

审慎推荐-A (维持)**信达地产** 600657.SH

目标估值: 6.75 元

当前股价: 7.23 元

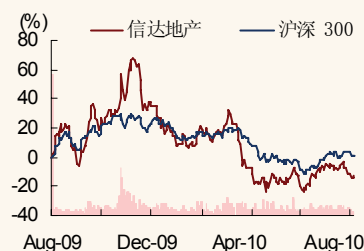
2010 年 8 月 30 日

业绩低于预期，管控体系改善值得关注**基础数据**

上证综指	2611
总股本 (万股)	152426
已上市流通股 (万股)	49703
总市值 (亿元)	110
流通市值 (亿元)	36
每股净资产 (MRQ)	3.5
ROE (TTM)	12.3
资产负债率	55.0%
主要股东	信达投资有限公司
主要股东持股比例	54.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-24	-25
相对表现	-4	-11	-19

**相关报告**

1、《信达地产 (600657) — 信达资产唯一的房地产运作平台》
2010/03/30

2、《房地产行业 2010 年半年报前瞻》2010/07/05

贾祖国

010-57601862
jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理**孟群**

0755-25310921
mengqun@cmschina.com.cn

上半年 EPS0.06 元，低于预期。公司管控体系改善值得关注。2010 年业绩有压力。预计 2010 年 EPS0.45 元，15 倍 PE6.75 元。维持 “审慎推荐-A” 评级。

- **上半年收入同比增长 56%，净利润同比增长 5.6%，低于预期：**2010 年上半年，公司主营收入 12.3 亿 (YOY 56%)，归属母公司净利润 0.98 亿 (YOY5.6%)，EPS0.06 元。收入增长主要受项目结算周期影响，而利润下降主要是因为去年同期土地增值税支出相对较少，而且投资性收益较高（扣除非经常性损益后今年上半年净利润 8615 万元，去年同期是-105 万元）；
- **上半年销售收入大幅下降，2010 年业绩有压力：**上半年销售 17.6 万平方米 (YOY-39%)，12.4 亿元 (YOY-18%)，预售帐款 26 亿元，加上已结算收入占我们预计 2010 年收入的 88%；
- **公司管控体系改善值得关注：**据中报披露，2010 年上半年公司对母子公司职能和流程进行优化，加强了品牌、资金和供应链管理，并组织完成下属企业 ISO9001 质量管理体系认证。我们认为这是公司做大作强的基础；
- **业绩预测与投资评级：**我们于 2010 年 7 月 5 日下调公司 2010 年 EPS 至 0.45 元。目前我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.45 元、0.50 元和 0.82 元。给予 10 年 15 倍 PE，目标价 6.75 元。RNAV8.21 元，当前股价折价 12%。维持 “审慎推荐-A” 的投资评级；
- **风险提示：**二三线城市房地产销售风险可能影响公司销售及短期业绩。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2754	4104	4364	4475	7008
同比增长	119%	49%	6%	3%	57%
营业利润(百万元)	588	1034	1044	1135	2041
同比增长	-802%	76%	1%	9%	80%
净利润(百万元)	508	646	680	769	1243
同比增长	-765%	27%	5%	13%	62%
每股收益(元)	0.33	0.42	0.45	0.50	0.82
PE	21.7	17.0	16.2	14.3	8.9
PB	2.5	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源：招商证券

表 1：房地产行业覆盖公司基本面和股票表现情况

元,亿元,万 平	总市值	每股净 资产	土地储备	股价	RNAV	10EPS	11EPS	10 年 PE	11 年 PE	评级
服务类										
世联地产	75.9	4.92		34.9		1.01	1.33	34.5	26.2	强烈推荐—A
商业地产										
中国国贸	121.5	4.38	110	12.1	14.1	0.17	0.58	70.9	20.8	强烈推荐—A
开发加持有										
金融街	212.2	5.16	769	7.0	13.4	0.58	0.74	12.1	9.5	强烈推荐—A
世茂股份	157.1	5.33	831	13.4	22.9	0.80	1.04	16.8	12.9	强烈推荐—A
张江高科	151.0	3.94	362	9.8	13.7	0.60	0.68	16.3	14.3	审慎推荐—A
浦东金桥	79.6	4.03	91	9.4	13.0	0.46	0.52	20.5	18.1	审慎推荐—A
开发类										
冠城大通	70.3	2.50	215	9.6	8.6	1.02	1.59	9.4	6.0	强烈推荐—A
华业地产	47.0	3.25	122	7.3	10.6	0.49	0.88	14.9	8.3	强烈推荐—A
荣盛发展	168.7	2.73	1144	11.8	11.8	0.65	0.98	18.1	12.0	强烈推荐—A
格力地产	54.1	2.98	199	9.4	10.6	0.57	0.73	16.4	12.8	强烈推荐—A
首开股份	191.4	8.72	969	16.7	18.5	1.21	1.50	13.8	11.1	强烈推荐—A
金地集团	292.4	3.56	1480	6.5	7.5	0.52	0.63	12.6	10.4	强烈推荐—A
鲁商置业	82.5	0.65	274	8.2	8.8	0.63	0.92	13.1	9.0	强烈推荐—A
福星股份	71.3	5.54	315	10.0	11.9	0.64	0.89	15.7	11.3	强烈推荐—A
苏宁环球	152.4	1.79	1451	9.0	12.0	0.70	0.90	12.8	9.9	强烈推荐—A
招商地产	328.7	10.00	1051	19.1	28.4	1.21	1.60	15.8	12.0	审慎推荐—A
万科 A	928.0	3.62		8.4	8.9	0.60	0.74	14.1	11.4	审慎推荐—A
保利地产	552.3	5.76	2966	12.1	13.0	0.97	1.25	12.4	9.7	审慎推荐—A
北京城建	79.1	5.07	186	10.7	18.3	0.85	0.99	12.6	10.8	审慎推荐—B
华发股份	96.5	6.40	633	11.8	17.3	0.96	1.08	12.3	10.9	审慎推荐—A
天津松江	67.0	1.13	283	10.7	6.1	0.40	0.76	26.7	14.1	审慎推荐—A
新湖中宝	269.1	1.26	763	5.3	3.7	0.37	0.58	14.5	9.1	审慎推荐—A
龙元建设	53.8	4.89		11.4		0.50	0.80	22.7	14.2	审慎推荐—A
浙江广厦	46.5	2.39	219	5.3	5.1	0.43	0.48	12.4	11.1	审慎推荐—A
滨江集团	151.7	2.65	329	11.2	12.7	0.79	0.97	14.2	11.6	审慎推荐—A
信达地产	110.2	3.48	465	7.2	8.0	0.45	0.50	16.1	14.5	审慎推荐—A
苏州高新	53.7	2.99	263	6.1	6.9	0.45	0.49	13.5	12.4	审慎推荐—A
华丽家族	60.1	2.12	86	11.4	7.7	0.96	1.09	11.9	10.5	审慎推荐—A
亿城股份	53.9	2.92	185	5.4	6.4	0.48	0.60	11.3	9.1	审慎推荐—A
建发股份	158.2	2.42	545	7.1	6.5	0.55	0.68	12.9	10.4	审慎推荐—A
中南建设	118.7	3.61	1027	10.2	13.9	0.79	0.87	12.9	11.7	审慎推荐—A
中天城投	94.3	1.48	947	10.3	7.8	0.59	0.98	17.5	10.5	审慎推荐—A

注明：公司每股净资产和 EPS 等数据会根据公司股票调整以及最新研究报告预测数进行不定期修正

资料来源：招商证券研发中心

表 2: 重点公司核心观点

公司名称	重点公司核心观点
世联地产	公司一直致力于学习国际房地产业龙头世邦魏理仕,我们认为公司现在所处阶段与 1970 年前后的世邦魏理仕很像——正处于大幅全国扩张的前期,公司将的区域扩张和并购作为全国扩张的两个重要途径,公司价值长期看好。
中国国贸	我们看好北京写字楼价格的长期空间,预期明年底后租金将快速上涨,未来公司还有 3 期 B20 多万方储备,预计未来写字楼租金年均复合增长率将从过去 10 年的 4.1% 提高到 7% 左右。公司 RNAV16 元左右,现金流折现每股价值是 20 元。国贸 3 期即将开业构成了股价上涨的催化剂。
金融街	京津是中国未来房地产最有前景的地区,公司正在聚焦京津地区,大幅增加该区域的土地储备。公司在京津地区的持有物业达到 60 多万方,具有绝对的战略价值,未来 3 年公司将保持每年 30% 左右的高增长。经过 08 年的股权融资和 09 年的债券融资,目前公司手握 150 多亿的现金,是 100 多家地产 A 股公司中资金最充裕的公司。在未来的行业调整期里,公司有望在北京、天津等战略重点城市的土地储备有更实质性的增长。
世茂股份	公司资产重组完成后,公司又先后在南京、青岛、厦门、无锡、杭州、武汉等地获得了优质的项目储备,目前公司的土地储备达到了 831.4 万平,权益土地储备为 689.3 万平。公司的核心竞争优势在于“拿便宜的土地,卖贵的房子”。目前公司的楼面地价仅为 1395 元/平。09 年许薇薇女士来到公司后,详细制定了公司的发展和经营计划,原有项目开始大规模动工,我们预计公司业绩也将随之大幅增长。公司这两年的业绩主要依靠北京的太阳星城项目和冠城名敦道,这两个项目都是 2004 年前拿的地,地价非常便宜。09 年底目前未结算面积分别为 73.1 万平和 8.3 万平。这两个项目主要在 2010 年到 2012 年结算。我们即使采用最保守的房价和结算条件,公司业绩依然能高速增长。我们认为公司未来还是有拿优质土地储备的能力,其来源目前主要有海西文化创意产业园项目、海科建股权以及太阳星城 D 区 20 多万建面的一级开发。前期市场一直担心公司放弃配股后是否还会释放业绩。7 月 29 日公司公告了股权激励,我们认为这使得公司管理层和投资者的利益更趋于一致。
冠城大通	公司在通州有 67.4 万可售的土地储备,占公司当前土地储备的 55%。该项目楼面价仅 3000 元/平米左右。该项目大概在 2011 年达到结算条件,估计要结算 4 年左右的时间。这就充分锁定了公司在 2011-14 年的业绩。通州项目 2010 年 8 月份开盘。
华业地产	定位于全国二三线城市,目标清晰,项目周转快。未来成长性好,股权激励已经实施。缺点估值较高,目前已经接近 20 倍 PE。我们看好公司快速成长的潜力,公司有成为全国一线地产商的潜力。
荣盛发展	用工业化的标准要求来建造房子,公司背景较好,珠海市政府积极扶持,管理层实干型干部,忠诚度
格力地产	高。缺点:今年业绩释放较慢。格力海岸项目将在 2012 年体现业绩,明年将会预售。投资格力,就像当初投资苏宁电器一样,需要长期持有。
首开股份	北京国资背景,在京土地储备最多,并且其拿地能力有望随着北京土地出让制度调整而强化;现金激励方案奖金延期提取,提供业绩持续增长动力;资金充足而具备较强的进攻潜力; 2010 年公司达到考核目标已无悬念,公司必将积极推动第二期奖励计划,但由于集团公司与上市公司管理层不完全重合,可能会增加第二期奖励计划的阻力; 2010 年业绩已无忧。
金地集团	渐渐掉队的一线地产商,上半年销售较差,下半年将会有 200 万平的货源,销售将会有明显起色。股权激励明年授权,业绩增长确定。管理层变动带来的负面影响已经在最近走势中反映。投资金地建议关注公司下半年上海青浦徐泾项目的销售情况,将具有代表性。
鲁商置业	山东人均可支配收入比全国高 3.3%,但房价比全国低 22%,销售额排全国第 5,但缺乏本土龙头;“鲁置业捆绑银座”堪比“万达捆绑沃尔玛”,最有实力成为本土龙头;各方动力推动公司做大做强,2010 年所有项目全部开工建设,为未来业绩增长奠定基础。青岛燕儿岛项目有望在第三季度预售。
福星股份	武汉将大幅受益于四面高铁网络的建设,是我们非常看好的为数不多的几个城市之一。公司市场领衔城中村改造,孕育巨大的机会;福星股份有望借助城中村改造实现土地储备翻番,并成为武汉房地产市场龙头;今年三四季度将获得 2 个城中村约 230 万平米土地,土地储备有望翻番。
苏宁环球	南京跨江战略进入实质性实施阶段,未来几年里江北交通将大幅改善,江北房价在快速上涨,公司在江北项目的权益建面 728.8 万平米,占江北供应 2/3 左右,已成为南京跨江战略的最大受益者。经公司江北项目过江的地铁 3 号线 2014 年通车。在目前二套房政策下,因江北交通还不是很便利,公司楼盘销售不畅。

资料来源:招商证券研发中心

参考报告:

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》 2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》 2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》 2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》 2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》 2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十一——城市兴衰的总结与展望》 2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》 2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》 2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》 2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》 2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》 2009/09/22

全球房地产月报系列:

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8759	9689	11141	12501	16221
现金	1129	1835	2605	3759	5747
交易性投资	37	0	0	0	0
应收票据	1	4	0	0	140
应收款项	245	588	87	90	137
其它应收款	562	613	87	90	140
存货	6198	6282	8073	8282	9693
其他	587	367	288	281	364
非流动资产	2365	2077	1809	1832	1877
长期股权投资	488	486	486	486	486
固定资产	182	175	204	228	250
无形资产	11	11	10	9	8
其他	1684	1405	1109	1109	1133
资产总计	11123	11766	12950	14333	18098
流动负债	4784	4890	4887	5018	7005
短期借款	782	556	500	500	1000
应付账款	602	704	1223	1183	1632
预收账款	1405	2111	1712	1656	2285
其他	1995	1519	1452	1678	2089
长期负债	1626	1400	1803	2205	2452
长期借款	1523	1322	1722	2122	2322
其他	103	78	81	83	130
负债合计	6410	6290	6690	7223	9457
股本	1524	1524	1524	1524	1524
资本公积金	1804	1938	1938	1938	1938
留存收益	1125	1771	2451	3220	4463
少数股东权益	261	243	346	429	716
母公司所有者权益	4453	5233	5913	6682	7925
负债及权益合计	11123	11766	12950	14333	18098

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(985)	1507	308	644	1597
净利润			680	769	1243
折旧摊销			25	28	30
财务费用			48	41	59
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(544)	(276)	(146)
其它			100	83	410
投资活动现金流	(932)	214	248	(50)	(50)
资本支出			(50)	(50)	(50)
其他投资			298	0	0
筹资活动现金流	1706	(1015)	215	559	441
借款变动			265	600	500
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(50)	(41)	(59)
现金净增加额	(212)	706	771	1154	1988

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2754	4104	4364	4475	7008
营业成本	1854	2619	2446	2366	3264
营业税金及附加	163	256	606	712	1359
营业费用	65	66	74	75	100
管理费用	214	259	145	147	185
财务费用	9	31	48	41	59
资产减值损失	(35)	(22)	0	0	0
公允价值变动收益	(41)	(3)	0	0	0
投资收益	145	142	0	0	0
营业利润	588	1034	1044	1135	2041
营业外收入	119	27	0	0	0
营业外支出	6	3	0	0	0
利润总额	701	1058	1044	1135	2041
所得税	159	315	261	284	510
净利润	541	742	783	851	1531
少数股东损益	33	96	103	82	287
母公司所有者净利润	508	646	680	769	1243
EPS (元)	0.33	0.42	0.45	0.50	0.82

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	119%	49%	6%	3%	57%
营业利润	-802%	76%	1%	9%	80%
净利润	-765%	27%	5%	13%	62%
获利能力					
毛利率	32.7%	36.2%	43.9%	47.1%	53.4%
净利率	18.5%	15.8%	15.6%	17.2%	17.7%
ROE	11.4%	12.4%	11.5%	11.5%	15.7%
ROIC	6.2%	9.5%	9.2%	8.5%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	57.6%	53.5%	51.7%	50.4%	52.3%
净负债比率	24.4%	20.0%	20.2%	22.5%	20.6%
流动比率	1.8	2.0	2.3	2.5	2.3
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	0.9	0.7	0.6	0.5	0.8
应收帐款周转率	11.5	9.8	12.9	50.6	61.8
应付帐款周转率	4.2	4.0	2.5	2.0	2.3
每股资料(元)					
每股收益	0.33	0.42	0.45	0.50	0.82
每股经营现金	-0.65	0.99	0.20	0.42	1.05
每股净资产	2.92	3.43	3.88	4.38	5.20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	21.7	17.0	16.2	14.3	8.9
PB	2.5	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	31.9	17.4	17.3	16.1	9.1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

孟群，经济学硕士，08 年加盟招商证券，任房地产行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。