

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

房地产开发

ST 东源 (000656)
谨慎推荐

公司吸收合并金科地产重大事件点评

(维持评级)

2011 年 5 月 30 日

金科借壳，蛟龙出水

证券分析师： 方焱 0755-82130648 fangyan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120001

联系人： 黄道立 0755-82133397 huangdl@guosen.com.cn

事项：

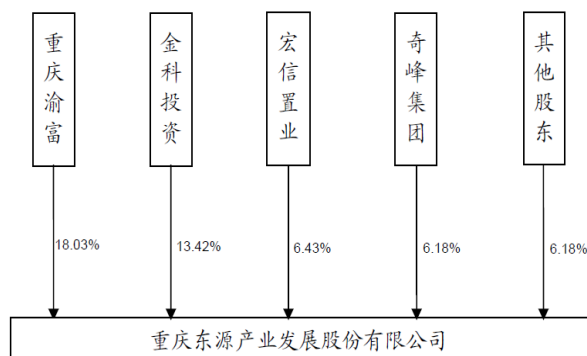
ST 东源 (000656) 于 2011 年 5 月 27 日收到中国证券监督管理委员会 (证监许可【2011】799 号)《关于核准重庆东源产业发展股份有限公司吸收合并重庆市金科实业 (集团) 有限公司的批复》文件，核准本公司以新增 908,498,204 股股份吸收合并重庆市金科实业 (集团) 有限公司。

评论：

■ 金科借壳正式获批，又一全国龙头浮出水面

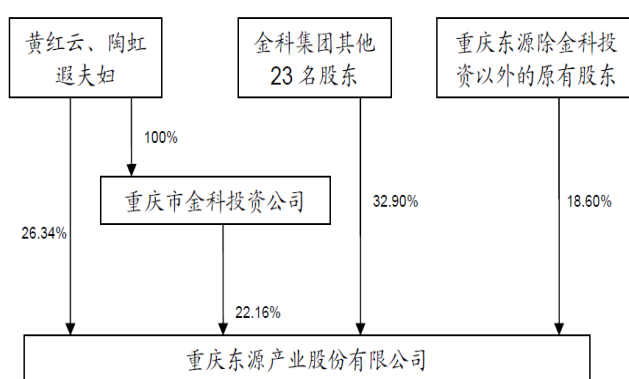
ST 东源资产重组在 2009 年 3 月份启动，公司拟以 5.18 元/股的价格新增 90850 万股吸收合并金科集团，虽然重组计划已于 2009 年 11 月底获得证监会有条件通过，但受房地产宏观调控影响，一直未拿到正式批文。2011 年 5 月 27 日，公司终于拿到正式核准文件，标志着重组又向前迈出了关键的一步。本次新增股份吸收合并完成后，ST 东源将摇身转变为金科地产，从原先无主业的经营状况转变为以普通商品房住宅开发为重点的房地产专业开发公司，为公司的可持续发展奠定坚实的基础。

图 1：吸收合并前股权示意图



资料来源：公司公告

图 2：吸收合并后股权示意图



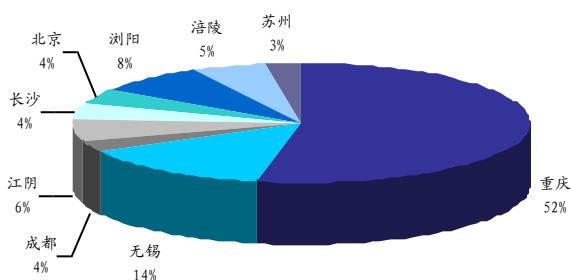
资料来源：公司公告

■ 依托重庆，挺进全国，三四线城市策略打开公司发展空间

金科集团成立于 1998 年，是一家以房地产开发为主业，以五星级酒店、园林、门窗及物业管理等为辅业的大型企业

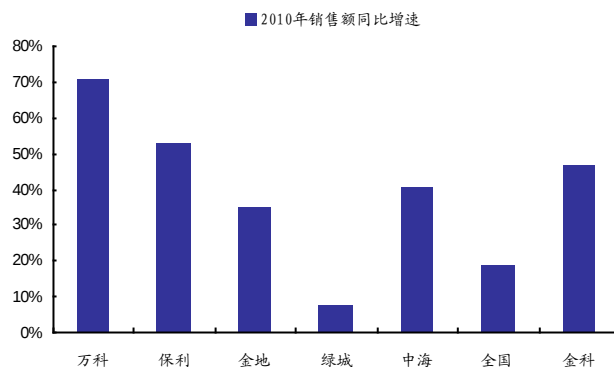
集团，具有国家一级房地产开发资质。成立初期，公司深耕重庆，2008 年开始，金科再次明确了“依托大重庆，挺进长三角，拓展环渤海，扩大中西部、发展中等城市”的全国化扩张战略思路，成功进入北京、重庆、四川、湖南、江苏等省（市）的 9 大城市进行项目开发，全国化扩张步伐稳步向前。目前公司总土地开发规模已超 1000 万平方米，根据我们初步统计，截止 2010 年末，公司尚有权益可销售建面约 730 万方，至少满足公司未来 3 年的开发需求。且公司土地储备区域分布合理，除重点布局公司深耕多年的重庆之外，还大量布局了沿海及内陆地区的二、三、四线城市，如此布局一方面能够减少政策调控对公司经营产生的影响，另一方面，二、三、四线城市的潜在市场容量也为公司未来的高成长提供了充分的发展空间。

图 3：公司土地储备分布



资料来源：公司公告

图 4：公司销售增速与行业及龙头公司对比



资料来源：公司公告

■ 跻身百亿“军团”，2010 年增速远超行业平均水平，预售款已锁定 EPS 约 1.8 元

2010 年，公司成功跻身百亿销售房企行列，全年实现销售面积 165 万平方米，实现销售金额 132 亿元，同比增长 46.7%，远超行业平均水平。根据我们测算，公司项目平均净利润率约为 16%，132 亿元的销售金额相当于锁定公司未来 21.12 亿元净利润，按重组后的股本推算，相当于锁定每股盈利 1.8 元，业绩锁定性强。

表 1：2010 年全国房企销售面积及销售金额排行榜

销售金额排名						销售面积排名					
排名	公司名称	金额（亿元）	排名	公司	金额（亿元）	排名	公司名称	面积（万平）	排名	公司名称	面积（万平方米）
1	万科集团	1026	12	中信地产	282	1	万科集团	847	12	世纪金源	252
2	保利地产	660	13	金地集团	280	2	恒大地产	831	13	富力地产	247
3	绿地集团	650	14	世茂房地产	269	3	绿地集团	743	14	金地集团	233
4	中海地产	578	15	华润置地	226	4	保利地产	723	15	中信地产	224
5	恒大地产	527	16	远洋地产	214	5	碧桂园	600	16	华润置地	223
6	绿城中国	522	17	复地集团	172	6	中海地产	530	17	世茂房地产	220
7	万达集团	369	18	招商地产	143	7	万达集团	278	18	中国中铁	185
8	龙湖集团	336	19	新城控股	140	8	雅居乐	264	19	金科实业	165
9	碧桂园	330	20	星河湾	135	9	龙湖集团	258	20	远洋地产	164
10	富力地产	321	21	中国中铁	133	10	绿城中国	255	21	新城控股	162
11	雅居乐	295	22	金科实业	132						

资料来源：cric

■ 细节决定成败，创新赢得市场

金科在房地产开发中始终秉承“做好每个细节”的经营理念，注重个性和产品创新，从 2002 年开始，金科每年至少

有一到两种新产品处在成熟期，同时亦源源不断地推出新产品，并用新产品去创造市场，用老产品去巩固市场。品质和创新使金科的产品得到市场的认同，成为公司一直以来的市场核心竞争力，这也是公司在过去几年得以从一个销售规模仅二三十亿的地方性房地产开发公司，顺利快速成长为跻身百亿销售规模的区域龙头的核心原因。

表 2: 公司获得荣誉

年份	荣誉
2000	金科花园荣获第二届十佳住宅小区优秀设计奖
2007	金科获得“原创中国洋房”、“空中院馆”、“X+1 夹层住宅”国家三项专利 重庆金科·10 年城和无锡金科·东方王榭双双获选“中国名盘”大奖。
2008	金科·绿韵康城获得“中国广厦奖”，金科·天湖美镇获全国“詹天佑大奖”。 “中国房地产 20 年·最佳产品创新研发模式”企业

资料来源：公司资料

图 3: 公司项目实景图



资料来源：公司网页

图 4: 公司项目实景图



资料来源：公司网页

■ 股价已基本反映公司现有项目 NAV 估值，但考虑金科的成长性，合理估值在 17-21 元，给予“谨慎推荐”评级

公司目前权益未售面积约为 730 万平方米，我们预计其中 535 万方将在未来三年内完成销售，其中 195 万方将在三年之后销售。我们分别运用在建工程估值和市场比较法对公司土地储备的以上两部分进行估值，测算公司 NAV 水平。通过计算，我们得出：公司在建项目权益净增值为 108.17 亿元，土地储备权益净增值 22.28 亿元。加上 ST 东源 2010 年末账面净资产 4.63 亿元和我们推算的金科地产 2010 年末账面净资产 28.0 亿元，合计 163.08 亿元，相当于每股 14.08 元，目前股价溢价 1.3%。

我们假设未来房价平均年均涨幅 5%，营业费、管理费等占主营收入的比重维持在 5.5% 左右，所得税率 25%，营业税率 5%，公司未来三年结算面积分别为：91 万平方米、132 万平方米、163 万平方米，我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 68.8 亿元、106.7 亿元和 141.5 亿元，净利润水平分别为 12.7 亿元、19.7 亿元和 24.7 亿元，EPS 分别为 1.09 元、1.70 元和 2.13 元，对应 PE 水平为 13 倍、8 倍和 4 倍。

考虑金科的成长性及公司新的形象，给予公司 15-18 估值，则公司股票合理估值在 17-21 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

表 3：公司主要房地产项目

项目	权益	占地 (亩)	建筑面 积(万 平)	单位投资 (元/平)	预计售价 (元/平)	净利润 率	未来3年销售 面积假设 (万平)	未来三年结 算面积假设 (万平)
重庆廊桥水岸	100%	210	37	3031	15000	25%	25	25
东方雅郡	100%	97	20	3000	6000	19%	0	0
云湖天都	100%	276	42	2823	7000	-	10	0
金科十年城	100%	369	71	3365	8000	21%	55	34
小城故事	100%	56	10	4061	7500	-	0	0
西城大院	100%	184	48	3014	5500	17%	30	38
无锡观天下	51%	138	32	4099	7000	15%	10	18
无锡东方王榭	51%	139	27	4202	8000	18%	8	13
成都金科一城	100%	139	48	3835	6500	15%	29	26
涪陵廊桥水岸	100%	48	15	2614	4500	15%	0	0
涪陵黄金海岸	100%	111	33	2637	4500	15%	27	25
江阴东方大院	100%	190	31	4035	7000	15%	15	18
阳光小镇	100%	394	63	3574	7000	18%	50	29
湖南东方大院	100%	465	41	3818	5000	6%	32	35
北京帕提欧庄园	60%	126	17	8145	16000	18%	17	17
重庆太阳海岸	100%	508	38	4920	10000	19%	38	18
金科VISAR 皇家码头	100%	39	10	4495	9000	19%	10	10
浏阳仙人湖项目一期	100%	545	65	3146	6000	18%	30	9
涪陵两江广场项目	100%	35	14	3340	5000	11%	14	9
涪陵天湖小镇	100%	312	27	3485	5000	10%	27	9
南岸区茶园新区地块	100%	179	28	5945	9000	11%	28	7
中关村科技园地块	60%	171	14	12073	25000	19%	14	6
高新区枫桥街道滨河路西、 枫津大街北项目	100%	264	20	9474	20000	20%	18	8
沙坪坝区(大学城地块)	100%	1022	149	3815	8000	20%	33	11
米兰米兰	51%	214	42	4624	12000	22%	42	8
无锡(XDG-2009-55 地块)	51%	311	50	7498	18000	22%	11	3
江阴市骀山湾地块	100%	233	31	4664	8500	17%	10	2
合计/平均		6775	1024	4583	9259	17%	582	376

资料来源：公司公告、公司资料、国信经济研究所分析师测算

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	227	3000	14162	15893
应收款项	4	1131	1753	2326
存货净额	0	16807	8788	15845
其他流动资产	(0)	619	960	1273
流动资产合计	231	21557	25663	35337
固定资产	11	5	(0)	(6)
无形资产及其他	0	1	2	3
投资性房地产	157	157	157	157
长期股权投资	71	66	60	55
资产总计	471	21786	25882	35546
短期借款及交易性金融负债	0	5948	300	200
应付款项	0	0	0	0
其他流动负债	8	14539	22856	30821
流动负债合计	8	20487	23156	31021
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	(51)	(102)	(153)
长期负债合计	0	(51)	(102)	(153)
负债合计	8	20436	23054	30868
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	463	1350	2828	4678
负债和股东权益总计	471	21786	25882	35546

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.10	1.09	1.70	2.13
每股红利	0.00	0.33	0.43	0.53
每股净资产	1.85	1.16	2.44	4.04
ROIC	-1%	33%	-427%	-28%
ROE	5%	94%	70%	53%
毛利率	70%	44%	44%	42%
EBIT Margin	-1056%	24%	23%	22%
EBITDA Margin	-763%	24%	23%	22%
收入增长	-8%	1037642%	55%	33%
净利润增长率	43%	5213%	56%	25%
资产负债率	2%	94%	89%	87%
息率	0.0%	1.6%	2.1%	2.6%
P/E	978.6	85.4	54.9	43.9
P/B	50.4	80.1	38.3	23.1
EV/EBITDA	-4617.0	77.6	53.4	45.2

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1	6879	10665	14148
营业成本	0	3838	6025	8176
营业税金及附加	0	543	848	1119
销售费用	0	379	606	808
管理费用	7	461	729	966
财务费用	(6)	(32)	(172)	(301)
投资收益	6	0	0	0
资产减值及公允价值变动	14	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	19	1689	2628	3379
营业外净收支	13	0	0	0
利润总额	32	1689	2628	3379
所得税费用	8	422	657	912
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	24	1267	1971	2467

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	24	1267	1971	2467
资产减值准备	(31)	8	7	8
折旧摊销	2	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损失	(14)	0	0	0
财务费用	(6)	(32)	(172)	(301)
营运资本变动	(52)	(4065)	15329	(22)
其它	31	(8)	(7)	(8)
经营活动现金流	(41)	(2798)	17300	2445
资本开支	21	(3)	(3)	(3)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	21	3	3	3
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	(380)	(493)	(617)
其它融资现金流	29	5948	(5648)	(100)
融资活动现金流	29	5568	(6141)	(717)
现金净变动	9	2773	11162	1731
货币资金的期初余额	218	227	3000	14162
货币资金的期末余额	227	3000	14162	15893
企业自由现金流	(35)	(2825)	17168	2223
权益自由现金流	(6)	3148	11649	2342

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。

风险提示:

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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。