

一季度业绩符合预期

中性 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 09 年一季报, 期内实现营业收入 2.8 亿元, 比上年同比减少 81.2%, 归属母公司股东的净利润为 2522 万元, 同比减少 88.2%。基本每股收益 0.05 元。

2. 我们的分析与判断

(1) 一季度营业收入同比下降归因于期内结算房地产项目减少

期内公司营业收入同比减少 81.2%, 实现基本每股收益 0.05 元。公司 08 年度分配方案为每股现金红利 0.35 元, 转增比例为每 10 股转增 10 股。09 年 4 月 17 日开始, 公司的股本变为 10.14 亿股。公司一季度营业收入同比下降的原因是该季度结算的房地产销售收入较少。公司在公告中还表示, 预计 09 年度中期实现的净利润比 08 年度中期下降 50% 以上, 主要原因是受房地产市场的影响, 下属项目公司产品销售速度放缓, 销售量下降, 可结算的收入和利润水平与 08 年比有所减少。

(2) 三地房地产项目施工进展顺利, 天津项目仍为主

截止一季度末, 公司下属各项目公司的项目进展顺利。北京 09 年在建的是别墅和住宅项目。北京龙山新新小镇苏园二段别墅进行装修中, 新新小镇当前正在销售。由于是别墅项目, 每次推盘的体量较小, 项目特色鲜明, 别墅均价在 20000 元左右。预计 09、10 年分别能产生 2.7 亿和 4.5 亿收入。天竺项目也在施工过程中。公司在天津区的在建项目仍然占最大的比例。五个项目均在建或者销售中。天津红桥区的上游国际项目, 一期已交房入住。二期主体结构施工中, 三期预计马上开工。该项目预计未来两年能产生共 15 亿元的销售收入。公司天津上北新新家园项目 4 月份推出二期新盘。二期正在装修, 三期洋房进程过半, 三期塔楼也已开工。随着上北新新家园地区的周边配套项目的不断完善, 该楼盘的销售有望加快, 为公司回笼更多现金。天津新城国际三期工程已完成 80%, 预计 09、10 年分别结算 5 亿和 7 亿元。天津万通项目作为一个高端项目, 主体结构完成, 该项目为高端项目, 以大户型为主, 均价 16000 元, 预计该项目 10 年开始结算收入, 利润率 60% 左右。成都地区, 香洲项目三期施工收尾, 预计 09 年能够贡献收入。绿岭项目一期在装修过程中, 二期施工阶段, 预计这两个项目在 09、10 年都有部分结算。

(3) 商业地产发展仍是未来看点

公司一直坚持发展高端住宅项目和商业地产项目并重的模式。公司商业物业的定位是开发建设并持有以“万通中心”为核心产品的建筑综合体, 并通过有效利用资本杠杆进行开发, 在持有阶段以前瞻性眼光获取并持有优质物业, 获得稳定的出租收益和物业升值收益, 提升公司的价值。除北京、天津市场外, 公司将开拓人均 GDP 达到 6000 美元以上的城市如上海、杭州等地进行开发。公司的万通中心项目和杭州拱墅区项目是对该战略的有效实施。

3. 投资建议

预计公司 09、10 年的每股收益分别为 0.29 元和 0.45 元; 目前公司 A 股股价为 9.5 元, 对应 09、10 年的市盈率分别为 32 倍和 21 倍。公司当前股价估值合理。未来公司可结算资源较多, 公司发展向来比较稳健, 住宅和商业物业平衡发展。维持目前“中性”的评级。

附录

表 1 万通地产 09、10 年地产开发收入预测

房地产开发收入预测								
	地理位置	产品形态	权益建筑面 积 (万平方米)	均价 (元)	09 年结算 面积 (万平方米)	10 年结算 面积 (万平方米)	09 年结算 收入 (万元)	10 年结算 收入(万元)
北京龙山新新小镇	北京怀柔	别墅	11.04	18000	1.5	2.5	27000	45000
北京天竺项目	北京顺义	住宅	17.7	19000	0	2.6	0	49400
天津新城国际二期	天津经济开发区	住宅	17.72	9000	5.6	0	50400	0
天津新城国际三期	天津经济开发区	住宅	15.04	9500	0	8.23	0	78185
天津上游国际一期	天津红桥区	住宅	7.62	10000	4.8	3	48000	30000
天津上游国际二期	天津红桥区	住宅	7.87	10000	2.1	4	21000	40000
天津万通华府	天津经济开发区	高档住宅	21.5	16000	0	4.35	0	69600
		住宅、高尚						
天津上北新新家园	天津塘沽区	住宅、花园 洋房	24.5	7300	9.054	5.089	66094.2	37149.7
成都香洲	成都	住宅	17	4000	5.135	6.178	20540	24712
成都绿岭	成都	高档住宅/别 墅	20	5500	1.2	4	6600	22000
合计							23.9 亿	39.4 亿
物业出租收入预测							0.4 亿	0.5 亿
主营收入总计							24.3 亿元	39.9 亿元

资料来源：中国银河证券研究所

表 2 公司盈利预测表(百万元)

	2,006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	250.70	2,176	4840.70	2447.74	3974.71
营业成本	151.05	1788.2	2736.32	1579.47	2246.39
营业税金及附加	15.72	248.94	635.59	246.24	521.79
销售费用	15.91	100.76	122.60	61.95	100.65
管理费用	34.37	111.29	156.31	78.98	128.32
财务费用	-8.68	-12.42	0.30	0.15	0.25
投资收益净额	(1.39)	(0.01)	(17.28)	(8.73)	(14.19)
利润总额	47.12	445.83	1216.42	614.61	998.62
所得税	17.97	170.78	385.23	194.64	316.26
净利润	29.15	275.05	831.19	419.97	682.37
减：少数股东损益	0.24	110.11	303.75	153.47	228.50
归属于母公司所有者的净利润	29.39	164	527.44	293.53	453.87
股本(百万股)	254	254	507	1014	1014
全面摊薄每股收益(元)	0.20	0.37	1.04	0.29	0.45

资料来源：银河证券研究所

表 3 房地产行业主要上市公司市盈率

排名	代码	简称	最新日期	最新价格(元)	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
1	000002	万科 A	2009-04-29	8.30	912.60	779.39	22.35	2.79
2	200002	万科 B	2009-04-29	8.00	774.74	92.65	18.97	2.37
3	600048	保利地产	2009-04-29	23.45	575.07	293.46	25.09	4.08
4	600663	陆家嘴	2009-04-29	25.56	477.38	347.13	52.10	5.57
5	000024	招商地产	2009-04-29	23.90	410.43	154.49	30.15	2.73
6	000046	泛海建设	2009-04-29	10.93	247.42	48.59	175.66	3.02
7	000402	金融街	2009-04-29	9.75	241.92	233.70	21.44	1.64
8	600208	新湖中宝	2009-04-29	8.07	227.72	57.28	27.48	4.96
9	600895	张江高科	2009-04-29	14.66	227.04	227.04	42.98	4.37
10	600383	金地集团	2009-04-29	11.22	188.29	184.16	23.52	2.01
11	200024	招商局 B	2009-04-29	11.94	180.60	14.87	13.27	1.20
12	000718	苏宁环球	2009-04-29	10.83	153.67	41.82	29.17	7.49
13	601588	北辰实业	2009-04-29	4.54	152.86	68.10	28.54	1.75
14	600748	上实发展	2009-04-29	13.69	148.31	119.23	44.59	5.63
15	002244	滨江集团	2009-04-29	10.23	138.31	15.96	22.38	4.75
16	600325	华发股份	2009-04-29	16.47	134.57	134.57	20.39	2.90
17	600675	中华企业	2009-04-29	11.28	122.73	84.48	26.13	3.65
18	600246	万通地产	2009-04-29	9.55	96.84	46.65	28.57	3.54
行业均值(整体法)			2009-04-29	0.00	71.74	41.65	30.20	2.94
行业中值			2009-04-29	7.22	35.43	17.42	28.67	3.26

资料来源：中国银河证券研究所

公司 SWOT 分析

附表 1

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 3.6
优势	公司是专业化的地产公司，拥有滨海新区的区位优势，在天津、北京有成功开发商业项目和高档住宅的经验，积累了大量高端优质客户，在北京地区有较强的影响力和信誉度。	分值: 4.5
劣势	公司目前的业绩增长主要依赖于京津地区的经营状况，面临较大的区域性市场风险，一定程度上影响公司。	分值: 3.0
机会	京津地区地理位置独特，在国民经济发展中具有重要的区位优势。	分值: 4.5
威胁	近几年天津地区房地产行业呈现快速发展态势，吸引了万科、金地、金融街等业内龙头企业到天津开发项目，天津地区房地产市场竞争日趋激烈。	分值: 2.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析

附表 2

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	供应商力量较小	分值: 4.5
新进入壁垒	房地产行业进入壁垒一般	分值: 4.5
客户力量	公司在京津地区有优质客户资源，但房地产买房力量日益强大	分值: 4.5
替代产品	公司专注于开发高档住宅房地产，该领域替代品较多	分值: 3.0
竞争对手	行业龙头万科、金地等公司都在天津开发项目，竞争激烈	分值: 3.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

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