

湘财证券研究所

房地产行业

张化东：Tel: 021-68634518-8051

E-Mail: zhd3063@xcsc.com

杨森：Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

徐广福：Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

首次评级： **增持**



资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

杭州房地产市场调研：投资市塑造高弹性公司，历史成交地量迎短期反弹 2010.7.5

三套房贷政策点评：对房地产政策预期产生重大影响 2010.7.9

房地产行业-宏观经济数据有隐忧，房地产调控政策将持续 2010.7.16

我们于近日走访了信达地产，同公司董秘等对行业和公司情况进行了交流。

投资要点：

- 公司是由财政部全资控股的信达资产管理股份有限公司唯一的地产整合平台。大国企背景给公司带来很多资源，低土地成本和充沛的资金都是企业拥有的特殊资源。
- 我们认为，理解信达地产要从公司模式竞争力的高度上来。中国房地产经营模式已经基本完成由“包工头”模式向“开发商”模式的转换，而未来最高端的“资产管理”模式则是房地产发展模式的高端，也就是说信达地产已经在模式上占据了产业的高端。公司未来很可能成为中国房地产业的模式创新的先驱之一。
- 公司部分项目单体规模小，增加了企业运营的难度和成本。
- 公司的财务战略过于保守。公司在重组上市后保持低姿态，在投资拿地上的策略较为保守，我们认为凭借公司的资金实力和项目运营管理能力，完全可以采取更为激进的策略，来提升资金利用效率。
- 如果公司在激励机制上能够有所突破，将较大地推动企业的运营效率。我们将继续跟踪公司在这方面的进展。

首次给予增持评级，目标价格 8 元

- 假设公司维持现有的负债水平，审慎进行公司扩张，并且所在的二三线城市房价水平三年内不增长。我们预测 RNAV 为 5.80 元，较 2010 年 8 月 4 日的收盘价 7.78 元，已存在 25% 的溢价。
- 根据审慎的销售和结转的假设，我们预测 2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 0.50 元和 0.56 元，对应 2010 年 8 月 4 日的收盘价 7.78 元的 PE 为 15.56X 和 13.89X；我们预测 2010 年和 2011 年的每股净资产分别为 3.96 元和 4.56 元，对应 2010 年 8 月 4 日的收盘价 7.78 元的 PB 为 1.96X 和 1.71X。我们认为公司目前股价相对于 RNAV 有所溢价，但是相较于 PB 估值水平，还有所偏低，目前公司股价基本合理。
- 我们认为，如果公司采取统一战略，加强管控和增大财务杠杆等措施，公司将有较大价值增长。我们审慎地首次给予公司增持评级，目标价 8 元。

投资风险：

加息风险和企业战略变革受挫的风险。

目录

一、 系出名门，卓然不群.....	7
1、执资产管理界之地产牛耳.....	7
2、开发商中的稀缺能力拥有者.....	7
二、 组织进行深度再造，.....	8
1、组织自下而上形成.....	8
2、统一战略逐步形成.....	9
3、强化战略管控.....	10
三、 “大国企”式成长明显.....	10
1、可持续的低成本土地获取能力.....	10
2、融资渠道通畅，成本低.....	10
3、艰难的激励机制改革.....	11
四、 经营模式路径.....	12
1、区域分布散点式.....	12
2、项目规模不均匀.....	12
五、 财务过于稳健.....	13
六、 首次给予增持评级，目标价 8 元.....	15
湘财证券投资评级体系.....	19
重要声明.....	19

表目录

表 1: 信达地产财务预测	4
表 2: 2000-2007 年间滨江集团主要操作项目	9
表 2: 信达地产重组上市后获取项目情况	10
表 4: 信达地产借款分类情况 (万元)	11
表 5: 信达地产长期借款来源 (万元)	11
表 6: 部分信达地产开发项目取得情况	16
表 7: 主要房地产开发公司净负债率情况	17

图目录

图 1: 信达地产股权结构	8
图 2: 信达地产城市在售楼盘总建筑面积分布	
图 3: 信达地产预期销售额城市分布	12
图 4: 信达地产城市在售楼盘总建筑面积分布	
图 5: 信达地产预期销售额城市分布	13
图 6: 信达地产净负债率变化情况	14
图 7: 信达地产合约销售收入情况预测	14

表 1：信达地产财务预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E
资产负债表					
现金及现金等价物	25,930.92	116,565.35	183,451.33	238486.73	286184.07
应收票据及账款	39,673.34	80,868.31	120,505.29	144606.35	173527.62
预付账款	4,316.54	48,480.30	35,668.30	42801.96	51362.35
存货	12,834.89	619,765.37	628,247.58	753897.10	829286.81
其他流动资产	1,587.28	10,193.91	1,074.00	1,074.00	1,074.00
流动资产合计	84,342.96	875,873.24	968,946.50	1180866.13	1341434.85
金融资产	45,404.70	66,012.19	74,517.36	111033.04	119136.63
投资性房地产	3,569.29	142,919.95	106,307.77	138200.10	179660.13
固定资产	9,197.11	18,224.29	17,522.99	18801.88	23138.86
递延所得税资产	611.48	3,856.84	4,006.85	4808.22	5769.86
其他非流动资产	658.48	1,606.30	1,457.58	1749.09	2098.91
非流动资产合计	59,441.06	232,619.57	203,812.55	274592.34	329804.39
资产合计	143,784.02	1,108,492.81	1,172,759.05	1455458.47	1671239.24
短期借款（一年内）	20600.00	118667.88	103503.00	99162.98	128911.87
应付账款及其他应付	36358.04	218275.96	172761.47	257419.65	276207.06
预收账款	7914.54	140484.56	211095.04	314537.78	337493.87
应付股利	8.17	938.07	1,609.37	1,609.37	1,609.37
其他流动负债	35,418.80	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	100,299.54	478,366.47	488,968.88	672,729.78	744,222.18
长期借款（一年以上）	23,900.00	152,319.17	132,217.31	171882.50	223447.25
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付及其他应付	400.00	205.00	205.00	205.00	205.00
递延所得税负债	0.00	10,073.40	7,603.99	7,603.99	7,603.99
其他非流动负债	1,471.86	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	25,771.86	162,597.56	140,026.29	179691.49	231256.24
负债合计	126,071.40	640,964.03	628,995.17	852,421.27	975,478.41
股本	49,703.49	152,426.04	152,426.04	152,426.04	152,426.04
公积金及未分配利润	-42,383.52	292,865.78	370,900.71	407990.79	489588.94
归属于母公司权益	7,319.97	445,291.83	523,326.76	560416.83	642014.99
少数股东权益	10,392.65	26,090.20	24,290.36	42620.37	53745.84
所有者权益合计	17,712.62	471,382.02	547,617.12	603037.20	695760.83
负债和所有者权益	143,784.03	1,112,346.06	1,176,612.29	1455458.47	1671239.24

	2007	2008	2009	2010E	2011E
利润表					
营业收入	125,512.51	275,417.85	410,387.96	491,295.04	580,850.00
营业成本（含税）	104,183.43	201,709.06	287,488.02	344,165.65	406,901.36
毛利润	21,329.08	73,708.79	122,899.93	147,129.39	173,948.64
销售费用	10,126.78	6,529.00	6,622.55	7,894.24	8,470.39
管理费用	8,021.14	21,380.67	25,887.10	30,858.02	33,110.15
公允价值变动	0.00	-4,089.04	-286.90	0.00	0.00
资产减值损失	4,952.36	-3,515.89	-2,168.82	0.00	0.00
营业外收支	2,578.18	25,740.91	16,551.68	16,551.68	16,551.68
息税前利润	806.98	70,966.89	108,823.89	124,928.81	148,919.78
财务费用	5,456.18	896.80	3,068.50	3,682.20	3,950.94
税前利润	-4,649.20	70,070.09	105,755.39	121,246.61	144,968.84
所得税	181.35	15,935.62	31,538.33	30,311.65	36,242.21
净利润	-4,830.55	54,134.47	74,217.06	90,934.95	108,726.63
少数股东损益	2,815.13	3,314.16	9,570.42	15,219.60	22,677.66
归属于母公司所有者损益	-7,645.68	50,820.31	64,646.64	75,715.35	86,048.97
每股收益					
基本每股收益	-0.15	0.49	0.42	0.50	0.56
摊薄每股收益	-0.15	0.49	0.42	0.50	0.56
EBITDA	5,759.34	67,450.99	106,655.07	124,928.81	148,919.78
	2007	2008	2009	2010E	2011E
主要财务比率					
成长能力					
销售收入增长率	-	-	59.03%	49.00%	7.30%
营业收入增长率	-	119.43%	49.01%	19.71%	18.23%
营业利润增长率	-	245.58%	66.74%	19.71%	18.23%
归母公司净利润增长率	-	-	37.10%	22.53%	19.57%
获利能力					
毛利率(%)	16.99%	26.76%	29.95%	29.95%	29.95%
净利率(%)	-3.85%	19.66%	18.08%	18.51%	18.72%
ROE(%)	-104.45%	11.41%	12.35%	13.51%	13.40%
ROIC(%)	-12.85%	13.11%	8.69%	17.17%	19.47%
偿债能力					
资产负债率(%)	87.68%	57.82%	53.63%	58.57%	58.37%
净负债比率(%)	104.84%	32.76%	9.54%	5.40%	9.51%
流动比率	84.09%	183.10%	198.16%	175.53%	180.25%
速动比率	71.29%	53.54%	69.68%	63.47%	68.82%
利息保障倍数	-0.41	3.59	5.09	5.36	5.01

	2007	2008	2009	2010E	2011E
主要财务比率					
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.44	0.36	0.37	0.37
应收账款周转率	5.74	4.57	4.08	3.71	3.65
应付账款周转率	0.65	0.74	0.86	0.83	1.89
每股指标 (元)					
EPS(摊薄)	-0.15	0.49	0.42	0.50	0.56
每股净资产(摊薄)	0.36	4.66	3.59	3.96	4.56
估值比率					
P/E	-44.33	8.27	26.71	15.62	13.75
P/B	18.66	1.31	3.12	1.96	1.70
EV/EBITDA	65.45	13.28	18.29	12.25	10.28

资料来源：WIND; 湘财证券研究所

一、系出名门，卓然不群

1、执资产管理界之地产牛耳

中国信达资产管理公司是由财政部 100%控股的四大资产管理公司之一。中国信达资产管理公司全资控股信达投资有限公司。信达投资又直接与间接持有信达地产（600657.SH）近 60%的股份。也就是说，财政部通过中国信达资产管理公司 100%控股的子公司信达投资，对信达地产行使控制权。

2010 年 6 月 29 日，经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，原中国信达资产管理公司整体改制为中国信达资产管理股份有限公司。公司注册资本 251 亿元人民币，财政部持有 100%的股份，依法行使出资人的权利和义务。中国信达资产管理股份有限公司成为四大国有资产管理总公司里最先完成股份制改造的公司。

据中国信达资产管理股份有限公司披露，信达资产自 1999 年成立以来，多次参与收购银行机构的不良贷款。截至 2008 年末，累计接收和收购不良资产 10542 亿元，占收购市场的 31%。其中，收购中国建设银行的不良资产占总收购资产的 53.6%。同时据建设银行（601939.SH/00939.HK）公告，信达资产在不良资产处置过程中，曾对建设银行发行账面价值 2470 亿元十年期国债。这些都说明信达资产在处置建设银行的不良资产过程中处于重要地位。

而由于原国有银行的归口关系，建设银行是主要涉及房地产不良资产的银行，因此，中国信达资产管理股份有限公司所处置的房地产不良资产可能在四大资产管理公司中占绝对多数。而作为信达资产唯一的房地产开发整合平台，信达地产将借力于大股东资源优势，实现低成本扩张。

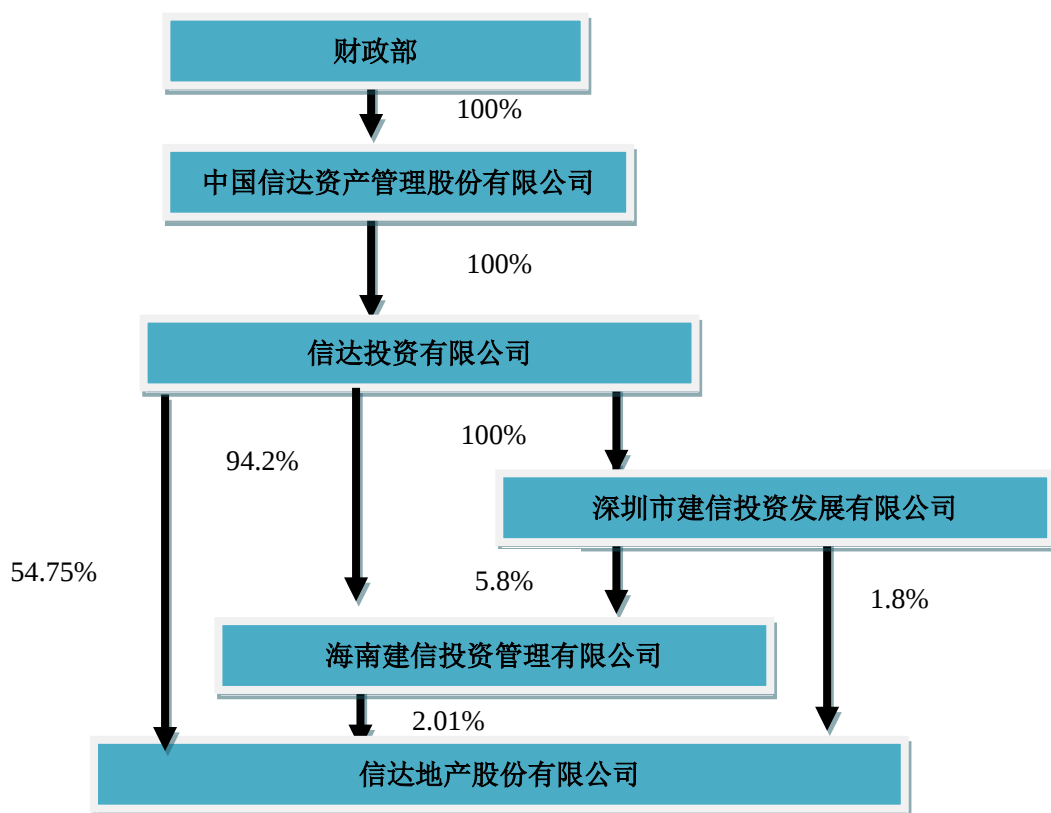
2、开发商中的稀缺能力拥有者

从行业发展角度说，资产管理能力将是未来开发商能力发展趋势之一。随着房地产行业分工越来越细化，开发商业务外包的比例会越来越高，开发商需要的技能会越来越多地集中于设计规划能力、投融资能力、财务管控能力和法律能力等方面，而这一切又基本都是资产管理者所能够提供的。

从地产模式上来看，三种模式基本能够囊括目前所有房地产开发模式。一是建筑施工模式，是以建筑施工作为公司的核心，对于投融资、销售和项目运营等则不涉及与关注，也就是通常意义上的包工头模式；二是传统意义的开发商，从获取土地至最终的销售，全过程深度参与，少量采取外包；三是资产管理模式，借助金融工具，轻资产投入，以关键环节把控为基础，采取专业化外包方式来完成项目开发运营。随着地产行业的成熟度的提升，利润越来越会向产业模式的高端转移。

以最优秀的房地产项目管理公司铁狮门公司为例，以轻资产投入，收取地产项目管理费的铁狮门，一般仅在关键环节对房地产项目进行控制。铁狮门派出的房地产项目管理团队一般会在五至六人左右，这些投入的项目管理团队人员都是设计规划、建筑、投融资、财务管控和法律等方面的专家。从产业发展规律看，未来以资产管理能力见长的开发商很可能占据产业链条的高端。从能力缺口来看，设计规划和建筑是目前资产管理者需要弥补的能力。

图 1：信达地产股权结构



资料来源：企业年报；湘财证券研究所

二、组织进行深度再造，

1、组织自下而上形成

正常开发商的发展路径是由一到多，也就是先有一个项目，然后随着项目扩张，分子公司开始扩张。而对于信达地产来说，组织形成过程是逆序的。信达地产的

子公司是先于信达地产存在的，信达地产的组织结构形成过程是自下而上的形成过程。

在十二家子公司中，有一家是在1990年前成立的；有六家在1990年至1995年间成立；有两家在1996年至2000年成立；有三家在2000年后成立。除去在2010年初收购的沈阳穗港公司，其余十一家子公司均为2008年重组借壳上市前成立，而且在上市前已经存续的子公司中，至少已经存续六年。可以看出，在信达地产以公司的身份出现前，大部分子公司都已经存在一段时间，都已经拥有了较为成熟的房地产开发经营经验。

表 2：2000-2007 年间滨江集团主要操作项目

子公司全称	子公司类型	注册地	成立日期	期末实际出资额*	少数股东权益*
上海信达银泰置业有限公司	全资子公司	上海市	1993 年 1 月 6 日	84927.69	9796.8
上海信达立人投资管理有限公司	全资子公司	上海市	1994 年 11 月 14 日	112588.43	17.09
宁波信达中建置业有限公司	全资子公司	宁波市	1992 年 6 月 13 日	126215.63	11197.77
安徽信达房产开发有限公司	全资子公司	合肥市	1992 年 3 月 5 日	72490.51	2396.2
合肥润信房地产开发有限公司	全资子公司	合肥市	2002 年 9 月 6 日	16483.53	-
嘉兴市信达建设房地产开发有限公司	全资子公司	嘉兴市	1985 年 1 月 2 日	50423.22	777.3
青岛信达荣昌置业集团有限公司	全资子公司	青岛市	1997 年 3 月 10 日	42864.08	3138.22
新疆信达银通置业有限公司	全资子公司	乌鲁木齐市	1992 年 8 月 31 日	27720.6	-
台州信达置业有限公司	全资子公司	台州市	1993 年 7 月 20 日	6273.84	2968.75
吉林信达金都置业有限公司	全资子公司	长春市	1997 年 9 月 5 日	47842.49	-
海南院士村开发建设有限公司	全资子公司	海口市	2002 年 4 月 8 日	28505.26	-
沈阳穗港房地产投资开发有限公司	全资子公司	沈阳市	2010 年 1 月 28 日	-	-

资料来源：企业年报；湘财证券研究所

*注：期末实际出资额和少数股东权益为公司重组公告披露

2、统一战略逐步形成

多家具有实力的开发企业由于上市重组需要而在组织结构上形成形式上的统一，但形式上的统一并不能够推进公司形成整体战略。信达地产已经开始了推进统一战略的工作。其中包括，推进“两化”工作——ISO 认证和 OA 系统，标准化和自动化工作正在公司全面展开；加强战略控制——下派执行董事和强化总经理办公会议，来推动战略执行；形成统一的“信达”品牌，要求新推楼盘统一“信达”品牌。

虽然我们看到，目前大部分优秀的房地产企业所采取的是“弱组织，强项目”的管控方式。但我们认为这种方式并不适用于信达地产的实际状况。如果追溯的话，房地产企业的“弱组织，强项目”是在做好“强组织，弱项目”基础上得来的，只有经历在战略上和管控上形成对组织的强化，才能够使公司形成对项目的规范管理，同时才能够为未来的向项目放权打下基础。

3、强化战略管控

我们认为公司特殊的发展历程决定了公司必须要承担更多的重组战略成本，公司最值得关注的就是统一战略的形成，并以此来形成公司的合力。但是鉴于公司子公司的的发展较为成熟，这方面改革受阻力将非常之大。我们要长期关注公司统一战略的形成，特别是具体的管控措施的落实，具体将集中于以下几方面：（1）财务控制；（2）投资控制；（3）采购控制；（4）销售控制；（5）设计建筑控制；（6）人力资源控制。我们将对公司在上述几方面的管控加强对公司继续跟踪。

三、“大国企”式成长明显

1、可持续的低成本土地获取能力

信达地产的低成本土地优势明显，从重组公告中，我们发现信达地产的低成本优势非常之明显。上市后公司也具有持续获取低廉土地储备的能力。绍大线三号地块基本反映市场土地价格水平。而新疆信达银通获取的西山三路 2010-1 地块楼面地价仅为 107 元/平方米，同比于均价 4000 元/平方米左右信达雅山新天地，该地块具有一定的安全边际，预计毛利率能达到 30%左右。沈阳理想新城项目经过测算，项目的毛利率有可能接近 60%。同时，在三个项目中，沈阳穗港项目是以股权收购的方式取得，在前期售价为 4500 元/平方米的情况下以接近于零成本的方式取得项目，说明公司在收购方面有较强的运作能力。

表 3：信达地产重组上市后获取项目情况

子公司名称	地块名称	取得方式	时间	城市	区域	权益	总地价（亿）	总建筑面积（平方米）	楼板价（元/平方米）
宁波信达中建	绍大线三号地块	拍卖	2009 年 11 月	绍兴	越城	61%	13.60	250490	5429
新疆信达银通	西山三路 2010-1 地块	挂牌	2010 年 2 月	乌鲁木齐	沙区	100%	0.21	197448	107
沈阳穗港	理想新城	收购	2010 年 1 月	沈阳	东陵	100%	1.00	468670	21

资料来源：企业年报；湘财证券研究所

2、融资渠道通畅，成本低

公司作为财政部控股公司，国有企业背景使得公司在信贷市场上拥有较多的优势。从借款结构来看，截至 2009 年期末有近 60%的借款来自于保证贷款和信用借款，

这一比例较 2008 年期末提高了近 40%。在一年间，信达地产的借款由原有的以质押和抵押方式为主，转变为以保证和信用贷款为主。而保证贷款和信用贷款说明信贷机构对公司信用评价较高，而且未来有更多可进行进一步增多信贷的空间。

表 4：信达地产借款分类情况（万元）

	2009/12/31		2008/12/31	
	金额	比例	金额	比例
质押借款			64,121.60	27.82%
抵押借款	76,260.00	40.60%	119,642.57	51.90%
保证借款	27,348.00	14.56%	41,900.00	18.18%
信用借款	84,217.31	44.84%	4,861.60	2.11%
	187,825.31	100.00%	230,525.77	100.00%

资料来源：企业年报；湘财证券研究所

在金额前五名的长期借款单位中，第一位为信达投资提供的股东借款，五年期低利率（5.40%）高达 3.6 亿的借款体现了大股东对于信达地产的支持。而排在第二位则是国家开发银行北京分行，借款期限长达 15 年，利率低至 5.94%。从借款来源来看，信达地产的信贷来源决定借款相对稳定，而且成本相对较低。

表 5：信达地产长期借款来源（万元）

贷款单位	借款起始	借款终止	利率（%）	期末数（万元）	占长期借款比例	期初数（万元）	占长期借款比例
信达投资有限公司	2009 年 12 月	2014 年 12 月	5.40	36000	27%		
国家开发银行北京市分行	2004 年 9 月	2019 年 9 月	5.94	22000	17%	23900	16%
上海浦东发展银行黄山路支行	2008 年 8 月	2011 年 8 月	5.94	16000	12%	16000	11%
建行宁波市分行	2008 年 3 月	2011 年 3 月	5.40	15000	11%	15000	10%
徽商银行合肥屯溪路支行	2009 年 6 月	2011 年 6 月	5.40	10000	8%		
合计（加权平均）			5.61	99000	75%	54900	36%

资料来源：企业年报；湘财证券研究所

3、艰难的激励机制改革

作为国资控股，而且股东仅为一家国有大股东的上市公司，激励机制缺乏非常明显。更需要注意的是，控股股东信达资产也才从政策性资产管理公司转变为商业性股份有限公司，尚未引进战略投资者。从控股股东的角度来看，做大做强公司的意图明显，但是目前的情况信达地产很难形成一场由控股股东发起的激励机制改革。但是对于房地产开发企业的三大要素“土地、资金和人”，从目前看来优秀的开发商对这三种要素的配置缺一不可。可持续地提升房地产开发公司的竞争能力，必须要有一套行之有效的激励机制与之配合。

我们认为最大的激励机制触发因素是控股股东的战略投资者引进，控股股东的商业化进行的越充分，设置激励机制的可能性才越大。

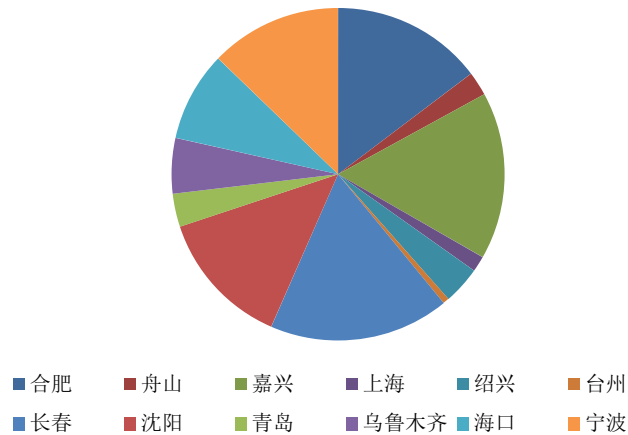
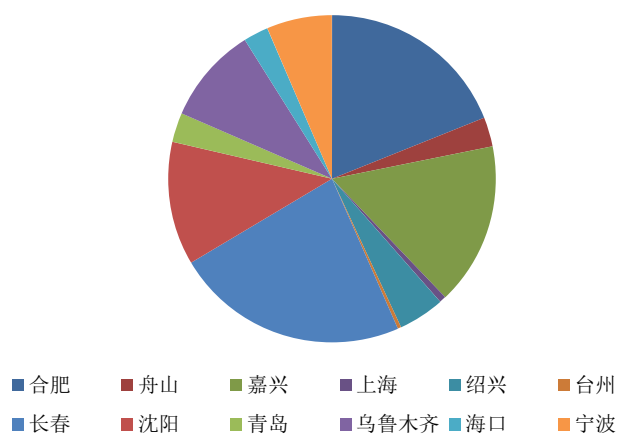
四、经营模式路径

1、区域分布散点式

对于地产企业来说，区域分布只是经营模式体现，而不存在优劣之分，仅有适合和不适合之分。信达地产是由若干个运营成熟的子公司组建而成。因此，公司的区域分布具有刚性，区域扩展势必会以子公司所在区域作为基地。宁波、嘉兴、台州、上海、乌鲁木齐、合肥、青岛、海口、长春和沈阳，简单的可以将区域划分为长三角、环渤海和其他地区。就项目总建筑面积（为项目总建筑面积，含已售和未售）分布来看，长春和合肥占建筑面积较大，长春虽然为较新扩展的重点区域，项目地位可见一斑。而沈阳的项目建筑面积所占比例也较大，已经逼近嘉兴所占的建筑面积比例。同时，如果对未来可能贡献的销售来看，嘉兴和宁波这种传统的信达地产重镇地位正受到长春、合肥和沈阳的挑战。我们认为，一方面公司区域布局于未来增长前景较好的二三线城市，而且由于各子公司的深耕，在这些区域具有一定的优势；另一方面，由于“新生”城市的崛起，各子公司之间的“竞赛”有助于规模的进一步扩张。

图 2：信达地产城市在售楼盘总建筑面积分布

图 3：信达地产预期销售额城市分布



资料来源：公司公告；湘财证券研究所预测

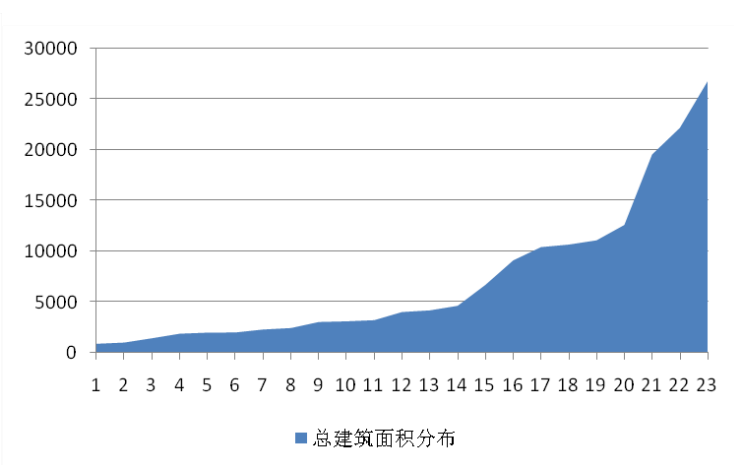
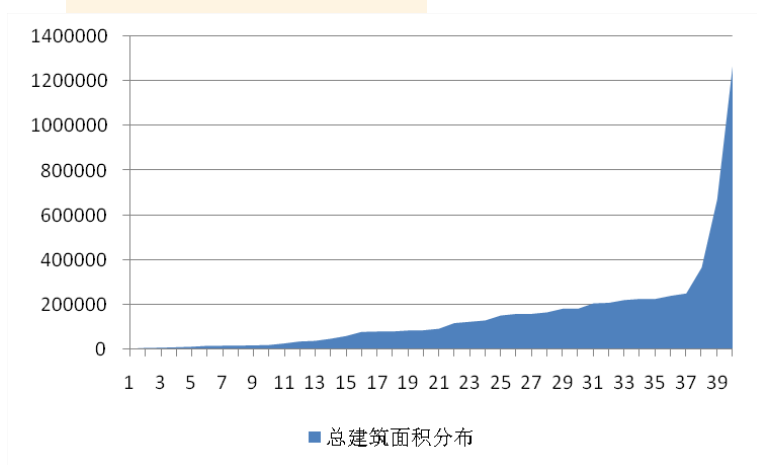
2、项目规模不均匀

由于公司强烈地依赖于原有的资产管理模式，因此造成个别项目规模过小，总体项目松散。这些项目的土地成本相对较低，但相对的每平方米的费用会相对较高。

同时，也分散了项目管理团队的精力，很可能造成管理上的规模不经济。此外，作为房地产项目一般都存在特殊性，过多的项目数量难以形成有效的标准化的产品设计与建造，这对企业运营提出挑战。虽然，未来供地趋势向小面积发展，但在企业成长期就面临如此大差异的项目操作，的确存在难度。不过，我们也观察到，公司正在摆脱原有的路径依赖，目前从招拍挂公开市场获取土地的意愿正在上升，而且普遍单个项目体量较大。我们认为，未来公司的运营效率会随项目集中度提升而有所提升。

图 4：信达地产城市在售楼盘总建筑面积分布

图 5：信达地产预期销售额城市分布

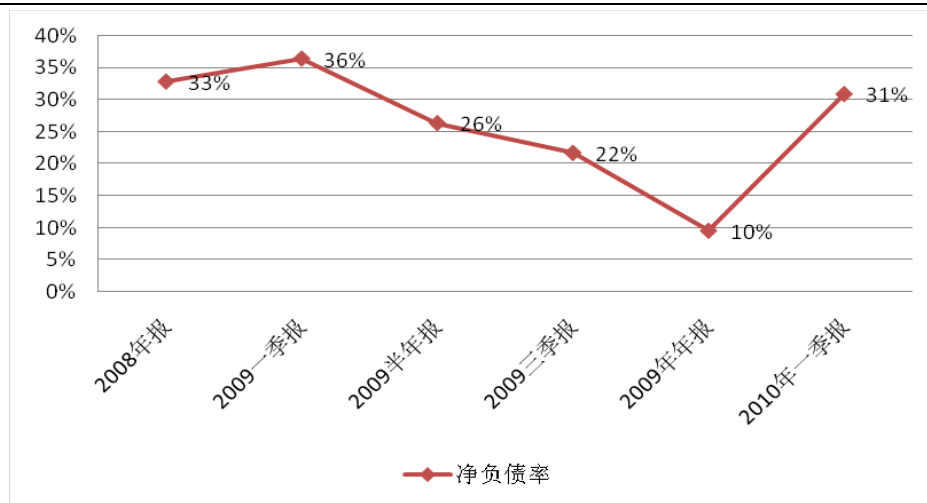


资料来源：公司公告；湘财证券研究所预测

五、 财务过于稳健

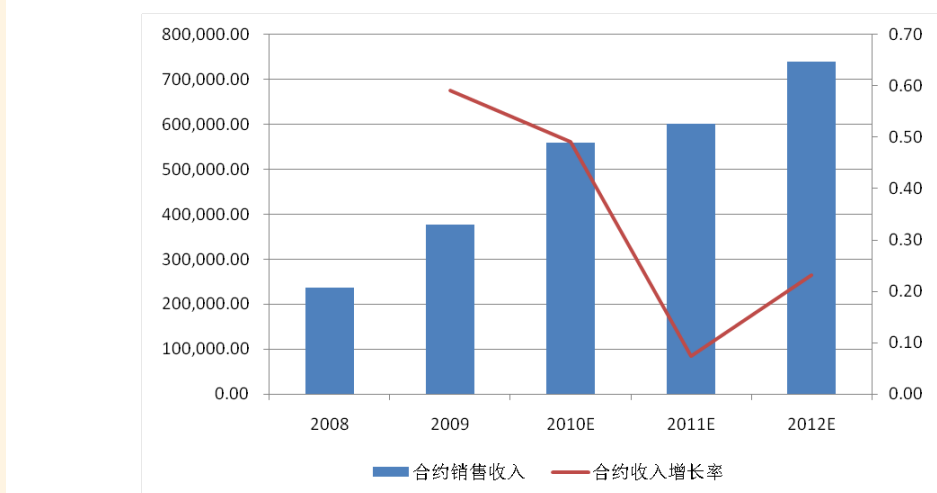
我们测算了 A 股主要地产公司从 2008 年年报至 2009 年一季报的净负债率情况，发现国有企业在净负债率指标上一般高于平均数，说明国有企业的利用杠杆的积极性还普遍存在。从大的方面来讲，国有企业的优势还主要集中于土地和资金两项资源上。在信贷放松的过程中，国有企业和其他性质的企业一样获得较高宽松度的信贷环境；在信贷收紧的过程中，国有企业获得宽松度要远优于其他性质的企业，这就给国有企业在资金上提供了较大的安全边际。

但是，信达地产利用杠杆方面表现则过于稳健，而显得战略上保守。从重组上市以来，信达地产的净负债率几乎一直维持在 36% 以下，在 2009 年底，净负债率也降至 10%，虽然由于 2010 年一季度销售淡季的原因，净负债率有所上升，但也仅为 31%。

图 6： 信达地产净负债率变化情况


资料来源：公司公告；湘财证券研究所预测

从投资的角度也可以看出，信达地产的投资也略显得保守。从重组上市开始至 2009 年 11 月才在绍兴合作取得上市来的第一幅土地，需支付价款为 8.3 亿。随后在乌鲁木齐和沈阳两座城市分别以挂牌和收购股权的方式取得两块土地，自重组上市开始累计新增需要支付 9.51 亿元的土地储备。而在 2009 年信达地产就完成 37.6 亿元销售收入。在基于净负债比率不变的条件下，2010 年至 2012 年的销售业绩强势增长也存在问题。

图 7： 信达地产合约销售收入情况预测


资料来源：公司公告；湘财证券研究所预测

房地产市场的每一次调整都是一次市场集中度提升的过程，市场不断地对小规模的开发商进行挤压。对于处于成长期的房地产公司，迅速将规模做大是需要战略上应该优先考虑。

六、首次给予增持评级，目标价 8 元

假设公司维持现有的负债水平，审慎进行公司扩张，并且所在的二三线城市房价水平三年内不增长。我们预测 RNAV 为 5.80 元，较 2010 年 8 月 4 日的收盘价 7.78 元，已存在 25% 的溢价。

根据审慎的销售和结转的假设，我们预测 2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 0.50 元和 0.56 元，对应 2010 年 8 月 4 日的收盘价 7.78 元的 PE 为 15.56X 和 13.89X；我们预测 2010 年和 2011 年的每股净资产分别为 3.96 元和 4.56 元，对应 2010 年 8 月 4 日的收盘价 7.78 元的 PB 为 1.96X 和 1.71X。我们认为公司目前股价相对于 RNAV 有所溢价，但是相较于 PB 估值水平，还有所偏低，目前公司股价基本合理。

我们认为，如果公司采取统一战略，加强管控和增大财务杠杆等措施，公司将有较大价值增长。我们审慎地首次给予公司增持评级，目标价 8 元。

表 6：部分信达地产开发项目取得情况

所属子公司	项目名称	城市	区域	取得时间	取得方式
上海信达	碧海莲缘（3-5期）	舟山	普陀	2007	出让
	成都银泰花园	成都	双流	2002	拍卖
宁波信达	格兰春晨	宁波	鄞州	2005	拍卖
	格林小镇三期	嘉兴	南湖新区	2005	拍卖
	格兰春天二期	宁波	鄞州	2005	招标
	格兰春天三期	宁波	鄞州	2007	挂牌
	月湖东侧	宁波	海曙区	2005	-
	汪董地块	宁波	鄞州	2003	挂牌
	嘉兴 C5	嘉兴	-	2007	挂牌
	柴桥项目	宁波	北仑	2007	挂牌
	新楔恒山路	宁波	北仑	2006	其他
	潘火桥村 B 地块	宁波	鄞州	2003	股权收购
	潘火桥村 B 地块	宁波	鄞州	2004	股权收购
安徽信达	好第坊	合肥	滨湖新区	2004	挂牌
	六福居	合肥	政务区	2007	挂牌
	水岸茗都	合肥	政务区	2005	拍卖
	水岸茗都	合肥	政务区	2007	拍卖
	西山银杏	合肥	蜀山区	2002	股权收购
	翰林府第三期	嘉兴	南湖新区	2005	出让
	信达东郡	嘉兴	南湖新区	2008	拍卖
	余新地块	嘉兴	余新镇	2008	拍卖
	百盛花园	嘉兴	南湖区	2005	拍卖
	百隆花园	嘉兴	南湖区	2007	拍卖
青岛信达	千禧龙花园	青岛	开发区	2001	挂牌
	千禧龙苑二期	青岛	开发区	2006	出让
	千禧银杏苑	青岛	黄岛	2007	挂牌
	莱西直角山	青岛	莱西	2006	挂牌
	莱西马银岛	青岛	莱西	2006	挂牌
新疆信达	信达·雅山新天地	乌鲁木齐	沙依巴克区	2007、2008	出让
	金领时代	乌鲁木齐	天山区	2007	股权收购
	水溪沟地块	乌鲁木齐	南山	2005	出让
台州信达	信达都市绿园	台州	经济开发区	2006	拍卖
吉林信达	信达·东湾半岛	长春	南关	2008	划拨
合肥润信	格兰云天花园	合肥	新站区	2006	股权收购
海南院士村	中国院士村	海口	美兰区	2007	出让
	信达滨海花园	海口	新区	2005	出让

资料来源：企业年报；湘财证券研究所

表 7：主要房地产开发公司净负债率情况

代码	公司	2008 年报	2009 一季报	2009 半年报	2009 三季报	2009 年报	2010 一季报
000002.SZ	万科 A	33%	25%	11%	10%	20%	36%
000024.SZ	招商地产	29%	30%	13%	1%	净现金	8%
000031.SZ	中粮地产	111%	110%	74%	80%	52%	56%
000043.SZ	中航地产	58%	58%	47%	37%	20%	50%
000046.SZ	泛海建设	32%	35%	37%	35%	52%	50%
000402.SZ	金融街	10%	10%	21%	24%	27%	34%
000514.SZ	渝开发	11%	17%	14%	15%	13%	12%
000517.SZ	荣安地产	8%	8%	32%	39%	105%	105%
000537.SZ	广宇发展	65%	43%	净现金	净现金	2%	6%
000540.SZ	中天城投	125%	110%	101%	104%	143%	186%
000616.SZ	亿城股份	24%	21%	净现金	净现金	净现金	21%
000656.SZ	ST 东源	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
000718.SZ	苏宁环球	5%	净现金	净现金	3%	35%	35%
000897.SZ	津滨发展	119%	125%	125%	126%	104%	151%
000918.SZ	嘉凯城	净现金	净现金	净现金	19%	19%	45%
000926.SZ	福星股份	36%	39%	42%	43%	63%	77%
002133.SZ	广宇集团	152%	142%	100%	87%	68%	61%
002146.SZ	荣盛发展	74%	76%	57%	28%	39%	69%
002208.SZ	合肥城建	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
002244.SZ	滨江集团	65%	52%	29%	79%	59%	46%
600048.SH	保利地产	109%	106%	71%	22%	49%	102%
600158.SH	中体产业	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
600159.SH	大龙地产	80%	72%	57%	29%	净现金	净现金
600173.SH	卧龙地产	50%	44%	47%	69%	净现金	净现金
600185.SH	格力地产	258%	95%	493%	净现金	5%	42%
600208.SH	新湖中宝	73%	60%	49%	40%	34%	22%
600239.SH	云南城投	4%	85%	2%	23%	41%	43%
600240.SH	华业地产	11%	13%	净现金	84%	67%	54%
600246.SH	万通地产	30%	40%	34%	35%	22%	22%
600266.SH	北京城建	66%	66%	48%	29%	36%	38%
600275.SH	ST 昌鱼	60%	61%	64%	64%	53%	53%
600322.SH	天房发展	72%	82%	78%	76%	57%	47%
600325.SH	华发股份	56%	58%	34%	29%	74%	58%
600376.SH	首开股份	180%	181%	47%	21%	19%	15%
600383.SH	金地集团	81%	73%	54%	25%	46%	64%
600393.SH	东华实业	42%	38%	23%	24%	10%	20%

600503.SH	华丽家族	净现金	净现金	2%	17%	61%	77%
600510.SH	黑牡丹	净现金	净现金	净现金	2%	净现金	4%
600533.SH	栖霞建设	78%	78%	62%	52%	51%	59%
600620.SH	天宸股份	72%	81%	81%	89%	82%	82%
600634.SH	*ST 海鸟	13%	13%	15%	14%	19%	17%
600641.SH	万业企业	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	4%
600657.SH	信达地产	33%	36%	26%	22%	10%	31%
600665.SH	天地源	73%	67%	42%	净现金	净现金	32%
600675.SH	中华企业	79%	72%	44%	36%	78%	108%
600732.SH	上海新梅	85%	85%	84%	82%	90%	67%
600743.SH	华远地产	40%	33%	净现金	净现金	6%	5%
600748.SH	上实发展	75%	97%	125%	130%	123%	115%
600890.SH	ST 中房	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
601588.SH	北辰实业	50%	51%	53%	56%	61%	58%
900950.SH	新城 B 股	93%	72%	58%	74%	33%	45%

资料来源：企业年报；湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。