



管理改善明显、估值优势突出

——深振业（000006）调研报告

2009年7月份，我们对公司进行了实地调研，情况如下：

要点：

- **估值优势明显。**预计公司 2009-2011 净利润分别为 3.5 亿元、4.62 亿元、6.28 亿元，增速分别为 133%、32%、36%。假设公司定向增发价为 10 元，发行股数为 1 亿股，则摊薄后每股 EPS 分别为 0.58 元、0.76 元、1.03 元。公司最新股价为 12.80 元，对应 PE 分别为 22 倍、17 倍、12 倍。公司每股重估净资产 10.45 元，股价相对重估净资产溢价 22%，低于行业内重点公司 60% 的溢价水平。
- **投资亮点突出：**
 - **（1）股权激励计划明显提升管理能力，后续仍将持续改善。**截至 2008 年底，公司成功实施了第一、二期股权激励计划，管理层共获得激励股份 2120 万股。同时，公司在 2009 年 5 月公布了定向增发方案，公司 4 名高管拟认购 200 万股。股权激励以及公司高管的认购行为，很好的将管理层利益与股东利益捆绑在一起，有效的降低了委托代理成本，明显提升了公司的管理能力。
 - **（2）“专注于住宅领域开发”的专业化之路。**公司确立了“专注于房地产开发领域”的发展战略，并开始有计划的从其它行业退出。2007 年，公司顺利完成董酒公司的股权转让。2008 年，公司先后完成了建业公司、特皓公司的股权转让，而振业集团合肥公司和金众集团的股权也正在挂牌转让中。处置完与住宅开发无关的业务和资产后，公司将彻底成为一家“住宅开发的专业公司”，这对于提高公司的管理能力和发展潜力有着深远的意义。
 - **（3）拥有多个毛利率逐步提升的超级大盘。**公司储备项目中，有多个超级大盘，由于这些大盘土地成本较低，而我国的房价仍处于快速上升通道中，因此，地价款财务成本以及开发成本的上升速度仍将低于房价的上涨速度，超级大盘的毛利率也将逐步提升，公司盈利能力在未来也有望不断提升。
- **合理股价为 19 元，提升公司至“推荐”评级。**鉴于公司管理能力良好、业务结构清晰以及持续发展能力无忧，给予公司 2010 年 25 倍 PE 估值，公司合理股价为 19 元，公司最新股价为 12.8 元，还有约 50% 的空间。同时，我们对房地产行业的判断是，房地产上行的趋势仍未结束，目前面临的只是短期调整，并且这种预期中的振荡更应该是买入机会才对，因此，提升公司至“推荐”评级。

分析师

黄清林： 刘 昆：
☎(86-755) 83515512 ☎(86-755) 83516214
✉ huangql@cgs.com ✉ liuk@cgs.com

万 知：

☎(86-10) 88366060 - 8780
✉ wanz@cgs.com

投资评级：推荐（上调）

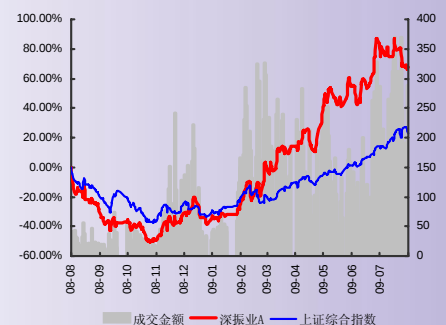
公司数据（09 年一季） 最新股价：12.80 元

公司总股本	50,718 万股
已流通 A 股	49,710 万股
十大流通股东持股比例	30.947%
ROE	3.67%
每股净资产	3.48 元
资产负债率	72.8%
基本每股收益	0.12 元

公司盈利预测

	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,505.6	2,844.3	3,758.7
(+/- %)	47.4%	88.9%	32.2%
净利润(百万元)	349.9	461.9	628.3
(+/- %)	133%	32%	36%
EPS(元) (增发后)	0.58	0.76	1.03
PE(倍)	22	17	12

股价表现



相关报告

经营计划调整、业绩增速放缓——深振业 2008 年中报点评
2008 年 8 月

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。



正文目录

一、投资建议：提升公司至“推荐”评级	3
二、估值与盈利预测	4
2.1 盈利预测:	4
2.1.1 收入预测：房地产未来三年年均增长近 60%	4
2.1.2 盈利预测：09 年增长 100%以上	4
2.2 RNAV 估值：10.45 元	5
三、投资亮点	6
3.1 股权激励计划明显提升管理能力	6
3.2 成就梦想的“专业化之路”	7
3.3 多个毛利率逐步提升的超级大盘	8

图表目录

表一：房地产项目结算及收入预计情况	4
表二：预计公司 2009-2011 年的利润表	5
表三：公司重估净资产情况	6
图 1：深圳三大老牌国有地产企业 ROE 变化情况（%）	7
图 2：三大企业“（营业费+管理费）/营业收入”变化情况（%）	7
表四：公司部分资产转让情况	8
附表一：重点公司盈利预测及估值表	9
附表二：公司未来三年财务数据预测	10



一、投资建议：提升公司至“推荐”评级

1、估值优势明显

（1）PE 估值：预计公司 2009-2011 净利润分别为 3.5 亿元、4.62 亿元、6.28 亿元，增速分别为 133%、32%、36%。假设公司定向增发价为 10 元，发行股数为 1 亿股，则摊薄后每股 EPS 分别为 0.58 元（含非经常性损益 0.10 元）、0.76 元、1.03 元。公司最新股价为 12.80 元，对应 PE 分别为 22 倍、17 倍、12 倍。

（2）RNAV 估值：公司每股重估净资产 10.45 元，股价相对重估净资产溢价 22%，低于行业内重点公司 60%的溢价水平。

2、投资亮点突出

（1）股权激励计划明显提升管理能力，后续仍将持续改善。截至 2008 年底，公司成功实施了第一、二期股权激励计划，管理层共获得激励股份 2120 万股。同时，公司在 2009 年 5 月公布了定向增发方案，公司 4 名高管拟认购 200 万股。股权激励以及公司高管的认购行为，很好的将管理层利益与股东利益捆绑在一起，有效的降低了委托代理成本，明显提升了公司的管理能力，目前来看，这种改善正在持续进行中。

（2）“专注于住宅领域开发”的专业化之路。公司在股权分置改革后，尤其是实施了股权激励计划后，管理层开始更为主动、积极的战略谋划。公司确立了“专注于房地产开发领域”的发展战略，并开始有计划的从其它行业退出。2007 年，公司顺利完成董酒公司的股权转让。2008 年，公司先后完成了建业公司、特皓公司的股权转让，而振业集团合肥公司和金众集团的股权也正在挂牌转让中。处置完与住宅开发无关的业务和资产后，公司将彻底成为一家“住宅开发的专业公司”，这对于提高公司的管理能力和发展潜力有着深远的意义。

（3）拥有多个毛利率逐步提升的超级大盘。公司储备项目中，有多个超级大盘，由于这些大盘土地成本较低，而我国的房价仍处于快速上升通道中，因此，地价款财务成本以及开发成本的上升速度仍将低于房价的上涨速度，超级大盘的毛利率也将逐步提升，公司盈利能力在未来也有望不断提升。其中，惠阳振业城占地 61.3 万平方米，可售面积 88 万平米；长沙浪琴湾用地面积为 48.4 万平米，可售面积 82.6 万平米；深圳峦山谷与宝荷路地块合计占地面积 20.2 万平米，可售面积 53.2 万平米。这几个超级大盘是公司土地储备的主体，整体土地成本非常低廉，平均可售楼面地价约 900 元/平米。

3、合理股价：19 元

鉴于公司管理能力良好、业务结构清晰以及持续发展能力无忧，给予公司 2010 年 25 倍 PE 估值，公司合理股价为 19 元，公司最新股价为 12.80 元，还有约 50%的空间。同时，我们对房地产行业的判断是，房地产上行的趋势仍未结束，目前面临的只是短期调整，并且这种预期中的振荡更应该是买入机会才对，因此，提升公司至“推荐”评级。



二、估值与盈利预测

2.1 盈利预测：

2.1.1 收入预测：房地产未来三年年均增长近 60%

预计公司 2009-2011 年房地产结算收入分别为 14.71 亿元、28.08 亿元、37.2 亿元。

表一：房地产项目结算及收入预计情况

项目名称	权益	结算面积			销售价格			结算收入			项目进度
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
星海六期	100%	4.58			12500			57250			已全部销售
星海七期	100%		3.81			20000			76200		2011 年 4 月竣工
振业城一期	100%	0.22			8500			1870	0		
振业城二-三期	100%	5.45	1.81		15000	16000		81675	28960		09 年 9 月竣工，已售 70%
振业城四-五期 1-7 栋	100%		10.96			10000			109600		09 年 9 月竣工
振业城四-五期 8-11 栋	100%		7.61			12000			91320		10 年 12 月竣工，近期开盘
振业城六、七期	100%										明年开工
振业·峦山谷 1-6 栋	100%		16.00			7200			115200		09 年 9 月竣工，2-3 栋 09 年 5 月预售，其它正在办理预售证
振业·峦山谷 7-13 栋	100%		11.00			8000			88000		2010 年 6 月竣工
宝荷路地块	100%										
惠阳·振业城一期 A 组团	82%		2.00			13500			27000		09 年 7 月预售，9 月竣工
惠阳·振业城一期 B、C 组团	82%		6.10			15000			91500		170 套独栋别墅
惠阳·振业城二、三期	82%										土地平整阶段
长沙项目	80%										拆迁阶段，片区规划正在调整
南宁项目	97%										报建阶段，明年开工
北海宝丽三期	97%	2.09			3000			6270			目前销售率 42%
天津项目	100%										前期设计阶段
泸瀾区地块	100%		5.00			5000			25000		前期筹备，年内开工
合计（权益数）		12.3	30.4	32.4				146899	275900	355550	
合计（并表数）		12.3	30.8	33.5				147065	280760	372020	

数据来源：长城证券

2.1.2 盈利预测：09 年增长 100%以上

预计公司 2009-2011 年的营业收入分别为 15.06 亿元、28.44 亿元、37.6 亿元，净利润分别为 3.5 亿元、4.62 亿元、6.28 亿元，增速分别为 133%、32%、36%。假设公司定向增发价为 10 元，发行股数为 1 亿股，则摊薄后每股 EPS 分别为 0.58 元、0.76 元、1.03 元。

2009 年的预计收益中，包含了转让建业公司 15% 股权获得的 3605 万元税前收益和转让特皓公司 13.89% 股权获得的 3900 万元税前收益，这两项股权转让合计提供



7506 万元的税前收益，税后收益 6004 万元，合计每股 0.10 元。扣除这部分非经常性损益，公司正常损益为 0.48 元。但我们的预计尚未包括正准备挂牌转让的振业集团合肥公司 34.43%的股权和金众集团 4.53%的股权，如果这两项股权也能溢价转让的话，公司 2009 年的 EPS 应该在 0.60 元以上。

表二：预计公司 2009-2011 年的利润表

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	102404	102174	150555	284425	375868
营业收入	102404	102174	150555	284425	375868
利息收入	0	0	0	0	0
营业总成本	81445	87251	114308	223565	287632
营业成本	45359	32550	69443	156441	197048
利息支出	0	0	0	0	0
营业税金及附加	17135	17928	25594	35553	52622
销售费用	2465	2421	4517	7964	9397
管理费用	8082	6453	9485	16497	21049
财务费用	7774	7412	5269	7111	7517
资产减值损失	631	20487	0	0	0
其他经营收益	6992	997	6004	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6992	997	6004	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
营业利润	27951	15920	42251	60860	88236
营业外收支	830	237	0	0	0
利润总额	28781	16157	42251	60860	88236
所得税	4092	1136	7249	13389	21177
未确认的投资损失	0	0	0	0	0
净利润	24689	15021	35002	47471	67059
减：少数股东损益	-533	-1	13	1279	4227
归属于母公司所有者的净利润	25222	15022	34989	46192	62832
总股本	60718	60718	60718	60718	60718
EPS（元）	0.42	0.25	0.58	0.76	1.03

数据来源：长城证券

2.2 RNAV 估值：10.45 元

我们采取假设开发法计算，WACC 取 9%，公司重估净资产为 63.45 亿元，同样假设此次增发 1 亿股，则每股重估净资产为 10.452 元。公司土地储备总量为 370 万平米，平均土地成本约 950 元/平米。RNAV 重估中，未考虑遵义董公寺项目和龙华旧改项目。



表三：公司重估净资产情况

项目	未结算 面积	权益	权益面 积	预计平 均售价	预计毛 利率	重估增值 (权益)	每股
星海六期	4.58	100%	4.58	12500	60.10%	14,812	
星海七期	6.60	100%	6.60	20000	69.75%	28,709	
振业城一期	0.22	100%	0.22	8500	32.96%	256	
振业城二-三期	7.26	100%	7.26	15239	61.64%	28,366	
振业城四-五期 1-7 栋	10.96	100%	10.96	10000	57.90%	24,649	
振业城四-五期 8-11 栋	7.61	100%	7.61	12000	63.13%	19,628	
振业城六、七期	8.76	100%	8.76	13000	61.03%	21,585	
振业·峦山谷 1-6 栋	16.00	100%	16.00	7200	19.04%	4,321	
振业·峦山谷 7-13 栋	13.39	100%	13.39	8000	24.58%	7,259	
宝荷路地块	23.81	100%	23.81	9029	26.45%	14,388	
惠阳, 振业城一期 A 组团	2.00	82%	1.64	13500	63.44%	5,344	
惠阳, 振业城一期 B、C 组团	6.10	82%	5.00	15000	63.53%	16,206	
惠阳, 振业城二、三期	80.00	82%	65.60	13155	60.10%	114,909	
长沙项目	82.60	80%	66.08	7580	41.16%	45,801	
南宁项目	8.60	97%	8.37	6000	21.38%	2,205	
北海宝丽三期	2.09	97%	2.03	3000	23.53%	475	
天津项目	11.44	100%	11.44	12565	12.42%	-1,205	
沪灞区地块	48.00	100%	48.00	5688	36.18%	26,634	
(1) 房地产项目合计	340		307			374341	6.17
(2) 净资产						260,202	4.29
重估净资产: (1) + (2)						634,543	10.45
/总股本						60,718	

数据来源：长城证券

三、投资亮点

3.1 股权激励计划明显提升管理能力

2006 年 1 月，公司实施了股权分置改革，随后通过了股权激励方案。根据该方案，深圳市国资委将其拥有的深振业 A 总股本 6% 的股份，分三年出售给公司管理层，相应的触发条件是 2005-2007 年公司加权平均净资产收益率分别不低于 7%、9%、11%。截至 2008 年底，公司成功实施了第一、二期股权激励计划，管理层共获得激励股份 2120 万股（转送后），同时，鉴于政策环境、经济形势及资本市场发生了重大变化，管理层主动放弃了股权激励计划剩余股份。

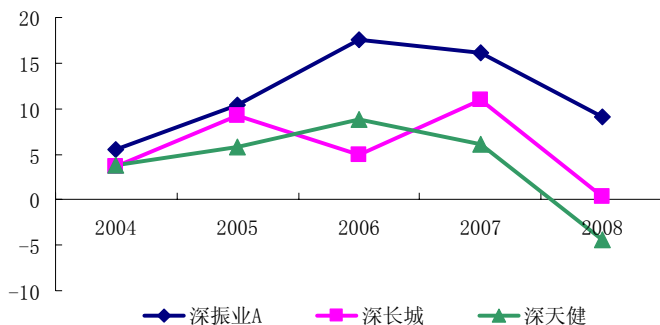
2009 年 5 月 26 日，公司公告定向增发方案，拟向不超过 10 名特定对象发行不超过 1.5 亿股，增发价不低于 7.7 元/股，募集不超过 10 亿元的资金。除大股东深圳市国资委承诺以现金认购不低于本次非公开发行数量的 40%，且认购金额不超过 6 亿元外，公司另外 4 名高管承诺认购 200 万股。公司高管以巨额资金认购公司非公开增



发的股票，体现了管理层对公司未来发展的坚定信心，也将管理层的利益与公司利益捆在一起，给了投资者巨大的信心。

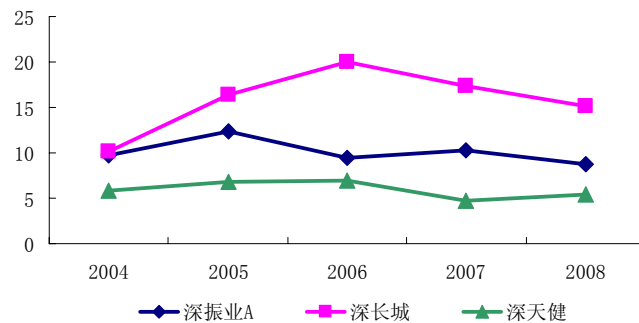
事实上，股权激励实施后，公司在管理上已有明显改善，这可以和深圳国资委旗下其它两家地产公司的对比可以看出。我们认为，随着公司剥离各项辅业并实施“住宅开发”的专业化道路后，管理效率仍将明显提升。

图 1：深圳三大老牌国有地产企业 ROE 变化情况（%）



数据来源：wind、长城证券

图 2：三大企业“（营业费+管理费）/营业收入”变化情况（%）



3.2 成就梦想的“专业化之路”

公司在股权分置改革后，尤其是实施了股权激励计划后，管理层开始更为主动、积极的战略谋划。公司确立了“专注于房地产开发领域”的发展战略，并开始有计划的从其它行业退出。同时，在房地产开发方面，公司也奉行“轻资产化”的战略，将公司定位为整合房地产各开发流程的角色，而对具体的设计、施工、营销等环节则采取外包给专业公司的方式，这样，既减少了公司人员（公司员工仅 200 余人）和管理成本的负担，也提高了各环节的专业化水平。

2007 年，公司顺利完成董酒公司的股权转让，彻底解决了对董酒公司的投资风险，实现了公司处置董酒资产的“以退为进”的战略目标。完成了物业公司的以经营者和员工持股方式进行的改制工作。

2008 年，公司先后完成了建业公司、特皓公司的股权转让，而振业集团合肥公司和金众集团的股权也正在挂牌转让中。

处置完与住宅开发无关的业务和资产后，公司将彻底成为一家“住宅开发的专业公司”，这对于提高公司的管理能力和发展潜力有着深远的意义。在中国地产界，我们都知道万科在上世纪 90 年代做减法的故事。万科在 1988 年上市后，确立多元化的发展战略，但经营却日渐陷入困境。1993 年，公司对之前的发展战略进行了反思并确立了住宅专业化的发展道路，公司从此迅猛发展，不到 10 年的时间，就确立了中国地产龙头老大的江湖地位。因此，我们认为，深振业的“专业化之路”不能小觑，在管理体制、激励机制得到明显改善的情况下，其对公司的发展将有着强大的推进作用。



表四：公司部分资产转让情况

公司名称	股权比例	账面成本 (万元)	转让价格	增加当期收益 (税前)
建业公司	15%	2670.3	6413.5	3605.4
特皓公司	13.89%	2507.2	6707.5	3900.7
振业集团合肥公司	34.43%	1,225		
金众集团	4.53%	1342.9		

数据来源：公司公告、长城证券

3.3 多个毛利率逐步提升的超级大盘

公司储备项目中，有多个超级大盘，由于这些大盘土地成本较低，而我国房价仍处于快速上升通道中，因此，地价款财务成本以及开发成本的上升速度仍将低于房价的上涨速度，超级大盘的毛利率也将逐步提升，公司盈利能力在未来也有望不断提升。在公司历史开发的楼盘中，如深圳星海名城，占地面积 30 万平米，总建面 80 万平米，土地成本约 1100 元/平米，六期售价已达 1.3 万元/平米，毛利率高达 60%。同样，横岗振业城也享受了这种超级大盘持续开发带来的巨大土地升值收益，项目占地 41.7 万平米，总建面 54 万平米，05 年一期开盘的别墅约 9000 元/平米，09 年 5 月份联排别墅已达 18000 元/平米，而土地成本不到 1000 元/平米。

惠阳振业城：项目紧邻淡水及惠州城区，从振业城驾车，至淡水出口 5 分钟；从深圳到惠阳，直线距离仅有 38 公里；至龙岗区 25 分钟，至盐田区 30 分钟，至布吉关 35 分钟，至梅林关 40 分钟，至南头关 50 分钟。项目占地面积 61.3 万平方米，可售面积 88 万平米，总建筑的面积为 91.9 万平方米。产品类型将以别墅为主，主要包含独栋、双拼、联排、叠加、高层及其他公建配套。目前正在销售的一期 A 组团占地面积 8 万平米，总建面 2.5 万平米，共有 60 套独栋高端别墅，目前已销售 80%，均价 1.3 万元/平米，后续 20% 售价将会有所提高。单位土地成本仅约 100 元/平米，项目毛利率在 60% 左右。

长沙项目：项目位于岳麓区天顶乡清水村、燕联村，东临雷锋大道，南临规划路，北临枫林路(长宁公路)、航天 068、清水村，西临长沙市麓山城建投资公司。地处城市二、三环之间，与汽车西站为邻，北与“麓谷”产业基地相连。项目用地面积为 48.4 万平米，总建筑面积 87.4 万平米，可售面积 82.6 万平米。由于政府有意将该片区打造为商务、政务中心，因此片区规划还处在调整之中。项目目前周边别墅售价在 6000-9000 元/平米，普通住宅在 3500-4000 元/平米，而项目的综合土地成本仅约 550 元/平米，预计毛利率在 40% 以上。

峦山谷与宝荷路地块：峦山谷项目与宝荷路项目紧挨在一起，而且片区内目前无其它楼盘在开发，因此，这两个项目可以看做是一个超级大盘。其中，峦山谷是公司在 2006 年 9 月拍得，占地 10.1 万平米，可售面积是 29.4 万平米，可售楼面地价 2620 元/平米，峦山谷 1 期目前的售价在 7200-7500 元/平米。宝荷路地块是公司 2008 年 4 月拍得，占地面积 10.13 万平米，可售面积 23.8 万平米，可售楼面地价约 2900 元/平米。峦山谷一期预计毛利率 18%，销售净利率 4% 左右，但随着时间后延，毛利率将逐步提升至 30% 甚至更高的水平，预计项目整体毛利率为 26%。



附表一：重点公司盈利预测及估值表

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	22.30	1.43	1.36	16	16	3.01	24.53	-9%	推荐
深振业 A	12.79	0.58	0.76	22	17	3.76	10.45	22%	推荐
大连友谊	16.16	0.81	1.14	20	14	5.20	12.30	31%	推荐
招商地产	30.88	1.04	1.36	30	23	3.57	23.04	34%	推荐
亿城股份	6.76	0.33	0.38	20	18	2.44	4.80	41%	推荐
华发股份	20.24	0.89	1.02	23	20	3.64	12.60	61%	推荐
金地集团	16.81	0.51	0.62	33	27	3.99	8.80	91%	推荐
万科	12.75	0.43	0.62	30	21	4.06	6.61	93%	推荐
滨江集团	15.58	0.48	0.70	33	22	7.56	6.26	149%	推荐
保利地产	26.42	0.92	1.42	29	19	4.25	10.50	152%	推荐
冠城大通	14.26	0.43	0.66	33	22	5.80	7.37	93%	谨慎推荐
栖霞建设	7.58	0.19	0.26	41	30	3.05	4.45	70%	谨慎推荐
张江高科	15.57	0.44	0.73	35	21	4.70	14.75	6%	谨慎推荐
大龙地产	15.24	0.35	0.45	44	34	5.11	6.00	154%	谨慎推荐
中国武夷	8.03	0.33	0.54	24	15	3.18	6.50	24%	谨慎推荐
华业地产	8.02	0.24	0.33	33	24	2.58	5.30	51%	谨慎推荐
万业企业	10.72	0.47	0.41	23	26	3.57	6.90	55%	谨慎推荐
金融街	13.61	0.51	0.58	27	24	2.35	10.70	27%	谨慎推荐
新潮中宝	12.59	0.34	0.48	37	26	7.47	8.65	46%	谨慎推荐
福星股份	9.74	0.52	0.64	19	15	1.86	7.90	23%	谨慎推荐
广宇集团	10.40	0.35	0.38	30	27	4.48	6.80	53%	谨慎推荐

数据来源：长城证券



附表二：公司未来三年财务数据预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	102174	150555	284425	375868	成长性				
营业成本	32550	69443	156441	197048	营业收入增长	-0.2%	47.4%	88.9%	32.2%
销售费用	2421	4517	7964	9397	营业成本增长	-28.2%	113.3%	125.3%	26.0%
管理费用	6453	9485	16497	21049	营业利润增长	-43.0%	165.4%	44.0%	45.0%
财务费用	7412	5269	7111	7517	利润总额增长	-43.9%	161.5%	44.0%	45.0%
投资净收益	997	6004	0	0	净利润增长	-40.4%	132.9%	32.0%	36.0%
营业利润	15920	42251	60860	88236	盈利能力				
营业外收支	237	0	0	0	毛利率	68.1%	53.9%	45.0%	47.6%
利润总额	16157	42251	60860	88236	销售净利率	14.7%	23.2%	16.2%	16.7%
所得税	1136	7249	13389	21177	ROE	9.0%	11.6%	13.2%	15.1%
少数股东损益	-1	13	1279	4227	ROIC	12.4%	22.4%	-20.1%	-10.4%
净利润	15022	34989	46192	62832	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	2.4%	3.0%	2.8%	2.5%
流动资产	516448	1030679	1799475	2177917	管理费用/营业收入	6.3%	6.3%	5.8%	5.6%
货币资金	15579	460399	990535	1354973	财务费用/营业收入	7.3%	3.5%	2.5%	2.0%
应收帐款	57	151	284	376	投资收益/营业利润	6.3%	14.2%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	7.0%	17.2%	22.0%	24.0%
存货	492490	555541	782204	788193	应收帐款周转率	984.55	692.24	861.51	869.57
非流动资产	75696	75894	76270	77207	存货周转率	0.06	0.10	0.20	0.20
固定资产	2812	3016	3399	4342	流动资产周转率	0.13	0.11	0.14	0.14
资产总计	592144	1106573	1875745	2255124	总资产周转率	0.12	0.10	0.14	0.14
流动负债	297089	676516	1473717	1861537	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	71.7%	72.6%	81.3%	81.5%
应付款项	16598	35411	79774	100481	流动比率	1.74	1.52	1.22	1.17
非流动负债	127286	127286	51786	-23714	速动比率	0.08	0.70	0.69	0.75
长期借款	127000	127000	51500	-24000	每股指标（元）				
负债合计	424375	803802	1525504	1837823	EPS	0.247	0.576	0.761	1.035
股东权益	167769	302771	350242	417301	每股净资产	2.64	4.86	5.62	6.66
股本	60718	60718	60718	60718	每股经营现金流	-2.25	5.69	9.99	7.27
留存收益	109484	234473	280665	343497	每股经营现金/EPS	-9.1	9.9	13.1	7.0
少数股东权益	7567	7580	8858	13085	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和权益总计	592144	1106573	1875745	2255124	PE	50.7	21.8	16.5	12.1
现金流量表（万元）					PEG	0.83	0.64	0.46	-
经营活动现金流	-136412	345331	606389	441360	PB	4.8	2.6	2.2	1.9
其中营运资本减少	17214	310016	558542	373815	EV/EBITDA	19.73	21.26	11.91	7.67
投资活动现金流	-884	-511	-753	-1422	EV/SALES	8.70	5.91	2.86	1.96
其中资本支出	-1476	-511	-753	-1422	EV/IC	3.00	-1102.12	-1.55	-0.84
融资活动现金流	93181	100000	-75500	-75500	ROIC/WACC	1.34	2.43	-2.18	-1.12
净现金总变化	-44142	444820	530136	364437	REP	2.24	-454.47	0.71	0.75

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源：长城证券



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。

刘 昆: 管理学硕士，五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；2006年加入长城证券，任房地产行业研究员。

万 知: 经济学硕士，一年大型上市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。

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	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
行业评级	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	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；
	回避	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。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

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>