

家底殷实、业绩暴增

——深长城（000042）跟踪报告

要点：我们在 3 月份对公司进行了调研，并从公司拥有丰富资源的角度指出公司 RNAV 估值优势明显，但担心公司项目销售状况而对公司业绩进行了谨慎预计。然而，随着成都天府长城、上海中环墅项目的热销，公司今年的利润有望大幅增长，我们提升公司至“推荐”评级，目标价为 30 元。

- **业绩有望爆发性增长。**天府长城图南多 11 万平米的住宅已经基本售完，上海中环墅销售率已接近 80%，这两个项目在 09 年都具备结算条件，加上天府长城柏南郡的尾盘、东莞长城世家一期等项目，公司 09 年利润将大幅增长，而且上半年已经高度锁定。我们预计公司 2009-2011 年净利润分别为 3.41 亿元、3.25 亿元和 4.42 亿元，EPS 分别为 1.43 元、1.36 元、1.85 元。09 年的 EPS 中，扣除 0.42 元的非经常性损益后，每股经常性收益为 1.01 元。
- **PE 估值优势明显，合理股价 30 元。**公司目前股价为 19.89 元，2009、2010 年的 PE 分别为 15 倍、14 倍，远低于行业重点公司 30 倍、23 倍的平均水平。给予公司 09 年经常性收益 28 倍 PE，对其每股 0.42 元的非经常性损益按 4 倍 PB 估值，则公司合理股价为 30 元，对应 2010 年的 PE 为 22 倍。
- **每股 RNAV 为 24.5 元。**公司沉淀资源丰富且价值非常突出，公司每股 RNAV 为 24.5 元，股价相对 RNAV 仍然折价 20%，是房地产行业为数不多仍然折价的股票，估值优势明显。给予公司 30 元的目标价，相对于 RNAV 也仅溢价 20%，远低于目前重点公司平均溢价 70%的水平。
- **持续增长无需担忧。**公司目前拥有销售类物业的土地储备 223 万平米，其中权益面积 215 万平米，足够未来 5 年开发，而且从各项目开发的进度来看，未来 3 年的节奏匹配较好，在行业不发生大幅波动的情况下，公司业绩完全可以稳定增长。而从公司业绩增长动力来看，目前管理机制已经日趋完善，公司正在实施一定激励程度的“业绩激励”措施，未来有可能进一步实施“股权激励”，这些都将使公司在今后几年业绩能够稳步增长。
- **投资建议：给予公司推荐评级，目标价 30 元。**公司估值优势明显，未来几年能够快速稳定增长，上调公司至“推荐”评级，目标价为 30 元。

分析师

黄清林： 万 知：
☎(86-755) 83515512 ☎(86-10)88366060-8780
✉ huangql@cgws.com ✉ wanz@cgws.com
刘 昆：
☎(86-755) 83516214
✉ liuk@cgws.com

投资评级：推荐（上调）

市场数据

总市值（百万元）	4754
流通市值（百万元）	3401
总股本（百万股）	239
流通股本（百万股）	171
十大流通股（%）	24.3%
股东户数	20984

盈利预测

年份	2009	2010	2011
营业收入（百万）	2036	2999	3671
营业利润（百万）	310	423	585
净利润（百万）	341	325	442
每股收益（元/股）	1.43	1.36	1.85
PE(X)	14	15	10

市场行情



相关报告

RNAV 估值优势明显——深长城调研报告
2009 年 3 月 3 日

独立声明

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。

一、相对估值：合理股价 27 元

1、成都、上海项目销售火爆

成都 天府长城：

天府长城位于成都高新区，整个楼盘建筑面积超过 100 万平米，是成都的超级大盘，目前尚有未结算的资源 75 万平米。分别为 8 号地（柏南郡）、6 号地（图南多）、30 号地、E2 号地（南熙里）、24 号地和 26 号地。除 2005 年拍下的 30 号地楼面地价约为 1020 元/平米外，其它地块楼面地价仅 500 元/平米左右，项目盈利能力突出。

8 号地（柏南郡）：08 年底已经竣工，尚剩余 2.5 万平米的尾盘，09 年 3 月底前已经全部售完，销售均价约为 5800 元/平米，项目将在 09 年结算。

6 号地（图南多）：项目总建筑面积 14.7 万平米，其中住宅 10.9 万平米目前已经基本售完，销售均价约为 6000 元/平米，目前已经竣工，6 月底已具备入伙条件，年内将参与结算。剩余约 3.8 万平米的商业将在 8、9 月份推出，预计售价在 1.5 万元/平米以上，预计明年结算。

其它地块进度：30 号地 08 年底已经开始动工，26 号地目前也已经动工，其中 30 号地将在明年开始贡献利润，26 号地将从 11 年开始贡献利润。

上海 长城中环墅：

长城·中环墅位于张江高科技园区南端，东临孙桥路、北临华夏路、南靠高木桥路，2008 年贯通的中环线浦东段位于小区北侧（华夏中路）。项目占地面积 11.9 万平方米，建筑面积 7.74 万平方米，容积率 0.65。整个社区由联排别墅、双拼别墅组成，其中联排 320 套、双拼 48 套。联排别墅 170 平方米左右、双拼别墅 210 平方米左右、另有一万余平米商业街。是张江高科技园区旁难得的纯别墅社区。

截止 6 月底，已经有 70% 的住宅完成销售并且备案，加上已经签约而未备案的部分，整体销售率应该已接近 80%。目前已售部分的均价为 16700 元/平米（以联排为主），加上双拼（均价 25000 元/平米左右），项目整体均价约 18000 元/平米。项目目前为现房销售，6 月底已经具备入伙条件，保守预计 80% 的联排可以在年内结算，剩余的在明年结算。项目楼面地价仅 3000 元/平米，毛利率高达 54%。

东莞 长城世家一期：

项目位于东莞松山湖区域，占据华南罕有的 72 平方公里松山湖原生资源，总建筑面积 11 万平米，一期 5 万平米，08 年底已经竣工并且结算了 2 万平米，剩余的 3 万平米目前已经基本售完，将在 09 年结算。一期剩余资源以大户型为主，价格为 8500-12000 元/平米，整体均价约 9000 元/平米。

2、房地产结算收入有望快速增长

预计公司 2009-2011 年房地产结算面积分别为 22 万平米、32 万平米、42.5 万平米，结算收入分别为 16.8 亿元、26.3 亿元、32.9 亿元，年增长率分别为 102%、56.5%、25%。

表一：公司 2009-2011 年房地产项目结算情况预计

项目名称	权益	结算面积			销售价格			结算收入		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
成都天府长城 8 号地（柏南郡）	100%	2.53			5800			13207		
成都天府长城 6 号地（图南多）	100%	10.90	3.80		6000	12000		58860	41040	
成都天府长城 30 号地	100%		8.50	3.49		6400	6800		48960	21359
成都天府长城 E2 号地（南熙里）	100%									
天府长城 24 号地	100%									
成都天府长城 26 号地（三期）	100%			7.00			6800			42840
深圳黄金台山庄	90%									
深圳南山项目	100%			6.00			20000			108000
龙华双限房项目	100%		5.30			9800			46746	
东莞长城世家 1 期	100%	3.00			9000			24300		
东莞长城世家 2 期	100%			5.96			10000			53640
惠州数码工业园	100%			5.00			3500			15750
上海 长城中环墅	100%	4.50	3.24		17000	19500		68850	56862	
上海南汇澜溪岸城	100%		4.50	8.00		8200	8800		33210	63360
大连都市阳光 2 期 2 段	100%	1.00			3200			2880		
大连都市阳光 3 期	100%		5.14			3500			16191	
大连都市阳光 4 期、5 期	100%			7.00			3800			23940
大连沙河口项目（海印长城）	100%		1.86			12000			20088	
河源世纪华府	31%	5.00	5.96		3100	3200		14725	18118	
合计（总数）		26.9	38.3	42.5				182822	281215	328889
合计（权益数）		23.5	34.2	42.5				172691	268750	328889
合计（并表数）		21.9	32.3	42.5				168097	263097	328889

数据来源：长城证券

3、业绩将爆发性增长，合理股价为 30 元

业绩预计：预计公司 2009-2011 年的净利润分别为 3.41 亿元、3.25 亿元和 4.42 亿元，EPS 分别为 1.43 元、1.36 元、1.85 元。09 年利润高于 10 年是由于公司退出深圳宝安 26 区旧改项目，获得 1.24 亿元的税前收益所致，扣除该部分非经常性损益，09 年的经常性收益为 1.01 元，也就是说，2010-2011 年净利润的实际增长速度 34.2%、35.9%。而 2009 年，无论是每股 1.43 元的收益，还是扣除非经常性损益后的 1.01 元，相对于 2008 年的 3 分钱，业绩都将呈爆发性增长。

相对估值分析：给予公司 09 年经常性收益 28 倍 PE，对其每股 0.42 元的非经常性损益按 4 倍 PB 估值，则公司合理股价为 30 元，对应 2010 年的 PE 为 22 倍。

表二：公司 2009-2011 年利润预计情况

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	108283	113924	203604	299934	367115
营业收入	108283	113924	203604	299934	367115
利息收入	0	0	0	0	0
营业总成本	105804	112387	172911	258169	308651
营业成本	68832	67904	116105	183485	217974
利息支出	0	0	0	0	0
营业税金及附加	7521	12491	20971	24895	34509
销售费用	4152	5001	8551	11997	13950
管理费用	14720	12188	17510	23995	28268
财务费用	8653	7627	9773	13797	13950
资产减值损失	1926	7175	0	0	0
其他经营收益	21593	973	329	527	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	21593	973	329	527	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
营业利润差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0
营业利润	24072	2510	31022	42292	58463
营业外收支	570	-1118	12360	0	0
利润总额差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0
利润总额	24642	1392	43382	42292	58463
所得税	4288	713	9255	9773	14265
未确认的投资损失	0	0	0	0	0
净利润	20354	679	34127	32519	44198
减：少数股东损益	173	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	20181	679	34127	32519	44198
总股本	23946	23946	23946	23946	23946
EPS（元）	0.84	0.03	1.43	1.36	1.85

数据来源：长城证券

二、绝对估值：每股 RNAV 为 24.5 元

根据各项目的成本和进度，我们对销售类物业采取模拟开发的方式进行了重估，WACC 取 9%，对持有型物业按变现法考虑，公司重估净资产为 58.74 亿元，每股重估净资产为 24.5 元，公司最新股价为 19.9 元，仍然折价 20%，估值优势非常明显。

表三：公司 RNAV 重估情况统计

项目名称	未结算 面积	权益	平均 售价	预计毛 利率	重估增值 (权益)	每股
成都天府长城 8 号地（柏南郡）	2.53	100%	5795	36.62%	1,817	
成都天府长城 6 号地（图南多）	14.70	100%	7551	45.72%	17,006	
成都天府长城 30 号地	11.99	100%	6516	34.68%	8,080	
成都天府长城 E2 号地（南熙里）	4.21	100%	12000	65.65%	8,859	
天府长城 24 号地	22.50	100%	8280	43.71%	20,020	
成都天府长城 26 号地（三期）	19.11	100%	7394	42.97%	16,522	
深圳黄金台山庄	14.22	90%	26734	61.56%	54,093	
深圳南山项目	17.17	100%	14176	41.72%	31,861	
龙华双限房项目	5.30	100%	9800	10.05%	-1,588	
东莞长城世家 1 期	3.00	100%	9000	34.07%	3,059	
东莞长城世家 2 期	5.96	100%	10000	38.62%	6,623	
惠州数码工业园	40.80	100%	4381	22.13%	5,545	
上海 长城中环墅	7.74	100%	18047	53.81%	27,175	
上海南汇澜溪岸城	22.55	100%	8992	35.65%	20,212	
大连都市阳光 2 期 2 段	1.00	100%	3200	20.52%	124	
大连都市阳光 3 期	5.14	100%	3500	17.21%	269	
都市阳光 4 期、5 期	11.95	100%	3966	18.15%	856	
大连沙河口项目（海印长城）	1.86	100%	12000	31.94%	2,140	
河源世纪华府	10.96	31%	3154	25.94%	813	
(1) 销售类物业合计	223				223486	9.33
圣廷苑酒店	8.70	100%	22000	62.00%	52324	
圣廷苑酒店世纪楼	3.00	100%	20000	60.00%	15984	
福田零散商铺	2.00	100%	16000	55.00%	7883	
深圳南山文化中心酒店	5.00	100%	16000	35.00%	12348	
笋岗物流园区（预计面积）	25.00	100%	20000	45.00%	103106	4.31
(2) 持有型物业合计	43.70				191645	8.00
(3) 净资产					172282	7.19
重估净资产: (1)+(2)+(3)					587413	24.53
/总股本数					23946	

数据来源：长城证券

三、投资建议

1、无论是 PE 估值还是 RNAV 估值，优势都非常明显

从 PE 估值来看，公司目前 2009、2010 年的 PE 分别为 14 倍、15 倍，显著低于重点公司平均 30 倍、23 倍的水平。而从 RNAV 估值来看，公司是房地产行业为数不多仍然折价的公司，目前仍然折价 20%。因此，公司估值优势非常明显。

表四：重点公司估值比较

股票简称	最新股价	09EPS	10EPS	09PE	10PE	最新 PB	RNAV	股价/RNAV 折溢价	投资评级
深长城	19.90	1.43	1.36	14	15	2.68	24.53	-19%	推荐
张江高科	16.25	0.44	0.73	37	22	4.90	14.75	10%	谨慎推荐
中国武夷	7.45	0.33	0.54	23	14	2.95	6.50	15%	谨慎推荐
大连友谊	15.56	0.90	1.25	17	12	4.86	11.99	30%	推荐
金融街	14.32	0.51	0.58	28	25	2.41	10.70	34%	谨慎推荐
福星股份	10.76	0.52	0.64	21	17	2.07	7.90	36%	谨慎推荐
华业地产	7.37	0.24	0.33	31	22	2.37	5.30	39%	谨慎推荐
招商地产	33.55	1.04	1.36	32	25	3.88	23.04	46%	推荐
万业企业	10.43	0.47	0.41	22	25	3.48	6.90	51%	谨慎推荐
广宇集团	10.31	0.35	0.38	29	27	4.77	6.80	52%	谨慎推荐
栖霞建设	7.20	0.19	0.26	39	28	2.90	4.45	62%	谨慎推荐
亿城股份	7.99	0.33	0.38	24	21	2.88	4.80	66%	推荐
华发股份	23.25	0.89	1.02	26	23	4.18	12.60	85%	推荐
新湖中宝	12.27	0.34	0.48	36	26	7.54	6.51	88%	谨慎推荐
金地集团	16.90	0.51	0.62	33	27	4.01	8.80	92%	推荐
深振业 A	13.89	0.65	0.68	21	20	4.08	7.20	93%	谨慎推荐
冠城大通	14.29	0.43	0.66	33	22	5.90	7.37	94%	谨慎推荐
万科	13.19	0.43	0.62	31	21	4.51	6.61	100%	推荐
大龙地产	12.87	0.35	0.45	37	29	4.31	6.00	115%	谨慎推荐
滨江集团	16.55	0.48	0.70	35	24	8.03	6.26	165%	推荐
保利地产	28.96	0.92	1.42	32	20	6.71	10.50	176%	推荐
平均				30	23			72%	

数据来源：长城证券（平均数不包括深长城）

2、持续增长问题无需担忧

公司目前拥有销售类物业的土地储备 223 万平米，其中权益面积 215 万平米，足够未来 5 年开发，而且从各项目开发的进度来看，各个项目开发也已经步入佳境，未来 3 年节奏匹配较好，在行业不发生大幅波动的情况下，公司业绩完全可以稳定增长。而且，如果笋岗项目改造顺利的话，2011 年的利润还将高出我们目前的预期，另外，公司三费还有很大的改善空间，这也是公司提升公司利润的一个重要途径。

而从公司业绩增长动力来看，目前管理机制已经日趋完善，公司正在实施一定激励程度的“业绩激励”措施，未来有可能进一步实施“股权激励”，这些都将使公司在今后几年业绩能够稳步增长。

3、上调公司至“推荐”评级

公司估值优势明显，未来几年能够快速稳定增长，上调公司至“推荐”评级，目标价为 30 元。

附表：盈利预测表

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	113924	203604	299934	367115	成长性				
营业成本	67904	116105	183485	217974	营业收入增长	5.2%	78.7%	47.3%	22.4%
销售费用	5001	8551	11997	13950	营业成本增长	-1.3%	71.0%	58.0%	18.8%
管理费用	12188	17510	23995	28268	营业利润增长	-89.6%	1136.1%	36.3%	38.2%
财务费用	7627	9773	13797	13950	利润总额增长	-94.4%	3017.1%	-2.5%	38.2%
投资净收益	973	329	527	0	净利润增长	-96.6%	4928.5%	-4.7%	35.9%
营业利润	2510	31022	42292	58463	盈利能力				
营业外收支	-1118	12360	0	0	毛利率	40.4%	43.0%	38.8%	40.6%
利润总额	1392	43382	42292	58463	销售净利率	0.6%	16.8%	10.8%	12.0%
所得税	713	9255	9773	14265	ROE	0.4%	16.4%	13.5%	15.5%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	3.1%	7.8%	7.9%	11.1%
净利润	679	34127	32519	44198	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	4.4%	4.2%	4.0%	3.8%
流动资产	390848	683390	886219	880065	管理费用/营业收入	10.7%	8.6%	8.0%	7.7%
货币资金	36414	71261	104977	175985	财务费用/营业收入	6.7%	4.8%	4.6%	3.8%
应收帐款	9317	204	300	367	投资收益/营业利润	38.8%	1.1%	1.2%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	51.2%	21.3%	23.1%	24.4%
存货	337957	580526	733941	653922	应收帐款周转率	23.93	808.69	899.29	869.57
非流动资产	164033	160382	157021	153890	存货周转率	0.15	0.18	0.26	0.29
固定资产	17362	14403	11732	9292	流动资产周转率	0.21	0.26	0.34	0.37
资产总计	554881	843772	1043240	1033955	总资产周转率	0.16	0.22	0.29	0.32
流动负债	233677	488442	619291	529707	偿债能力				
短期借款	33750	133750	183750	33750	资产负债率	68.6%	75.3%	76.9%	72.4%
应付款项	36555	62504	98777	117343	流动比率	1.67	1.40	1.43	1.66
非流动负债	147081	147081	183181	219281	速动比率	0.23	0.21	0.25	0.43
长期借款	145630	145630	181730	217830	每股指标（元）				
负债合计	380758	635523	802472	748988	EPS	0.028	1.425	1.358	1.846
股东权益	174123	208249	240769	284967	每股净资产	7.19	8.62	9.98	11.82
股本	23946	23946	23946	23946	每股经营现金流	-1.33	-6.38	0.67	8.65
留存收益	148336	182463	214982	259180	每股经营现金/EPS	-47.0	-4.5	0.5	4.7
少数股东权益	1840	1840	1840	1840	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和权益总计	554881	843772	1043240	1033955	PE	702.2	14.0	14.7	10.8
现金流量表（万元）					PEG	2.32	1.01	0.41	-
经营活动现金流	-31875	-152683	15949	207193	PB	2.8	2.3	2.0	1.7
其中营运资本减少	-89539	-191030	-20949	158364	EV/EBITDA	31.47	18.92	14.42	9.47
投资活动现金流	-2344	-570	-1018	-1500	EV/SALES	5.77	4.15	2.88	1.99
其中资本支出	-3563	-570	-1018	-1500	EV/IC	2.24	1.65	1.53	1.71
融资活动现金流	-4601	100000	86100	-113900	ROIC/WACC	0.38	0.94	0.95	1.33
净现金总变化	-38867	-53253	101031	91793	REP	5.96	1.76	1.61	1.29

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

黄清林: 管理学硕士，注册会计师（CPA），中级经济师，三年大型上市房地产企业投资管理经验，2008年1月加入长城证券，任房地产行业研究员。

万 知: 经济学硕士，一年大型国有房地产企业投资管理经验，出版证券投资专著一本；2008年加入长城证券，任房地产行业研究员。

刘 昆: 管理学硕士，拥有四年证券研究工作经验，具备证券投资咨询资格、期货从业资格；2007年加入长城证券，任房地产行业研究员。

承诺: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明: 本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%； 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间； 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间； 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上； 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间； 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间； 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；
本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>