

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：

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

信达地产：占据产业模式高端，夯实基础与放手一搏 2010.8.6

房地产行业深度研究：上升大周期内小调整，时间换空间中静候复苏 2010.8.29

事件：

2010年8月30日公司披露半年报：报告期内，房地产项目结算面积约17.32 万平方米，实现营业收入12.32 亿元，较上年同期增长55.95%；利润总额1.80 亿元，较上年同期增长10.76%；归属母公司净利润0.98 亿元，较上年同期增长5.62%；每股收益为0.064元，较上年同期增长6.67%。

投资要点：

- 我们认为，信达地产的项目资产质量非常高，而且由于区域分布特点，企业的总体风险也相对较小。
- 信达地产依然维持较稳健的运营风格。但我们一直认为，对于融资渠道较为畅通的国有企业，只有最大限度地使用财务杠杆才能够有效实现跨越式发展。而信达地产的净负债率水平显然过低，财务杠杆使用不足成为公司主要的运营矛盾之一。
- 上半年累计在建项目开工面积约 48.59 万平方米，累计竣工面积约 17.73 万平方米。我们认为，公司还要在开竣工方面加大投资，才能实现发展。

维持增持评级，目标价格 8 元

- 同首次覆盖报告一样，我们假设公司保持现有的负债水平不变，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 30 日的收盘价 7.25 元，已存在 20%的溢价。
- 根据审慎的销售和结转的假设，我们预测 2010 年至 2012 年的 EPS 分别为 0.50 元、0.56 元和 0.63 元，对应 2010 年 8 月 30 日的收盘价 7.25 元的 PE 为 14.5X、12.84X 和 11.43X；我们预测 2010 年至 2012 年的每股净资产分别为 3.96 元、4.56 元和 5.28 元，对应 2010 年 8 月 30 日的收盘价 7.25 元的 PB 为 1.83X、1.59X 和 1.37X。我们认为公司目前股价相对于 RNAV 有所溢价，但是相较于 PB 估值水平还偏低，目前公司股价水平基本合理。
- 维持 6-12 个月每股目标价格 8 元的判断。

投资风险：

加息风险和企业战略变革受挫的风险。

表 1：信达地产财务预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
资产负债表						
现金及现金等价物	25931	116565	183451	238487	286184	314802
应收票据及账款	39673	80868	120505	144606	173528	208233
预付账款	4317	48480	35668	42802	51362	56499
存货	12835	619765	628248	753897	829287	1078073
其他流动资产	1587	10194	1074	1074	1074	1075
流动资产合计	84343	875873	968947	1180866	1341435	1658682
金融资产	45405	66012	74517	111033	119137	146618
投资性房地产	3569	142920	106308	138200	179660	269490
固定资产	9197	18224	17523	18802	23139	26578
递延所得税资产	611	3857	4007	4808	5770	6924
其他非流动资产	658	1606	1458	1749	2099	2519
非流动资产合计	59441	232620	203813	274592	329804	452129
资产合计	143784	1108493	1172759	1455458	1671239	2110811
短期借款（一年内）	20600	118668	103503	99163	128912	217585
应付账款及其他应付	36358	218276	172761	257420	276207	339919
预收账款	7915	140485	211095	314538	337494	415343
应付股利	8	938	1609	1609	1609	1609
其他流动负债	35419	0	0	0	0	0
流动负债	100300	478366	488969	672730	744222	974456
长期借款（一年以上）	23900	152319	132217	171882	223447	323741
应付债券	0	0	0	0	0	0
长期应付及其他应付	400	205	205	205	205	205
递延所得税负债	0	10073	7604	7604	7604	7604
其他非流动负债	1472	0	0	0	0	0
非流动负债	25772	162598	140026	179691	231256	331550
负债合计	126071	640964	628995	852421	975478	1306007
股本	49703	152426	152426	152426	152426	152426
公积金及未分配利润	-42384	292866	370901	407991	489589	587507
归属于母公司权益	7320	445292	523327	560417	642015	739933
少数股东权益	10393	26090	24290	42620	53746	64871
所有者权益合计	17713	471382	547617	603037	695761	804804
负债和所有者权益	143784	1112346	1176612	1455458	1671239	2110811
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	125513	275418	410388	491295	580850	670650
营业成本（含税）	104183	201709	287488	344166	406901	469809
毛利润	21329	73709	122900	147129	173949	200841

销售费用	10127	6529	6623	7894	8470	10424
管理费用	8021	21381	25887	30858	33110	40748
公允价值变动	0	-4089	-287	0	0	0
资产减值损失	4952	-3516	-2169	0	0	0
营业外收支	2578	25741	16552	16552	16552	16552
息税前利润	807	70967	108824	124929	148920	166221
财务费用	5456	897	3069	3682	3951	4862
税前利润	-4649	70070	105755	121247	144969	161359
所得税	181	15936	31538	30312	36242	40340
净利润	-4831	54134	74217	90935	108727	121019
少数股东损益	2815	3314	9570	15220	22678	24333
归属于母公司所有者利润	-7646	50820	64647	75715	86049	96686
每股收益						
基本每股收益	-0.15	0.49	0.42	0.50	0.56	0.63
摊薄每股收益	-0.15	0.49	0.42	0.50	0.56	0.63
EBITDA	5759	67451	106655	124929	148920	166221
主要财务比率						
成长能力						
销售收入增长率	-	-	0.59	0.49	0.07	0.23
营业收入增长率	-	1.19	0.49	0.20	0.18	0.15
营业利润增长率	-	2.46	0.67	0.20	0.18	0.15
归母公司净利润增长率	-	-	0.37	0.23	0.20	0.11
获利能力						
毛利率(%)	0.17	0.27	0.30	0.30	0.30	0.30
净利率(%)	-0.04	0.20	0.18	0.19	0.19	0.18
ROE(%)	-1.04	0.11	0.12	0.14	0.13	0.13
ROIC(%)	-0.13	0.13	0.09	0.17	0.19	0.24
偿债能力						
资产负债率(%)	0.88	0.58	0.54	0.59	0.58	0.62
净负债比率(%)	1.05	0.33	0.10	0.05	0.10	0.28
流动比率	0.84	1.83	1.98	1.76	1.80	1.70
速动比率	0.71	0.54	0.70	0.63	0.69	0.60
利息保障倍数	-0.41	3.59	5.09	5.36	5.01	3.90
营运能力						
总资产周转率	0.78	0.44	0.36	0.37	0.37	0.35
应收账款周转率	5.74	4.57	4.08	3.71	3.65	3.51
应付账款周转率	0.65	0.74	0.86	0.83	0.85	1.78
每股指标(元)						
EPS(摊薄)	-0.15	0.49	0.42	0.50	0.56	0.63
每股净资产(摊薄)	0.36	4.66	3.59	3.96	4.56	5.28

估值比率						
P/E	-44.33	8.27	26.71	14.60	12.84	11.43
P/B	18.66	1.31	3.12	1.83	1.59	1.37
EV/EBITDA	65.45	13.28	18.29	12.25	10.28	9.21

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

一、布局二三线，项目安全性高

信达地产的项目都位于二三线城市，虽然宁波、海口、青岛和嘉兴相对于其他区域房价水平偏高，但是信达地产也有一部分项目分布于合肥、长春、沈阳、乌鲁木齐等房价水平较低的二线城市。从分布上看，信达地产基本上分散了市场的系统风险。

表 2：信达地产项目情况

所属子公司	项目名称	城市	区域	占地面积	规划建筑面积	2010 年开工面积	累计开工面积	2010 年竣工面积	累计竣工面积
上海信达	碧海莲缘(3-5期)	舟山	普陀	14.13	25.29	3.46	8.44	4.98	4.98
	成都银泰花园	成都	双流						
宁波信达	格兰春晨	宁波	鄞州	63.73	112.42	20.24	40.17	8.5	8.5
	格林小镇三期	嘉兴	南湖新区						
	格兰春天二期	宁波	鄞州						
	格兰春天三期	宁波	鄞州						
	月湖东侧	宁波	海曙区						
	汪董地块	宁波	鄞州						
	嘉兴 C5	嘉兴	-						
	柴桥项目	宁波	北仑						
	新碶恒山路	宁波	北仑						
	潘火桥村 B 地块	宁波	鄞州						
	潘火桥村 B 地块	宁波	鄞州						
安徽信达	好第坊	合肥	滨湖新区	22.66	58.2	0	21.81	0	0
	六福居	合肥	政务区						
	水岸茗都	合肥	政务区						
	水岸茗都	合肥	政务区						
	西山银杏	合肥	蜀山区						
	翰林府第三期	嘉兴	南湖新区						
	信达东郡	嘉兴	南湖新区						
	余新地块	嘉兴	余新镇						
	百盛花园	嘉兴	南湖区						
	百隆花园	嘉兴	南湖区						
青岛信达	千禧龙花园	青岛	开发区	11.1	25.92	0	14.77	2.96	2.96
	千禧龙苑二期	青岛	开发区						
	千禧银杏苑	青岛	黄岛						

	莱西直角山	青岛	莱西						
	莱西马银岛	青岛	莱西						
新疆 信达	信达·雅山新天地	乌鲁木齐	沙依巴克区	41.09	59.37	0.55	25.17	1.29	17.75
	金领时代	乌鲁木齐	天山区						
	水溪沟地块	乌鲁木齐	南山						
台州 信达	信达都市绿园	台州	开发区	3.19	8.13	0	0	0	0
吉林 信达	信达·东湾半岛	长春	南关	56.75	132.36	24.34	55.32	0	17.65
合肥 润信	格兰云天花园	合肥	新站区	12.83	21.79	0	21.79	0	13.51
海南院 士村	中国院士村	海口	美兰区	33.1	22.44	0	0	0	0
	信达滨海花园	海口	新区						
沈阳 穗港	理想新城	沈阳	东陵	36.46	54.86	0	7.99	0	0
合计				312.03	548.21	48.59	207.82	17.73	65.35

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

同时，强大的土地获取能力也使企业的土地成本较低，公司百分之八十以上的项目毛利率都达到 50%以上，就项目而言，公司具有很高的安全边际。我们认为，信达地产的项目资产质量非常之高，而且由于区域分布特点，企业的总体风险也相对较小。

二、 负债比率过低

信达地产还维持较稳健的运营风格，但是对于融资渠道较为畅通的国有企业，我们一直认为只有最大限度地使用财务杠杆才能够提升运营效率。而信达地产的净负债率水平显然过低，杠杆使用不足成为公司主要的运营矛盾之一。

表 3：信达地产净负债率情况

	2008A	1Q2009	1H2009	3Q2009	2009A	1Q2010	1H2010
净债务	165261	187561	141391	115620	57400	180475	172897
权益	471382	475399	485453	485182	547617	571511	576041
净债务权益比	35.06%	39.45%	29.13%	23.83%	10.48%	31.58%	30.01%

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

加大投资是公司未来应该强化的主要方面之一。上半年公司取得沈阳和新疆两个项目，合计建筑面积达到 66.61 万平方米，楼板价仅为达到 182 元/平方米。由此可见，公司获取土地储备能力非常之强。但由于财务杠杆运用不足，投资力度不大，造成企业的发展速度相对缓慢。

截至 2010 年 6 月 30 日，公司在建及拟建项目占地面积约 312.03 万平方米，规划建筑面积 548.21 万平方米。上半年累计在建项目开工面积约 48.59 万平方米，累计竣工面积约 17.73 万平方米。我们认为，公司还要提升开竣工水平，才能实现跨越式发展。

三、 维持增持评级，目标价 8 元/股

同首次覆盖报告一样，我们假设公司保持现有的负债水平不变，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 30 日的收盘价 7.25 元，已存在 20%的溢价。

根据审慎的销售和结转的假设，我们预测 2010 年至 2012 年的 EPS 分别为 0.50 元、0.56 元和 0.63 元，对应 2010 年 8 月 30 日的收盘价 7.25 元的 PE 为 14.5X、12.84X 和 11.43X；我们预测 2010 年至 2012 年的每股净资产分别为 3.96 元、4.56 元和 5.28 元，对应 2010 年 8 月 30 日的收盘价 7.25 元的 PB 为 1.83X、1.59X 和 1.37X。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，目前股价还略偏低。结合 RNAV 和 PE 的估值水平，目前公司股价基本合理。

维持 6-12 个月每股目标价格 8 元的判断。

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。