

ST 中润(000506)：业绩符合预期、即将摘帽 增持(维持)

房地产行业

当前股价：9.01 元

报告日期：2010 年 03 月 23 日

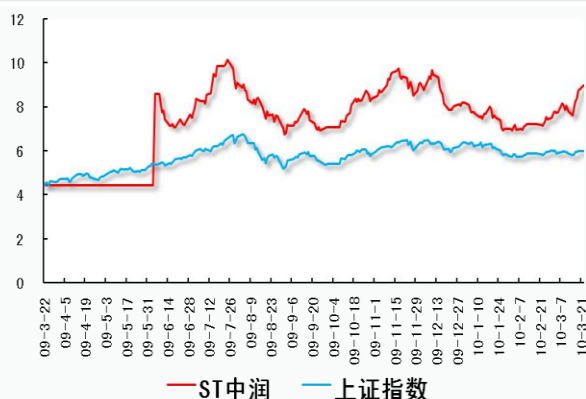
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	897	1007	1433	2270
(+/-)	28.6%	12.4%	42.3%	58.4%
营业利润	253	317	482	840
(+/-)	106%	25.3%	51.9%	74.5%
归属母公司净利润	200	238	365	634
(+/-)	23.5%	18.9%	53.6%	73.7%
EPS（元）	0.26	0.31	0.47	0.82
市盈率	34.9	29.4	19.1	11.0

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/流通股本（万股）	77,418/19,482
流通市值（亿元）	17.55
每股净资产（元）	0.90
资产负债率（%）	80.21

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 年净利润增长 18.9%，符合市场预期。**公司今日发布 2009 年报：营业收入 10.1 亿元、同比增长 12.4%；营业利润 3.2 亿元、同比增长 25.3%；归属母公司净利润 2.4 亿元、同比增长 18.9%；基本每股收益 0.31 元，符合市场预期。公司 2009 年不进行利润分配。
- **布局山东重点城市的综合体开发商。**公司于 2008 年底完成资产重组，大股东及其关联方注入优质地产业务。公司项目储备规划建筑面积 400 万平方米左右，主要项目有三个，均是超过 100 万平方米的大型城市综合体，分别是济南中润世纪城、威海韩国之窗、淄博中润华侨城。公司全资子公司于 2009 年 03 月设立青岛公司，准备进入青岛地区，进一步优化项目布局。
- **济南中润世纪城依然是 2009 年业绩主要来源。**公司 2009 年结算收入和租金收入分别为 9.8 和 0.2 亿元，同比增长 11%和 236%；以 4200 元/平米的结算均价大致估算，公司 2009 年实现结算面积 23.5 万平方米。公司济南、威海、淄博三大项目均处于滚动开发阶段，2009 年来自以上三项目的收入分别是 6.7、1.3 和 2.2 亿元，济南中润世纪城依然是公司 2009 年业绩的主要来源。
- **2010 年业绩锁定程度较低。**公司 2010 年参与结算的项目主要是已竣工及部分在建项目，以及威海韩国之窗三期部分面积(2009 年度非公开增发预案投资项目之一)。截止 2009 年底，公司预收款项余额 7.3 亿元、仅覆盖我们预计 2010 年结算收入（14.0 亿元）的 52%，2010 年度业绩锁定程度较低。
- **2011 年业绩或将高速增长。**公司 2009 年度非公开增发预案投资项目将在 2011 年集中进入结算周期，公司 2011 年可结算资源相对丰富、业绩增长幅度较高。
- **盈利能力较强。**公司较强的盈利能力（毛利率 45 %以上）主要来自较低的土地成本，这与拿地时间较早和综合体超大盘模式有关。以公司 2009 年度非公开增发预案投资项目为例：济南中润世纪城三期、淄博中润华侨城五期和威海韩国之窗三期的楼面地价分别为 1505、259 和 144 元/平米，而这些项目预计销售均价将分别在 9500、5000 和 3000 元/平米，地价/房价之比分别为 16%、5%和 5%，均大幅低于 25%左右的行业平均水平。



- **基金在第四季度有所加仓。**公司三季报显示，前十大流动股东当中仅出现海富通的身影，持有公司 177 万股；而公司年报显示前十大流动股东当中有国泰（403 万股）、新华（292 万股）、海富通（270 万股）。基金在第四季度明显有所加仓，估计主要是看好公司的项目布局、商业模式、以及较强的盈利能力。
- **财务风险较大。**公司报告期末资产负债率为 80.21%，剔除预收款项之后的真实资产负债率为 59.5%，在行业当中处于较高水平，**长期财务结构有待改进**。剔除预收账款之后的真实速动比率为 0.3，**短期偿债压力较大**，公司的流动资产当中存货占绝大部分。公司报告期末账面现金 3.0 亿元、比期初增加 2.4 亿元，主要得益于经营现金流（1.1 亿元）和筹资现金流（1.5 亿元）。**公司 2009 年 07 月抛出非公开增发预案**，拟以不低于 7.47 元/股的价格非公开发行不超过 1.3 亿股，募集资金净额不超过 9.7 亿元，如果增发成功，公司财务状况将有所改善。
- **公司即将摘帽。**由于 2009 年净利润和扣除非经常性损益之后的净利润分别为 2.4 和 2.3 亿元，公司已于 2010 年 03 月 22 日向深交所递交“摘帽”申请。
- **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 0.47 元和 0.82 元，以昨日收盘价 9.01 元计算，对应的动态市盈率分别为 19 倍和 11 倍，估值较为合理，考虑到公司布局山东重点城市、综合体超大盘模式、较强的盈利能力以及较好的成长性，我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**
 - 1)、大盘系统性风险；
 - 2)、行业周期性风险；
 - 3)、项目销售和结算可能不达预期。



图表一：ST 中润（000506）盈利预测表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	897	1007	1433	2270
营业收入增长率	28.6%	12.4%	42.3%	58.4%
减：营业成本	508	552	748	1118
营业成本增长率	6.7%	8.7%	35.4%	49.4%
综合毛利率	43.3%	45.2%	47.8%	50.8%
营业税金及附加	84	80	122	204
营业税金及附加比率	9.4%	7.9%	8.5%	9.0%
销售费用	17	18	29	45
销售费用率	1.9%	1.8%	2.0%	2.0%
管理费用	34	29	29	30
管理费用率	3.8%	2.9%	2.0%	1.3%
财务费用	2	5	14	23
财务费用率	0.2%	0.5%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-2	6	10	10
期间费用率	5.9%	5.2%	5.0%	4.3%
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	253	317	482	840
营业利润增长率	106.3%	25.3%	51.9%	74.5%
加：营业外收入	11	5	10	10
减：营业外支出	3	1	5	5
三、利润总额	261	322	487	845
减：所得税费用	61	84	122	211
实际所得税率	23.5%	26.1%	25.0%	25.0%
四、净利润	200	238	365	634
归属母公司净利润	200	238	365	634
归属母公司净利润增长率	23.5%	18.9%	53.6%	73.7%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS(摊薄、元)	0.26	0.31	0.47	0.82
最新总股本(万股)	77418	77418	77418	77418

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