

业绩暴增、仍存超预期可能

——深长城（000042）中期业绩快报点评

- **事件：中期业绩快报每股 0.58 元。**深长城（000042）于 11 日公布业绩快报，预计上半年净利润 1.4 亿元，每股收益 0.58 元。公告指出，业绩暴增的主要原因是成都天府长城图南多、上海长城中环墅项目结算，以及天府长城柏楠郡、东莞长城世家一期销售良好，收入增加所致。
- **点评：**
- **业绩快报符合我们前期的预计。**我们在 7 月 2 日《家底殷实、业绩暴增》的报告中指出公司今年业绩有望暴增。主要原因是：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，天府长城柏楠郡的尾盘、东莞长城世家一期也将贡献一些利润。因此，公司中期业绩快报符合我们前期的预计。
- **业绩仍存超预期可能。**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。需要指出的是，我们对公司业绩预计采取非常保守的假设，由于公司今年可结算资源较多，同时，费用率也将有一定程度的下降，因此，公司业绩和我们的预计相比，仍存超预期的可能。
- **合理股价 30 元，估值优势仍然明显。**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。公司最新股价 25 元，估值优势明显。从 RNAV 估值来看，每股 RNAV24.5 元，与股价基本相当，远低于重点公司 70%的溢价水平。
- **持续增长无需担忧，笋岗项目已经启动，维持“推荐”评级。**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。而且笋岗仓库项目目前已经启动，最快在 2011 年也可以贡献利润。另外，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。因此，维持公司“推荐”评级。

分析师

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

投资评级：推荐（维持）

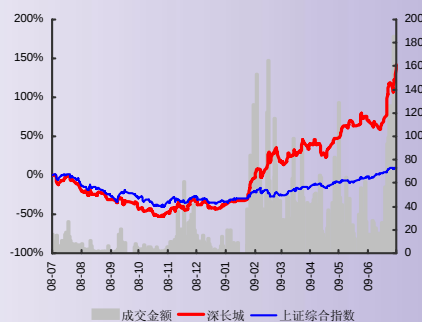
市场数据

总市值（百万元）	5975
流通市值（百万元）	4275
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)	17.5	18	13.5

市场行情



相关报告

家底殷实、业绩暴增——深长城跟踪报告

2009 年 7 月 2 日

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。

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	881.8	17.5	18.4	13.5
现金流量表（万元）					PEG	2.92	1.27	0.51	-
经营活动现金流	-31875	-152683	15949	207193	PB	3.5	2.9	2.5	2.1
其中营运资本减少	-89539	-191030	-20949	158364	EV/EBITDA	37.30	21.65	16.45	11.05
投资活动现金流	-2344	-570	-1018	-1500	EV/SALES	6.84	4.75	3.29	2.32
其中资本支出	-3563	-570	-1018	-1500	EV/IC	2.66	1.89	1.75	2.00
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	7.06	2.01	1.84	1.51

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。

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>