

房地产



王晓冬 王嘉

房地产行业研究员

021-3856 5953

wxd@xyzq.com.cn

黑牡丹 (600510)

牡丹花开——城市资源运营商

推荐 (维持)

2010 年 03 月 06 日

投资要点

事件：

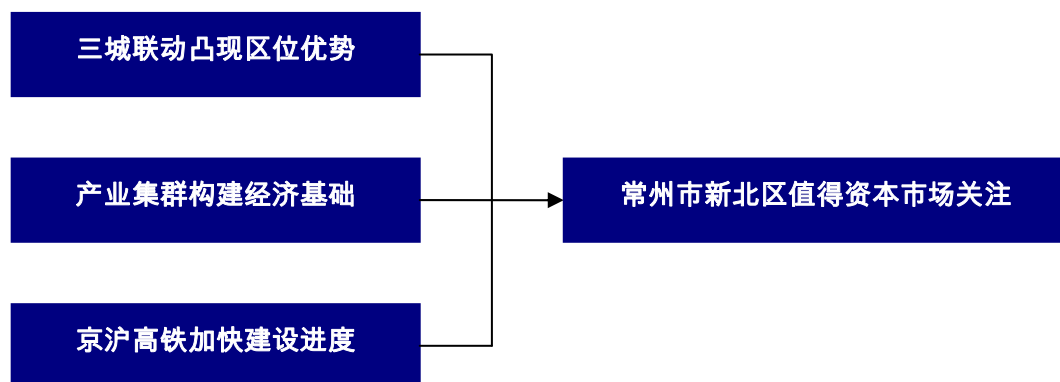
2010 年 3 月 5 日，公司公告拟定向增发不超过 3 亿股投入北部新城一级开发项目和万顷良田建设项目，发行价格不低于 12.11 元/股。

点评：

我们认为：本次定向增发完成之后，公司将从低毛利率的市政配套建设商跃升为高毛利率的城市资源运营商。下面，我们将具体分析该事件对于公司的影响。

● 常州新北区：为什么值得资本市场关注？

图 1：常州新北区：为什么值得资本市场关注？

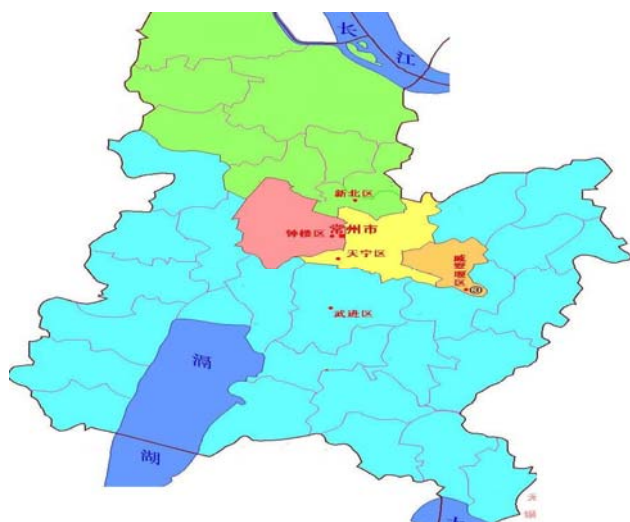


资料来源：兴业证券研发中心

1、三城联动凸现区位优势

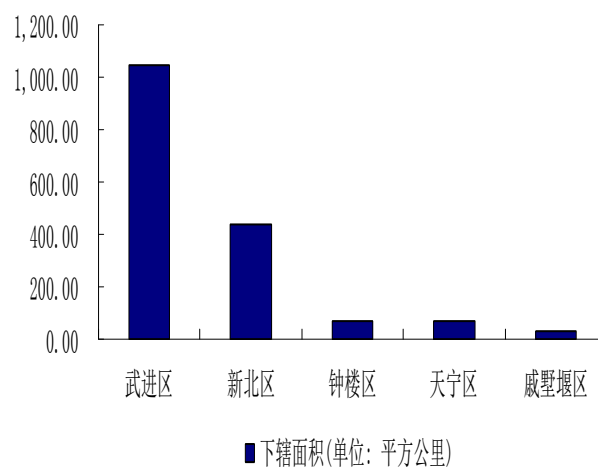
经国家批准的《常州市城市总体规划（2004~2020）》确定了南北发展的“一城两翼”向“三城联动、南北一体发展的新城市战略规划。三城包括：南部武进新城、中部主城区、北部新北新城。

图 2：常州地图



资料来源：兴业证券研发中心

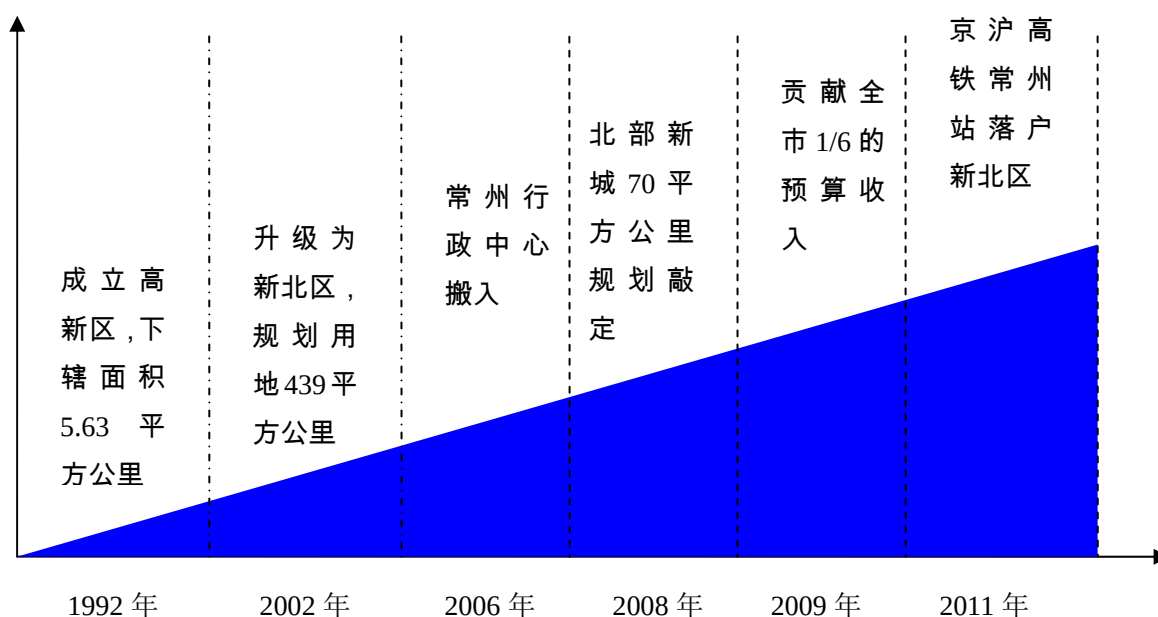
图 3：常州各区下辖面积



资料来源：兴业证券研发中心

自成立之日起，新北区的发展日新月异。

图 3：常州市新北区发展历程



资料来源：兴业证券研发中心

由图 3 可以看出：新北区未来是常州的经济文化政治中心。而作为新北区城市资源运营商，黑牡丹 必将在这个过程中受益匪浅。

2、产业集群构建经济基础

没有产业支撑的房地产市场，有如沙漠之花。自建区开始，新北区始终以走产业强区之路。坚持走产业强区之路，形成了“一城（高新区）三带（滨江产业带、通江路产业带、黄河路产业带）多园（出口加工区、新北工业园、环保产业园、机电工业园等）”的产业布局形态；形成了装备制造、化工新材料两大主导产业和创意、光伏、生物医药等三大新兴产业。

2009年，新北区完成地区生产总值405亿元，同比增长14%；完成财政总收入105.5亿元，同比增长5.1%，其中地方一般预算收入41.3亿元，同比增长20.8%；完成全社会固定资产投资335.3亿元，同比增长19.2%，其中工业投入220.5亿元，同比增长20.4%。以占全市1/10的土地、1/8的人口，实现了超过全市1/6的一般预算收入、1/5的固定资产投资、1/3的进出口总额和1/3的实际到账外资。在江苏省开发区中综合排名第五位。

3、京沪高铁加快建设进度

京沪高铁将于2012年5月正式通车。届时，沿线将会出现21个新火车站，常州高铁站即属于其中的一座。常州高铁站位于常州北部新城的核心，沪宁高速公路北侧、长江路西侧、常新路东侧、辽河路南侧（本次定向增发一级开发项目一阶段）。

图5：京沪高铁路线图



资料来源：兴业证券研发中心

图6：常州高铁站规划图



资料来源：兴业证券研发中心

我们认为，京沪高铁站为黑牡丹的发展带来历史性机遇：

A、时间紧，任务急。目前，距离京沪高铁的通车紧紧剩下两年。那么，征地、平整土地、拍地、建设

等一系列的环节均将以超常规的速度进行。上述动作的完成伴随着利益的沉淀。而作为该土地一级开发商的黑牡丹必将是早期最大的受益者。即从相对估值的角度，早期有利润贡献。

B、长期提升土地价值。大型市政工程的出现往往意味着“造城运动”的开始。”造城运动“意味着增量的人口和财富。而增量的人口和财富意味着房地产开发的旺盛。房地产开发的旺盛必将催生土地拍卖市场的爆发式增长。无论是一级开发还是二级开发，房地产行业均属于价格驱动ROE产业。而作为该土地一级开发商的黑牡丹必将享受后期土地价值的上升。即从绝对估值的角度，长期RNAV有较大的弹性。

● 定向增发项目对于上市公司影响几何？

表 1：定向增发募投项目介绍(单位：万元)

募投项目	募投资金投入额	备注
北部新城一级开发（一期）项目	300,000	新北区高铁片区 17.6 平方公里一级开发
万顷良田项目	80,000	高标准农田 25000 亩，净增耕地面积 2100 亩

资料来源：公司公告、兴业证券研发中心

下面，我们试图去分析上述项目对于公司的影响：

1、北部新城一级开发

➤ 增加盈利能力

计算土地一级开发价值，涉及四个变量：土地拍卖价格、可出售土地比例、开发周期、分成比例。

我们对上述四个变量进行分析：

A、土地拍卖价格

首先，我们先对 2009 年常州市土地拍卖数据进行分析

表 2：2009 年常州各区土地拍卖状况一览

市区	成交总价 (万元)	楼板均价 (元/m²)	地价 (元/亩)	占地面积 (m²)	建筑面积 (m²)
戚墅堰区	103,540	395	490,309	1,209,603	2,276,554

天宁区	1,161,766	1,278	2,161,822	3,779,228	9,575,535
武进区	591,851	921	948,611	2,611,070	5,301,954
新北区	1,276,150	1,103	1,418,806	4,591,626	9,169,142
钟楼区	1,308,309	919	1,451,298	5,750,655	14,568,108
常州市区	4,272,511	971	1,420,620	18,195,270	41,325,438

资料来源：兴业证券研发中心

由表 3 可知：2009 年，新北区土地供应量占全市土地供应量的 25.24%，成交均价约 1100 元/平米。我们将在后续的敏感性分析中，以 1100 元/平米的楼面地价作为基准地价

B、可供出售土地占比

表 3：部分公司土地一级开发可供出售面积占比(单位：亩)

公司名称	开发范围	开发面积	出售面积	占比
云南城投	滇池	41,800	31,400	75%
中天城投	渔安、安井片区	11,800	5,600	48%
中国新城镇	罗店新城	10,194	8,114	80%

资料来源：兴业证券研发中心

由表 3 可见，已知的公司出售占比在 50%至 80%之间。在后续的敏感性分析中，我们将以此为基本进行讨论。

C、开发周期

考虑开发时间，我们必须首先观测常州房地产市场整体环境。

2009 年，常州房地产市场成交商品房 1082 万平米，销售均价 4969 元/平米，分别同比上涨 101%和 7.91%。从土地供应结构来看，新北区占全市土地成交数量的 25.24%（详见表 2）。以 60%出售比例，2 的容积率计算，募投项目可提供新增建筑面积约 2000 万平米。按照目前的土地供给结构，我们计算出出让年限大约在 8 年左右。考虑到开发商屯地需要，我们把开发周期定为 8 年（其中 3 年的开发周期，5 年的出让周期）。

2010 年 1 月，常州市政府在香港举行了一次土地推介会，共计 18 幅地块，其中涉及新北区的地块如下：

表 4：涉及新北区的土地推介计划

地块名称	面积（单位：亩）	性质
东经 120 路东侧地块	760	住宅
恐龙谷温泉周边地块	500	住宅
红梅蒋家村地块	268	住宅
飞龙居住地块	520	住宅
高铁枢纽站核心区域	848	住宅

资料来源：常州市政府 2010 年香港推介会，兴业证券研发中心整理

其中，高铁枢纽站核心区域位于长江路以西、常新路以东、沪宁高速以北、辽阳路以南，恰恰处于本次定向增发募投项目的土地一级开发第一阶段范围之内。又一次体现了“时间紧、任务急”的特点。

所以，上述一级开发周期或短于我们的预期。

D、分成比例

合约规定：公司通过土地一级开发，除获得合理的工程利润率外，还将与新北区政府对授权范围内的土地出让收益进行分成（初步意向为前三年土地收益全额返还上市公司，其后土地收益按照 5/5 比例分成）、

由此，我们对该项目进行初步的盈利能力分析：

假设基础：

楼面地价：1100 元/平米

容积率：2.5

出让比例：60%

出让周期：2011 年至 2017 年

开发总成本：55 亿

出让进度：2011 年和 2012 年，每年出让 600 亩，其后 5 年每年匀速出让

不得出让面积：1 平方公里（高铁站及周边广场用地）

表 5：一级开发盈利预测表（单位：万）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
销售收入	110,055	110,055	489,258	489,258	489,258	489,258	489,258
销售成本	22,701	22,701	100,920	100,920	100,920	100,920	100,920
主营业务税金	6,053	6,053	26,909	26,909	26,909	26,909	26,909
税前利润	81,301	81,301	361,429	361,429	361,429	361,429	361,429
所得税	20,325	20,325	90,357	90,357	90,357	90,357	90,357
项目净利润	60,976	60,976	271,072	271,072	271,072	271,072	271,072
上市公司分成	60,976	60,976	135,536	135,536	135,536	135,536	135,536
增发后股本	109,552	109,552	109,552	109,552	109,552	109,552	109,552
EPS	0.56	0.56	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24

数据来源：兴业证券研发中心

按照 8% 贴现率计算，增厚公司每股 RNAV 约 6.55 元。

下面，我们 RNAV 进行敏感性分析。（横坐标：土地价格；纵坐标：出让比例）

表 6：土地一级开发敏感性分析

	1000	1100	1200	1300	1400	1500
55%	5.21	5.91	6.61	7.32	8.02	8.72
60%	5.78	6.55	7.31	8.07	8.83	9.59
65%	6.36	7.18	8.00	8.82	9.64	10.46
70%	6.94	7.82	8.69	9.57	10.45	11.32
75%	7.52	8.45	9.39	10.32	11.26	12.19

资料来源：兴业证券研发中心

由此可见：对于上市公司增厚明显。

➤ 主营业务的跃升

在地产产业链中，政府、城投公司、开发商、购房者是最重要的四个博弈参与者。土地、信用货币、建筑材料是主要的投入原材料。相对于土地，其余两者都是“可再生”。同时，销售环节的快速周转可以形成资金的良性循环。那么，“拥地者为王、拥周转速度为王”是地产行业游戏规则的核心。既然如此，城投公司作为土地的供给方，将是上述游戏规则的最大收益者。

本次交易完成之后，黑牡丹将实现从低毛利率的市政配套商向高毛利率的城市资源运营商的跃升。过去，黑牡丹从事配套市政建设、安置房建设和商品房建设；依托大股东背景，主营业务稳定但缺乏弹性。同时，相对于整体 70 平方公里的开发规模，本次公司仅仅参与新北区一期 17.6 平方公里的一级开发。由此，无论是盈利能力还是想象空间均实现了向上的突破。

2、万顷良田项目

万顷良田项目的本质：在保证既有耕地的情况下，当地政府实现“农村拆迁”，集约化用地，置换出的土地进行商业开发。

常州市新北区全面启动万顷良田工程，对涉及万顷良田工程的拆迁安置、土地流转、资金使用、农民养老等方面进行了规定。

新北区的万顷良田工程项目位于孟河镇和西夏墅镇境内，北至中长沟和郭河，南至 S122 省道，西至丹阳界，东至大西环线。万顷良田工程由常高新集团下属的常州新希望农业投资发展有限公司代建。据悉，工程将分两期建设，2010 年底完成一期 S122 省道以北、浦河以西片区 10000 亩；2011—2012 年全面完成项目建设，建成高标准农田 25000 亩，净增耕地面积 2100 亩以上。

对于公司而言，参与万顷良田可以获得如下收益：

A、保底收益：按照常高新以往参与市政工程的做法，该项目获得 15% 的税前毛利率

B、农村土地集约处理之后，出现数目可观的置换土地。这部分土地或可进入土地招牌挂市场。黑牡丹或在项目的后期参与置换的土地的经营。

定向增发预案中并没有披露关于该项目的明细。在此，我们对该项目不给与任何的定量分析。其后，我们将密切跟踪公司该项目的进展。

● 盈利预测

预计增发完成之后，2010 年至 2012 年 EPS 分别为：0.42 元、1.34 元、1.48 元。每股 RNAV 为 11.94

元。考虑到公司主营业务发生重大变更，我们给与公司 11 年 15 倍 PE，即 6 个月目标价 20.10 元。维持公司“推荐”评级。随着事态的逐渐明朗，我们将推出关于公司的深度报告。

- 短期催化剂

江苏银行上市进程短于市场预期

公司旗下创投企业实现中小板或者创业板上市

- 风险提示

公司增发尚需要召开第二次董事会进行讨论

增发进程长于市场预期

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为：

推 荐：相对表现优于市场

中 性：相对表现与市场持平

回 避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为：

强烈推荐：相对大盘涨幅大于 15%

推 荐：相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性：相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避：相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话：021-38565916	Email： dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话：021-38565938	Email： shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话：021-38565966	Email： guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话：021-38565910	Email： jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话：021-38565933	Email： hanyh@xyzq.com.cn
-----	-----------------	---

广东地区销售经理

朱元彧	电话：021-38565941	Email： zhuuy@xyzq.com.cn
-----	-----------------	---

重要声明

兴业证券系列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。