

中江地产(600053)：毛利率和营业外收入下降拖累业绩 中性(维持)

房地产行业

当前股价：8.51 元

报告日期：2010 年 03 月 16 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	314	433	450	600
(+/-)	-60.3	37.6%	4.0%	33.3%
营业利润	88	14	74	129
(+/-)	-52.3	-83.6	414%	73.7%
归属母公司净利润	194	13	56	97
(+/-)	10.4%	-93.3	332%	73.7%
EPS（元）	0.54	0.04	0.15	0.27
市盈率	16	238.5	55.2	31.8

公司基本情况（截止 2009 年 12 月 31 日）

总股本/流通股本（万股）	36,128/36,128
流通市值（亿元）	30.75
每股净资产（元）	2.10
资产负债率（%）	71.12

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

- **2009 年净利润大幅下降、符合市场预期。**公司今日发布 2009 年报：营业收入 4.3 亿元、同比增长 37.6%；营业利润 1444 万元、同比下降 83.6%；归属母公司净利润 1290 万元、同比下降 93.3%；**扣除非经常性损益之后的净利润同比下降 73.4%**；基本每股收益 0.04 元，符合市场预期。公司 2009 年不进行利润分配。
- **南昌当地的中小型综合类开发商。**公司是以南昌市区（东湖区）为大本营的中小型综合类开发商，是一个校办企业（大股东为江中制药集团、实际控制人为江西中医学院、江西国资委代为行使出资人责任）。公司主要从事住宅和商业地产开发，核心项目为紫金城，这是一个综合体项目：位于东湖区、占地面积 38.3 万平米、总建筑面积 104 万平米、楼面地价 1300 元/平米，其中，商业部分 34 万平米、住宅部分 70 万平米；此外，公司在景德镇还有一块土地：位于吕蒙乡官庄村、占地面积 6.6 万平米。
- **2009 年业绩最明显的特征是“增收减利”，**主要原因有两点：结算毛利率大幅下降；营业外收入大幅减少。
 - **毛利率大幅下降。**公司 2009 年主力销售项目是紫金城住宅一期，该项目于 2009 年 03 月开盘，销售情况良好；报告期结算其中的 5-8 栋，实现结算收入 4.3 亿元，毛利率为 16%，同比下滑 45 个百分点，主要原因有两点：1）、该项目（这也是紫金城首批住宅上市）开盘时市场环境较差、同时也为了回笼资金，公司进行了打折促销；2）、2008 年结算的主要是紫金城项目商业部分，毛利率较高。**毛利率下降是导致经常性损益下降的主要原因。**
 - **营业外收入大幅下降。**公司 2009 年营业外收入仅有 50 万元，而 2008 年因“以车位抵偿大股东债务”导致营业外收入高达 11027 万元。
- **公司 2010 年业绩将“恢复性增长”。**公司 2010 年结算的主要是紫金城住宅一期 2-4 栋，截止 2009 年底预收款项为 1.7 亿元，仅覆盖我们预计 2010 年（4.5 亿元）收入的 38%，业绩确定性较小。随着南昌住宅市场景气度在 2009 年的回升和房价的上涨，公司结算毛利率将提升，**2009 年如此低的毛利率（16%）只能是阶段性的。**



- **财务健康状况有待改善。**公司 2009 年底资产负债率为 71.1%，剔除预收款项之后的真实资产负债率为 64.7%，在行业当中处于较高水平，**长期财务状况有待改善。**剔除预收账款之后的真实流动比率为 2.8、真实速动比率为 0.5，**短期偿债压力较大。**公司报告期末账面现金 3.4 亿元、比期初增加 2.7 亿元，其中，经营现金流为 3.2 亿元，**现金状况尚可。**
- **盈利预测和投资评级。**我们预计公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.15 元和 0.27 元，以昨日收盘价 8.51 元计算，对应的动态市盈率分别为 55 倍和 32 倍，估值水平较高，并且公司项目单一、未来业绩可持续性有待提高，我们维持公司“中性”评级。
- **风险提示。**1)、大盘系统性风险；2)、行业周期性风险；3)、市场过于集中；4)、结算进度可能不达预期。

图表一：中江地产（600053）盈利预测表

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	792	314	433	450	600
营业收入增长率	77.2%	-60.3%	37.6%	4.0%	33.3%
减：营业成本	424	125	365	315	390
营业成本增长率	69.8%	-70.6%	192.6%	-13.6%	23.8%
综合毛利率	46.5%	60.4%	15.8%	30.0%	35.0%
营业税金及附加	123	68	25	29	42
营业税率	15.5%	21.5%	5.8%	6.5%	7.0%
销售费用	50	22	17	18	24
销售费用率	6.3%	6.9%	3.9%	4.0%	4.0%
管理费用	12	13	13	14	15
管理费用率	1.5%	4.0%	3.0%	3.0%	2.5%
财务费用	-1	0	0	0	0
财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-1	0	-1	0	0
期间费用率	7.8%	10.8%	6.9%	7.0%	6.5%
加：公允价值变动	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-1	0	0	0
二、营业利润	185	88	14	74	129
营业利润增长率	61.9%	-52.3%	-83.6%	414.2%	73.7%
加：营业外收入	7	110	1	0	0
减：营业外支出	1	5	0	0	0
三、利润总额	191	194	15	74	129
减：所得税费用	15	0	2	19	32
实际所得税率	8.1%	0.0%	12.6%	25.0%	25.0%
四、净利润	175	194	13	56	97
归属母公司净利润	175	194	13	56	97
归属母公司净利润增长率	177.9%	10.4%	-93.3%	332.0%	73.7%
少数股东损益	0	0	0	0	0
EPS(摊薄、元)	0.49	0.54	0.04	0.15	0.27
最新总股本(万股)	36128	36128	36128	36128	36128

资料来源：公司公告、天相投顾整理

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：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
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