

深振业 A

000006

增持/ 维持评级

股 价	2009/08/11
RMB12.82	

基础数据

总股本（百万股）	507
流通 A 股（百万股）	497
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	6373

财务数据

市净率 (X)	3.53
TRACING P/E (X)*	281.59
EPS (元)	0.21
股息率 (%)	0.62

*最近四季盈利计算。

相关研究

分析师
鱼晋华
 (0755) 8249 2232
 yujinhua@lhqz.com
胡栋亮
 (0755) 8208 0004
 hudl@lhqz.com

供应充足，持续受益市场回暖

--09 年中报点评

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1021.7	479.0	2096	3625	4926
(+/-%)	-0.2	-40.9	105	73	36
归属母公司净利润(百万元)	150.2	108.5	358	371	400
(+/-%)	-40.4	-54.0	138	4	8
EPS(元)	0.30	0.21	0.71	0.73	0.79
P/E(倍)	43.3	59.9	18.16	17.51	16.27

■ 公司今日披露 09 年中报：上半年公司完成营业总收入 4.8 亿，较上年同期减少 40.9%；实现营业利润 1.2 亿，较上年同期减少 57.7%；实现归属母公司所有者的净利润 1.1 亿，较上年同期减少 54.0%。实现每股收益 0.21 元，与预期基本相符。

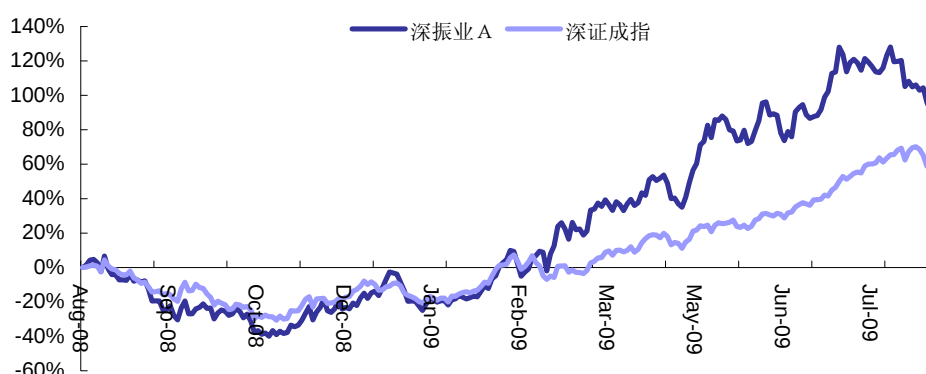
■ 公司营业收入同比出现较大幅度下滑的原因主要在于去年同期星海六期集中结算，而今年重点在售项目振业城和峦山谷均未达到结算条件所致。由于去年的降价促销，公司结算毛利率有所下滑。三项费用率则由于集中推盘和收入下降等因素出现了骤升。毛利率的下滑和三项费用率的上升致使公司营业利润下降幅度明显超过了收入的降幅。

■ 在市场回暖超预期的背景下，公司上半年也取得了不错的销售业绩。截至目前，公司重点推售的振业城和峦山谷批次销售率已达到 75% 左右。公司资金流入大幅增加，报告期末现金余额达到了创纪录的 9.9 亿，剔除预收款后的资产负债率也从年初的 70.3% 下降至 65.3%。

■ 随着振业城四五期的即将推出和峦山谷新批次的获取，预计下半年公司推盘量将更大，将持续受益市场的回暖。虽然在上半年，我们预计的约 21 亿收入中仅锁定 53%，但公司还是存在很大的超预期可能。

■ 维持增发摊薄后 09-10 年 EPS 分别为 0.55 元和 0.56 元，对应动态 PE 均为 23 倍。假定房价不变，贴现率为 8.95%，测算公司 09 年底 NAV 为 9.77 元/股，P/NAV=1.3。公司估值水平较低加上持续受益市场，维持增持评级。

最近 52 周股价表现



业绩下滑缘自去年同期星海六期集中结算

公司今日披露 09 年中报：上半年公司完成营业总收入 4.8 亿，较上年同期减少 40.9%；实现营业利润 1.2 亿，较上年同期减少 57.7%；实现归属母公司所有者的净利润 1.1 亿，较上年同期减少 54.0%。实现每股收益 0.21 元，与预期基本相符。

公司营业收入同比出现较大幅度下滑的原因主要在于去年同期星海六期集中结算 4.22 万平方米，结算金额高达 7.2 亿，而今年重点在售项目振业城和峦山谷均未达到结算条件所致。上半年结算主要来自星海六期和振业城一期的尾盘以及振业中央华府三个项目。

上半年公司结算毛利率 53.7%，相比去年同期的 67.4%有所下降，原因主要在于去年的降价销售使得重点结算项目星海六期毛利率有所降低，同时今年另一重点结算项目北海中央华府毛利率仅 36.9%，远低于星海六期水平。结算毛利率的下滑导致了公司土地增值税支出的下降，使得公司主营税金率比去年下降了 3.4 个百分点。

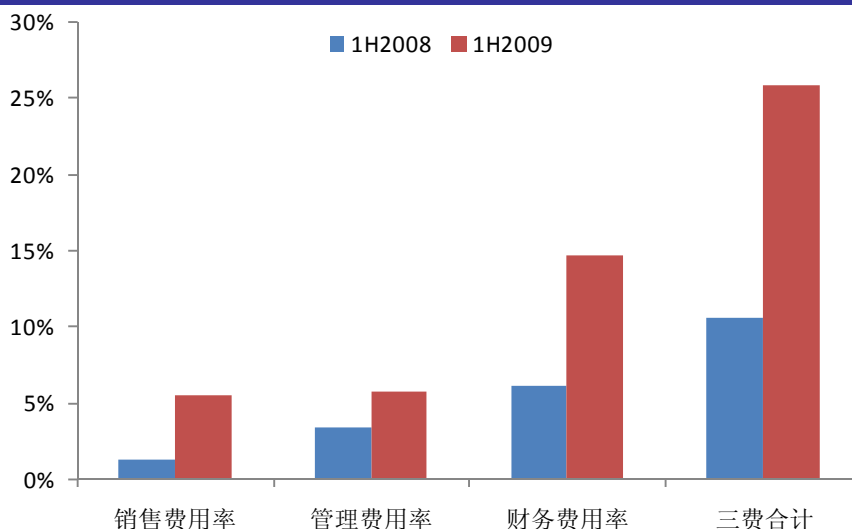
表 1、上半年项目结算毛利率同比有所下滑

2008H1				2009H1			
结算项目	营业收入	营业成本	毛利率	结算项目	营业收入	营业成本	毛利率
振业城一期	3,434	1,230	64.2%	振业城一期	1,355	584	56.9%
星海六期	72,427	22,336	69.2%	星海六期	37,076	15,190	59.0%
				中央华府	7,993	5,043	36.9%
合计	79,529	25,472	68.0%		46,536	21,028	54.8%

数据来源：公司公告，联合证券研究所

注：合计毛利率未考虑一些零星项目的结算，导致结果与报告期公司总体毛利率水平略有出入

图 1、公司三项费用率大幅增加



数据来源：公司公告，联合证券研究所

三费方面:

上半年公司销售费用支出大幅增加, 销售费用率比去年同期增加了 4.3 个百分点, 销售费用骤升的原因主要在于上半年公司项目的集中推售; 管理费用支出与去年同期基本持平, 不过由于结算收入的下降, 管理费用率也比去年同期增加了 2.4 个百分点; 财务费用支出也有上升, 原因在于报告期内公司银行贷款的增加。最终, 公司三费合计达到 25.8%, 相比去年增加了 15.3 个百分点。

公司上半年通过转让建业和特皓的股权获得投资收益 7506 万元, 但毛利率的下降和三费的上升还是使得公司营业利润下降幅度明显超过了收入的降幅。

供应充足, 持续受益市场回暖

今年是公司的集中推盘年, 将极大受益市场的超预期回暖, 这在上半年公司的销售业绩中已经很好的得到了体现。

深圳是公司推盘的重点区域, 主要推售项目包括振业城二至五期和峦山谷, 从目前已经推出的振业城二三期和峦山谷项目来看, 销售状况良好, 其中二三期住宅项目销售率已达到 75%, 商业销售率达到 100%, 峦山谷在售批次销售率也达到了 74%。据了解, 振业城四五期高层项目将于近期推出, 加上峦山谷新批次的获取, 公司下半年推盘量预计还将超过上半年, 将持续受益市场的回暖。

在市场回暖超预期的背景下, 公司也上调了所有在售项目的销售目标。

表 2、公司重点在售项目销售情况

项目	批售时间	类型	批售套数	批售面积	已售套数	销售率
振业城二-三期	2009-03-23	住宅	297	n.a.	223	75%
		商业	8	n.a.	8	100%
振业城四-五期	2009-03-23	住宅	398	n.a.	0	0%
		商业	15	n.a.	0	0%
峦山谷	2009-04-13	住宅	514	40,253	381	74%
		商业	5	23,673	0	0%
	2009-07-31	住宅	1180	89,624	0	0%
		商业	78	5,484	0	0%
合计			2495	343,142	612	25%

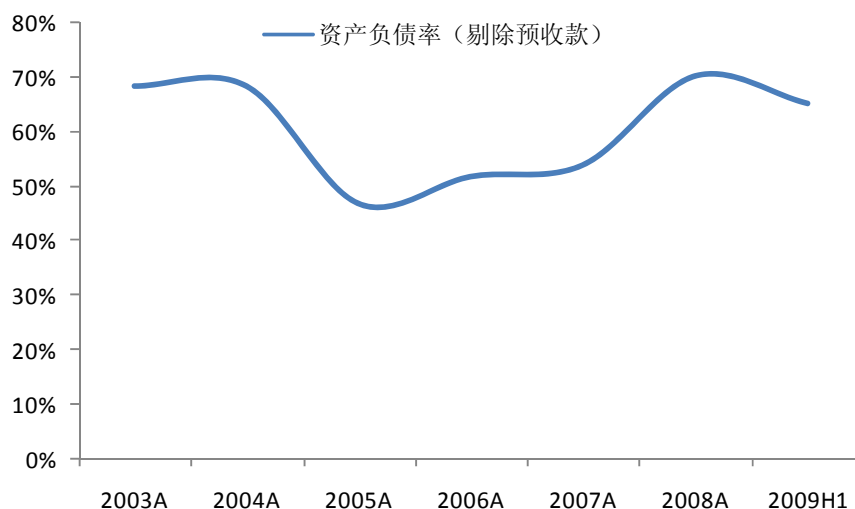
数据来源: 深圳市国土资源和房产管理局, 联合证券研究所

上半年公司“销售商品、提供劳务收到的现金”为 10.3 亿, 远超过去年同期 1.1 亿的水平, 期末公司货币资金余额也达到了创记录的 9.9 亿, 资金压力得到了极大的缓解, 剔除预收款后的资产负债率从年初的 70.3% 下降至 65.3%, 在下半年推盘量继续加大的情况下, 预计公司财务状况将得到持续改善。

此外, 公司还将非公开发行股票不超过 1.5 亿股, 发行价格不低于 7.7 元/股, 若发行通过, 更将扩充公司的资金实力。

截至报告期末, 公司预收款余额为 6.3 亿, 加上上半年 4.8 亿营业收入, 我们预计的约 21 亿收入中已锁定 53%。虽然从锁定率上来看并不高, 不过考虑到下半年推盘量的加大, 公司还是存在很大的超预期可能。

图 2、资产负债率高位回落



数据来源：公司公告，联合证券研究所

维持增持评级

维持公司 09-10 年 EPS 分别为 0.71 元和 0.73 元，增发摊薄后 EPS 分别为 0.55 元和 0.56 元，对应动态 PE 均为 23 倍。假定房价不变，贴现率为 8.95%，测算公司 09 年底 NAV 为 9.77 元/股，P/NAV=1.3。公司估值水平较低加上持续受益市场，维持增持评级。

表 3、三大表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	5164	6475	6812	7931	营业收入	1022	2105	3615	4926
现金	156	421	565	2478	营业成本	325	1113	2364	3455
应收账款	1	2	3	4	营业税金及附加	179	386	460	477
其他应收款	59	120	210	285	营业费用	24	46	77	103
预付账款	24	24	24	24	管理费用	65	94	125	146
存货	4925	5907	6009	5139	财务费用	74	87	100	120
其他流动资产	0	2	2	1	资产减值损失	205	0	0	0
非流动资产	757	960	938	916	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	81	28	28	28	投资净收益	10	79	10	10
固定资产	28	22	16	10	营业利润	159	458	500	634
无形资产	0	-2	-3	-3	营业外收入	5	6	6	6
其他非流动资产	648	911	896	881	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	5921	7435	7750	8848	利润总额	162	463	505	639
流动负债	2971	3340	3154	3669	所得税	11	95	118	169
短期借款	0	320	0	0	净利润	150	367	386	470
应付账款	166	334	709	1037	少数股东损益	-0	7	17	70
其他流动负债	2805	2686	2445	2632	归属于母公司净利润	150	361	369	400
非流动负债	1273	2090	2291	2488	EBITDA	256	554	608	763
长期借款	1270	2070	2270	2470	EPS (元)	0.30	0.71	0.73	0.79
其他非流动负债	3	20	21	18					
负债合计	4244	5430	5444	6156	主要财务比率				
少数股东权益	76	82	100	169		2008	2009E	2010E	2011E
股本	507	507	507	507	成长能力				
资本公积	494	494	494	494	营业收入	-0.2%	106.0%	71.7%	36.3%
留存收益	601	921	1205	1521	营业利润	-43.0%	187.9%	9.1%	26.9%
归属于母公司股东权益	1602	1922	2206	2522	归属于母公司净利润	-40.4%	140.2%	2.3%	8.3%
负债和股东权益	5921	7435	7750	8848	获利能力				
					毛利率(%)	68.1%	47.1%	34.6%	29.9%
现金流量表					净利率(%)	14.7%	17.1%	10.2%	8.1%
					ROE(%)	9.4%	18.8%	16.7%	15.8%
					ROIC(%)	4.9%	9.5%	11.2%	21.5%
					偿债能力				
经营活动现金流	-1364	168	927	2094	资产负债率(%)	71.7%	73.0%	70.3%	69.6%
净利润	150	367	386	470	净负债比率(%)	84.71%	71.63%	60.06%	53.12%
折旧摊销	23	9	8	8	流动比率	1.74	1.94	2.16	2.16
财务费用	74	87	100	120	速动比率	0.08	0.17	0.25	0.76
投资损失	-10	-79	-10	-10	营运能力				
营运资金变动	-1781	-179	424	1495	总资产周转率	0.18	0.32	0.48	0.59
其他经营现金流	179	-37	19	12	应收账款周转率	1954	1197	1136	1147
投资活动现金流	-9	-72	22	22	应付账款周转率	1.50	4.45	4.53	3.96
资本支出	15	0	0	0	每股指标(元)				
长期投资	0	148	-13	-13	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.71	0.73	0.79
其他投资现金流	6	76	9	9	每股经营现金流(最新摊薄)	-2.69	0.33	1.83	4.13
筹资活动现金流	932	169	-806	-204	每股净资产(最新摊薄)	3.16	3.79	4.35	4.97
短期借款	0	320	-320	0	估值比率				
长期借款	-755	800	200	200	P/E	43.28	18.02	17.62	16.27
普通股增加	254	0	0	0	P/B	4.06	3.38	2.95	2.58
资本公积增加	-350	0	0	0	EV/EBITDA	37	17	15	12
其他筹资现金流	1783	-951	-685	-404					
现金净增加额	-441	265	144	1913					

数据来源: 联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。