

# 项目储备优化 稳健发展可期

## 报告关键点:

- 公司经过多年发展, 实力逐步增强。经过多年耕耘创立了品牌, 通过增发融资大大提升了实力。
- 08年以来成功调整了项目储备结构, 有增有减, 有利于降低经营风险, 巩固了未来稳健发展的基础。
- 西山华府、亿城新天地销售良好, 公司2009年、2010年业绩有保障。
- 公司密切关注增加项目储备的机会, 良好的资金状况、较低的资产负债率, 可以为增加储备提供有力的资金保障。
- 给予增持-A的投资评级。

## 报告摘要:

- 公司经过多年发展, 实力逐步增强。已经打造出地产品牌, 形成了产品线。07年增发融资12亿元。2008年的资产规模、净利润较2005年分别增长了2.5倍、7.8倍。
- 08年以来成功调整了项目储备结构, 有增有减, 新增项目符合“华府”产品线的定位。对项目储备的调整有利于降低经营风险, 巩固了未来稳健发展的基础。
- 西山华府、亿城新天地销售良好, 公司2009年、2010年业绩有保障。西山华府累计签约销售额超过20亿元, 其中大部分预计将在2009年和2010年结算; 亿城新天地一期销售超过90%, 未结部分预计将在2009年结算, 二期09年3月开盘以来签约销售额约3亿元, 预计将在2010年结算。
- 公司密切关注在北京、大连、苏州等地增加项目储备的机会, 如果能在近期继续增加优质项目储备, 内在价值有望进一步提高。公司良好的资金状况、较低的资产负债率, 可以为增加储备提供有力的资金保障。
- 给予增持-A的投资评级。估算每股RNAV为5.00元, 估算09年EPS0.374元。按照每股RNAV给予30%溢价, 按照09年EPS给予26倍市盈率, 对应的目标价分别为6.5元、9.7元, 取二者的平均值, 给予公司股票6个月目标价8.10元。

## 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 2,073.8 | 1,047.1 | 2,249.5 | 2,290.0 | 2,570.0 |
| Growth(%) | 47.4%   | -49.5%  | 114.8%  | 1.8%    | 12.2%   |
| 净利润       | 297.6   | 270.9   | 337.7   | 357.6   | 378.7   |
| Growth(%) | 116.2%  | -9.0%   | 24.7%   | 5.9%    | 5.9%    |
| 毛利率(%)    | 41.1%   | 42.1%   | 33.7%   | 36.3%   | 37.5%   |
| 净利润率(%)   | 14.4%   | 25.9%   | 15.0%   | 15.6%   | 14.7%   |
| 每股收益(元)   | 0.33    | 0.30    | 0.37    | 0.40    | 0.42    |
| 每股净资产(元)  | 2.56    | 2.82    | 3.19    | 3.55    | 3.98    |
| 市盈率       | 20.8    | 22.8    | 18.3    | 17.3    | 16.3    |
| 市净率       | 2.7     | 2.4     | 2.1     | 1.9     | 1.7     |
| 净资产收益率(%) | 12.8%   | 10.5%   | 11.7%   | 11.2%   | 11.8%   |
| ROIC(%)   | 24.6%   | 12.7%   | 12.6%   | 10.7%   | 11.9%   |
| EV/EBITDA | 5.0     | 13.0    | 14.1    | 13.2    | 11.5    |
| 股息收益率     | 0.6%    | 2.0%    | 0.3%    | 0.5%    | 0.6%    |

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

8.10 元

期限: 6 个月 上次预测: 7.00 元

现价: 6.85 元

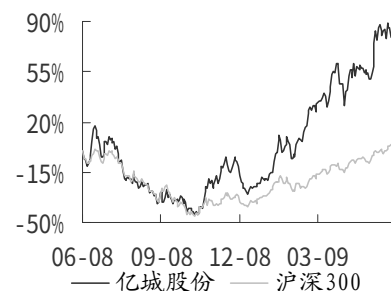
报告日期:

2009-06-25

## 市场数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 总市值(百万元)   | 6,185.04    |
| 流通市值(百万元)  | 5,016.98    |
| 总股本(百万股)   | 902.93      |
| 流通股本(百万股)  | 732.41      |
| 12 个月最高/最低 | 3.08/9.55 元 |
| 十大流通股东(%)  | 23.01%      |
| 股东户数       | 54,319      |

## 12 个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 4.84  | 13.03 | 76.90 |
| 绝对收益 | 18.11 | 42.87 | 81.90 |

## 研究员

陶学明 CFA, 高级行业分析师

0755-82558030 taoxm@essence.com.cn

徐胜利 行业分析师

010-66581636 xusl@essence.com.cn

## 前期研究成果

## 1. 不断捕捉发展机会，公司实力逐步增强

### 1.1. 多年耕耘，打造出京城知名地产品牌

公司在 2000 年 - 2003 年间通过收购股权、资产置换等一系列操作，成为原上市公司“大连渤海”的第一大股东，并将房地产开发业务与资产注入了上市公司。

公司核心管理层大约十年前开始进入房地产开发行业，早期开发的项目集中在北京：

表一 公司 2004 年前开工的项目

| 项目名称         | 位置 | 占地面积  | 总建筑面积 | 开工时间        | 竣工时间        | 物业类型 |
|--------------|----|-------|-------|-------------|-------------|------|
| 碧水云天·颐园一期    | 北京 | 2.92  | 10.68 | 2002 年 07 月 | 2003 年 08 月 | 商品住宅 |
| 碧水云天·颐园二期    | 北京 | 4.43  | 18.92 | 2003 年 02 月 | 2004 年 06 月 | 商品住宅 |
| 卡尔生活馆一期      | 北京 | 9.93  | 11.62 | 2002 年 12 月 | 2004 年 03 月 | 商品住宅 |
| 卡尔生活馆二期      | 北京 | 5.36  | 8.45  | 2003 年 04 月 | 2004 年 09 月 | 商品住宅 |
| 万柳亿城中心       | 北京 | 1.39  | 11.85 | 2003 年 01 月 | 2004 年 10 月 | 写字楼  |
| 三里屯 3.3 项目   | 北京 | 0.61  | 3     | 2003 年 03 月 | 2005 年 06 月 | 商业   |
| 万城华府一期       | 北京 | 5.58  | 6.26  | 2004 年 07 月 | 2005 年 08 月 | 商品住宅 |
| 万城华府二期       | 北京 | 5.87  | 9.52  | 2004 年 10 月 | 2006 年 09 月 | 商品住宅 |
| 万城华府三期       | 北京 | 3.64  | 6.65  | 2004 年 11 月 | 2006 年 10 月 | 商品住宅 |
| 合计(单位: 万平方米) |    | 39.73 | 86.95 |             | —           | —    |

注：三里屯项目后来以在建工程的形态进行了转让。

数据来源：公司披露信息，安信证券研究中心

2004 年 - 2005 年间，公司逐步进入外地市场，主要是天津和苏州两地。2007 年，公司涉足秦皇岛、沈阳市场。

公司着力打造了两条产品路线——“消费升级类”和“民生类”。通过对市场高度认可的“万城华府”项目及“华府”品牌的归纳与提炼，形成了比较成熟的消费升级类产品线——“华府”品牌产品线。公司将正在开发的“西山华府”项目定位于进一步延展“华府”品牌产品线的核心项目，力争在万城华府的基础上，进行复制、改进和提升，在实现西山华府项目价值的最大化的同时，打造出更加成熟的华府品牌产品线。

09 年，公司提出了集中于“实惠高端”产品的战略定位，将逐步退出“民生类”产品（以苏州亿城新天地项目为代表）的开发。

经过多年的耕耘，公司在北京已经建立了品牌优势。公司的代表作之一——“万城华府”项目，2004 年开盘时均价 15000 元/平米，2008 年的均价约为 42000 元/平米。“西山华府”项目在 09 年 4 月、5 月北京单项目签约销售排行榜中排名第 4。

### 1.2. 重视多渠道融资，07 年成功增发

公司重视利用多种方式融资：

07 年成功公开增发，募集资金近 12 亿元。

此前，公司多次利用信托方式融资，支持项目发展。

公司与银行合作关系良好，拥有农业银行等的综合授信。

关于发行公司债的申请 08 年 11 月获得证监会的批准。

### 1.3. 公司实力渐增，资本结构优良

公司资产规模逐年扩大。其中，净资产自 2005 年到 2008 年增加了 2.5 倍，主要是 2007 年增发融资、以及每年盈利滚存所致；存货由 2005 年的 14.4 亿元增加到 2008 年的

36 亿元；股本从 2.83 亿元增加到 6.01 亿元，2009 年上半年又增加到 9.03 亿元。

公司 2008 年末资产负债率 50.3%，低于同行业平均水平。

2009 年一季度末，公司货币资金 7.7 亿元，预收帐款 7.6 亿元，短期借款余额为 0，一年内到期的长期借款余额 5 亿元，长期借款余额 8.2 亿元。资本结构良好。

**表二 公司主要财务状况指标**

| 单位：万元 | 2008 年  | 2007 年  | 2006 年  | 2005 年  | 08 年/05 年增幅 |
|-------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 总资产   | 510,991 | 534,912 | 373,083 | 245,892 | 108%        |
| 净资产   | 254,181 | 230,800 | 82,570  | 71,434  | 256%        |
| 股本    | 60,195  | 40,130  | 31,105  | 28,341  | 112%        |
| 存货    | 360,239 | 254,902 | 233,192 | 144,346 | 150%        |
| 资产负债率 | 50.3%   | 56.9%   | 77.9%   | 70.9%   |             |

数据来源：公司披露信息，安信证券研究中心

**表三 公司主要经营业绩指标**

| 单位：万元  | 2008 年  | 2007 年  | 2006 年  | 2005 年 | 08 年/05 年增幅 |
|--------|---------|---------|---------|--------|-------------|
| 主营业务收入 | 104,708 | 207,376 | 140,729 | 68,060 | 54%         |
| 营业成本   | 60,653  | 122,148 | 92,285  | 49,953 | 21%         |
| 净利润    | 26,773  | 29,479  | 14,508  | 3,013  | 789%        |
| 毛利率    | 42.1%   | 41.1%   | 34.4%   | 26.6%  |             |
| 净利率    | 25.6%   | 14.2%   | 10.3%   | 4.4%   |             |

数据来源：公司披露信息，安信证券研究中心

公司自 2005 年至 2007 年主营收入和净利润呈逐年上升趋势。其中 2008 年度主营收入下降幅度较大，原因之一是合作开发的晨枫家园项目实现的投资收益 1.3 亿元并不体现在主营收入中；其他原因还包括，市场调整影响销售进度、可结算项目数量有限等。

公司毛利率呈逐年上升态势，从 2005 年的 26.6% 上升到 2008 年的 42.1%。其中重点项目万城华府的售价逐年提高是重要原因。

## 2. 08 年以来调整项目储备结构，有效降低经营风险

### 2.1. 07 年增加项目情况

07 年公司增加了数个项目储备：

#### 苏州胥口项目：

2007 年 12 月，公司的子公司北京亿城与苏州翠城投资顾问有限公司联合，以 25,200 万元的价格拍得苏州胥口镇的苏地 2007-B-51 号地块（简称胥口镇项目）。

项目位于苏州市吴中区胥口镇东大街东侧、孙武路南侧；土地交付条件为达到七通一平的净地；建设用地面积约 105,400 平方米，其中居住用地约 60,371.7 平方米，商业用地约 45,028.2 平方米；总建筑面积约 14 万平方米。楼面地价约 1800 元/平米。

北京亿城与苏州翠城按 55%: 45% 的比例成立项目公司，作为胥口镇项目的开发主体。

### 秦皇岛项目：

2007 年，公司子公司北京亿城与北京天行九州投资有限公司等三方签订《股权转让合同》，通过受让秦皇岛天行九州房地产开发有限公司（简称“项目公司”）的股权及债权，取得项目公司所拥有的位于秦皇岛市昌黎县黄金海岸滨海区面积为 897 亩的地块（简称“地块一期”）以及地块二期（约为 2,013 亩土地）相应权益，地块一期与地块二期占地面积合计为 2,910 亩。新增土地储备 24 万平方米，并取得秦皇岛项目相邻地块 2013 亩土地的一级开发权，

### 沈阳棋盘山项目：

2007 年，公司与沈阳棋盘山国际风景旅游开发区土地储备交易中心、沈阳中北基业综合开发有限公司就合作进行沈阳棋盘山国际风景旅游开发区约 1000 亩商住综合用地的一级开发签订了《棋盘山项目土地整理协议》。公司将累计提供土地整理资金 18,000 万元，相应的按 15% 的收益率获得投资回报 2700 万元。

### 北京 CBD 项目（合作开发）：

公司与北京晨枫及北京 CBD 核心区项目开发公司签署了关于合作开发 CBD 核心区项目的《协议书》。

## 2.2. 08 年以来项目储备调整情况

秦皇岛项目：重新签订了合作协议，降低了对于秦皇岛项目公司的持股比例，持股比例降为 51%。公司已经收回了按照以前合作条款支付的购买股权和债权资金的一部分，其余资金将收取资金占用费，并约定了收回的时间。

沈阳棋盘山项目：公司已退出棋盘山项目的开发合作。公司对其没有发生实质性投入。

北京 CBD 项目：2009 年 3 月，公司董事会决议终止对于北京 CBD 项目的合作开发。

苏州胥口镇项目：公司对其有调整意愿。

另外，公司还调整了关于晨枫家园项目合作开发的安排，收回了全部投资收益，本金将在 09 年内收回。

这些调整有助于规避部分项目的开发风险，并将使公司的资金变得相对充裕。

## 2.3. 目前项目储备情况

目前公司项目储备情况：至 08 年末储备面积约 105 万平米，权益储备面积约 87 万平米。

表四 公司项目储备情况

| 单位：万平米 | 权益   | 规划建筑<br>面积 | 可售<br>面积 | 至 08 年末<br>未结算面积 | 至 08 年末<br>权益未结算面积 |
|--------|------|------------|----------|------------------|--------------------|
| 北京亿城天筑 | 100% | 8.36       |          | 2                | 2                  |
| 住宅     | 100% |            |          | 0                | 0                  |
| 商业     | 100% |            |          | 2                | 2                  |
| 天津山水颐园 | 100% | 11.1       |          | 3                | 3                  |
| 住宅     | 100% |            |          | 0                | 0                  |
| 商业     | 100% |            |          | 3                | 3                  |

|          |      |        |     |         |        |
|----------|------|--------|-----|---------|--------|
| 北京西山华府   | 100% | 37.74  | 26  | 25.525  | 25.525 |
| 北区       | 100% | 10.4   | 7.6 | 7.025   | 7.025  |
| 东区       | 100% | 10     | 6.5 | 6.5     | 6.5    |
| 南区       | 100% | 12     | 9   | 9       | 9      |
| 综合楼      | 100% | 4.6    | 3   | 3       | 3      |
| 苏州亿城新天地  | 100% | 34.6   |     | 28.3    | 28.3   |
| 一期       | 100% | 11.6   |     | 5.3     | 5.3    |
| 二期       | 100% | 13.3   |     | 13.3    | 13.3   |
| 三期       | 100% | 9.6    |     | 9.7     | 9.7    |
| 中关村软件园项目 | 100% | 8.26   |     | 8.26    | 8.26   |
| 秦皇岛项目    | 51%  | 24     |     | 24      | 12.24  |
| 苏州胥口项目   | 55%  | 14     |     | 14      | 7.7    |
| 合计       |      | 138.06 |     | 104.885 | 86.825 |

注：未结算面积包括已开工和未开工的面积。对西山华府按照地上可售面积进行了细分计算。

数据来源：公司披露信息，安信证券研究中心

重点项目概况：

#### 北京西山华府项目：

西山华府项目原名西北旺项目、竹园项目，系公司于2005年由北京海开房地产股份有限公司转让取得。项目转让前地块为生地，由公司完成拆迁工作。由于公司开发的高品质、低密度项目万城华府受到市场高度认同，且西山华府的区位、基础条件、客户群体与万城华府项目相似，公司将西山华府确定为华府系列品牌延展的核心项目。

项目位于北京市西北五环外京密引水渠、百望山以东，北侧紧邻马连洼北路，西至马连洼西街（规划中），南至马连洼南路（规划中），东至现状居民楼。项目距离圆明园西路及农大南路1公里左右，东距城铁上地站5公里，可以快捷地到达上地、中关村两个交通中转站。

西山华府用地面积18.75万平方米，规划总建筑面积37.74万平方米，容积率1.52。物业规划以多层、小高层为主。地上面积26万平米，其中住宅22万平米，商业4万平米；地下面积11万平米。

项目针对客户需求，引进人大附中教育资源，成功实现了“华府”品牌的复制与升级。

该项目土地成本约为13亿元。

自2008年5月开盘至2008年12月，实现销售收入7.3亿元。销售均价19000元/平米。

08年项目结算了5000多平米，1.1亿元。从该批次结算收入及结转成本看，毛利率约30%多。

#### 苏州亿城新天地项目：

2005年10月公司以人民币4亿元通过公开拍卖的方式竞得位于苏州工业园区的苏园土拍（2005）06号、07号、08号三宗居住用地。三宗地块占地面积合计为172,811.58平方米，总规划建筑面积约34.6万平方米。折合楼面地价1157元。

项目位于苏州工业园区湖东区域，钟南路与沈浒路交界处，与大型自然生态公园——东沙湖生态公园一路之隔。高层、小高层住宅，户型以70-100平米为主，并带有少量的商铺。



项目针对白领消费群，特别是在工业园区内工作的年轻白领。

08 年一期结算了约 6.3 万平米。

### 3. 09 年迎来发展良机

#### 3.1. 重点项目销售良好

##### 北京西山华府：

北区于 2008 年 5 月开盘，户型以 220 平方米和 290 平方米为主，已竣工；  
东区于 2008 年 9 月开盘，户型以 120 平方米和 170 平方米为主，计划 2009 年底交房；  
南区中 X2X3 已竣工，90 平方米以下小户型；其余部分为 200 平方米以上大户型，计划 2010 年底竣工；  
综合楼尚未开工，计划 2010 年开工，2011 年竣工。

截至 2009 年 5 月 30 日，北区实现签约销售 10.07 亿元，东区实现签约销售约 10.22 亿元，南区 X2X3 实现签约销售 1.67 亿元。

自 2008 年 5 月开盘至 2008 年 12 月，实现销售收入 7.3 亿元。  
2009 年销售计划 18 亿元；截至 5 月 31 日，本年度已完成签约销售约 14.7 亿元。4 月签约销售 4.7 亿元、5 月签约销售 5.5 亿元，均在当月北京单项目签约销售排行榜中排名第 4。

##### 苏州亿城新天地：

一期于 2007 年 9 月开盘，目前销售比例 93%，实现均价 5700 元/平方米，已竣工，08 年结算约 6.3 万平米；  
二期于 2009 年 3 月开盘，截至 2009 年 5 月 30 日，实现签约销售金额约 3 亿元，均价 5300 元/平方米，2008 年开工，计划 2010 年内竣工；  
三期预计 2011 年竣工。

#### 3.2. 增加了符合公司产品定位的项目

公司全资子公司北京亿城房地产开发有限公司于 2009 年 5 月，以 59500 万元竞得京土整储挂（海）【2009】006 号地块。该地块位于北京市海淀区北五环外，中关村软件园。土地用途为住宅、公建，土地面积为 43067.7 平方米，容积率为 1.97，规划建筑面积约 82594.8 平方米。折合楼面价 7200 元/平米。其中住宅售价可能定位在 16000 元/平米，毛利率 30% 以上。

毗邻上地产业园区，同时是软件园内唯一住宅用地，客户明确且有保证；观山景致，共享软件园绿化和配套设施；共享西山华府教育资源。

项目定位为中小户型。在开发进度、销售时间、宣传推广等方面可能会与西山华府项目的进度相衔接。

#### 3.3. 密切跟踪其它土地储备机会

公司一直在密切关注在北京、大连、苏州等地的项目。公司的现金流状况良好，资产负债率较低，可以为增加土地储备提供有力的资金保障。

### 4. 风险因素

#### 4.1. 09 年可结算项目集中度偏高

根据各项目的开发进度和销售进度判断，09 年可结算项目集中于西山华府（北区、东区）、苏州亿城新天地（一期未结部分）。

西山华府南区尚未全部开工。苏州新天地二期在建在售，2010 年交房。  
 亿城天筑住宅已经结算完毕，仅余少量商业现房，2 万平米。  
 天津山水颐园项目住宅部分已经结算完毕，商业部分（3 万平米）暂未开发。

#### 4.2. 毛利率可能较前两年下降

随着高毛利率的万城华府项目结算接近尾声，亿城新天地、西山华府项目成为核心结算资源，公司 2009 年的毛利率可能会下降到 40% 以下。

表五 万城华府历年结算收入及占主营收入比重

| 单位：亿元    | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 万城华府结算金额 | 5.77   | 13.44  | 11.32  | 2.97   |
| 主营收入     | 6.81   | 14.07  | 20.74  | 10.47  |
| 占比       | 84.7%  | 95.5%  | 54.6%  | 28.4%  |

数据来源：公司披露信息，安信证券研究中心

### 5. 投资建议

公司规模适中，资产质地良好，经营策略灵活有效，其较好的项目储备、合理的资本结构，可以为长远发展提供有力支撑。

给予增持-A 的投资评级。估算每股 RNAV 为 5.00 元，估算 09 年 EPS0.374 元。按照每股 RNAV 给予 30% 溢价，按照 09 年 EPS 给予 26 倍市盈率，对应的目标价分别为 6.5 元、9.7 元，取二者的平均值，给予公司股票 6 个月目标价 8.10 元。

**财务报表预测和估值数据汇总**
**单位**      **百万元**      **模型更新时间**      **2009-6-25**

| 利润表               | 2007           | 2008           | 2009E          | 2010E          | 2011E          | 财务指标           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>2,073.8</b> | <b>1,047.1</b> | <b>2,249.5</b> | <b>2,290.0</b> | <b>2,570.0</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 1,221.5        | 606.5          | 1,491.1        | 1,458.2        | 1,606.5        | 营业收入增长率        | 47.4%       | -49.5%      | 114.8%       | 1.8%         | 12.2%        |
| 营业税费              | 231.1          | 112.4          | 123.7          | 148.9          | 167.1          | 营业利润增长率        | 81.5%       | -35.8%      | 47.0%        | 5.9%         | 18.5%        |
| 销售费用              | 38.5           | 36.0           | 67.5           | 68.7           | 77.1           | 净利润增长率         | 116.2%      | -9.0%       | 24.7%        | 5.9%         | 5.9%         |
| 管理费用              | 91.4           | 104.1          | 112.5          | 114.5          | 128.5          | EBITDA 增长率     | 79.9%       | -37.6%      | 42.1%        | 5.6%         | 17.8%        |
| 财务费用              | 55.9           | 19.4           | 22.5           | 22.9           | 25.7           | EBIT 增长率       | 86.0%       | -38.9%      | 45.2%        | 5.7%         | 18.2%        |
| 资产减值损失            | 6.8            | -3.2           | -              | -              | -              | NOPLAT 增长率     | 107.7%      | -18.1%      | 23.5%        | 5.7%         | 18.2%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本增长率        | 58.3%       | 24.7%       | 24.5%        | 6.6%         | 13.1%        |
| 投资和汇兑收益           | 48.6           | 134.4          | 18.0           | -              | -              | 净资产增长率         | 179.5%      | 10.1%       | 13.2%        | 11.4%        | 12.0%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>477.2</b>   | <b>306.3</b>   | <b>450.3</b>   | <b>476.9</b>   | <b>565.2</b>   | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | -13.0          | 2.2            | -              | -              | -              | 毛利率            | 41.1%       | 42.1%       | 33.7%        | 36.3%        | 37.5%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>464.2</b>   | <b>308.4</b>   | <b>450.3</b>   | <b>476.9</b>   | <b>565.2</b>   | 营业利润率          | 23.0%       | 29.3%       | 20.0%        | 20.8%        | 22.0%        |
| 减: 所得税            | 169.4          | 40.7           | 112.6          | 119.2          | 141.3          | 净利润率           | 14.4%       | 25.9%       | 15.0%        | 15.6%        | 14.7%        |
| <b>净利润</b>        | <b>297.6</b>   | <b>270.9</b>   | <b>337.7</b>   | <b>357.6</b>   | <b>378.7</b>   | EBITDA/营业收入    | 26.4%       | 32.6%       | 21.6%        | 22.4%        | 23.5%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | EBIT/营业收入      | 25.7%       | 31.1%       | 21.0%        | 21.8%        | 23.0%        |
| 货币资金              | 1,382.5        | 670.5          | 600.0          | 700.0          | 800.0          | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -              | -              | -              | -              | -              | 固定资产周转天数       | 49          | 97          | 41           | 37           | 29           |
| 应收帐款              | 158.6          | 89.0           | 80.0           | 100.0          | 100.0          | 流动营业资本周转天数     | 259         | 756         | 460          | 527          | 524          |
| 应收票据              | -              | -              | -              | -              | -              | 流动资产周转天数       | 675         | 1,568       | 726          | 766          | 742          |
| 预付帐款              | 547.8          | 122.3          | 200.0          | 300.0          | 300.0          | 应收帐款周转天数       | 5           | 9           | 4            | 6            | 7            |
| 存货                | 2,549.0        | 3,602.4        | 3,711.3        | 4,053.1        | 4,246.6        | 存货周转天数         | 424         | 1,057       | 585          | 610          | 581          |
| 其他流动资产            | -              | -              | -              | -              | -              | 总资产周转天数        | 788         | 1,798       | 826          | 860          | 822          |
| 可供出售金融资产          | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本周转天数       | 320         | 872         | 506          | 569          | 558          |
| 持有至到期投资           | -              | -              | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 76.3           | 23.2           | 30.0           | 30.0           | 30.0           | ROE            | 12.8%       | 10.5%       | 11.7%        | 11.2%        | 11.8%        |
| 投资性房地产            | -              | -              | -              | -              | -              | ROA            | 5.5%        | 5.2%        | 6.5%         | 6.2%         | 7.1%         |
| 固定资产              | 305.5          | 258.7          | 250.0          | 220.0          | 200.0          | ROIC           | 24.6%       | 12.7%       | 12.6%        | 10.7%        | 11.9%        |
| 在建工程              | -              | 0.4            | 0.8            | 1.1            | 1.3            | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 1.9            | 1.8            | 1.8            | 1.8            | 1.7            | 销售费用率          | 1.9%        | 3.4%        | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         |
| 其他非流动资产           | 327.4          | 341.6          | 334.2          | 330.2          | 325.2          | 管理费用率          | 4.4%        | 9.9%        | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>5,349.1</b> | <b>5,109.9</b> | <b>5,208.2</b> | <b>5,736.2</b> | <b>6,004.9</b> | 财务费用率          | 2.7%        | 1.8%        | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         |
| 短期债务              | 75.0           | -              | 60.0           | 60.0           | 60.0           | 三费/营业收入        | 9.0%        | 15.2%       | 9.0%         | 9.0%         | 9.0%         |
| 应付帐款              | 474.8          | 468.7          | 300.0          | 400.0          | 350.0          | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | -              | -              | -              | -              | -              | 资产负债率          | 56.9%       | 50.3%       | 44.7%        | 44.1%        | 40.2%        |
| 其他流动负债            | 907.7          | 816.3          | 967.7          | 1,166.3        | 997.5          | 负债权益比          | 131.8%      | 101.0%      | 80.9%        | 78.9%        | 67.3%        |
| 长期借款              | 1,060.0        | 683.0          | 600.0          | 600.0          | 600.0          | 流动比率           | 2.34        | 2.38        | 2.65         | 2.67         | 3.00         |
| 其他非流动负债           | -              | -              | -              | -              | -              | 速动比率           | 1.05        | 0.47        | 0.51         | 0.57         | 0.66         |
| <b>负债总额</b>       | <b>3,041.1</b> | <b>2,568.1</b> | <b>2,329.7</b> | <b>2,530.0</b> | <b>2,414.9</b> | 利息保障倍数         | 9.54        | 16.82       | 21.02        | 21.82        | 22.99        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>41.5</b>    | <b>46.6</b>    | <b>46.6</b>    | <b>46.6</b>    | <b>91.8</b>    | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 401.3          | 602.0          | 902.9          | 902.9          | 902.9          | DPS(元)         | 0.04        | 0.14        | 0.02         | 0.03         | 0.04         |
| 留存收益              | 1,865.2        | 1,893.3        | 1,929.0        | 2,256.6        | 2,595.3        | 分红比率           | 11.6%       | 45.2%       | 5.9%         | 8.4%         | 10.6%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>2,308.0</b> | <b>2,541.8</b> | <b>2,878.5</b> | <b>3,206.2</b> | <b>3,590.0</b> | 股息收益率          | 0.6%        | 2.0%        | 0.3%         | 0.5%         | 0.6%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润               | 294.8          | 267.7          | 337.7          | 357.6          | 378.7          | EPS(元)         | 0.33        | 0.30        | 0.37         | 0.40         | 0.42         |
| 加: 折旧和摊销          | 14.3           | 16.5           | 12.5           | 12.6           | 12.7           | BVPS(元)        | 2.56        | 2.82        | 3.19         | 3.55         | 3.98         |
| 资产减值准备            | 6.8            | -3.2           | -              | -              | -              | PE(X)          | 20.8        | 22.8        | 18.3         | 17.3         | 16.3         |
| 公允价值变动损失          | -              | -              | -              | -              | -              | PB(X)          | 2.7         | 2.4         | 2.1          | 1.9          | 1.7          |
| 财务费用              | 65.3           | 56.7           | 30.4           | 22.5           | 22.9           | P/FCF          | 736.6       | -9.4        | -10.7        | 238.5        | -611.2       |
| 投资收益              | -48.6          | -134.4         | -18.0          | -              | -              | P/S            | 3.0         | 5.9         | 2.7          | 2.7          | 2.4          |
| 少数股东损益            | -2.8           | -3.1           | -              | -              | 45.2           | EV/EBITDA      | 5.0         | 13.0        | 14.1         | 13.2         | 11.5         |
| 营运资金的变动           | -620.4         | -595.1         | -185.6         | -157.5         | -403.6         | CAGR(%)        | 6.7%        | 16.5%       |              |              |              |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>-237.0</b>  | <b>-445.8</b>  | <b>169.1</b>   | <b>235.6</b>   | <b>58.6</b>    | PEG            | 3.1         | 1.4         |              |              |              |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>7.0</b>     | <b>244.4</b>   | <b>9.1</b>     | <b>-2.1</b>    | <b>-2.1</b>    | ROIC/WACC      | 2.7         | 1.4         | 1.4          | 1.2          | 1.3          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>1,374.8</b> | <b>-510.7</b>  | <b>-260.5</b>  | <b>-152.9</b>  | <b>34.3</b>    | REP            | 0.5         | 1.1         | 1.4          | 1.5          | 1.3          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯



## 作者简介

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA (McGill University)，工学硕士。5-6 年证券研究及房地产行业工作经验。之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。  
 徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；  
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；  
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；  
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

|               |                          |               |                        |
|---------------|--------------------------|---------------|------------------------|
| 朱贤            | 上海联系人                    | 凌洁            | 上海联系人                  |
| 021-67865293  | zhuxian@essence.com.cn   | 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn |
| 梁涛            | 上海联系人                    | 李国瑞           | 上海联系人                  |
| 021-68766067  | liangtao@essences.com.cn | 021-68763872  | ligr@essence.com.cn    |
| 张勤            | 上海联系人                    | 南方            | 上海联系人                  |
| 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn  | 021-68765206  | nanfang@essence.com.cn |
| 周蓉            | 北京联系人                    | 李昕            | 北京联系人                  |
| 010-66581676  | zhourong@essence.com.cn  | 010-66581689  | lixin@essence.com.cn   |
| 马正南           | 北京联系人                    | 潘琳            | 深圳联系人                  |
| 010-66581668  | mazn@essence.com.cn      | 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn  |
| 王远洋           | 深圳联系人                    | 张茜萍           | 深圳联系人                  |
| 0755-82558087 | wangyy3@essence.com.cn   | 0755-82558089 | zhangqp@essence.com.cn |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
 邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
 邮编: 100034