公楼	249.7	庐山建银宾馆	663.4	温州银雁饭店	1893.8
呼和浩特西塔楼	31.1	济南办公楼	1565.2	合肥润安大厦裙楼	3889.3
呼和浩特建行石化支行办公楼	527.5	烟台金都大厦	28221.6	合肥润安大厦写字楼车位	8.7
呼和浩特房地产公司办公楼	195.6	长沙办公楼	358.6	合肥润安大厦写字楼	1390.2
呼和浩特人民路营业房	60.9	北海鸿华酒店	4190.9	乌鲁木齐新宏信大厦 1-4 层	3638.4
呼和浩特八一市场营业房	13.6	海口港澳大厦	1841.0	贵阳瓮福国际大厦	665.4
呼和浩特汽车美容中心	102.8	重庆上清寺营业用房	124.8	西安融汇大厦	4231.2
呼和浩特机具模具租赁分公司	241.6	重庆阳光城	935.5	西安南大街综合楼	845.6
鞍山金龙大厦	1506.6	重庆庆园大厦	729.7	银川办公楼	131.5
大连建兴商务大厦	3379.1	重庆营业部都市广场	510.3	兰州办公用房	100.7
哈尔滨玛克威大厦	1925.3	重庆半岛商务大厦	5524.8	兰州办公用房	5.3
哈尔滨文林街车库	118.2	重庆业城住房（2 套）	60.3	西宁办公用房	27.4
西宁非办公用房	78.5				

附表：信达地产损益表及其预测

(单位：百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1219.1	1214.9	1255.1	2754.2	5821.5	6595.4	7088.9
营业收入	1219.1	1214.9	1255.1	2754.2	5821.5	6595.4	7088.9
二、营业总成本	1466.6	1390.1	1327.4	2270.0	4387.2	4902.7	4796.2
营业成本	1110.1	1078.0	1033.0	1853.7	3554.7	3963.0	3784.3
营业税金及附加	5.2	7.9	8.9	163.4	337.6	382.5	411.2
销售费用	67.8	71.1	101.3	65.3	145.5	160.6	174.9
管理费用	231.2	82.8	80.2	213.8	320.2	369.3	393.4
财务费用	52.2	45.7	54.6	9.0	29.1	27.2	32.4
资产减值损失	0.0	104.6	49.5	-35.2	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	-40.9	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-153.1	209.8	-11.5	144.6	65.0	0.0	0.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	-15.5	-62.8	26.6	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	-383.2	34.6	-83.8	587.9	1499.3	1692.8	2292.7
加：营业外收入	0.2	3.6	38.2	118.8	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	7.0	1.5	0.9	6.0	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	-389.2	36.6	-46.5	700.7	1499.3	1692.8	2292.7
减：所得税	0.3	-0.2	1.8	159.4	374.8	423.2	573.2
加：未确认的投资损失	29.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	-359.8	36.9	-48.3	541.3	1124.5	1269.6	1719.5
减：少数股东损益	-60.3	-23.2	28.2	33.1	195.0	110.9	269.3
归属于母公司所有者的净利润	-299.5	60.1	-76.5	508.2	929.5	1158.7	1450.3
股本	304.43	497.03	497.03	1524.26	1524.26	1524.26	1524.26
EPS	-0.98	0.12	-0.15	0.33	0.61	0.76	0.95
主营收入增长率	3%	0%	3%	119%	111%	13%	7%
净利润增长率	-25%	-120%	-227%	-765%	83%	25%	25%
毛利率	9%	11%	18%	33%	39%	40%	47%
三项费用率	29%	16%	19%	10%	9%	8%	8%
净利润率	-25%	5%	-6%	18%	16%	18%	20%

作者简介:

孙建平: 经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004年1月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科: 工学硕士, 毕业于清华大学土木工程系, 2008年3月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com