

信达地产 (600657) 调研报告

有绝对安全边际的二线潜力地产股

金融/房地产

推荐

调高评级

发布时间: 2012 年 1 月 18 日

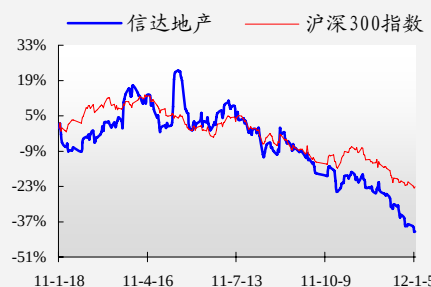
投资要点:

- 公司管理层级提高, 显示出大股东对信达地产重视度的提高。
- 公司对下属子公司的管控能力得到提升, 好于市场预期。随着新的管理层的上任, 通过接触我们认为新一届管理层在管理方面有着较强的自信和行事果断的风格, 公司在管理和整合能力方面得到进一步的提高值得期待。
- 信达地产是 A 股市场中别具特色的房地产公司。
- 公司是因保障房建设而提出中期票据融资的四家企业之一, 融资能力值得关注。
- 公司的财务风险小, 在行业过冬期, 投资者可以放心持有。
- 信达地产估值具有较高的安全边际, 股价已经跌无可跌。
- 我们的建议: 首先, 从整个地产股走势来看, 我们认为, 地产股在今年上半年存在着反弹的动力。在此背景下, 估值也很低的一线地产股首先会受到投资者的关注。但我们认为, 在一线地产股企稳并率先展开反弹后, 那些超跌的二三股将会跟进反弹, 并获得高于一线股的涨幅。因此, 我们认为, 信达地产这种低估明显, 又没有财务隐患的央企公司, 将会是较好的投资标的。同时, 公司还有大股东资产再次注入的预期, 长期持有也会有较好的回报。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	413,000	0.75	41,844	-35.27	0.27		14.3	
2011E	326,800	-20	41,259	0	0.27		14.3	
2012E	356,800	9.2	47,110	8	0.31		12.5	
2013E								

走势图



市场数据

2012-1-17

收盘价:	3.86 元
52 周最高价:	7.59 元
52 周最低价:	3.48 元
平均持仓成本:	5.28 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	152,426
流通 A 股 (万股):	152,426
每股收益 (元):	0.19
每股净资产 (元):	3.88
每股经营现金流 (元):	-0.05
市净率:	0.99

分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011

TEL: (8621)20361169

FAX: (8621)20361159

Email: gaoj@nescn

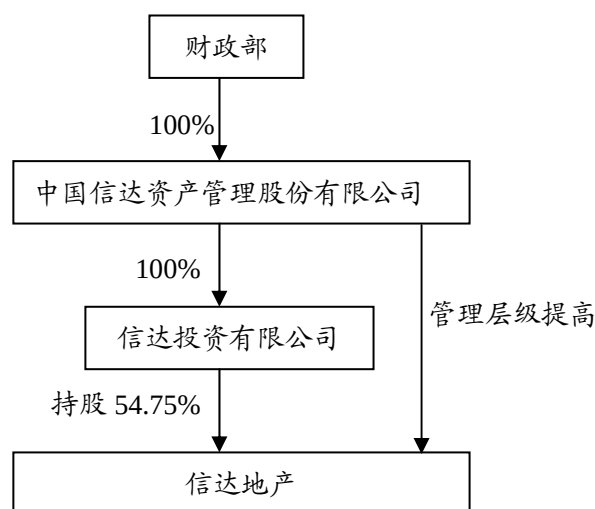
地址: 上海市源深路 305 号

邮编: 200135

2012 年 1 月 16 日，我们借公司董事会换届的机会对信达地产进行了调研，并与公司总经理、董秘等公司高管进行了交流。

公司管理层级提高，显示出大股东对信达地产重视度的提高

公司与实际控制人之间的产权及控制关系如下图。本次股东会上传递出的信息显示，信达地产在信达资产管理股份公司的管理层级得到提高，即：虽然公司在股权上仍由信达投资有限公司持股，但公司实际上的管理层级提高到信达资产管理股份有限公司，本次董事会中新任董事徐兴建先生即是由信达资产管理股份有限公司委派。我们认为，大股东信达资产管理公司对信达地产的支持是不会发生改变的。



公司对下属子公司的管控能力在加强

信达地产是通过注入信达资产管理公司的 11 家下属房地产公司的股权而借壳上市的。这些公司最早属于中国建设银行下属三产企业，具有较长的房地产开发历史，在长期实践中已经总结出一套适合当地市场和实际情况的管理制度和办法，并已经拥有了一批具有丰富经验的经营管理团队，积累了一套相对完整、科学的项目开发和管理经验，后来由于政策限制均从银行资产中进行剥离而进入信达资产管理公司。因此，信达地产实质上是将原建设银行分布于各省市的房地产开发业务进行整合后实现了整体上市。

信达地产自通过借壳上市以来，其对下属公司的整合能力和整合进程一直被投资者所关注，甚至有的投资者将信达地产作为一家“下属公司各自为政，年终汇总报表”的公司来看待。通过本次调研，我们注意到信达地产对下属公司的整合一直在进行，目前，公司在土地储备方面已经实现了全部由总部操作，而且下属公司也分为二、三、四级来管理，各下属公司的项目运作节点比如项目定位、开工、开盘的时间点的控制也是由总部和下属公司共同完成的，总部对下属公司的考核力度也在强化，显示出公司在管理方面的成熟。随着新的管理层的上任，通过接触我们认为新一届管理层在管理方面有着较强的自信和行事果断的风格，公司在管理和整合能力方面得到进一步的提高值得期待。

信达地产是A股市场中别具特色的房地产公司

信达地产借壳上市 3 年多来，其在投资者心中的定位一直不够清晰，说他是一家像万科、保利一样的市场化公司吧，但公司在土地一级市场上拿地一直不温不火，销售业绩也是如此，似乎没有强烈的进取性。公司在是否完全走向市场化方面也曾经有过疑虑，但通过 3 年多上市后的磨合，我们认为信达地产在主要定位于市场化方面日益明确，公司并未将自己定位于仅靠处置大股东的不良资产而生存的地产公司，公司今后在土地一级市场上自主拿地也会越来越多。

但我们认为信达地产是有别于其他房地产企业的，因为，信达地产可以依靠大股东信达资产管理公司在不良资产方面的储备，获得其他同等资金规模的公司所无法获取的优质土地资源。上市三年来，由于地产股在资本市场融资受到限制，大股东虽然不能以打包的方式集中注入一些权属已经处置清晰的土地使用权，但已经通过单块土地购买的方式实现了 2 块地产的收购，比如 2011 年 10 月公司在辽宁阜新摘得的近 500 亩土地使用权，即是在大股东信达资产管理公司的协助下取得的，楼面单价不到 400 元/m²。因此，随着大股东可处置不良资产处理的积累，以及二级市场上对房地产公司再融资的放松，公司从大股东那里获得新的批量资产的注入是可以预期的事情，届时，公司发展的速度将会得到有力的提升。

公司是因保障房建设而提出中期票据融资的四家企业之一

2011 年，随着政府对保障房建设的推进，政府在暂停地产股再融资的背景下，特意给参与保障房建设的地产公司的再融资开了一个口子，目前已有首开股份、栖霞建设、信达地产和保利地产申请中期票据融资，信达地产也拟通过中期票据融资 20 亿元。2011 年底，首开股份为满足公司保障房项目建设需要、改善融资结构，向中国银行间市场交易商协会申请注册发行不超过 50 亿元人民币的非公开定向债务融资工具已经获得批准，目前已基本发行完毕。我们预计，2012 年这些公司在中期票据发行方面的进度会加快。一旦中期票据发行得到实施，将会有力增加公司的资金实力，降低资金的成本。

信达地产的财务风险小，在行业过冬期，是投资者可以放心持有的公司

近 3 年来，公司一直在谨慎应对房地产行业的宏观调控，在土地储备方面也没有太多的动作，购地支出占销售回款的比例平均不足 20%，处于行业内较低的水平。公司在收入平稳增长的同时，降低了扩张性的支出，使得公司的货币资金占比上升，财务稳定性大为增强。我们认为，这样的财务结构有助于公司顺利渡过行业的“冬天”，同时，公司的整体资产负债率仅为 57%，远低于行业平均水平，仍然有较高的提高财务杠杆的空间，足以令公司在下一轮的行业复苏期中掌握发展的主动权。

表 1: 信达地产项目所在区域分布:

所属区域	规划建筑面积	累计竣工面积	未结算面积	占比
上海	22.00	0.00	22.00	4.2%
宁波	111.00	5.01	105.99	20.4%
安徽合肥	79.00	29.00	50.00	9.6%
嘉兴	19.00	0.00	19.00	3.7%
新疆乌鲁木齐	95.00	20.86	74.14	14.3%
青岛	34.00	15.29	18.71	3.6%
台州	8.00	0.00	8.00	1.5%
海南海口	28.00	0.00	28.00	5.4%
吉林长春	101.00	0.00	101.00	19.4%
沈阳	49.00	7.99	41.01	7.9%
辽宁阜新	52.00	0.00	52.00	10.0%
合计	598.00	78.13	519.87	100.0%

数据来源: 公司公告

表 2: 房地产行业主要公司财务状况和资产负债率情况

项目	货币资金余额	短期有息负债	货币资金/短期负债	资产负债率
浦东金桥	3.0577	13.44	22.8%	47.6%
陆家嘴	12.2586	51.695	23.7%	48.9%
名流置业	21.9668	8	274.6%	49.9%
卧龙地产	9.5813	3.91	245.0%	50.0%
深天健	6.2403	22.69	27.5%	55.0%
渝开发	7.015	1.425	492.3%	55.9%
信达地产	22.7757	7.0385	323.6%	57.4%
栖霞建设	15.9044	22.09	72.0%	61.5%
万业企业	10.108	11.55	87.5%	62.6%
天房发展	11.0218	17.86	61.7%	63.1%
深振业 A	5.2801	16.1	32.8%	63.8%
北辰实业	31.7758	20.89	152.1%	64.0%
泛海建设	15.0038	36.13	41.5%	64.0%
亿城股份	5.6096	15.557	36.1%	64.4%
南国置业	6.947	10.184	68.2%	64.8%
深长城	13.6706	5.12	267.0%	65.9%
合肥城建	3.023	3	100.8%	66.2%
招商地产	123.473	69.4425	177.8%	66.9%
金融街	100.6392	64.3	156.5%	68.7%
上实发展	47.1108	18.715	251.7%	70.5%
万通地产	14.5601	7.2	202.2%	71.3%
中粮地产	19.3941	49.79	39.0%	72.1%
广宇集团	5.8038	8.128	71.4%	72.1%
华业地产	5.7584	13.85	41.6%	72.1%
华发股份	39.4137	17.295	227.9%	72.2%
苏宁环球	10.0385	9.85	101.9%	74.0%
京投银泰	4.4958	22.6021	19.9%	74.4%
金地集团	177.627	120.9851	146.8%	74.9%
苏州高新	13.1351	29.568	44.4%	75.3%
嘉凯城	16.621	39.1838	42.4%	75.5%
天地源	12.2314	12.535	97.6%	75.9%
荣盛发展	17.414	39.0557	44.6%	76.9%

中华企业	14.5542	38.7505	37.6%	78.1%
首开股份	57.3596	93.96	61.0%	78.8%
万科 A	338.9945	237.4416	142.8%	79.0%
中南建设	20.285	48.966	41.4%	79.1%
保利地产	220.4591	124.324	177.3%	80.7%
滨江集团	16.3928	22.9794	71.3%	81.4%
格力地产	17.8546	2.1	850.2%	82.4%
中天城投	9.1958	5.75	159.9%	86.0%
天津松江	8.8191	12.9	68.4%	90.7%

数据来源: WIND

信达地产估值具有较高的安全边际，股价已经跌无可跌，长期持有一定会有可观的回报

我们通过对比发现，近 2、3 年来通过资产注入实现借壳上市的房地产公司中，信达地产是当时资产作价增值最少的公司之一，同时，按照目前的市值与当初注入资产的评估值来对比，唯有信达地产是市值低于注入资产总价值的公司，而且低估严重。同时，从 A 股所有的房地产股的估值来看，PB 低于 1 仅有的几家公司中也有信达地产在内。我们认为，无论从哪个方面看，信达地产都是严重低估的，股价基本已跌无可跌。当然，有的投资者认为，估值低并不是买入的理由，我们认为正如巴菲特所说，市场是个称重器，任何低于价值的资产价格都不会是长期的。随着近期创业板中高估值公司的股价的大幅下跌，市场的投资风格一定会向价值股转换。

表 2: 近期完成资产注入的房地产公司资产原值和现市值的对比

名称	资产账面价值	资产评估值	增值率	净资产账面值	净资产作价	增值率	基准日	增发价	股价	现市值	现市值与注入资产价值比
嘉凯城	44.75	81.5	82%	9.3	45.7	391%	2007.9.30	3.90 元	3.87	69.7	153%
鲁商置业	33.9	60.6	79%	5.42	31.95	489%	2008.4.30	5.78 元	4.91	49.1	154%
金科股份	53.2	85.7	61%	14.6	47.1	223%	2009.4.30	5.18 元	11.55	134	285%
宋都股份	17.2	45.6	166%	11.7	35.5	402%	2009.12.31	8.63 元	7.74	41.6	117%
首开股份	179	218	22%	23.3	59.4	155%	2007.3.31	10.80 元	9.09	135.4	228%
信达地产	82.6	107	30%	38.5	63	64%	2008.4.30	6 元	3.86	58.6	93%

数据来源: 公司公告, 东北证券整理

表 4: 房地产行业主要公司估值情况 (PB)

证券代码	证券简称	市净率(PB,1月11日)
600322.SH	天房发展	0.873
000090.SZ	深天健	0.9106
600657.SH	信达地产	0.9741
601588.SH	北辰实业	0.9796
600533.SH	栖霞建设	1.0016
000402.SZ	金融街	1.0054
600325.SH	华发股份	1.0367
000667.SZ	名流置业	1.1083
600823.SH	世茂股份	1.1308
000616.SZ	亿城股份	1.1427
600606.SH	金丰投资	1.1511
600675.SH	中华企业	1.2447
600383.SH	金地集团	1.2608
600748.SH	上实发展	1.2786
600082.SH	海泰发展	1.2845
600246.SH	万通地产	1.2926
600376.SH	首开股份	1.3389
600665.SH	天地源	1.3776
000042.SZ	深长城	1.3806
000514.SZ	渝开发	1.3894
000965.SZ	天保基建	1.4478
600185.SH	格力地产	1.5076
000024.SZ	招商地产	1.5619
000006.SZ	深振业 A	1.5639
600639.SH	浦东金桥	1.5709
002133.SZ	广宇集团	1.6002
600641.SH	万业企业	1.6117
600736.SH	苏州高新	1.6129
000031.SZ	中粮地产	1.6246
000918.SZ	嘉凯城	1.7244
600684.SH	珠江实业	1.7258
002208.SZ	合肥城建	1.7349
000002.SZ	万科 A	1.7491
600173.SH	卧龙地产	1.8628
600683.SH	京投银泰	1.8936
000961.SZ	中南建设	1.8973
600048.SH	保利地产	1.9036
600663.SH	陆家嘴	1.9583
600240.SH	华业地产	2.0128
000897.SZ	津滨发展	2.0196
600648.SH	外高桥	2.0223
600791.SH	京能置业	2.1215
002244.SZ	滨江集团	2.1486
000046.SZ	泛海建设	2.4164
000718.SZ	苏宁环球	2.6551
002146.SZ	荣盛发展	2.7875
600568.SH	中珠控股	2.7903
002305.SZ	南国置业	3.6404
600225.SH	天津松江	3.8591
000540.SZ	中天城投	4.45

数据来源: WIND

我们的建议

首先，从整个地产股走势来看，我们认为，地产股在今年上半年存在着反弹的动力。这种反弹的动力主要来自于两点，一是今年新增信贷超过 2011 年的概率很大，货币投放也将比 2011 年宽松；二是房地产市场受宏观调控的影响已经开始下行，预计调控政策也会逐步变得柔和。在此背景下，同样估值很低的一线地产股首先会受到投资者的关注。但我们认为，在一线地产股企稳并率先展开反弹后，那些超跌的二三股将会跟进反弹，并获得高于一线股的涨幅。因此，我们认为，信达地产这种低估明显，又没有财务隐患的央企公司，将会是较好的投资标的。同时，公司还有大股东资产再次注入的预期，长期持有也会有较好的回报。

风险提示

- 1、房地产市场硬着陆，从而引发地产股和资本市场的再度大幅调整。
- 2、受宏观调控的影响，公司的房地产项目销售低于预期。
- 3、资本市场对地产股再融资迟迟不能放松以及其他原因导致大股东资产注入进程低于预期。

表 5: 盈利预测表

单位: 万元

项目	2008 A	2009E	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	275,417.85	410,387.00	413,349.67	326,800.00	356,800.00
营业收入	275,417.85	410,387.00	413,349.67	326,800.00	356,800.00
二、营业总成本	226,999.63	320,897.00	364,730.98	270,926.00	293,776.00
营业成本	185,368.48	261,915.00	273,595.24	200,982.00	219,432.00
营业税金及附加	16,340.58	25,573.00	42,094.43	26,144.00	28,544.00
销售费用	6,529.00	6,623.00	7,900.38	7,600.00	8,200.00
管理费用	21,380.67	25,887.00	36,373.35	32,000.00	33,000.00
财务费用	896.8	3,069.00	4,429.48	4,200.00	4,600.00
资产减值损失	-3,515.89	-2,168	338.11	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动	-4,089.04	-287	0.00	0	0
投资净收益	14,460.17	4,187.00	6,148.15	2,250.00	2,250.00
四、营业利润	58,789.35	103,390.00	54,766.84	58,124.00	65,274.00
加: 营业外收入	11,879.08	2,658	3,787.13	3000	3000
减: 营业外支出	598.35	293	465.27	0	0
五、利润总额	70,070.09	105,755.00	58,088.71	61,124.00	68,274.00
减: 所得税	15,935.62	31,538.00	13,106.80	15,281.00	17,068.50
六、净利润	54,134.47	74,217.00	44,981.91	45,843.00	51,205.50
减: 少数股东损益	3,314.16	9,570.00	3,137.34	4,584.30	4,096.44
归属于母公司所有者的净利润	50,820.31	64,647.00	41,844.57	41,258.70	47,109.06
七、每股收益:					
总股本(万股)	152,426	152,426.00	152,426.00	152,426.00	152,426.00
每股收益(元)	0.33	0.42	0.27	0.27	0.31

数据来源: 东北证券整理

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。