

大有可为的二线龙头

事件

公司公布 2009 年中报，报告期实现营业收入 14.12 亿元，同比增长 35.1%；利润总额 3.34 亿元，同比增长 13.2%；归属于母公司的净利润 2.49 亿元，同比增长 12.8%。实现每股收益 0.31 元。

研究结论

- **中期业绩符合预期。**我们之前对公司全年营业收入及净利润的预测分别为 31.64 亿元、5.51 亿元。考虑到结算的季节因素，公司中期业绩符合预期。上半年，公司实现销售面积 56.85 万平方米，销售金额 22.54 亿元，超过去年全年规模，符合我们此前报告预期。公司预售款已从年初 10.1 亿元增长到中期末的 18.3 亿元。
- **调高全年销售预测至 110 万平米、46 亿元。**我们预测的依据来自于三方面。一是公司所处市场（二三线城市）基本面良好，政策和购买力都对销售形成支撑；二是据我们实地了解，公司 7 月、8 月销售仍保持旺盛；三是公司已经加大下半年开工量和推盘量，公司将全年开工面积由年初的 115.45 万平米调高到 145.09 万平米。
- **产品结构提升是公司成长的另一动力。**市场大部分认识到规模成长是公司业绩的推动力，而产品结构的提升却没有被充分认识。公司上半年销售均价为 3965 元/平米，结算均价为 3796 元/平米，已经分别高出 2007 年 13%、16%。由于公司产品在二三线市场中仍有腾挪提升的空间，预计公司销售均价将进一步提升。
- **融资申请已获批准，助力公司成长。**公司增发申请 7 月通过监管部门审核，预计将于 8 月完成。下半年新开工面积 100 万平米的计划将得以顺利实施，加之良好的销售，预计公司未来三年业绩增速维持在 40%-50%。
- **维持全年业绩预测。**即 2009 年、2010 年净利润分别为 5.51 亿元、8.38 亿元，同比增速为 48.8%、52.2%；EPS 分别为 0.69 元、1.05 元，对应动态市盈率为 24.51 倍、16.12 倍。考虑到公司目前股价为 16.88 元，再融资 12 亿元不需要增发 1.5 亿股，将减少对业绩的摊薄。假设增发 1 亿股，摊薄后 EPS 分别为 0.61 元、0.93 元，对应动态市盈率为 27.57 倍、18.13 倍。以 2010 年 EPS 摊薄前 20 倍摊薄后 22 倍市盈率计算，提高目标价至 20.71 元。维持“买入”评级。
- 风险提示：未知政策风险；行业销售风险；公司实际控制人风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

魏 博

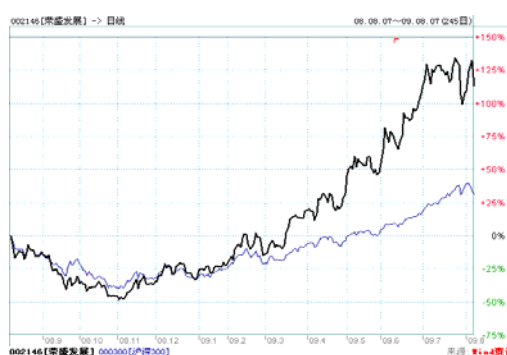
房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 6078

weibo@orientsec.com.cn投资评级 **买入** 增持 中性 减持（维持）

股价（09 年 08 月 7 日）	16.88 元
目标价格（6 个月）	20.71 元
总股本/A 股（万股）	80000/80000
A 股市值	135.04 亿元
国家/地区	中国
行业	房地产
报告日期	2009 年 8 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-0.59	41.68	113.05
相对表现 (%)	-5.55	13.32	69.44

资料来源：WIND

财务预测

	08A	09E	10E	11E
主营业务收入(百)	2029	3164	4468	6489
营业利润(百万)	498	736	1119	1588
净利润(百万)	371	551	838	1190
EBITDA(百万)	507	823	1227	1744
每股收益(元)	0.46	0.69	1.05	1.49
净资产收益率	17.76%	15.83%	22.18%	28.36%
每股经营现金流	-0.28	-0.58	-0.09	0.43
市盈率(X)	36.43	24.51	16.12	11.35
EV/EBITDA(X)	26.68	20.05	14.26	10.62

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

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
流动资产	5991	7937	8812	10591	营业收入	2029	3164	4468	6489
现金	470	756	894	1298	营业成本	1239	1978	2748	4030
应收账款	16	41	40	78	营业税金及附加	135	191	273	360
预付账款	820	977	918	1097	营业费用	36	63	88	130
存货	4514	5894	6596	7299	管理费用	64	112	152	247
其他	103	100	200	500	财务费用	-2	67	88	135
非流动资产	301	320	300	297	资产减值损失	59	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	114	111	107	104	投资净收益	-2	0	0	0
其他	0	0	0	0	营业利润	498	736	1119	1588
资产总计	6292	8258	9111	10888	利润总额	496	736	1119	1588
流动负债	2885	3355	3460	4053	所得税	125	184	280	397
短期借款	84	0	385	609	净利润	371	552	839	1191
应付账款	721	861	238	434	少数股东损益	0	1	2	1
预收账款	1010	1424	1768	1940	归属母公司净利润	371	551	838	1190
非流动负债	1316	1416	1916	2716	EBITDA	507	823	1227	1744
长期借款	1316	1416	1916	2716	主要财务比率				
其他	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
负债合计	4201	4771	5376	6770	成长能力				
少数股东权益	4	5	6	7	营业收入	16.3%	56.0%	41.2%	45.2%
股本	800	900	900	900	营业利润	30.3%	48.3%	52.1%	41.9%
资本公积	608	1708	1708	1708	归属于母公司净利润	30.3%	48.9%	52.1%	41.9%
留存收益	679	873	1169	1588	获利能力				
归属母公司股东权益	2087	3482	3777	4197	毛利率	38.9%	37.5%	38.5%	37.9%
负债和股东权益	6292	8258	9160	10973	净利率	18.3%	17.4%	18.8%	18.4%
现金流量表（人民币百万元）					ROE	17.8%	15.8%	22.2%	28.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	20.3%	28.5%	18.9%	21.2%
经营活动现金流	-220	-468	-69	340	偿债能力				
净利润	371	552	839	1191	资产负债率	66.8%	57.8%	59.0%	62.2%
折旧摊销	14	19	20	21	净负债比率	67.1%	40.7%	60.9%	79.2%
财务费用	0	67	88	135	流动比率	207.7%	236.6%	254.7%	261.3%
投资损失	59	0	0	0	速动比率	47.6%	57.9%	58.2%	68.9%
营运资金变动	-647	-1106	-1017	-1007	营运能力				
其他	-17	0	0	0	总资产周转率	0.32	0.38	0.49	0.60
投资活动现金流	-204	-38	-48	-55	存货周转率	0.27	0.34	0.42	0.55
资本支出	0	37	45	50	每股指标（元）				
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.46	0.69	1.05	1.49
其他	0	0	0	0	每股经营现金流	-0.28	-0.58	-0.09	0.43
筹资活动现金流	602	792	255	119	每股净资产	2.61	4.35	4.72	5.25
短期借款	0	-84	385	225	估值比率				
长期借款	0	100	500	800	P/E	36.43	24.51	16.12	11.35
股权筹资额	0	1200	0	0	P/B	6.47	3.88	3.58	3.22
现金净增加额	178	286	137	404	EV/EBITDA	26.68	20.05	14.26	10.62

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

魏 博：房地产行业高级分析师

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*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn