

项目有很强迪斯尼概念；增发与激励机制值得期待

2009 年中报点评

报告关键点：

- 公司实现营业收入11.7亿元，较上年同期增长356.5%；净利润1.43亿元，较上年同期增长550.1%。
- 公司可售、可结算资源丰富。
- 上海南汇区惠南镇澜溪岸城具有很强的迪斯尼概念。
- 公司已经认识到在股权融资、高管激励机制方面的不足，可以期待其加强这两方面的工作推进
- 6个月目标价30元，维持买入-A的投资评级。

报告摘要：

- 报告期内，公司实现营业收入11.7亿元，较上年同期增长356.5%；营业利润2.09亿元，较上年同期增长650.7%；净利润1.43亿元，较上年同期增长550.1%。公司净利润较上年同期大幅增加，主要原因系本期较多项目可进入结算，而上年同期公司大部分房地产开发项目尚未竣工决算结转所致。
- 公司实现了全国战略布局，项目主要分布在深圳、东莞、惠州、上海、成都和大连等6个城市，涵盖珠三角、长三角、环渤海和中西部城市。**09、10年可售、可结算资源丰富。**
 - 可售资源丰富、加上市场形势较好，公司上半年销售情况喜人，共实现房地产销售9.7亿元（其中2季度有约有6.4亿元），而去年全年仅有7.1亿元、去年上半年仅为3.5亿元。
 - 从08年末至09年6月底，公司大批项目进入竣工状态，因而在09年可结算，包括成都6#地块（天府长城图南多）项目、成都8#地块（柏南郡）项目、大连都市阳光二期二阶段项目、东莞长城世家一期项目、和上海中环墅项目。至09年6月末，这些项目尚有7.3亿元的预收款。
 - 还有多个项目在09年下半年或10年上半年可开始销售，包括上海南汇区惠南镇澜溪岸城、深圳长城里程家园、南山香江项目、东莞长城世家二期、大连都市阳光三期、大连海印长城、成都30号地块。
- 公司项目具有迪斯尼概念，上海南汇区惠南镇澜溪岸城非常靠近传说的上海迪斯尼地块，而且该项目规划建筑面积高达23万平米。
- 公司退出宝安旧城改造项目，预计下半年增加公司利润总额1.23亿。该项目原为公司与民营企业中洲合作开发项目，但公司与中洲集团于2009年5月20日签订了《协议书》，终止合作宝安旧城改造项目所有协议，中洲集团向公司返回投资款本利共计7.08亿元。根据协议，在2009年12月20日之前，中洲集团需向公司付清全部价款，按照相关会计政策，将增加公司年度利润总额约1.23亿元。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
30.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 28.00 元

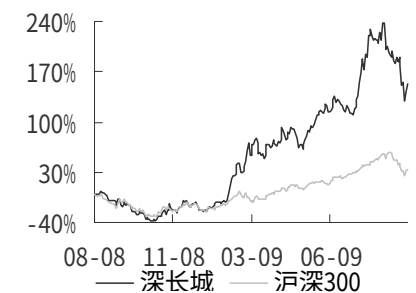
现价： 19.77 元

报告日期：
2009-08-23

市场数据

总市值(百万元)	4,734.18
流通市值(百万元)	3,384.20
总股本(百万股)	239.46
流通股本(百万股)	171.18
12 个月最高/最低	4.81/26.80 元
十大流通股东(%)	63.87%
股东户数	15,102

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.68)	(4.24)	119.54
绝对收益	(21.96)	12.65	152.75

研究员

陶学明 CFA 高级行业分析师

0755-82558030 taoxm@essence.com.cn

李孔逸 助理行业分析师

0755-82558026 liky@essence.com.cn

前期研究成果

深长城：老国企焕发新活力

2009-07-07

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,082.8	1,139.2	2,210.0	2,635.5	2,899.1
Growth(%)	30.2%	5.2%	94.0%	19.3%	10.0%
净利润	201.8	6.8	320.4	326.1	369.8
Growth(%)	280.6%	-96.6%	4620.5%	1.8%	13.4%
毛利率(%)	36.4%	40.4%	45.3%	47.5%	47.0%
净利润率(%)	18.6%	0.6%	14.5%	12.4%	12.8%
每股收益(元)	0.84	0.03	1.34	1.36	1.54
每股净资产(元)	7.97	7.27	8.51	9.60	10.84
市盈率	23.5	697.6	14.8	14.5	12.8
市净率	2.5	2.7	2.3	2.1	1.8
净资产收益率(%)	10.7%	0.4%	15.7%	14.2%	14.2%
ROIC(%)	13.9%	3.4%	13.1%	11.4%	11.8%

- 公司将加快重点项目工作进展，推动产业升级与整合，集中优势资源打造物业开发与经营的“双轮驱动”模式，加快物业租赁业务、酒店经营业务的整合与产业升级，在原有圣庭院酒店、长盛大厦等项目基础上，积极打造公司未来新的利润增长点。深圳南山商业文化中心和上海澜溪岸城项目分别于08年5月、09年3月动工，二者均是相对高端的城市综合体项目，公司将以销售为主，保留部分优质物业自己经营。
- 同时在董事会报告中提到“公司目前融资渠道仍较为单一…….资本市场的融资平台尚未得到有效利用”、“公司长效激励机制、科学的绩效考核体系与品牌建设尚需有效开展”，我们认为公司已经认识到在股权融资、高管激励机制方面的不足，可以期待其加强这两方面的工作推进，以实现股东与管理层利益充分一致、加速公司成长。
- **投资建议：**我们维持原来的盈利预测不变，预计09、10年的每股收益分别为1.34、1.36元，将6个月目标价由28元提高至30元，维持买入-A的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-8-23

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,082.8	1,139.2	2,210.0	2,635.5	2,899.1	成长性					
减:营业成本	688.3	679.0	1,208.4	1,382.6	1,536.5	营业收入增长率	30.2%	5.2%	94.0%	19.3%	10.0%
营业税费	75.2	124.9	236.9	297.4	318.9	营业利润增长率	294.5%	-89.6%	1602.1%	2.2%	12.9%
销售费用	41.5	50.0	110.5	131.8	145.0	净利润增长率	280.6%	-96.6%	4620.5%	1.8%	13.4%
管理费用	147.2	121.9	249.7	282.0	289.9	EBITDA 增长率	112.6%	-62.3%	282.3%	4.8%	11.2%
财务费用	86.5	76.3	102.5	118.6	125.2	EBIT 增长率	176.8%	-69.0%	422.5%	4.9%	11.3%
资产减值损失	19.3	71.8	-2.1	-3.3	1.3	NOPLAT 增长率	148.2%	-71.4%	378.2%	4.5%	11.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.0%	23.1%	20.5%	7.9%	-11.6%
投资和汇兑收益	215.9	9.7	123.0	10.2	10.7	净资产增长率	7.6%	-8.7%	17.1%	12.8%	12.9%
营业利润	240.7	25.1	427.1	436.7	493.1	利润率					
加:营业外净收支	5.7	-11.2	-	-2.0	-	毛利率	36.4%	40.4%	45.3%	47.5%	47.0%
利润总额	246.4	13.9	427.1	434.7	493.1	营业利润率	22.2%	2.2%	19.3%	16.6%	17.0%
减:所得税	42.9	7.1	106.8	108.7	123.3	净利润率	18.6%	0.6%	14.5%	12.4%	12.8%
净利润	201.8	6.8	320.4	326.1	369.8	EBITDA/营业收入	34.5%	12.4%	24.3%	21.4%	21.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	30.2%	8.9%	24.0%	21.1%	21.3%
货币资金	752.8	364.1	482.4	410.8	922.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	58	54	27	22	19
应收帐款	121.0	141.3	302.7	361.0	397.1	流动营业资本周转天数	453	580	387	378	324
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,022	1,186	864	973	979
预付帐款	268.1	18.7	18.7	18.7	18.7	应收帐款周转天数	26	23	22	27	28
存货	2,454.1	3,379.6	5,887.5	6,750.1	6,876.4	存货周转天数	689	931	765	873	855
其他流动资产	4.5	4.8	4.8	4.8	4.8	总资产周转天数	1,623	1,726	1,147	1,238	1,247
可供出售金融资产	219.7	82.9	124.3	124.3	124.3	投资资本周转天数	757	868	544	519	461
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	648.7	650.3	734.7	808.2	889.0	ROE	10.7%	0.4%	15.7%	14.2%	14.2%
投资性房地产	586.2	557.1	668.5	802.2	962.6	ROA	3.8%	0.1%	3.8%	3.4%	3.5%
固定资产	170.3	173.6	161.1	154.0	147.1	ROIC	13.9%	3.4%	13.1%	11.4%	11.8%
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2	费用率					
无形资产	3.7	2.5	2.4	2.4	2.3	销售费用率	3.8%	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	145.6	174.0	149.6	150.0	150.2	管理费用率	13.6%	10.7%	11.3%	10.7%	10.0%
资产总额	5,374.8	5,548.8	8,537.4	9,587.5	10,495.9	财务费用率	8.0%	6.7%	4.6%	4.5%	4.3%
短期债务	137.5	337.5	400.0	756.6	554.4	三费/营业收入	25.4%	21.8%	20.9%	20.2%	19.3%
应付帐款	482.4	615.4	1,059.4	1,212.1	1,347.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	64.5%	68.6%	76.1%	76.0%	75.3%
其他流动负债	779.2	834.5	3,201.9	3,784.3	4,367.0	负债权益比	181.8%	218.7%	318.7%	316.9%	304.4%
长期借款	1,095.3	1,456.3	1,556.3	1,656.3	1,756.3	流动比率	1.54	1.67	1.36	1.34	1.34
其他非流动负债	36.5	14.5	6.6	6.6	6.6	速动比率	0.49	0.20	0.15	0.13	0.21
负债总额	3,467.3	3,807.6	6,498.5	7,287.7	7,900.2	利息保障倍数	3.78	1.33	5.17	4.68	4.94
少数股东权益	18.4	18.4	18.4	18.4	18.4	分红指标					
股本	239.5	239.5	239.5	239.5	239.5	DPS(元)	0.18	0.20	0.27	0.27	0.31
留存收益	1,649.7	1,483.4	1,781.1	2,041.9	2,337.8	分红比率	21.4%	705.7%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,907.6	1,741.2	2,038.9	2,299.8	2,595.7	股息收益率	0.9%	1.0%	1.4%	1.4%	1.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	203.5	6.8	320.4	326.1	369.8	EPS(元)	0.84	0.03	1.34	1.36	1.54
加:折旧和摊销	56.0	45.5	8.5	8.5	8.6	BVPS(元)	7.97	7.27	8.51	9.60	10.84
资产减值准备	19.3	71.8	-2.1	-3.3	1.3	PE(X)	23.5	697.6	14.8	14.5	12.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.5	2.7	2.3	2.1	1.8
财务费用	59.9	93.8	43.0	102.5	118.6	P/FCF	9.7	-12.5	42.1	50.7	6.5
投资收益	-215.9	-9.7	-123.0	-10.2	-10.7	P/S	4.4	4.2	2.1	1.8	1.6
少数股东损益	1.7	0.0	-	-	-	EV/EBITDA	14.2	42.9	11.8	11.3	9.0
营运资金的变动	-451.7	-508.6	148.5	-182.4	553.9	CAGR(%)	17.0%	279.1%	9.9%		
经营活动产生现金流量	-225.7	-318.7	454.7	257.3	1,048.1	PEG	1.4	2.5	1.5	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	178.2	-23.4	12.7	-65.4	-72.2	ROIC/WACC	1.8	0.4	1.7	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	487.3	-46.0	288.4	-127.2	-301.4	REP	1.2	4.6	1.0	1.1	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA(McGill University)，工学硕士。5-6 年证券研究及房地产行业工作经验。之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。

李孔逸，2002 年 7 月到 2004 年 7 月任职于中国农业银行衡阳市分行。2007 年 7 月武汉大学金融学硕士毕业后至今就职于安信证券研究中心，从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn

凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazzn@essence.com.cn
潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034