

中茵股份(600745): 结算进度低于预期、但盈利能力提升较快 中性(维持)

房地产行业

当前股价: 8.63 元

报告日期: 2010 年 02 月 25 日

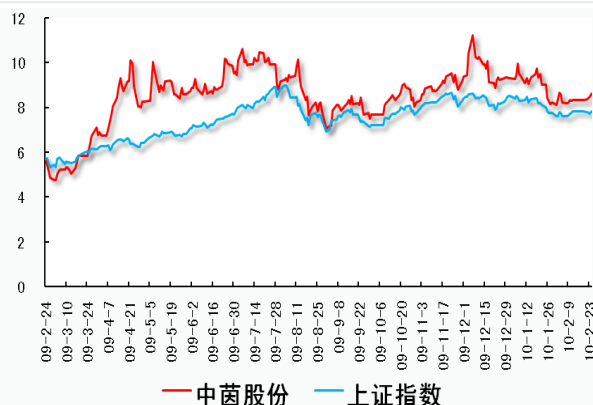
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	771	681	1064	1265
(+/-)	40.1%	-11.7%	56.3%	18.9%
营业利润	91	119	214	292
(+/-)	-10.4%	30.3%	79.5%	36.5%
归属于母公司的净利润	158	81	150	207
(+/-)	31.4%	-48.9%	86.7%	37.6%
EPS (元)	0.48	0.25	0.46	0.63
市盈率(倍)	18	35.1	18.8	13.7

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/流通股本 (万股)	32737/7540
流通市值 (亿元)	6.51
每股净资产 (元)	1.24
资产负债率 (%)	78.73

股价表现 (最近一年)



天相房地产组 联系人 刘义

021-58824282-804

Liuyi002@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **每股收益低于市场预期。**公司今日发布 2009 年报: 营业收入 6.8 亿元、同比下降 11.7%; 归属母公司净利润 0.8 亿元、同比下降 48.9%; 每股收益 0.25 元, 低于市场预期 (市场原来预计在 0.30 元左右)。公司 2009 年未提出利润分配预案。
- **基本面概述。**公司是布局江苏和湖北三四线城市 (昆山、淮安、连云港、徐州、黄石等) 的小型开发商, 截止 2009 年底在建项目储备规模 45 万平米; 公司产品类型涵盖住宅地产与商业地产, 包括住宅、商铺、酒店和写字楼等, 抵御行业周期风险的能力较强。
- **公司 2009 年业绩低于预期, 主要原因在于结算进度低于预期, 这份业绩有四点值得我们重点关注。**
 - **销售均价大幅上涨。**公司 2009 年主力在售项目是中茵世贸广场、中茵国际商务花园、中茵名都等, 销售面积 11.8 万平米、同比下降 48%, 主要原因在于可售房源较少; 销售金额 7.9 亿元、同比增长 44%, 主要得益于项目结构优化导致的均价上涨 (昆山项目进入销售周期、拉动销售均价上升: 2009 年为 6700 元/平米、2008 年为 2400 元/平米)。
 - **结算进度低于预期。**公司 2009 年结算主力项目是中茵国际商务花园、中茵名都、秦峰广场等, 结算面积 12.58 万平方米、同比下降 57.6%; 结算收入 5.84 亿元、同比下降 24.3%, 结算收入降幅低于结算面积降幅主要得益于: 结算均价的提升 (2009 年为 4650 元/平米、2008 年为 2600 元/平米左右)。公司截止 2009 年底已售未结转面积为 3.7 万平方米、金额为 3.02 亿元。
 - **盈利能力提升拉动营业利润增长 30%。**公司 2009 年综合毛利率为 29.2%、同比提升 7.3 个百分点, 主要得益于项目结构优化和销售价格上涨。
 - **净利润下滑主要是非经常性损益所致。**公司 2009 年归属母公司净利润下滑 48.9%, 主要原因在于: 公司 2008 年债务重组和政府补助收益合计 1.1 亿元, 导致当年营业外收入很高。剔除非经常性损益之后公司 2009 年归属于母公司净利润同比增长 90%, 主要得益于盈利能力的提升。



- **财务健康状况有待改善。**公司 2009 年底资产负债率为 78.73%，剔除预收款项（3.0 亿元）之后的真实资产负债率为 65.9%，在行业当中处于较高水平。剔除预收款项之后的真实速动比率为 0.8，短期偿债压力较大；公司 2009 年底账面现金 1.9 亿元，比年初增加 0.9 亿元，主要得益于银行借款带来的现金流入；其中，经营现金流为 0.3 亿元，现金情况较为一般。
- **盈利预测与投资评级。**暂不考虑公司 2009 年度非公开发行预案，我们预计公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.46 元和 0.63 元，以昨日收盘价 8.63 元计算，对应的动态市盈率分别为 19 倍和 14 倍，虽然公司是布局三四线城市的小型开发商（三四线城市市场潜力较大、价格风险较低），但其估值水平在行业中已处于中间水平，并且其财务状况有待进一步改善，我们维持公司“中性”评级。
- **风险提示：**大盘的系统性风险；行业周期性风险；项目结算进度可能不达预期。

图表：中茵股份（600745）盈利预测表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	771	681	1064	1265
营业收入增长率	40.1%	-11.7%	56.3%	18.9%
减：营业成本	602	482	720	822
营业成本增长率	45.9%	-20.0%	49.5%	14.2%
综合毛利率	21.9%	29.2%	32.3%	35.0%
营业税金及附加	30	41	60	75
销售费用	5	12	21	25
销售费用率	0.6%	1.8%	2.0%	2.0%
管理费用	33	30	37	38
管理费用率	4.3%	4.4%	3.5%	3.0%
财务费用	-1	-1	5	13
财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.5%	1.0%
资产减值损失	11	-3	6	0
期间费用率	4.8%	6.1%	6.0%	6.0%
加：公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
二、营业利润	91	119	214	292
营业利润增长率	-10.4%	30.3%	79.5%	36.5%
加：营业外收入	113	6	0	0
减：营业外支出	2	1	0	0
三、利润总额	202	124	214	292
减：所得税费用	33	37	53	73
实际所得税率	16.2%	29.5%	25.0%	25.0%
四、净利润	169	88	160	219
归属母公司净利润	158	81	150	207
归属母公司净利润增长率	31.4%	-48.9%	86.7%	37.6%
少数股东损益	12	7	10	12
EPS(摊薄、元)	0.48	0.25	0.46	0.63
最新股本(万股)	32737	32737	32737	32737

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100