

## 业绩体现在下半年

### 事件

公司公布 2009 年中报，报告期实现营业收入 12.85 亿元，同比下降 36.60%；利润总额 4.08 亿元，同比下降 43.59%；归属于母公司的净利润 2.85 亿元，同比下降 42.17%。实现每股收益 0.17 元。

公司同时发布非公开增发预案：拟增发不超过 3.8 亿股，发行价格不低于 13.40 元/股，募集资金净额不超过 42.69 亿元；投向南京、吉林等共 8 个项目。

### 研究结论

- **业绩符合预期。**受累于房地产行业 2008 年的持续低迷，公司今年上半年可结算资源较少；当期销售没有达到结算确认条件，导致公司中报业绩欠佳；公司中报状况市场已有预期。
- **销售增长较快。**上半年，公司房地产预售面积 44.45 万平方米，比上年同期增长 135.85%；预售金额 17.55 亿元，比上年同期增长 109.83%；销售回款金额 16.76 亿元，比上年同期增长 98.30%。公司预收账款从年初 18.79 亿元增长到 22.86 亿元。
- **资金决定业绩增速。**公司“住宅+大盘+中低价位”的业务模式有较扎实的需求基础。由于上次增发不甚理想，减缓了公司开工的节奏，降低了业绩增长速度。此次增发如能顺利实施，将提升公司业绩增速。
- **维持业绩预测。**即公司 2009 年、2010 年净利润分别为 7.86 亿元、12.77 亿元，同比增速为 47.0%、62.5%；以现有总股本计算，每股收益分别为 0.46 元、0.75 元，对应动态市盈率分别为 35.05 倍、21.57 倍。每股重估净资产为 8.32 元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业销售风险；公司长期战略选择风险。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

魏 博

房地产行业分析师

8621-63325888 × 6078

[weibo@orientsec.com.cn](mailto:weibo@orientsec.com.cn)

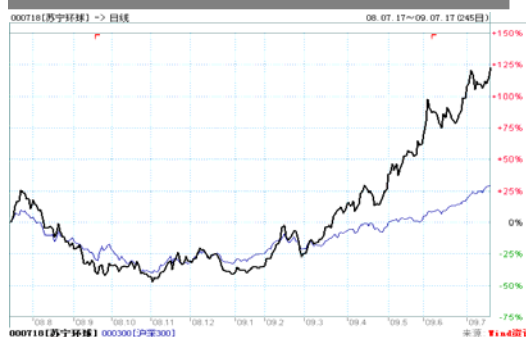
邓宏光

研究主管

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

|                     |                 |
|---------------------|-----------------|
| 股价 (09 年 07 月 17 日) | 16.18 元         |
| 目标价格 (6 个月)         | 18.75 元         |
| 总股本/A 股 (万股)        | 170266/170266   |
| A 股市值               | 275.49 亿元       |
| 国家/地区               | 中国              |
| 行业                  | 房地产             |
| 报告日期                | 2009 年 7 月 21 日 |

### 股价表现



| 评价周期     | 1 个月  | 3 个月  | 12 个月  |
|----------|-------|-------|--------|
| 绝对表现 (%) | 21.47 | 78.51 | 111.26 |
| 相对表现 (%) | 4.88  | 45.88 | 83.71  |

资料来源：WIND

**表：公司增发项目预案（万元）**

| 项目名称            | 项目投资金额   |           | 项目总投资     | 募集资金投入    |
|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|
|                 | 土地款      | 开发投资      |           |           |
| 南京威尼斯三期之九、十街区   | 4299.99  | 80297.05  | 84597.04  | 57400.00  |
| 南京威尼斯十三、十四、十五街区 | 9287.09  | 161476.21 | 170763.30 | 121100.00 |
| 南京威尼斯沿江高层 A 组团  | 1838.78  | 31678.98  | 33517.76  | 22300.00  |
| 南京浦东大厦项目        | 492.28   | 27181.08  | 27673.36  | 19400.00  |
| 南京天润城四期之十二、十四街区 | 27482.49 | 164115.98 | 191598.47 | 122400.00 |
| 南京天华硅谷三街区       | 11586.64 | 37505.39  | 49092.03  | 26500.00  |
| 南京天华绿谷 A 组团     | 5768.00  | 16388.22  | 22156.22  | 10200.00  |
| 吉林天润城三、四街区      | 9529.86  | 64819.92  | 74349.78  | 47600.00  |
| 合计              | 70285.13 | 583462.83 | 653747.96 | 426900.00 |

资料来源：公司资料，东方证券研究所整理

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表（人民币百万元）        |             |              |              |              | 利润表（人民币百万元）     |             |              |              |              |
|----------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度                 | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        | 会计年度            | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| <b>流动资产</b>          | <b>5870</b> | <b>7859</b>  | <b>9746</b>  | <b>12591</b> | <b>营业收入</b>     | <b>2286</b> | <b>3821</b>  | <b>6053</b>  | <b>9005</b>  |
| 现金                   | 735         | 573          | 977          | 1527         | 营业成本            | 1071        | 2110         | 3339         | 4689         |
| 应收账款                 | 53          | 232          | 219          | 452          | 营业税金及附加         | 273         | 406          | 583          | 849          |
| 预付账款                 | 277         | 799          | 904          | 1488         | 营业费用            | 79          | 96           | 151          | 270          |
| 存货                   | 4792        | 5758         | 7336         | 8834         | 管理费用            | 45          | 69           | 109          | 162          |
| 其他                   | 0           | 0            | 0            | 0            | 财务费用            | 6           | 26           | 59           | 81           |
| <b>非流动资产</b>         | <b>372</b>  | <b>367</b>   | <b>392</b>   | <b>414</b>   | 资产减值损失          | 1           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资                 | 0           | 0            | 0            | 0            | 公允价值变动          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产                 | 199         | 176          | 153          | 148          | 投资净收益           | -6          | 0            | 0            | 0            |
| 其他                   | 105         | 105          | 105          | 105          | <b>营业利润</b>     | <b>804</b>  | <b>1115</b>  | <b>1811</b>  | <b>2953</b>  |
| <b>资产总计</b>          | <b>6242</b> | <b>8226</b>  | <b>10137</b> | <b>13005</b> | 营业外收入           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债</b>          | <b>4059</b> | <b>4642</b>  | <b>4979</b>  | <b>5655</b>  | 营业外支出           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款                 | 150         | 73           | 0            | 0            | <b>利润总额</b>     | <b>804</b>  | <b>1115</b>  | <b>1811</b>  | <b>2953</b>  |
| 应付账款                 | 1327        | 1500         | 1800         | 1800         | 所得税             | 220         | 279          | 453          | 738          |
| 预收账款                 | 1879        | 2367         | 2476         | 3152         | 净利润             | 569         | 836          | 1358         | 2215         |
| <b>非流动负债</b>         | <b>200</b>  | <b>1000</b>  | <b>1600</b>  | <b>2200</b>  | 少数股东损益          | 49          | 50           | 82           | 133          |
| 长期借款                 | 200         | 1000         | 1600         | 2200         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>520</b>  | <b>786</b>   | <b>1277</b>  | <b>2082</b>  |
| 其他                   | 0           | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 804         | 1169         | 1900         | 3066         |
| <b>负债合计</b>          | <b>4259</b> | <b>5642</b>  | <b>6579</b>  | <b>7855</b>  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益               | 44          | 94           | 176          | 308          | <b>会计年度</b>     | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 股本                   | 1419        | 1419         | 1419         | 1419         | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积                 | 336         | 336          | 336          | 336          | 营业收入            | 78.9%       | 67.2%        | 58.4%        | 48.8%        |
| 留存收益                 | 185         | 735          | 1629         | 3087         | 营业利润            | 148.4%      | 43.1%        | 62.5%        | 63.1%        |
| 归属母公司股东权益            | 1939        | 2490         | 3383         | 4841         | 归属于母公司净利润       | 152.4%      | 47.0%        | 62.5%        | 63.1%        |
| <b>负债和股东权益</b>       | <b>6242</b> | <b>8226</b>  | <b>10137</b> | <b>13005</b> | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>现金流量表（人民币百万元）</b> |             |              |              |              | 毛利率             | 53.1%       | 44.8%        | 44.8%        | 47.9%        |
| <b>会计年度</b>          | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | 净利率             | 24.9%       | 21.9%        | 22.4%        | 24.6%        |
| <b>经营活动现金流</b>       | <b>454</b>  | <b>-600</b>  | <b>373</b>   | <b>710</b>   | ROE             | 26.8%       | 31.6%        | 37.7%        | 43.0%        |
| 净利润                  | 584         | 836          | 1358         | 2215         | ROIC            | 67.7%       | 49.2%        | 38.4%        | 44.7%        |
| 折旧摊销                 | 15          | 28           | 29           | 32           | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 财务费用                 | 21          | 26           | 59           | 81           | 资产负债率           | 68.2%       | 68.6%        | 64.9%        | 60.4%        |
| 投资损失                 | 1           | 0            | 0            | 0            | 净负债比率           | 7.7%        | 43.1%        | 47.3%        | 45.4%        |
| 营运资金变动               | -208        | -1490        | -1074        | -1618        | 流动比率            | 144.6%      | 169.3%       | 195.8%       | 222.6%       |
| 其他                   | 37          | 0            | 0            | 0            | 速动比率            | 26.6%       | 45.3%        | 48.4%        | 66.4%        |
| <b>投资活动现金流</b>       | <b>-163</b> | <b>-23</b>   | <b>-54</b>   | <b>-54</b>   | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本支出                 | 0           | 21           | 52           | 52           | 总资产周转率          | 0.37        | 0.46         | 0.60         | 0.69         |
| 长期投资                 | 0           | 0            | 0            | 0            | 存货周转率           | 0.22        | 0.37         | 0.46         | 0.53         |
| 其他                   | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标（元）</b>  |             |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b>       | <b>-174</b> | <b>461</b>   | <b>85</b>    | <b>-106</b>  | 每股收益            | 0.31        | 0.46         | 0.75         | 1.22         |
| 短期借款                 | 0           | -77          | -73          | 0            | 每股经营现金流         | 0.27        | -0.35        | 0.22         | 0.42         |
| 长期借款                 | 0           | 800          | 600          | 600          | 每股净资产           | 1.14        | 1.46         | 1.99         | 2.84         |
| 股权筹资额                | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 其他                   | 0           | 0            | 0            | 0            | P/E             | 52.98       | 35.05        | 21.57        | 13.23        |
| <b>现金净增加额</b>        | <b>117</b>  | <b>-162</b>  | <b>404</b>   | <b>550</b>   | P/B             | 14.21       | 11.07        | 8.14         | 5.69         |
|                      |             |              |              |              | EV/EBITDA       | 28.31       | 20.64        | 12.98        | 8.25         |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师承诺

**魏 博：房地产行业分析师**

**邓宏光：研究主管**

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**寿岚

**电话：**021-63325888\*6054

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)