



业绩增长确定的山东地产龙头

——ST 中润（000506）调研报告

2009 年 8 月底，我们对公司进行了实地调研，情况如下：

要点：

- **公司资产质量优良、业务结构清晰，是山东地区的龙头企业。**原 ST 东泰在山东中润集团重组进驻后，蜕变为一个有持续经营能力的优质地产公司。公司拥有约 350 万平米的土地储备，由济南、淄博、威海等 3 个大盘构成，平均地价约 350 元/平米，地价低廉，资产质量优良。公司除地产外，无其它无关业务，业务结构清晰。未来几年将立足山东，在济南、青岛、淄博、威海等地精耕细作，发展战略明确。目前年开发能力已超过 50 万平米，是一个优质的区域龙头企业。
- **拥有大量现房、准现房，未来 2 年业绩高度确定。**公司目前拥有大量的现房（已竣工）及准现房（10 年上半年竣工），根据统计，有总计约 70 万平米的现房资源，其对应的收入在 34.7 亿元左右；准现房约 40 万平米，对应的收入约 20 亿元。这些资源将在未来 2-3 年内为公司的业绩提供保障，尤其是现房资源，使得公司 2009-2010 年的业绩高度确定。
- **2010 年 PE 仅 15 倍，估值优势明显。**预计公司 2009-2011 年的营业收入分别为 14.68 亿元、22.77 亿元、30.82 亿元，归属于母公司的净利润分别为 2.67 亿元、4.37 亿元、6.15 亿元，增长速度分别为 33.6%、63.8%、40.7%；每股收益分别为 0.34 元、0.57 元、0.79 元；若公司成功增发 1.3 亿股，则 2010-2011 年摊薄后的收益分别为 0.48 元、0.68 元。从 RNAV 来看，每股重估净资产摊薄后为 4.70 元。公司最新股价为 7.4 元，2009-2011 年对应 PE 为 22 倍、15 倍、11 倍；股价想对 NAV 溢价 64%。总体来看，估值优势非常明显。
- **投资建议：首次给予“谨慎推荐”评级。**公司是一个优秀的二线地产公司，若给予公司 2010 年 20 倍 PE 估值，则公司的合理股价在 9.6 元左右，与目前股价相比尚有 30%左右的空间。综合考虑公司投资亮点及可能面临的风险因素，首次给予公司“谨慎推荐”评级。

分析师

黄清林：

☎(86-755) 83515512

✉ huangql@cgws.com

刘 昆：

☎(86-755) 83516214

✉ liuk@cgws.com

万 知：

☎(86-10) 88366060 - 8780

✉ wanz@cgws.com

投资评级：谨慎推荐（首次）

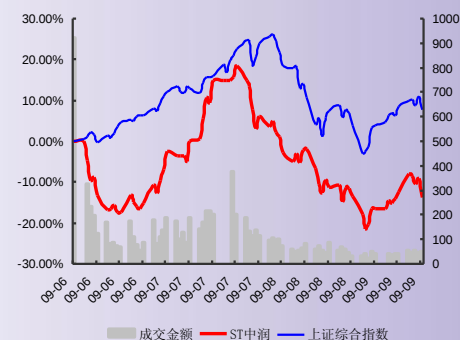
公司数据（09 年中报） 最新股价：7.40 元

公司总股本	77,418 万股
已流通 A 股	19,482 万股
十大流通股股东持股比例	1.8%
ROE	15.8%
每股净资产	0.70 元
资产负债率	83.6%
基本每股收益	0.11 元

公司盈利预测

	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	146,826	227,704	308,194
(+/- %)	63.8%	55.1%	35.3%
净利润(百万元)	26,701	43,742	61,533
(+/- %)	33.6%	63.8%	40.7%
EPS(元) (增发后)	0.34	0.48	0.68
PE(倍)	22	15	11

股价表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



目 录

一、 投资建议：首次给予“谨慎推荐”评级	3
1.1 投资建议：低估值的区域龙头企业	3
1.2 投资亮点：大量现房与准现房，未来 2 年业绩高度确定	3
二、 估值与盈利预测	3
2.1 收入及盈利预测	3
2.1.1 房地产结算收入情况预计	3
2.1.2 公司盈利预测	4
2.2 RNAV：每股 4.7 元	5
三、 投资亮点	7
3.1 公司实力雄厚、业务结构清晰	7
3.1.1 公司简介：盘踞一方的优质地产公司	7
3.1.2 发展战略：立足山东、精耕细作	8
3.2 多个毛利率逐步提升的优质大盘	8
3.2.1 济南中润世纪城	8
3.2.2 淄博中润华侨城	12
3.2.3 威海韩国之窗	14
3.3 大量现房、准现房，业绩高度确定	14
四、 风险提示	15



一、投资建议：首次给予“谨慎推荐”评级

1.1 投资建议：低估值的区域龙头企业

预计公司 2009-2011 年的营业收入分别为 14.68 亿元、22.77 亿元、30.82 亿元，归属于母公司的净利润分别为 2.67 亿元、4.37 亿元、6.15 亿元，增长速度分别为 33.6%、63.8%、40.7%；每股收益分别为 0.34 元、0.57 元、0.79 元；若公司成功增发 1.3 亿股，则 2010-2011 年摊薄后的收益分别为 0.48 元、0.68 元。

从 RNAV 来看，若公司成功定向增发并募集 9.7 亿元，则公司重估净资产为 42.4 亿元，按增发后的股本考虑，每股重估净资产为 4.70 元。

公司最新股价为 7.4 元，2009-2011 年对应 PE 为 22 倍、15 倍、11 倍；股价想对 NAV 溢价 64%。总体来看，估值优势较明显。

公司业务结构清晰、资产质量优良、发展战略明确，是一个优秀的二线地产公司，若给予公司 2010 年 20 倍 PE 估值，则公司的合理股价在 9.6 元左右，与目前股价相比尚有 30%左右的空间，首次给予公司“谨慎推荐”评级。

1.2 投资亮点：大量现房与准现房，未来 2 年业绩高度确定

公司目前拥有大量的现房（已竣工）及准现房（10 年上半年竣工），根据统计，有总计约 70 万平米的现房资源，其对应的收入在 34.8 亿元左右；准现房约 40 万平米，对应的收入约 20 亿元。这些资源将在未来 2-3 年内为公司的业绩提供保障，尤其是现房资源，使得公司 2009-2010 年的业绩高度确定。

二、估值与盈利预测

2.1 收入及盈利预测

2.1.1 房地产结算收入情况预计

预计 2009-2011 年公司房地产结算面积为 44.3 万平米、54.4 万平米、68.4 万平米，结算收入分别为 14.66 亿元、22.75 亿元、30.8 亿元。

表一、公司 2009-2011 年房地产结算收入预计

项目	组团	权益	结算面积			销售价格			结算收入		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
威海 韩国 之窗	樱花时尚	100%	10.29	8.42	0.00	2400	2400	0	24684	20196	
	国际家居建材市场	100%	3.55	2.36		2500	2550		8865	6028	
	板材市场	100%		1.64			2600			4264	
	峰山公馆	100%			6.00			2450			14700
	汽配市场	100%		3.50	5.00		2600	2650		9100	13250
	盛基新天地	100%		3.00	4.00		2600	2650		7800	10600



济南 中润 世纪 城	中韩商业广场	100%	4.00	5.00	4.50	2600	2650	2700	10400	13250	12150
	金融商务中心	100%			5.00			2700			13500
	世纪城二期住宅	100%	4.00	1.00		6500	6800		26000	6800	
	世纪城二期商业	100%			1.86			18000			33480
	世纪城二期写字楼	100%	3.00	3.50	3.50	10000	11000	12000	30000	38500	42000
	世纪城二期地下车库	100%	1.50	1.00	2.20	2000	2000	2000	3000	2000	4400
	山东中润科技大厦(土地补偿款)	100%	5.69			1127.4			6415		
淄博 中润 华侨 城	中润华侨城别墅 1-11#	100%	0.25	0.26		14000	14000		3500	3640	
	中润华侨城涉外小区 96#	100%		0.11			13000			1430	
	西、北大门商业	100%		0.20	0.21		8000	8000		1600	1680
	中润华侨城 9 组团	100%	1.50			3300			4950		
	中润华侨城 14 组团	100%	5.50	5.46		3600	3800		19800	20748	
	中润华侨城涉外小区别墅 12-95#	100%		1.50	1.20		15000	15000		22500	18000
	中润大道北侧商业 1、2 号楼	100%		1.50	1.50		8400	8800		12600	13200
	中润华侨城 5 组团	100%		3.50	2.10		3600	3800		12600	7980
	中润华侨城 3 组团	100%		3.50			3600			12600	
	中润华侨城 4 组团	100%			4.00			3900			15600
	中润华侨城 6 组团	100%			4.00			3900			15600
	中润华侨城 10 组团	100%			2.50			3900			9750
	中润华侨城 11 组团	100%			4.00			3900			15600
	中润华侨城 12 组团	100%			4.00			3900			15600
	中润华侨城 13 组团	100%			3.50			3900			13650
	西商业服务中心	100%		0.23			7500			1725	
	东大门商业	100%		0.18			7500			1350	
	中润大道北侧办公楼 1、2 号	100%		2.00	1.48		8500	9000		17000	13320
	中润大道北侧办公楼 3 号楼	100%			1.35			9000			12150
	车库	100%	3.00	4.00	4.00	2000	2000	2000	6000	8000	8000
	储藏室	100%	2.00	2.50	2.50	1500	1500	1500	3000	3750	3750
	合计		44.3	54.4	68.4				146,614	227,481	307,960

数据来源：长城证券

2.1.2 公司盈利预测

预计公司 2009-2011 年的营业收入分别为 14.68 亿元、22.77 亿元、30.8 亿元，归属于母公司的净利润分别为 2.67 亿元、4.37 亿元、6.15 亿元，增长速度分别为 33.6%、63.8%、40.7%；每股收益分别为 0.34 元、0.57 元、0.79 元；若公司成功增发 1.3 亿股，则 2010-2011 年摊薄后的收益分别为 0.48 元、0.68 元。

表二、公司未来三年利润表预计

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	89652	146826	227704	308194
营业收入	89652	146826	227704	308194
利息收入	0	0	0	0



营业总成本	64337	111224	169381	226150
营业成本	50794	83327	126687	168056
利息支出	0	0	0	0
营业税金及附加	8446	14095	21746	29741
销售费用	1739	4111	5920	8013
管理费用	3370	5579	8653	11711
财务费用	193	4111	6376	8629
资产减值损失	-205	0	0	0
其他经营收益	-1	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
营业利润差额(合计平衡项目)	0	0	0	0
营业利润	25315	35602	58323	82044
营业外收支	815	0	0	0
利润总额差额(合计平衡项目)	0	0	0	0
利润总额	26130	35602	58323	82044
所得税	6141	8900	14581	20511
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	19989	26701	43742	61533
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	19989	26701	43742	61533
总股本	77418	77418	90418	90418
EPS（元）	0.26	0.34	0.48	0.68

数据来源：长城证券（2010、2011 年的 EPS 考虑了增发摊薄因素）

2.2 RNAV：每股 4.7 元

公司目前尚拥有未结算建筑面积约 380 万平米，扣除地下部分及储藏室后的储备面积约 350 万平米，平均地价约 350 元/平米。若公司成功定向增发并募集 9.7 亿元，则公司重估净资产为 42.4 亿元，按增发后的股本考虑，每股重估净资产为 4.7 元。

表三、公司 RNAV 重估统计

城市	项目	未结算面积	权益	权益面积	预计平均 售价	预计毛利率	重估增值 (权益)	每股
	樱花时尚	18.70	100%	18.70	2400	36.3%	6,551	
	国际家居建材市场	5.91	100%	5.91	2520	39.6%	2,393	
威海	板材市场	1.64	100%	1.64	2600	28.8%	457	
韩国	峰山公馆	19.28	100%	19.28	2484	37.3%	5,784	
之窗	汽配市场	15.57	100%	15.57	2661	39.4%	5,661	
	盛基新天地	10.00	100%	10.00	2650	39.3%	3,685	
	中韩商业广场	18.00	100%	18.00	2676	40.2%	7,171	



济南 中润 世纪 城	金融贸易中心	9.67	100%	9.67	2853	36.9%	3,130
	金融商务中心	14.92	100%	14.92	2733	39.4%	5,366
	其它土地储备	55.00	100%	55.00	3066	41.0%	17,690
	世纪城一期住宅	0.20	100%	0.20	5000	57.2%	186
	世纪城一期商业	0.80	100%	0.80	10000	57.2%	1,489
	世纪城一期地下	0.31	100%	0.31	2000	46.5%	95
	世纪城二期住宅	5.00	100%	5.00	6560	41.3%	5,607
	世纪城二期商业	6.56	100%	6.56	16567	64.3%	22,660
	世纪城二期写字楼	12.04	100%	12.04	11296	52.3%	26,618
	世纪城二期地下车库	4.70	100%	4.70	2000	46.4%	1,685
	世纪城三期三角地	9.60	100%	9.60	10000	50.8%	16,103
	世纪城三期万嘉隆北地块	5.45	100%	5.45	18000	55.1%	9,615
	世纪城三期万家隆南地块 A	5.40	100%	5.40	18000	54.9%	9,398
	世纪城三期万家隆南地块 B	3.42	100%	3.42	8543	44.2%	7,938
	万嘉隆项目地下	5.86	100%	5.86	2000	34.2%	599
	山东中润科技大厦	5.69	100%	5.69	1127	23.4%	1,124
淄博 中润 华侨 城	中润华侨城别墅 1-11#	0.51	100%	0.51	14000	59.1%	1,689
	中润华侨城 1 组团	0.44	100%	0.44	3200	29.1%	128
	中润华侨城 2 组团	0.38	100%	0.38	3200	29.1%	111
	中润华侨城 8 组团	0.08	100%	0.08	3300	31.8%	27
	中润华侨城涉外小区 96#	0.11	100%	0.11	13000	47.8%	267
	西、北大门商业	0.41	100%	0.41	8000	55.3%	678
	中润大酒店	1.45	100%	1.45	10000	51.0%	2,442
	北商业服务中心	0.19	100%	0.19	8000	51.8%	261
	中润华侨城 9 组团	1.50	100%	1.50	3300	34.8%	713
	中润华侨城 14 组团	10.96	100%	10.96	3700	37.5%	6,072
	涉外小区别墅 12-95#	4.26	100%	4.26	15366	62.7%	14,034
	中润大道北侧商业 1、2 号楼	5.24	100%	5.24	8856	57.1%	9,293
	中润华侨城 5 组团	5.60	100%	5.60	3675	35.3%	2,673
	中润华侨城 3 组团	3.50	100%	3.50	3600	34.0%	1,623
	中润华侨城 4 组团	6.88	100%	6.88	3942	36.4%	3,339
	中润华侨城 6 组团	5.58	100%	5.58	3928	36.4%	2,727
	中润华侨城 7 组团	7.75	100%	7.75	4048	36.7%	3,552
	中润华侨城 10 组团	4.63	100%	4.63	3946	35.8%	2,202
	中润华侨城 11 组团	10.21	100%	10.21	3982	36.5%	4,850
	中润华侨城 12 组团	6.95	100%	6.95	3942	36.4%	3,372
	中润华侨城 13 组团	7.07	100%	7.07	3950	36.4%	3,415
	中润华侨城南区 A 地块	14.97	100%	14.97	4053	37.3%	6,969
	西商业服务中心	0.23	100%	0.23	7500	55.2%	372
	东大门商业	0.18	100%	0.18	7500	54.7%	289
	中润大道北侧办公楼 1、2 号	3.48	100%	3.48	8713	61.3%	6,801



	中润大道北侧办公楼 3 号楼	1.35	100%	1.35	9000	62.2%	2,625	
	车库	23.69	100%	23.69	2000	46.5%	7,510	
	储藏室	18.87	100%	18.87	1500	42.9%	4,000	
	(1) 房地产项目合计	380		380			253037	2.80
	(2) 投资性房产增值						28126	0.31
统计	(3) 净资产						142,749	1.58
	重估净资产: (1) - (3) 之和						423,912	4.69
	/总股本						90,418	

数据来源: 长城证券 (按增发后考虑, 净资产包括了增发取得的 9.7 亿元)

三、投资亮点

3.1 公司实力雄厚、业务结构清晰

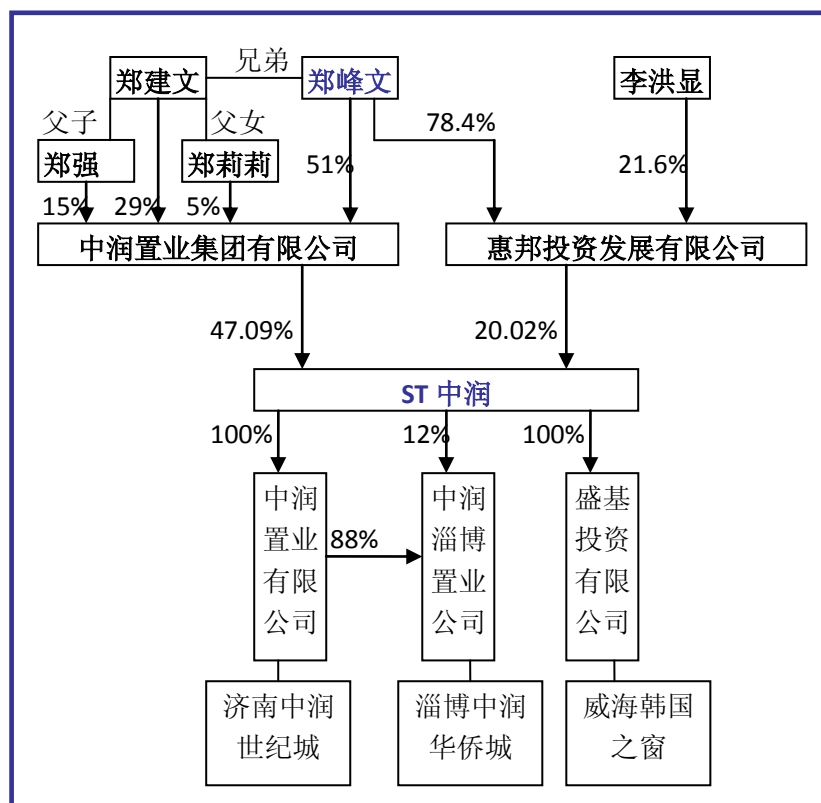
3.1.1 公司简介: 盘踞一方的优质地产公司

ST 东泰通过重组成功蜕变为优质地产公司。2008 年 12 月, ST 东泰通过向大股东定向增发完成了资产重组, 重组后, 山东中润置业集团持有公司 47.09% 的股权, 惠邦投资发展有限公司持有公司 20.02% 的股权, 公司实际控制人为郑峰文先生。同时, 通过重组, 公司注入了中润置业有限公司、淄博中润置业公司和盛基投资公司, 也相应的获得了济南中润世纪城、淄博中润华侨城和威海韩国之窗三个项目的开发经营权。公司通过重组获得了重新, 成功蜕变为一个有持续经营能力的优质地产公司。公司目前拥有三个大盘总计约 350 万平米的土地储备, 由于土地购置年份较早, 土地成本低廉。而且公司无其它无关业务, 业务结构清晰。

大股东中润置业集团有限公司介绍: 集团总资产逾 50 亿元, 是一家以房地产开发为主业集广告经营、进出口贸易、园艺工程、装饰工程、物业管理为一体的大型民营企业集团, 经营业务遍及澳洲、香港、上海、青岛、济南、淄博等地。集团下属多家房地产开发企业, 分别拥有国家一、二级开发资质, 并通过了 ISO9002 国际质量管理体系的认证, 年均开发面积在 50 万平方米以上, 是开发住宅、写字楼、公寓、商铺等物业的综合性房地产开发企业, 同时提供优质物业管理服务。山东中润置业有限公司多次被评为“济南市十佳房地产开发企业”、“济南市房地产开发企业综合信用评定 AAA 级企业”、“山东省房地产综合实力 50 强企业”、“1998-2007 房改十年山东地产十强企业”, 山东中润集团淄博置业有限公司多次被评为“淄博市房地产开发综合实力十强企业”, 山东盛基投资有限责任公司被评为威海市“最具影响力的开发商”。



图 1: 公司股权架构示意图



数据来源：长城证券

3.1.2 发展战略：立足山东、精耕细作

公司目前项目都集中在山东省境内，三个项目分别分布在济南、淄博、威海文登，呈现出从省会城市、地级市到县级市的梯状分布状态。2009年3月，公司在青岛成立了分公司，拟进军青岛房地产市场。如果成功进入青岛，公司在山东省内的战略布局将进一步完善。未来几年内，公司将发挥在山东境内的区域优势，进行精耕细作，以进一步做强做大。我们认为这一战略符合公司目前的状况，使公司能够在一个自己非常熟悉的市场内快速发展，而且山东省本身是经济大省，综合实力强，人口近亿，城市化进程较快，住宅、办公、商业刚性需求旺盛。而济南市、威海市和淄博市是继青岛之后山东地产发展最快的几个城市，所以在这些城市进行地产投资潜力很大。

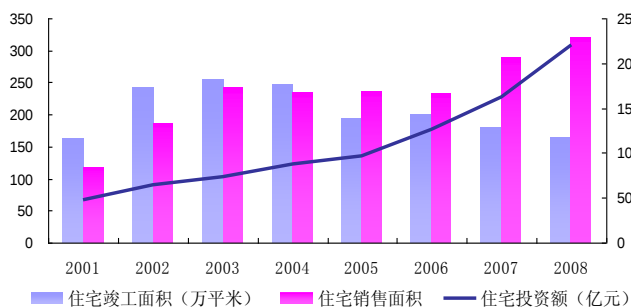
3.2 多个毛利率逐步提升的优质大盘

3.2.1 济南中润世纪城

(1) 济南房地产市场简介

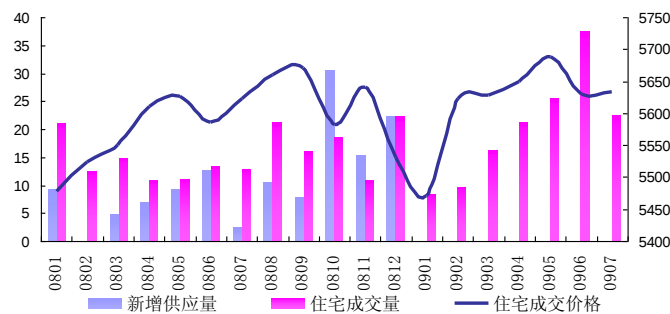
中长期运行状况：2001年以来，济南商品住宅销售面积总体上处于稳定上涨的态势，2003年前年增幅较大，2003-2006年后增幅较慢，但近两年随着济南大规模的启动城区基础设施建设，房地产销售面积重新出现快速上涨势头。从价格来看，房屋销售单价逐年上升，其中2005年涨幅较小，但均价格从2001年到2006年，5年间增涨了近1倍。
近期运行情况：09年1-7月，济南商品住宅成交量同比增长46.3%，略高于全国38.8%的增长水平；从价格来看，济南房价基本保持平稳增长态势，波动幅度不大。

图 2、2001-2008 年济南住宅市场运行情况



数据来源：长城证券

图 3、2008 年 1 月以来济南房地产运行情况

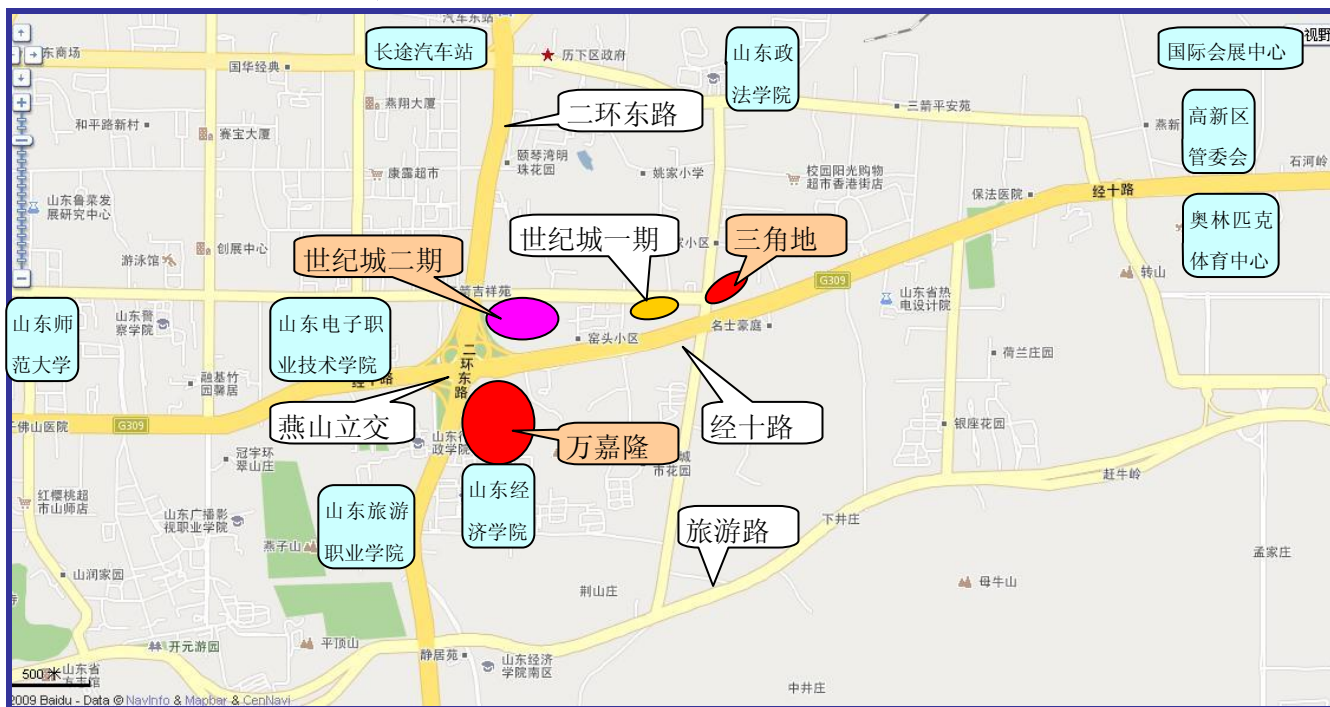


（2）中润世纪城概况

中润世纪城二期（中润世纪广场）

地理位置: 项目位于二环东路以东, 经十路以北, 紧挨两路相交的燕山立交。项目地理位置优越, 是济南市黄金东部钻石级地段。2003 年, 济南开始实施“东拓西进”的城市发展战略, 使项目处于济南东部新经济圈的最前沿, 成为济南城市东扩的第一站, 也是济南 CBD 的新起点。随着济南东部的迅猛发展, 济南奥体中心, 济南政务中心的开工建设, 济南国际会展中心的落成并投入使用, 多个中心汇集中润世纪广场四周, 未来 5-10 年内, 济南东部将成为城市新的政治中心。

图 4: 中润世纪城地理位置图



数据来源：长城证券

项目指标: 项目总用地面积 11.91 万平方米, 净用地面积 8.66 万平米, 规划建筑面积



33.4 万平米（其中地下 11.9 万平米），但实际建筑面积 46.7 万平米，超建面积 13.31 万平米（地上超建 11.94 万平米，地下超建 1.37 万平米）。对于超建部分，补交地价及相关税费后，即可完善相关土地手续。项目具体建设规划为住宅 10 幢，建筑面积 10.96 万平米；写字楼 7 幢，建筑面积 15.04 万平方米，其中 4 幢高层(22-24 层)、3 幢小高层(9 层)；还有综合商业建筑建筑面积 9.96 万平方米，地下车库 8.7 万平方米。由于所处地块南北高差达到 15 米左右，商业物业是利用坡度高差在整个楼盘下建设裙楼底盘而成，名义上为地下面积，实际上其北面临街全部在地面以上。

施工进度：项目总投资预计 15.2 亿元，目前已经竣工，部分商业在进行装修。

销售进度：

住宅部分：2006 年开盘，开盘预售价 5500 元/平米，至 08 年底，销售了约 70%，售价攀升至 7000 元/平米，该部分预计均价 6300 元/平米。09 年上半年售完了剩余的 30%部分，售价在 7000 元/平米左右，预计未结算面积 5 万平米。

写字楼：A6-A7 于 08 年底前已经销售并结转完毕，A5 尚有部分没有结算，销售均价 7500-8000 元/平米；A1 目前正在销售，约 1.3 万元/平米；A2 拟整体出售，预计售价 1.1-1.2 万元/平米，目前正与买家在协商中；A3，采取整层销售的方式，目前正在销售中，预计 1.2 万元/平米；A4，拟自用一半，另外一半销售，价格预计 1.2-1.3 万元/平米。预计写字楼部分还有 12 万平米的面积没有结算。

商业：其中 8.1 万平米已经租售给银座家居（3.4 万平米出售，1.2-1.8 万元/平米，另外 4.7 万平米出租），另外 1.86 万平米以出租为主，也会考虑出售，部分尚在装修中。

盈利分析：预计项目未结算部分资源可为公司提供 28.7 亿元的收入，净利率约 23%，可为公司带来 6.64 亿元的净利润。

图 5、中润世纪广场鸟瞰图



数据来源：长城证券

图 6、中润世纪广场写字楼实景图





图 7、中润世纪广场临街商业实景图（北面临街）



数据来源：长城证券

图 8、中润世纪广场住宅实景图



中润世纪城三期

中润世纪城三期分为两个地块，三角地和万嘉隆地块，其中，万嘉隆地块又由南北两宗地组成，区位见图 4。

三角地：

地理位置：项目坐落于济南历下区经十路北侧，向西距济南市交通枢纽燕山立交 1.0 公里，南至经十路，东至窑头大沟东沟、北至武警总医院、西至浆水泉路与世纪城一期隔路相邻。

规划指标：规划用地面积 6.6 万平方米，净用地面积 2.65 万平方米，总建筑面积 11.94 万平方米。其中裙楼为商业功能，计 4.34 万平方米，3 栋商务办公楼，建筑面积 5.26 万平方米，配套地下车库 2.34 万平米，共计 433 个车位。

项目进度：目前土地平整，预计年底动工，2011 年底竣工。

项目盈利分析：预计项目在 2010 年开始预售，假设办公及商业销售均价 1 万元/平米，车库以 2000 元/平米预计，则项目可实现收入约 10 亿元，净利润 2.18 亿元，销售净利率为 21.6%。

万嘉隆地块：

地理位置：万嘉隆项目位于济南市东南部，坐落于济南市燕山立交东南，南至经济学院，东至窑头大沟，北、西至燕山立交，北邻经十东路与中润世纪城二期相望。。

规划指标：万嘉隆项目规划用地面积 8.89 万平方米，包括南北两宗地，具体规划指标如下：

地块	用地面积 (万平方米)	净用地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	具体建设方案			
				裙楼商业	写字楼	住宅	地下车库
北地块	3.05	1.44	7.01	2.23	3.22		1.56 (270 个)
南地块 A	2.6	1.42	7.67	2.52	2.88		2.28 (406 个)
南地块 B	3.25	1.37	5.44			3.42	2.02 (360 个)



项目进度：项目正在拆迁中，预计 2010 年 5 月动工，首批将于 2012 年 5 月竣工。

盈利分析：项目为公司与山东友谊集团有限责任公司合作开发，由友谊集团出地（包括土地出让金及拆迁安置全部土地补偿等费用），公司出资合作开发。收益分配方式为按建筑面积分成，项目建成竣工验收后，山东友谊集团分得房屋 4 万平方米，其中地上 1-4 层商用房 3 万平方米，地下面积 1 万平方米。对于此种分房的合作方式，分给合作方的房屋在税务处理上视同为销售。因此，公司除了需要承担该 4 万平米的建筑成本外，还需要承担按市场价销售该 4 万平米房屋所应交的税费。考虑这些因素后，假设商业办公销售均价为 1.8 万元/平米，住宅销售均价为 8500 元/平米，地下车库销售均价 2000 元/平米，预计项目能够提供销售收入 18 亿元，净利润 3.68 亿元，销售净利率为 20.4%。

图 9、中润世纪城 3 期规划图（土地平整，尚未动工）



数据来源：长城证券

图 10、万嘉隆地块现状图（拆迁中）



3.2.2 淄博中润华侨城

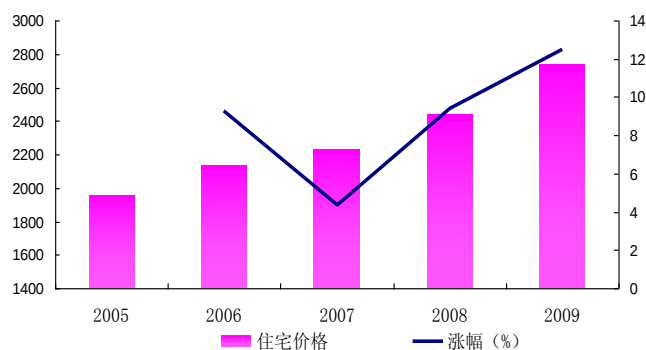
（1）淄博房地产市场简介

住宅价格：2009 年上半年，淄博商品住宅预售均价 2743 元/㎡左右，同比增长 12.51%。2005 年以来，淄博商品住宅价格一直保持稳定增长态势，即使在 2008 年，仍保持了 5.86% 的增幅。目前房价大多在 3500 元/㎡左右，个别楼盘已突破 4000 元/㎡。商品住宅价格与当地城镇居民人均可支配收入、经济发展水平相比，处于较为合理区间。

开工和销售情况：2009 年上半年，全市房地产开发完成投资额、新开工面积、预售面积等主要统计指标均呈现逐月明显增长趋势，市场回暖速度较快。其中：5、6 月份完成投资额超过去年同期；上半年新开工面积已超过去年同期，同比增长 5.06%；5、6 月份预售面积也已超过去年同期，房地产开发市场整体已恢复到正常发展水平。

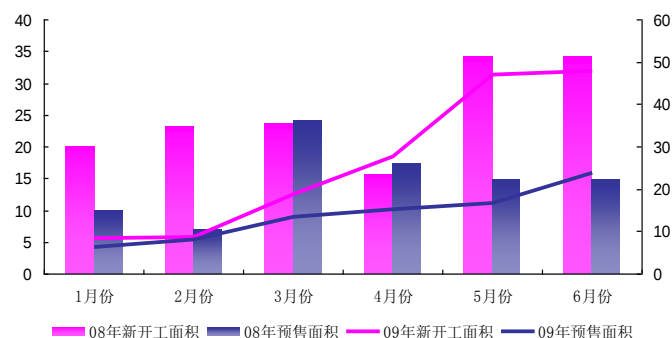
市场总结：淄博是房地产市场三线城市，商品住宅价格主要是由土地、建安、政府规费、企业经营管理费用等成本构成为主，企业利润所占比例较低，房价受市场销售形势波动影响不大。而且由于淄博前几年政府土地出让量较大，导致目前市场供应量较大，对房价上涨也产生了一定的抑制作用。但 07 年后，土地投放量逐年大幅缩减，成交价格不断上涨。07 年，全市商业住宅类用地成交单价同比增长 29.20%；08 年同比又增长 15.24%。随着存量土地的消耗，房地产市场供求关系将会逐步趋紧，因此，淄博后续房价走势仍可看好。

图 11、2004-2009 年上半年淄博房价情况



数据来源：长城证券

图 12、2009 年上半年淄博房地产运行情况



（2）中润华侨城概况

地理位置：华侨城项目位于淄博市高新开发区的西侧，张店区西北部，淄博市张店区西北部高新区内沿桥村、刘西村，中润大道、世纪路、鲁泰大道、西五路合围而成，距城市中心约 5 公里，距离济青高速公路 1 公里，距离淄博火车站 7 公里，距离济南国际机场 75 公里，距青岛港 2 小时车程，交通十分便利。

规划指标：项目占地 1800 亩，总建筑面积约 180 万平米，共分 15 个组团。目前尚剩余各类未结算资源近 150 万平米。项目淄博目前规模最大，档次最高的住宅社区。

项目进度：1、2、8、9 组团已经竣工并交付使用，尚剩余少量尾盘未结算。3 组团已经竣工，目前正在进行园林施工，已经销售完毕。5 组团已经封顶，年底前可以推出销售。14 组团已经竣工，目前现房销售状态，均价 3600-3900 元/平米，目前已销售了 80% 左右。4、6、7、10、11、12、13 组团尚未动工开发。15 组团（南区 A 地块）会所已经完工，目前用作售楼处，其它部分还未动工。其它方面：中润大酒店已经竣工，西商业服务中心、东大门商业、中润大道北侧 1、2 号写字楼等已经竣工；涉外小区别墅一期建设了 45 栋，目前销售了约 20 套，均价在 1.5-1.8 万元/平米。

盈利分析：预计项目未结算资源可给公司带来收入 60 亿元，净利润 11.2 亿元，销售净利率 18.5%。

图 13、中润华侨城总体规划图



数据来源：长城证券

图 14、中润华侨城小区外景一角



图 15、中润华侨城 14 组团实景图



数据来源：长城证券

图 16、中润华侨城涉外小区别墅实景图



3.2.3 威海韩国之窗

地理位置：项目位于文登新城区的核心区域，项目北面是市政府搬迁目的地，与文登行政中心只有一路之隔，东面是文登工业企业集中地，西面是城市主要商贸区。距青威高速1公里，威海机场10公里，与威海工业园仅相距5公里，是文登连接威海的核心，是威海实施文威对接战略的主要项目。

规划指标及盈利能力分析：项目总占地2800亩，总建筑面积约200万平米，尚剩余未结算面积约170万平米。预计项目总共能为公司提供营业收入46.5亿元，净利润7.7亿元，销售净利率为16.5%。

3.3 大量现房、准现房，业绩高度确定

公司目前拥有大量的现房（已竣工）及准现房（10年上半年竣工），根据统计，有总计约68万平米的现房资源，其对应的收入在34.7亿元左右；准现房约40万平米，对应的收入约20亿元。这些资源将在未来2-3年内为公司的业绩提供保障，尤其是现房资源，使得公司2009-2010年的业绩高度确定。公司09年中报显示账面预收账款为8.85亿元，是上半年结算收入3.34亿元的2.65倍。

表四、公司现房、准现房资源

项目	组团	开工	竣工	未结资源	面积		售价		销售收入	
					现房	准现房	现房	准现房	现房	准现房
威海 韩国 之窗	樱花时尚	06.03	09.07	18.7	18.7		2400		44880	
	国际家居建材市场	07.05	08.04	5.91	5.91		2520		14893	
	汽配市场	07.07	10.02	15.57		3.5		2661		9315
	中韩商业广场	09.10	11.11	18		9		2676		24088
济南	世纪城一期商业	02.01	03.10	0.8	0.8		10000		8000	
中润	世纪城一期地下	02.01	03.10	0.31	0.31		2000		620	
世纪	世纪城二期住宅	06.02	08.08	5	5		6560		32800	



淄博 中润 华侨 城	世纪城二期商业	06.02	08.08	6.56	1.86		18000		33480
	世纪城二期写字楼	0	09.09	12.04	10.5		11296		118605
	世纪城二期地下车库	0	09.09	4.7	4.7		2000		9400
	中润华侨城别墅 1-11#	05.04	07.06	0.51	0.51		14000		7140
	中润华侨城 1 组团	04.02	06.03	0.44	0.44		3200		1408
	中润华侨城 2 组团	04.09	06.07	0.38	0.38		3200		1216
	中润华侨城 8 组团	05.03	07.05	0.08	0.08		3300		264
	中润华侨城涉外小区 96#	06.04	07.10	0.11	0.11		13000		1430
	西、北大门商业	05.04	07.03	0.41	0.41		8000		3280
	中润大酒店	05.09	07.11	1.45	1.45		10000		14500
	北商业服务中心	06.04	07.04	0.19	0.19		8000		1520
	中润华侨城 9 组团	06.01	08.07	1.5	1.5		3300		4950
	中润华侨城 14 组团	06.03	08.06	10.96	10.96		3700		40548
	涉外小区别墅 12-95#	07.03	10.05	4.26		2.13		15366	32730
	中润大道北侧商业 1、2 号楼	06.12	09.12	5.24		5.24		8856	46408
	中润华侨城 5 组团	08.06	10.12	5.6		5.6		3675	20580
	中润华侨城 3 组团	08.05	09.12	3.5		3.5		3600	12600
	东大门商业	08.10	09.05	0.18	0.18		7500		1350
	中润大道北侧办公楼 1、2 号	09.05	10.10	3.48		3.48		8713	30320
	中润大道北侧办公楼 3 号楼	09.05	10.10	1.35		1.35		9000	12150
	车库	08.01	12.12	23.69	2	3	2000	2000	4000 6000
	储藏室	08.01	12.12	18.87	2	3	1500	1500	3000 4500
	合计				68	40	307774	60533	347284 198691

数据来源：长城证券

四、风险提示

公司项目集中在二、三线城市，虽然现房和准现房较多，但销售进度存在一定的不确定性，进而使结算进度难以把握。另外，济南中润世纪城的写字楼、商业的结算进度对公司业绩影响较大，而且该项目有 13.3 万平米的建筑面积属于“超建面积”，能否及时完善相关手续也存在一定的不确定性，这也可能会影响该项目的结算进度，进而影响到公司的业绩释放。



附表一、重点公司盈利预测及估值表

股票简称	最新股价	09EPS	10EPS	09PE	10PE	最新 PB	RNAV	股价/RNAV 折溢价	投资评级
深长城	19.50	1.43	1.36	14	14	2.37	24.53	-21%	推荐
深振业 A	10.97	0.58	0.76	19	14	3.02	10.45	5%	推荐
大连友谊	15.25	0.81	1.14	19	13	4.71	12.30	24%	推荐
亿城股份	6.10	0.33	0.38	18	16	2.15	4.80	27%	推荐
招商地产	25.78	1.04	1.43	25	18	2.92	22.37	15%	推荐
华发股份	17.99	0.89	1.02	20	18	3.13	12.60	43%	推荐
金地集团	14.17	0.55	0.72	26	20	2.60	9.87	44%	推荐
冠城大通	11.88	0.43	0.66	28	18	4.83	7.37	61%	推荐
万科	11.36	0.49	0.64	23	18	3.62	6.61	72%	推荐
保利地产	24.49	0.92	1.42	27	17	3.94	10.50	133%	推荐
滨江集团	14.77	0.48	0.70	31	21	7.17	6.26	136%	推荐
张江高科	14.12	0.44	0.73	32	19	4.09	14.75	-4%	谨慎推荐
中国武夷	7.10	0.33	0.54	22	13	2.77	6.50	9%	谨慎推荐
福星股份	8.90	0.52	0.64	17	14	1.70	7.90	13%	谨慎推荐
金融街	12.05	0.51	0.58	24	21	2.01	10.70	13%	谨慎推荐
新潮中宝	11.91	0.34	0.48	35	25	5.82	8.65	38%	谨慎推荐
广宇集团	9.59	0.35	0.38	27	25	4.13	6.80	41%	谨慎推荐
华业地产	7.19	0.24	0.33	30	22	2.28	5.30	36%	谨慎推荐
万业企业	9.30	0.47	0.41	20	23	2.98	6.90	35%	谨慎推荐
栖霞建设	6.37	0.19	0.26	34	25	2.72	4.45	43%	谨慎推荐
ST 中润	7.42	0.34	0.48	22	15	10.59	4.70	58%	谨慎推荐
大龙地产	15.52	0.35	0.45	44	34	4.78	6.00	159%	谨慎推荐

数据来源：长城证券

附表二、公司未来三年财务数据预测

利润表 (万元)					主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	89652	146826	227704	308194	成长性				
营业成本	50794	83327	126687	168056	营业收入增长		63.8%	55.1%	35.3%
销售费用	1739	4111	5920	8013	营业成本增长		64.1%	52.0%	32.7%
管理费用	3370	5579	8653	11711	营业利润增长		40.6%	63.8%	40.7%
财务费用	193	4111	6376	8629	利润总额增长	272.6%	36.2%	63.8%	40.7%
投资净收益	-1	0	0	0	净利润增长	185.1%	33.6%	63.8%	40.7%
营业利润	25315	35602	58323	82044	盈利能力				
营业外收支	815	0	0	0	毛利率	43.3%	43.2%	44.4%	45.5%
利润总额	26130	35602	58323	82044	销售净利率	22.3%	18.2%	19.2%	20.0%
所得税	6141	8900	14581	20511	ROE	43.8%	36.9%	20.5%	22.4%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	47.5%	22.8%	26.6%	30.7%
净利润	19989	26701	43742	61533	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	1.9%	2.8%	2.6%	2.6%
流动资产	282404	455053	677458	935533	管理费用/营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
货币资金	9558	29365	94799	160769	财务费用/营业收入	0.2%	2.8%	2.8%	2.8%
应收帐款	11339	22024	34156	46229	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	23.5%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	241122	374973	506747	672223	应收帐款周转率	5.37	5.23	5.67	13.22
非流动资产	39897	40625	41807	43611	存货周转率	0.16	0.19	0.21	0.21
固定资产	1221	1951	3134	4939	流动资产周转率	0.24	0.26	0.28	0.28
资产总计	322301	495678	719265	979144	总资产周转率	0.22	0.24	0.27	0.27
流动负债	252014	371858	503113	619979	偿债能力				
短期借款	13371	23371	28371	-11629	资产负债率	85.8%	85.4%	70.4%	71.9%
应付款项	77883	127768	194252	257685	流动比率	1.12	1.22	1.35	1.51
非流动负债	24649	51480	2960	84440	速动比率	0.16	0.22	0.34	0.42
长期借款	21480	21480	42960	64440	每股指标 (元)				
负债合计	276662	423338	506073	704419	EPS	0.258	0.345	0.484	0.681
股东权益	45639	72340	213192	274725	每股净资产	0.59	0.93	2.36	3.04
股本	77418	77418	90418	90418	每股经营现金流	0.38	-0.15	-0.38	0.96
留存收益	-31779	-5078	122774	184307	每股经营现金/EPS	1.5	-0.4	-0.8	1.4
少数股东权益	0	0	0	0	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和权益总计	322301	495678	719265	979144	PE	28.7	21.5	15.3	10.9
现金流量表 (万元)					PEG	0.63	0.42	0.38	-
经营活动现金流	29381	-11725	-34259	86767	PB	12.6	7.9	3.1	2.4
其中营运资本减少	-44729	-65425	-8287	-35240	EV/EBITDA	23.58	16.84	10.81	8.16
投资活动现金流	-28803	-897	-1468	-2277	EV/SALES	6.83	4.57	3.08	2.41
其中资本支出	-27802	-897	-1468	-2277	EV/IC	6.65	3.96	3.60	2.99
融资活动现金流	-12075	10000	123590	-18520	ROIC/WACC	5.41	2.59	3.03	3.49
净现金总变化	-11498	-2621	87863	65970	REP	1.23	1.53	1.19	0.86

数据来源：长城证券（注：表中“净利润”指归属于上市公司股东的净利润。）



研究员介绍:

黄清林: 管理学硕士, 注册会计师 (CPA), 中级经济师, 三年大型上市房地产企业投资管理经验, 2008 年 1 月加入长城证券, 任房地产行业研究员。

刘 昆: 管理学硕士, 五年证券研究工作经验, 具备证券投资咨询资格、期货从业资格; 2006 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

万 知: 经济学硕士, 一年大型上市房地产企业投资管理经验, 出版证券投资专著一本; 2008 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

研究员承诺: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明: 本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>