

销售速度加快，09 年营销是关键

谨慎推荐 维持评级

分析师：潘玮 邮箱：panwei@chinastock.com.cn 电话：010-66568212

1. 事件

公司发布 08 年年报和 09 年一季报。08 年全年公司营业收入 10.2 亿元，与 07 年基本持平。归属于上市公司股东的净利润为 1.5 亿元，同比降低 40.4%，基本每股收益 0.3 元，同比降低 40%。每 10 股派发现金股利 0.80 元（含税）。

公司同日公布 09 年一季报，实现营业收入 1.9 亿元，同比下降 72%，基本每股收益 0.12 元。

2. 我们的分析与判断

(1) 对天津土地储备计提 2 亿元跌价准备是公司 08 年业绩下滑的主要因素

公司全年营业收入 10.22 亿元，房地产销售面积 6.23 万平米，销售金额 9.89 亿元，实现净利润 1.5 亿元。

经过对公司所属企业天津市振业房地产公司拥有的天津新开路地块进行测算，测算出该地块的土地价值为 8.93 亿元，鉴于该地块的实际价值低于账面价值约 2.01 亿元，因此在 2008 年度计提了存货跌价准备 2 亿元。考虑递延所得税的影响（税率 25%），实际减少公司净利润 1.5 亿元。该项目的减值准备是 08 年业绩同比下滑的主要因素。天津项目目前正在前期规划设计中，有望通过提高项目附加值，从而减弱土地实际价值下降带来的不利影响。

(2) 08 年新增土地储备 74 万平方米，投资额 9.98 亿元，总储备达 400 万平米。

公司 08 年先后取得深圳龙岗区宝荷路建筑面积 24 万平米土地储备以及西安浐灞生态区建面 50 万平方米的土地使用权，投资额共 9.98 亿元。截止 08 年底，公司土地项目分布全国 7 个城市，共 400 万平方米（建面），已经实现全国化布局。公司项目除天津项目外，成本均比较低，有利于后续的开发和进一步扩大规模。

(3) 09 年项目营销是关键

公司 09 年预计要销售的项目较多。振业城二至四期及五期的 1-7 栋、振业峦山谷花园一期 1-6 栋 09 年 4 月开始预售，惠阳振业城一期 A 组团 09 年 7 月预售。09 年是公司历史上推盘项目最多的一年，营销是关键。据已有的销售情况来看，振业城二三期的别墅销售情况良好，未来四五期的高层住宅的销售将对该项目是一个关键考验。

预计星海名城六期销售率达到 99%，振业中央华府销售率达到 95%，振业城二、三、四期及五期 1-7 栋销售率达到 40%，振业峦山谷一期 1-6 栋住宅销售率达到 40%，惠阳振业城一期 A 组团销售率达到 50%。09 年是公司历史上销售项目最多的一年，几乎全部集中在深圳、惠州地区。结算时间多集中在 09 年下半年和 10 年。

深圳地区房地产市场的率先回暖给公司销售回笼资金创造了良好的条件。09 年 2 月开始，公司的星海名城六期销售情况良好，一季度末已经实现结算 1.9 亿元的收入，是 09 年一季度公司业绩的来源。公司 4 月推盘的振业城二三期也销售火爆，公司在本轮地产回暖行情中充分受益。我们预计，公司 09 年房地产销售业务收入高于之前预计的 16 亿元。预计公司 09、10 年的主营收入分别为 18 亿、21 亿。

（4）转让建业、特皓公司，盘活资产专注主业发展

08 年末，公司持有建业公司 13,778,573 股，持股比例为 15%，初始投资成本 2,670.30 万元；持有特皓公司 9,986,198 股，持股比例为 13.89%，初始投资成本 2,507.20 万元。公司以挂牌方式将该两项资产分别转让给深圳市建业（集团）股份有限公司工会委员会和深圳市特皓投资发展有限公司，转让价格分别为 6,413.47 万元和 6,707.53 万元。2009 年度，公司通过本次股权转让共获得投资收益 7,943.50 万元。转让建业和特皓公司盘活了公司的存量资产，有利于专注房地产开发主业发展。

（5）非公开发行有助于缓解资金压力

公司决定 2009 年采取非公开发行股票方式，向特定对象发行股份数量不超过 15,000 万股（含 15,000 万股）的股票，本次发行募集资金净额不超过 10 亿元，其中 8 亿元拟投入振业城四-五期项目建设，2 亿元用于补充流动资金。该增发如能顺利实行，将大大缓解公司的资金压力，改善资产负债率高的局面。

3. 投资建议

预计公司 09、10 年公司营业收入为 18 亿、21 亿，净利润 4.2 亿元、5.2 亿元。每股收益 0.82 元（11X），0.95 元（9.2X）。若成功增发 1.5 亿股，则每股收益为 0.64 元（13.8X），0.79 元（11X）。公司 RNAV 估值为 8.9 元，公司长期可供开发的资源较多，我们维持长期“谨慎推荐”的投资评级。

附录

表 1 深振业项目储备

项目名称		占地面积 (万㎡)	规划建筑 面积(万㎡)	可售面积(万㎡)			项目现状	开工 时间	竣工 时间
			总计	商业	住宅	总计			
星海六期		—	15.18	0.23	13.9	14.13	已竣工	2005.1	2007.12
星海七期		1.36	10.16	2.79	3.81 (写字楼)	6.6	在建	2007.08	—
振业城一期		19.77	16	0.66	13.44	14.1	已竣工	2004.05	2007.02
振业城二-三期		9.2	7.73	0.21	7.05	7.26	已预售	2007.09	2009.08
振业城四-五期	四期、五期 1 - 7 栋	5.98	23.46	0.1	10.86	10.96	在建	2007.11	2009.08
	五期 8 - 11 栋			0.19	7.42	7.61	缓建	2007.11	2010.12
振业城六-七期		4.09	11.85	0.06	8.71	8.77	规划阶段	2010.09	2012.06
振业峦山谷	1-6 栋	10.1	40.84	2.94	13.06	16	在建	2007.09	2009.09
花园一期	7 - 13 栋			0.06	13.33	13.39	缓建	2007.09	—
振业·中央华府 (原北海宝丽三期)		0.76	2.41	0.37	1.72	2.09	已预售	2007.07	2009.03
南宁项目		2.86	11.09	0	8.6	8.6	报建阶段	—	—
惠阳·振业城 一期及商务中心	A 组团	29.24	9.43	0	2	2	在建	2008.05	2009.09
	B、C 组团 及商务中心			1.72	4.38	6.1	缓建	2008.05	—
惠阳·振业城 二、三期		32.01	82.49	—	—	—	土地平整 阶段	—	—
长沙项目		48.4	87.4	5	77.6	82.6	拆迁阶段	—	—
天津项目		3.48	12.04	—	—	—	前期设计与 报建阶段	—	—
西安浐霸区项目		17.4	50.52	—	—	—	前期筹备	—	—
龙岗新增地块		10.14	24.33	—	—	—	前期筹备	—	—

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

表 2 公司 09 年、10 年可售项目及销售收入预测（万平方米）

项目名称	占地 面积	建筑 面积	可售 面积	09 销 售比率	10 销 售比率	竣工时间	均价 (元)	09 年结 算面积	10 年结 算面积	09 年结 算收入 (万元)	10 年 结算收 (万元)
星海六期		15.2	14.1	32%		2007.12	13000	4.5	0	58500	0
振业城二、三期	9.2	7.73	7.26	40%	60%	2009.08	15000	2.904	4.356	43560	65340
振业城四、五期 1-7 栋	5.98	23.5	11	40%	60%	2009.08	8500	4.384	6.576	37264	55896
振业城五期 8-11 栋			7.61		40%	2010.12	8000	0	3.044	0	24352
峦山谷花园一期 1-6 栋	10.1	40.8	16	40%	50%	2009.09	6500	6.4	8	44800	56000
振业中央华府	0.76	2.41	2.09	95%	5%	2009.03	3500	1.9855	0.1045	6949.25	365.75
惠阳振业城一期 A 组团	29.2	9.43	2	50%	50%	2009.09	4500	1	1	4500	4500
惠阳振业城一期 B、C 组团			6.1		50%	2010	4500	0	3.05	0	13725
合计								21	26	18 亿	21 亿

资料来源：中国银河证券研究所，公司公告

表 3 公司 NAV 估值表格

公司 NAV(万元)	
在建、在售项目	208760
储备项目	218650
物业经营	35000
净负债	12087
NAV	794374
总股本数	507,183,262
每股 NAV	8.9 元

资料来源：银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

房地产行业分析师覆盖股票范围：

A 股：陆家嘴（600663.SH）、张江高科（600895.SH）、华侨城（000069.SZ）、深振业 A（000006，SZ）、万通地产（600246.SH）、深长城（000042.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908