

信达地产(600657)

具有逆势扩张能力的准一线开发商

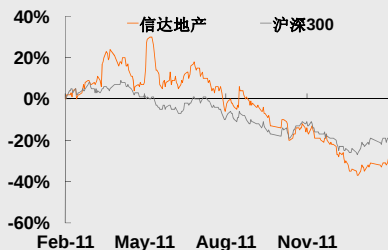
推荐 (首次)

现价: 4.25 元

主要数据

行业	-
公司网址	www.jbbis.com.cn
大股东/持股	信达投资有限公司/4.31%
实际控制人/持股	财政部/0.00%
总股本(百万股)	1,524
流通 A 股(百万股)	1,524
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	63.56
流通 A 股市值(亿元)	63.56
每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	57.4

行情走势图



证券分析师

李晓东 投资咨询资格编号 S1060511080001
0755-22625083
lixiaodong885@pingan.com.cn

联系人

解睿 一般证券从业资格编号 S1060110070210
0755-22621631
XIERUI097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

投资要点

■ 管理改善效应将逐步显现

管理能力的相对不足一直是信达地产的短板，也是其增长较慢、销售规模偏小的主要原因。但也正因为如此，公司具有比其它成熟地产公司更大的改善和成长空间。目前，公司的管理体系正在发生一些积极的变化：1、对于各个项目子公司的管控能力逐步加强；2、地产公司在管理层级上由资产管理公司的孙公司变为子公司。

■ 具备逆势扩张潜力

我们认为，在整个房地产行业面临调控的压力时，公司拥有逆势扩张的能力：1、特殊的股东背景赋予了公司多元化的项目获取能力，而在行业调整期，大量的并购机会将会涌现；2、负债水平低，资金面宽松，且具有融资优势，杠杆仍能进一步提高。

■ 资产注入值得期待

根据重组时的承诺，信达地产将是信达资产管理集团旗下唯一的房地产业务运作平台，未来的资产注入值得期待：1、大股东信达投资手中仍有多处经营性物业，重组时承诺条件成熟后注入上市公司；2、资产管理公司收购的不良资产中有大量与房地产行业相关的资产，未来有望由上市公司出面整合。

■ 盈利预测与估值

我们预测，公司 2011、2012、2013 年的 EPS 分别为 0.33、0.37、0.46 元，净利润年均复合增速为 18%，最新收盘价对应的 PE 分别为 12.9、11.4 和 9.3 倍；根据测算，公司 2011 年底的每股 RNAV 值为 6.71 元，股价相对于地产业务的 NAV 折让 37%。我们认为，公司管理能力正在逐步增强，而且具备逆势扩张的能力，给予“推荐”的评级。

■ 风险提示

1、房地产市场的超预期调整导致公司的地产销售大幅下滑；2、管理改善程度低于预期，经营效率得不到有效提升。

重要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,103.88	4,133.50	3,050.77	3,615.80	4,318.62
同比(%)	49.01	0.72	-26.19	18.52	19.44
归属母公司净利润	646.47	418.45	502.82	567.31	693.83
同比(%)	27.21	-35.27	20.16	12.83	22.30
毛利率(%)	36.18	33.81	44.19	42.54	43.78
ROE(%)	12.35	7.28	8.05	8.32	9.24
每股收益(元)	0.42	0.27	0.33	0.37	0.46
P/E	10.02	15.48	12.88	11.42	9.34
每股 RNAV	5.80	6.34	6.71	7.03	7.33

正文目录

一、公司概况	3
二、管理改善值得期待	4
2.1 管控能力加强	4
2.2 管理层级提高	5
三、具备逆势扩张的能力	6
3.1 股东背景赋予多元化的项目获取手段	6
3.2 杠杆较低具备抄底能力	7
四、资产注入仍需等待	7
4.1 信达投资待注入物业	7
4.2 信达资产的潜在房地产项目资源丰富	9
五、盈利预测与估值	9
六、风险提示	9

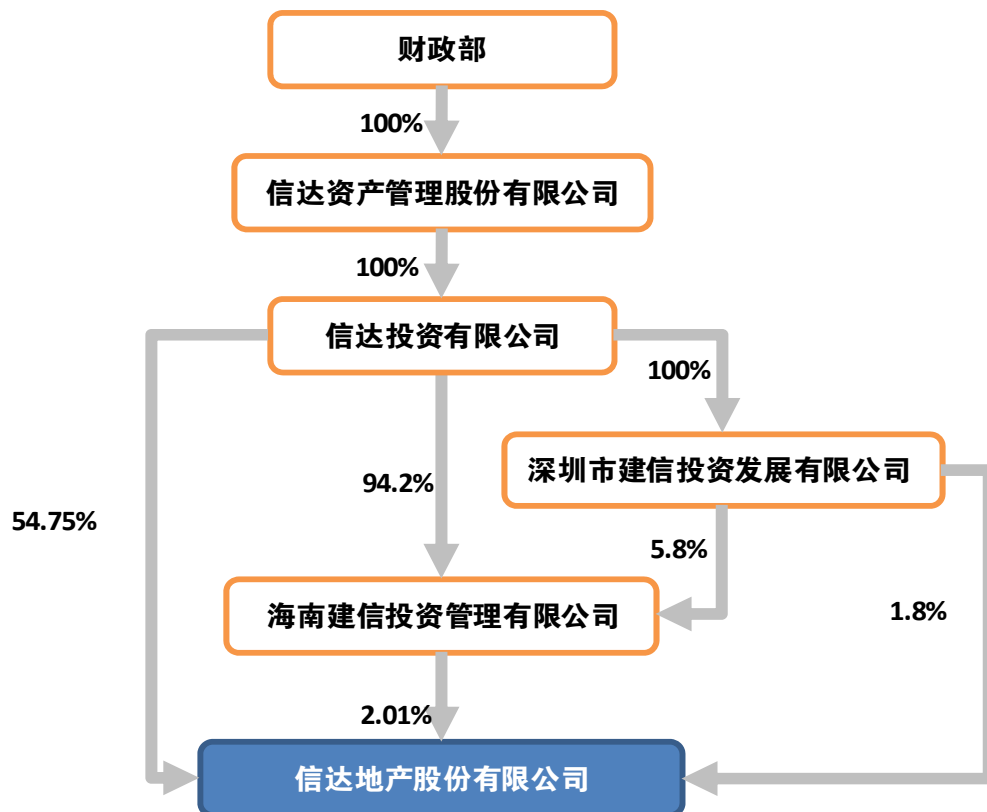
图表目录

图表 1 信达地产股权结构	3
图表 2 主营业务收入小幅增长	3
图表 3 盈利能力稳步提升	3
图表 4 项目布局一览	4
图表 5 信达的管理效率有待提高	5
图表 6 管理层级提高	5
图表 7 信达债转股的行业结构	6
图表 8 信达的负债水平远低于同业	7
图表 9 潜在融资能力测算	7
图表 10 待注入物业一览	7
图表 11 信达资产管理公司不良资产中与房地产相关的资源	9
图表 12 收入分部预测	9

一、公司概况

信达地产的前身是中国建设银行下属的房地产开发实体。2008 年，信达地产完成了重大资产重组，成功借壳“ST 天桥”实现上市。

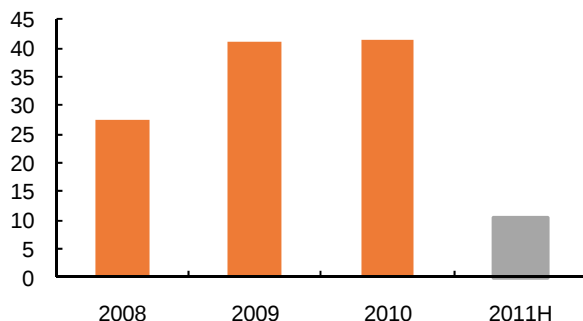
图表1 信达地产股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

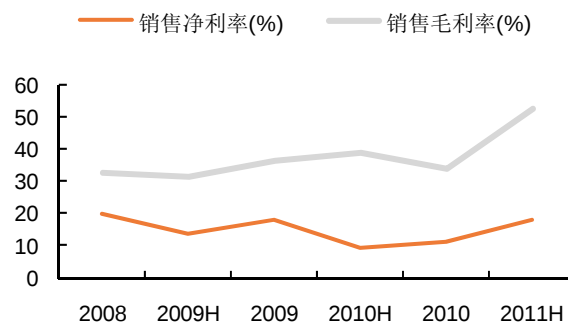
公司的实际控制人为财政部下属的信达资产管理公司；从股权结构上来看，信达地产的大股东是信达资产的全资子公司信达投资。

图表2 主营业务收入小幅增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 盈利能力稳步提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

上市三年以来，由于对于各个子公司的整合一直在进行中，信达的业务规模并没有实现大幅增长。

二、管理改善值得期待

相比于万科、保利等大型的房地产开发企业，管理能力的相对不足一直是信达地产的短板，也是其增长较慢、销售规模偏小的主要原因。但也正因为如此，公司具有比一般地产公司更大的成长空间。

目前，公司的管理层面正在发生一些积极的变化：1、对于各个项目子公司的管控能力正在加强；2、地产公司在管理层级上由资产管理公司的孙公司变为子公司。

2.1 管控能力加强

图表4 项目布局比较分散

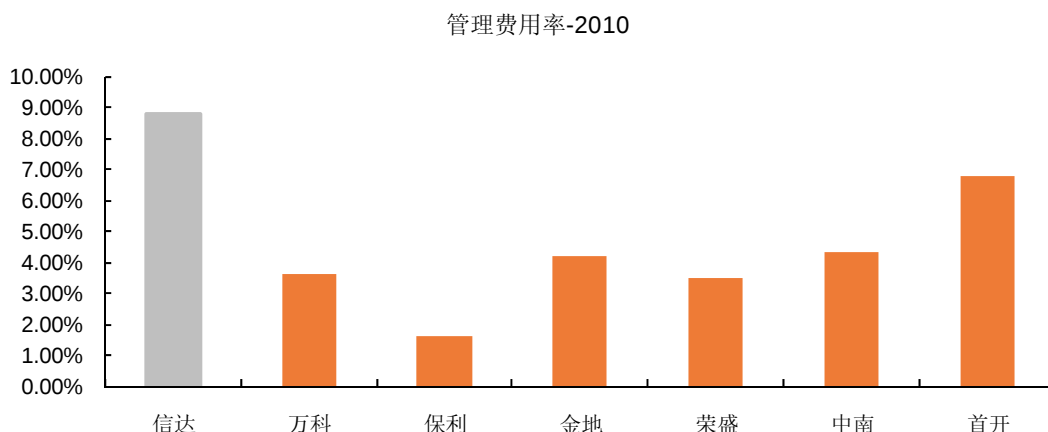


资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司项目布局的特点是：1、数量众多，但是单个项目规模偏小；2、布局比较分散，区域集中度低，单个城市深度不足，目前已经进入了 12 个城市，单个城市平均储备面积不足 50 万平。这些特点造成了公司的管理半径相对于规模偏大，给公司的管控带来了挑战。

除此之外，由于大部分的子公司大都整合于各地建行的三产，这也给后续的集中管理造成了一定的难度。

图表5 信达的管理效率有待提高



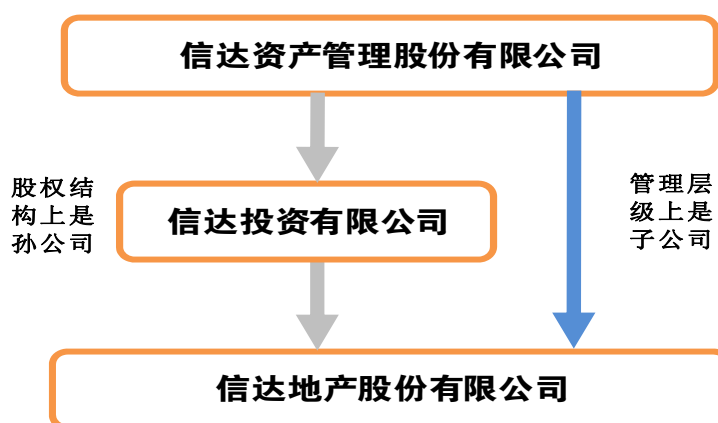
资料来源：公司公告、平安证券研究所

一直以来，对于项目公司管控能力的不足都是阻碍信达地产业务发展的重要原因之一。但是，通过这次调研我们了解到，在过去的一段时间公司对于内部管理进行了一系列积极的改革：1、除了原先整合而来的 12 家老公司之外，新成立的项目公司一律由总公司直接管控；2、对于 12 家老的子公司实行严格的绩效考核，而且人事干部的任免由总部统一决策；3、完善了公司的质量管理体系和产品线设计；4、更加注重对于开发过程的管理，项目运营的考核将以周转能力为主。

我们认为，随着对于子公司管控能力的加强和更加科学合理的考核方法的实施，未来公司管理效率的提升值得期待。

2.2 管理层级提高

图表6 管理层级提高



资料来源：平安证券研究所

近期，信达资产管理集团在内部的管理层级上进行了重大调整：信达地产的管理层级上升一级，由资产管理公司的孙公司变为子公司。

我们认为，管理层级的提升反映了集团对于地产公司的重视，意味着以后信达地产可以掌控的资源将会大大增加，以后地产公司和资产管理总公司及其各地分公司之间的合作将会越来越多，这将为信达地产带来跨越式发展的机会。

三、具备逆势扩张的能力

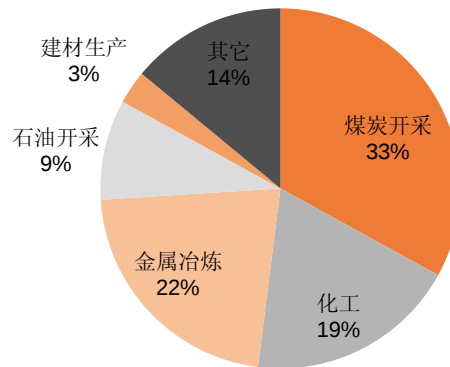
我们认为，在整个房地产行业面临调控的压力时，公司拥有逆势扩张的能力，因为公司具有两方面的优势：1、特殊的股东背景，在行业调控期将会赋予公司更多的项目获取机会；2、资金面宽松，且具有融资优势，杠杆仍能进一步提高。

3.1 股东背景赋予多元化的项目获取手段

大股东信达资产管理公司隶属于财政部，是我国商业银行体系改革中从事不良资产处置的四大资产管理公司之一，累计收购受托不良资产规模近 1.4 万亿元。

在不良资产的处置过程中，会涉及到很多与土地和房产相关的资产；除此之外，信达资产通过债转股的方式涉足了石油、化工、煤炭、有色等多个行业，积累了非常丰富的客户资源。

图表7 信达债转股的行业结构



资料来源：Wind、平安证券研究所

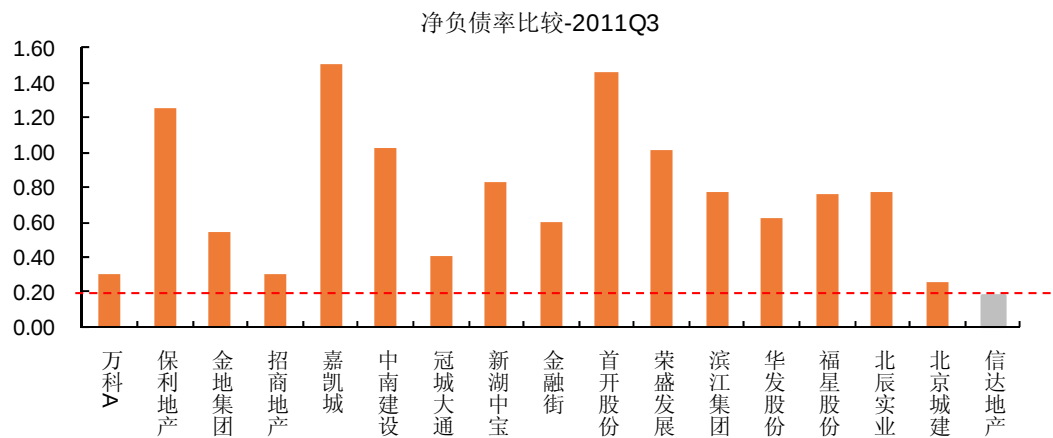
利用大股东掌握的资产和客户资源，公司可以通过多种渠道与大股东开展合作，有机会获取大量的优质房地产项目。

所以，相比于其他公司，信达地产的拿地方式更加多元化：1、与大股东信达资产及其各个分公司合作，在并购市场上进行联动拿地；2、通过传统的“招拍挂”方式拿地。

我们认为，随着房地产行业的调控进入深水区，并购市场上的机会将会大量涌现。而信达地产凭借大股东的背景，通过第一种方式获取项目的机会将会大大增加。

3.2 杠杆较低具备抄底能力

图表8 信达的负债水平远低于同业



资料来源：公司公告、平安证券研究所

与同等规模的地产公司相比，公司目前的负债水平偏低，杠杆率仍有进一步提升的空间。而且，公司背靠财政部下属的中国建设银行，在融资上具有其他公司无法比拟的优势。

图表9 潜在融资能力测算

净负债率假设	可用资金测算（万元）
0.50	208,970
0.80	402,608
1.00	531,700
1.20	660,791
1.50	854,429

资料来源：平安证券研究所测算

根据我们的测算，如果公司的净负债率提高至 0.5 左右的相对安全水平，那么公司可以动用的潜在资金规模仍将达到 21 亿元。

我们认为，公司具有提高杠杆的空间和能力，具备逆势扩张的实力。

四、资产注入预期

根据重组时的承诺，信达地产将是信达资产管理集团旗下唯一的房地产业务运作平台。目前，大股东信达投资和资产管理公司旗下仍有丰富的房地产资源待注入。

4.1 信达投资待注入物业

图表10 信达投资旗下物业一览

物业名称	受让价格（万元）
北京朝阳区安华西里二区 18 号楼	2683
呼和浩特新华大街办公楼（1-3）	277

呼和浩特新华大街办公楼（4-6）	250
呼和浩特西塔楼	31
呼和浩特建行石化支行办公楼	527
呼和浩特房地产开发公司办公楼	196
呼和浩特人民路营业房	61
呼和浩特八一市场营业房	14
呼和浩特汽车美容中心(华建礼堂)	103
呼和浩特机具模具租赁分公司(材料厂)	242
鞍山金龙大厦	1507
大连建兴商务大厦	3379
哈尔滨玛克威大厦	1925
哈尔滨文林街车库	118
杭州文晖支行大楼	1092
杭州保叔路 80 号	92
温州银雁饭店	1894
合肥润安大厦裙楼	3889
合肥润安大厦写字楼车位	9
合肥润安大厦写字楼	1390
福州亚细亚广场	4136
九江白鹿宾馆	5312
庐山建银宾馆	663
济南办公楼	1565
烟台金都大厦	28222
长沙办公楼	359
北海鸿华酒店	4191
海口港澳大厦	1841
重庆上清寺营业用房	125
重庆阳光城	936
重庆庆园大厦	730
重庆营业部都市广场	510
重庆半岛商务大厦	5525
重庆业城住房（2 套）	60
贵阳瓮福国际大厦	665
西安融汇大厦	4231
西安南大街综合楼	846
银川办公楼	131
兰州办公用房	101
兰州办公用房	5
西宁办公用房	27
西宁非办公用房	78
乌鲁木齐新宏信大厦 1-4 层	3638
合计	83576

资料来源：公司公告、平安证券研究所

为避免信达投资与收购完成后上市公司之间产生同业竞争，信达投资在重组时曾经承诺：“我公司所持有的用于出租的经营性物业，目前由于产权原因不宜进入 ST 天桥（信达地产），在条件成熟后可由 ST 天桥（信达地产）收购。”

所以，目前信达投资手中的多处物业均有望在未来注入上市公司。

4.2 信达资产的潜在房地产项目资源丰富

信达资产管理公司收购受托的不良资产中有丰富的与房地产开发相关的资源。

图表11 信达资产管理公司不良资产中与房地产相关的资源

单位：亿元	项目个数	资产帐面金额
房地产开发与经营债券类资产	390	205.30
房地产开发与经营股权类资产	1	0.29
实物类资产-土地	112	7.78
实物类资产-房屋	373	31.43
合计	876	244.49

资料来源：信达资产管理公司网站、平安证券研究所整理

信达资产管理公司的不良资产分股权类、债权类和实物类三类；其中，与房屋及土地相关的不良资产账面总额为 244 亿元。

根据借壳时的承诺，信达地产是中国信达资产管理公司的唯一地产运作平台，未来由处置不良资产而获得的相关房屋及土地所有权均有望由信达地产出面整合。

五、盈利预测与估值

图表12 收入分部预测

名称	收入(万元)			
	2010A	2011E	2012E	2013E
房地产开发业务	360,370	278,077	332,880	401,292
YOY		-23%	20%	21%
物业管理及出租	9,980	17,000	18,700	20,570
YOY		70%	10%	10%
其它	43,000	10,000	10,000	10,000
YOY		-77%	0%	0%
合计	413,350	305,077	361,580	431,862
YOY		-26%	19%	19%

资料来源：公司公告、平安证券研究所预测

我们预测，公司 2011、2012、2013 年的 EPS 分别为 0.33、0.37、0.46 元，净利润年均复合增速为 18%，最新收盘价对应的 PE 分别为 12.9、11.4 和 9.3 倍；根据测算，公司 2011 年底的每股 RNAV 值为 6.71 元，股价相对于地产业务的 NAV 折让 37%。我们认为，公司管理能力正在逐步增强，而且具备逆势扩张的能力，给予“推荐”的评级。

六、风险提示

- 1、房地产市场的超预期调整导致公司的地产销售大幅下滑；
- 2、管理改善程度低于预期，经营效率得不到有效提升。

图表二：报表预测

资产负债表						利润表					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	9,689.47	11,804.73	13,522.37	17,819.89	23,606.72	营业收入	4,103.88	4,133.50	3,050.77	3,615.80	4,318.62
货币资金	1,834.51	1,611.27	1,690.07	1,617.34	1,475.39	营业成本	2,619.15	2,735.95	1,702.72	2,077.77	2,427.97
应收账款	592.01	584.30	759.59	987.46	1,283.70	营业税金及附加	255.73	420.94	238.38	269.52	344.50
预付帐款	969.73	869.32	956.25	1,051.87	1,157.06	主营业务利润	1,229.00	976.60	1,109.67	1,268.51	1,546.15
存货	6,282.48	8,610.43	10,116.46	14,163.20	19,690.55	营业费用	66.23	79.00	91.52	108.47	129.56
其他流动资产	10.74	129.42	-	0.01	0.02	管理费用	258.87	363.73	305.08	361.58	431.86
非流动资产	2,076.66	2,133.15	2,271.73	2,449.76	2,678.96	财务费用	30.69	44.29	91.52	90.40	107.97
长期股权投资	485.98	433.59	563.66	732.76	952.59	投资收益及其他	160.68	58.10	61.48	61.48	61.48
固定资产	175.23	170.07	178.58	187.50	196.88	营业利润	1,033.90	547.67	683.02	769.55	938.24
投资性房地产	1,063.08	970.21	970.21	970.21	970.21	营业外收入	26.58	37.87	-	-	-
其他	352.37	559.28	559.28	559.28	559.28	营业外支出	2.93	4.65	-	-	-
资产总计	11,766.12	13,937.88	15,794.09	20,269.64	26,285.68	利润总额	1,057.55	580.89	683.02	769.55	938.24
流动负债	4,889.69	5,656.29	7,005.54	9,339.49	12,405.27	所得税	315.38	131.07	170.76	192.39	234.56
短期借款	556.08	1,025.44	1,115.44	1,625.44	2,345.44	净利润	742.17	449.82	512.27	577.16	703.68
应付账款	720.76	831.27	1,080.65	1,404.85	1,826.31	少数股东损益	95.70	31.37	9.45	9.85	9.85
预收款项	2,110.95	2,210.28	3,065.15	4,152.05	5,531.45	归属母公司净利润	646.47	418.45	502.82	567.31	693.83
其他	1,501.90	1,589.30	1,744.30	2,157.16	2,702.08	EPS(元)	0.42	0.27	0.33	0.37	0.46
长期负债	1,400.26	2,021.96	1,769.91	2,959.91	4,639.91	重要财务指标					
长期借款	1,322.17	1,468.57	1,678.57	2,868.57	4,548.57	营业收入	4,103.88	4,133.50	3,050.77	3,615.80	4,318.62
应付债券	-	-	-	-	-	同比(%)	49.01	0.72	-26.19	18.52	19.44
其他	78.09	553.39	91.34	91.34	91.34	归属母公司净利润	646.47	418.45	502.82	567.31	693.83
负债合计	6,289.95	7,678.24	8,775.45	12,299.40	17,045.18	同比(%)	27.21	-35.27	20.16	12.83	22.30
少数股东权益	242.90	512.38	768.57	1,152.86	1,729.28	毛利率(%)	36.18	33.81	44.19	42.54	43.78
股本	1,524.26	1,524.26	1,524.26	1,524.26	1,524.26	主营利润率(%)	29.95	23.63	36.37	35.08	35.80
留存收益	3,709.01	4,223.00	4,725.82	5,293.13	5,986.96	净利率(%)	15.75	10.12	16.48	15.69	16.07
归属母公司权益	5,233.27	5,747.26	6,250.08	6,817.39	7,511.22	总资产周转率	0.35	0.30	0.19	0.18	0.16
负债和股东权益	11,766.12	13,937.88	15,794.09	20,269.64	26,285.68	ROE(%)	12.35	7.28	8.05	8.32	9.24
现金流量表						资产负债率(%)	53.46	55.09	55.56	60.68	64.85
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	权益比率	2.25	2.43	2.53	2.97	3.50
经营活动现金流	1,506.83	-836.16	-194.20	-1,736.60	-2,493.44	每股收益(元)	0.42	0.27	0.33	0.37	0.46
投资活动现金流	214.25	-105.38	-21.86	-28.42	-36.95	每股净资产(元)	3.43	3.77	4.10	4.47	4.93
筹资活动现金流	-1,015.15	718.30	294.86	1,692.29	2,388.44	P/E	10.02	15.48	12.88	11.42	9.34
现金净增加额	705.94	-223.24	78.80	-72.73	-141.95	P/B	1.24	1.13	1.04	0.95	0.86

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257