

公司调研简报

房地产

房地产开发

黑牡丹 (600510)
推荐

(维持评级)

2010年8月20日

土地一级开发带来业绩和价值提升的无限遐想

分析师: 方焱 fangyan@guosen.com.cn 0755-82130648 SAC 执业证书编号: S0980206110188

分析师: 区瑞明 ourm@guosen.com.cn 0755-82130678 SAC 执业证书编号: S0980210040014

事项:

我们于2010年8月9日调研了黑牡丹(集团)股份有限公司, 与公司管理层进行了交流, 并实地考察了公司两大核心项目——飞龙地块低密度住宅及位于高铁片区的17.5平方公里一级开发项目。

评论:

■ 不考虑一二级联动, 预计高铁片区土地一级开发分别增厚 10-13 年 EPS 0.12、0.29、0.28 和 1.11 元

公司位于高铁片区的 17.5 平方公里一级开发项目分两阶段进行。第一阶段开发范围为高铁场站核心区 4.15 平方公里, 可供出让土地 3375 亩, 开发周期为 2010 年-13 年, 计划 12 年下半年全部完成征地、拆迁、市政基础设施建设等, 达到“三通一平”条件, 各地块将按建设进度并根据土地利用计划分阶段入市交易。从调研情况看, 一阶段地块当中有新桥镇, 建筑密集, 待拆迁面积高达 80 万平米, 拆迁强度较大。但目前坐落于一阶段地块的高铁车站主体结构已基本成型, 高铁站以北约一公里范围的土地已基本拆迁和清理完毕, 我们认为, 在政府大力支持下, 按目前形象进度, 一阶段开发有望按计划如期完成, 若此, 在不考虑一二级联动模式下, 对公司业绩及价值增厚如表 1。第二阶段开发范围为剩余约 13.35 平方公里, 开发周期预计也需 4 年左右时间, 但公司目前尚无具体实施进度计划, 将根据第一阶段开发情况另行确定, 我们判断在未来四年难以对公司业绩和价值产生影响, 在此暂不做量化分析。

表 1: 黑牡丹常州高铁片区土地一级开发第一阶段对公司业绩及价值影响

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	合计
1 土地出让计划(亩)	500	800	1200	875	3375
2 土地出让单价(万元/亩)	240	272	304	313	
3 土地出让总价款(万元)	120000	217600	364800	273875	976275
4 开发投入成本(万元)	130827	327120	88959	3319	550224
5 土地出让时需缴纳的各项基金及规费(万元)	9600	17408	29184	21910	78102
6 公司可获得的工程收益(万元)	13083	32712	8896	332	55023
7 土地出让净收益(万元)	-33510	-159640	237761	248314	292926
8 公司可分得的土地出让净收益(万元)	0	0	22306	124157	146463
9 营业税=(6+8)*5.5%(万元)	720	1799	1716	6847	11082
10 利润总额=6+8-9(万元)	12363	30913	29486	117642	190404
11 所得税=10*25%(万元)	3091	7728	7371	29411	47601
12 净利润(万元)	9273	23185	22114	88232	142803
13 增厚 EPS(元)	0.12	0.29	0.28	1.11	
14 权益净增值贴现(贴现率 8.36%)	8557	19746	17381	63995	109678
15 增厚 NAV(元/股)	1.38				

资料来源:公司公告及分析师调研后分析

■ 城市价值提升将使公司高铁片区一级开发项目收益有超预期可能

常州地处长江三角洲腹地，与上海、南京等距相望，与苏州、无锡联袂构成中国经济最具活力、发展最快的“苏锡常”都市板块，是“苏南模式”的重镇。北部新城是常州城市发展的重点战略，目前，新北区已成为全国一流、长三角领先的高新创智产业密集区，未来建设规划提出五大定位：①全国一流、长三角领先的高新创智产业密集区；②出行便利高效快捷的综合交通枢纽区；③环境优美、配套完善、社会和谐生态宜居新城区；④独具匠心主题鲜明的时尚旅游休闲区；⑤常州公共服务中心、商贸副中心和商务中心区。

高铁片区土地一级开发第一阶段土地未来将落成高铁枢纽综合体——城市之窗，占地约4平方公里，围绕京沪高铁常州站打造城市新中心，融合商业贸易、商务金融、文化休闲、行政办公等功能，提供购物、会议、办公、酒店、医疗、教育等多元化设施。第二阶段所开发土地未来将建设三江口文化娱乐综合体——未来港，占地约1平方公里，依托三江口地区良好的景观优势和交通条件，以水为主题，设置内港旅游码头，建设大型娱乐中心、文化交流中心、休闲康体中心、国际论坛、国际教堂、休闲购物、四维影院等丰富的文化娱乐设施，构建城市新地标。

据常州市国土资源局公布的数据显示，09年新北区共挂牌出让了20块商住办用地，经统计，总成交金额约为48.8亿元，成交面积约2587亩，平均成交价格约189万元/亩，结合高铁片区未来城市副中心的规划定位，以及新北区建设开发现状，公司一级开发地块的出让价格势必远高于上述均价，并且京沪高铁开通后，高铁片区土地价值也有望获得进一步提升，因此公司在该片区的一级开发收益未来有超预期可能。

■ 不考虑一二级联动，“万顷良田计划”工程收益预计增厚2010-12年EPS分别为0.05、0.06及0.02元

公司是市新北区万顷良田建设工程（试点）的投资方，全资子公司——“新希望”为实施主体，通过工程的实施，建成大面积、连片高标准农田，改变土地低效利用状况，促进农业由分散经营向规模经营转变，传统农业向现代农业、高效农业的转变；通过工程的实施，农村居民迁移到城镇，解决工程区村庄布局凌乱、户均占地过大、土地利用效率较低等问题，加速试点村镇孟河镇和西夏墅镇的社会主义新农村建设，加快城乡统筹协调发展的步伐。

公司可获得本项目建设成本10%的工程收益，即新北区人民政府应向黑牡丹支付的款项为：本项目建设成本+工程收益=本项目建设成本×110%。

根据江苏省国土厅批准的工程规划方案，“新希望”统筹实施拆迁补偿、安置和土地整理等工作，全部试点工程计划在2012年6月底之前完成。具体实施计划安排如下：①10年12月份之前完成孟河、西夏墅、三井安置区建设以及孟河镇石巷村、万绥村、河北巷村和西夏墅镇浦西村的农户拆迁、农用地整理等全部工程建设；②11年7月份之前完成孟河镇蔡家庄村、严桥村和西夏墅镇新口庄村的全部工程建设；③12年6月份之前完成孟河镇郑良村、郭河村和西夏墅镇牛郎村、蓼沟村、康西村的全部工程建设；④12年9月以后认真做好该工程的自查自验工作，做好迎接省国土资源厅检查验收的各项准备，申请验收。

项目盈利预测：

- 1、本项目总投资约14.57亿元；
- 2、工程收入：1.457亿元（总投资×10%）；
- 3、营业税及附加：801.35万元（以工程收入×5.5%进行预估）；
- 4、税前利润总额：1.377亿元；
- 5、税后净利润1.03亿元。

增厚2010-12年EPS分别为0.05、0.06及0.02元。

■ 飞龙地块低密度住宅进展符合预期，四季度开盘应无虞

公司出资 51%与阳光城合作的飞龙地块，即绿都万和城项目，规划总建面约 180 万平方米，先期开发低密度住宅，一期季子郡总建二十万平米，由 7 栋高层（22 层、26 层、33 层）、6 栋花园洋房（6 层）、54 套联排住宅组成。目前，临时接待中心已正式开放，预计今年四季度开盘推出 6-8 万平方米联排住宅销售，均价未定，我们预测约为至少 12000 元/平方米起。预计该项目对公司业绩影响将在 2011 年开始体现，增厚 EPS 约 0.29 元，2012-14 年将是业绩释放高峰期，每年增厚 EPS 约 0.35~0.53 元。

图 1：绿都万和城别墅景观图



资料来源：常州房地产网

图 2：绿都万和城整盘鸟瞰图



资料来源：常州房地产网

■ 盘活不良资产，拓展纺织产业链

公司新厂区青龙园区的建设已按计划有序推进，预计 9 月底前办公区域正式启用。6 月 23 日，将原劳动中路 599 号的生产厂区以 6703 万元出售给新发展，盘活了不良资产。纺织业务产业链将进一步拓展：一方面，增加成衣生产量，积极拓展内销以缓解外销市场下滑等不利影响；另一方面，加大自主品牌推进的力度。荣元服饰目前网销品牌的推广，取得了较好的成效，仅二季度，销售额已超过了 20 万元，超额完成了预定销售计划。另外，其他高档品牌产品的推广工作也在积极推进。

■ 城市资源综合开发平台的战略定位日渐清晰，定向增发助力公司发展，维持推荐评级

2010 年以来，公司积极调整和完善业务结构，在原有城市基础设施建设、安置房工程建设、房地产开发等业务的基础上，增加了土地一级开发、万顷良田工程建设，从而形成了城镇化建设的完整产业链，使公司城市资源综合功能开发主业更加完善。

公司拟定向发行 3 亿股，募集资金不超过 38 亿元，用于“常州北部新城高铁片区土地前期开发”和“常州新北区万顷良田工程建设”两个项目，若能成功实施，将使公司发展产生质的飞跃。

我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.51 元（22x）、0.65 元（17.6x）、0.93 元（12x）。公司最大亮点是其承担的新北区土地一级开发项目给市场带来了“或有机会通过一二级联动模式获取大量低价优质土地储备”的遐想，而且未来土地市场“招拍挂”制度改革也为这种遐想变为现实创造了条件，若此，公司未来业绩及内在价值将获得跨越式巨大提升。维持“推荐”评级，建议密切关注公司经营动向，逢低买入、长期配置。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。