

公司动态跟踪报告

房地产行业

房地产开发

香江控股 (600162)
谨慎推荐

(维持评级)

2009年03月31日

房地产行业首席分析师：方焱

电话：0755-82130833-1815

Email: fangyan@guosen.com.cn

房地产行业分析师：区瑞明

电话：0755-82130833-1853

Email: ourm@guosen.com.cn

年报业绩点评

业绩符合预期，维持谨慎推荐

近一年收益率比较


资料来源：国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (3月31日)

上证综合指数	2358.04
换手率(3个月)(%)	387.29
52周价格波动(元)	2.36-19.5
总股本(百万股)	768
流通股(百万股)	362
息率(%)	0.3

资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《不断注入商贸地产业务，前景看好》	07/06/05
《未来持续高速增长可期》	07/08/17
《整体上市过会，未来发展进入新阶段》	07/08/17
《政策松动超预期，调高行业评级至推荐》	08/10/23
《解放思想，超配地产股》	08/12/06
《09年策略：政策松动提升地产股估值》	08/12/08

独立性声明：

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。

● 08年每股收益 0.27 元，符合预期

08年公司实现营业收入 19.71 亿元，比上年同期调整后的营业收入增长 65%，实现净利润 2.1 亿元，比上年同期调整后的净利润增长 6%；全年实现基本每股收益 0.27 元，符合预期（我们预期为 0.29 元，0.02 元的差异主要是由非经常性损益导致）。08 年度利润不分配，也不以公积金转增股本。

● 商贸物流和市场营销项目对 08 年业绩贡献微弱，对公司主营业务架构构成考验

从公司主营业务分行业或分产品来看，08 年初向大股东定向增发注入的项目当中，商贸物流和市场营销项目对 08 年业绩贡献微弱，其中，商铺及卖场销售仅实现收入 4.9 亿元，商贸物流经营仅实现收入 0.2 亿元。当中的郑州郑东、洛阳百年、新乡光彩大市场、随州香江等项目由于商铺销售已近尾声、市场在开业之初人气低迷的原因，08 年度出现了亏损；另外保定香江和长春东北亚两个项目由于仍有较大面积的在建工程，投入较大，也出现了亏损；其余的商贸物流和市场营销项目，除武汉金海马实现了 8815 万元（归属于母公司 6171 万元）的净利润外，均处于微利状态。08 年对公司业绩贡献最大的是广州番禺的和增城的住宅项目，占营业收入比重 72%，实现归属于母公司的利润达 2.1 亿元。我们认为，公司的商贸物流和市场营销项目在商铺销售完毕转入市场营销阶段后，市场人气能否迅速聚拢和提升非常关键，而当前宏观经济出现的调整将公司面临一定的考验。

● 资产负债率偏高，但短期财务风险不大

截止 08 年末，公司资产负债率为 71%，扣除预收账款的资产负债率为 60%，高于行业平均水平。货币资金 14 亿，高于短期借款与一年内到期的长期借款的总和 5.7 亿元，因此短期财务风险不大。09 年 11 月 17 日，公司临时股东大会审议通过了发行不超过 4 亿元人民币公司债券的议案，我们认为，若能成功发行的话，将有助于加快公司现有项目的开发进度。

● 借助土地获取优势和长期形成的商业资源，公司具备独特的盈利模式

公司长期致力于推进“光彩事业”这一慈善活动，并积极协助地方政府推动地经济发展，由此保持了与地方政府的良好关系，便于获得低价土地和相应政策支持。公司持有的商贸地产帐面成本只有 1000 元/平方米左右，而位于广州的两块住宅用地土地成本更低。借助土地获取优势和长期形成的商业资源，公司已形成了其独特而又具有持续性的“低价获得土地+滚动

开发+溢价租售、配套管理”的盈利模式。

- **未来仍将保持稳定增长，维持“谨慎推荐”评级**

从住宅销售业务看，截止 08 年末，广州番禺的优质项目在建及未开发建面仍有 80 万平方米，增城未开发建筑面积仍有 140 万平方米，未来仍有很大潜力可以挖掘，另外我们预计拥有丰厚土地储备的天津华运项目也将在 2010 年以后形成在售；从商贸物流和市场经营业务看，随着招商工作的深入和宏观经济的逐步回暖，09 年开始，市场经营方面也会出现一定的增长，另外保定及长春项目在 09 年也将实现商铺销售；再考虑 08 年末，仍有 12 万平方米的销售面积未结算，我们认为公司未来三年保持稳定增长是可以期待的，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.35 元、0.42 元和 0.46 元，对应 PE 分别为 18x、15x 和 13.8x，维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

附：财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1438	581	877	889	营业收入	1970	2502	2977	3290
应收款项	338	430	511	565	营业成本	887	1129	1359	1514
存货净额	2987	3794	4026	4448	营业税金及附加	337	427	509	562
其他流动资产	130	165	196	217	销售费用	96	122	145	161
流动资产合计	4899	4969	5611	6119	管理费用	127	162	193	213
固定资产	172	293	393	478	财务费用	21	80	70	69
无形资产及其他	36	34	33	32	投资收益	2	0	0	0
投资性房地产	199	199	199	199	资产减值及公允价值	(11)	(11)	(11)	(11)
长期股权投资	71	71	71	71	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5377	5568	6308	6900	营业利润	493	570	690	760
短期借款及交易性金融	569	0	0	0	营业外净收支	6	0	0	0
应付款项	446	567	675	746	利润总额	500	570	690	760
其他流动负债	1632	2073	2466	2725	所得税费用	146	143	172	190
流动负债合计	2648	2640	3141	3471	少数股东损益	143	163	197	217
长期借款及应付债券	1165	1165	1165	1165	归属于母公司净利润	211	265	320	353
其他长期负债	28	36	44	52					
长期负债合计	1193	1201	1209	1217	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3840	3840	4350	4688		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	446	519	607	703	净利润	211	265	320	353
股东权益	1090	1208	1351	1508	资产减值准备	3	(3)	0	0
负债和股东权益总计	5377	5568	6308	6900	折旧摊销	9	14	32	48
					公允价值变动损失	11	11	11	11
					财务费用	21	80	70	69
					营运资本变动	(1204)	(367)	165	(159)
					其它	61	76	88	97
					经营活动现金流	(911)	(5)	616	349
					资本开支	(164)	(142)	(142)	(142)
					其它投资现金流	(6)	6	0	0
					投资活动现金流	(205)	(136)	(142)	(142)
					权益性融资	2	0	0	0
					负债净变化	665	0	0	0
					支付股利、利息	(117)	(147)	(178)	(196)
					其它融资现金流	702	(569)	0	0
					融资活动现金流	1800	(716)	(178)	(196)
					现金净变动	685	(857)	296	12
					货币资金的期初余额	753	1438	581	877
					货币资金的期末余额	1438	581	877	889
					企业自由现金流	(926)	1	633	377
					权益自由现金流	441	(628)	580	325

资料来源：公司资料和国信证券预测

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

免责声明:

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。