

房地产

2009 年 中报分析

2009 年 08 月 28 日

市场数据: 2008 年 08 月 28 日

收盘价 (元)	14.78
6 个月内最高/最低 (元)	22.76/8.17
市净率	6.69
市盈率	40
实际流通市值 (百万元)	12872.55

注: “息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2009 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	2.21
资产负债率%	78.31
总股本/实际流通(百万)	1083/871
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

相关研究

业绩略低于预期 (20090219)

执笔人

平海庆

Pinghq@126.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

上实发展 (600748)

中性

毛利下半年修复 再融资势在必行

维持

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益 (元)	销售净利率	市盈率
2008A	2,010.85	24	376.48	76	0.34	18.72	43
2009E	2,238.39	11	422.79	12	0.37	18.89	40
2010E	3,253.94	45	525.92	24	0.46	16.16	32
2011E	4,890.35	50	722.55	37	0.63	14.78	24

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩, 每股收益按目前股本摊薄

投资要点:

④ **毛利下降导致业绩滑坡。**2009 年上半年公司实现营业收入 11.61 亿元, 同比增长 8.02%; 实现利润总额 1.59 亿元, 同比下降 51.45%; 实现净利润 1.13 亿元, 同比下降 39.99%; 实现每股收益 0.09 元, 同比下降 47.06%。公司上半年结算毛利率由 2008 年的 43.40% 下降至 2009 年上半年的 32.97%, 为公司业绩下滑的主要原因。由于公司上半年的结算收入主要来自 2008 年下半年销售, 房价处于低谷, 随着 2009 年上半年销售进入结算, 我们预计公司下半年结算毛利率将有一定幅度提升。

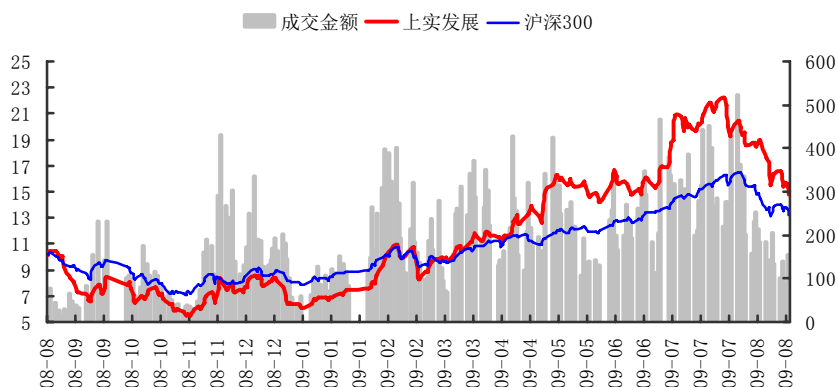
④ **财务费用继续处于高位。**上半年公司总的期间费用率由 2008 年 10.84% 下降至今年上半年的 9.58%。三项费用率较 2008 年均保持下降: 销售费用率下降 0.61 个百分点至 1.66%; 管理费用率下降 0.51 个百分点至 4.22%; 财务费用率下降 0.14 个百分点至 3.70%。上半年良好的销售使公司的销售费用率和财务费用率出现下降, 但由于公司资金链偏紧, 我们认为公司财务费用率短期内仍会处于高位。

④ **财务风险加大 融资势在必行。**上半年末, 公司资产负债率较年初上升 2.51% 至 78.31%; 有息负债率上升 28.89% 至 158.42%; 净负债率上升 49.78% 至 125.02%。公司的短期有息负债为 26.81 亿元, 而拥有的货币资金仅为 8.69 亿元, 公司短期偿债压力非常大。我们认为即使下半年公司保持良好的销售形势, 公司必须进行再融资以维持项目后续开发正常进行。

④ **盈利预测与投资评级。**基于公司销售毛利率适度上升的预期，我们维持公司未来 2 年业绩预测，预计公司 2009-2010 年营业收入分别为 22.38 亿元和 32.54 亿元；净利润分别为 4.23 亿元和 5.26 亿元。按目前股本折算，09、10 年的 EPS 分别为 0.37 元和 0.46 元。虽然公司的综合实力强大，但由于公司财务风险较高，我们在行业 20 倍市盈率的基础上给予公司 10%-15% 的溢价，目前对应的股价区间为 8.14-8.51，维持“中性”评级。

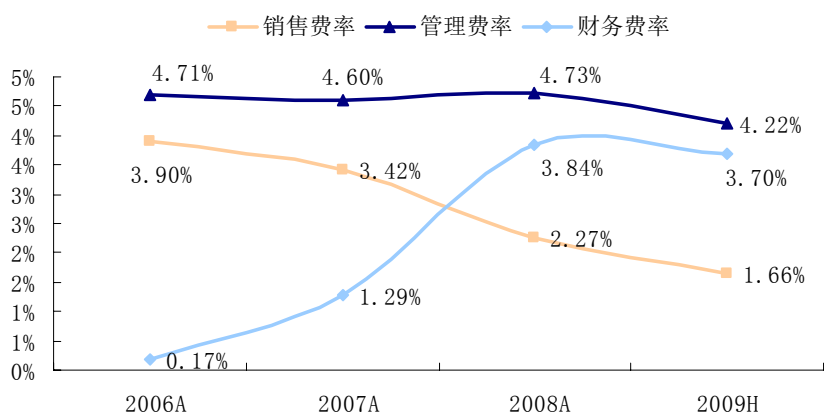
④ **风险分析。**行业政策调整对房地产销售的影响；公司财务风险。

图 1：一年内公司股价走势



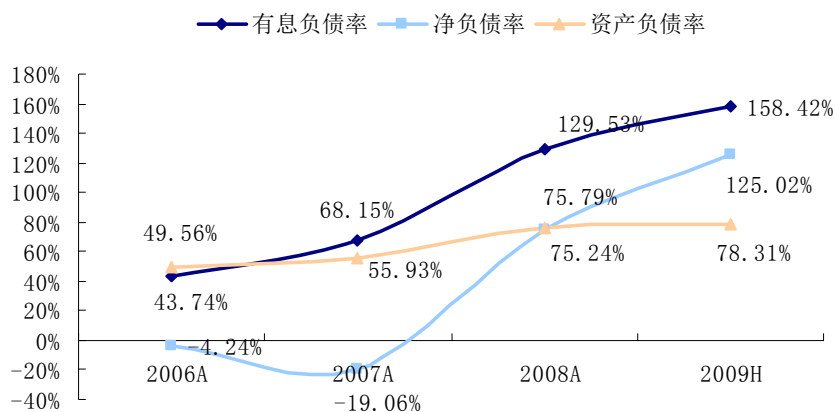
数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 2：期间费用变化



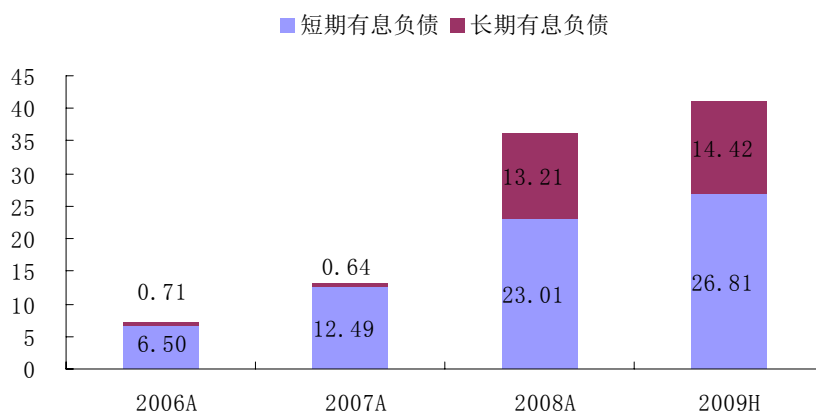
数据来源：山西证券研究所

图 3：负债比例变化



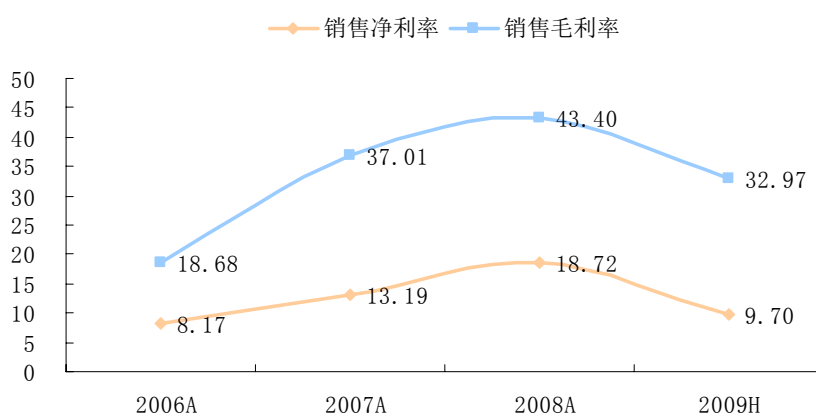
数据来源：山西证券研究所

图 4：有息负债结构（单位：亿元）



数据来源：山西证券研究所

图 5：毛利率和净利率变化



数据来源：山西证券研究所

表 1 未来两年盈利预测

(百万)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,236.32	1,620.29	2,010.85	2,238.39	3,253.94	4,890.35
营业成本	1,005.42	1,020.65	1,138.20	1,231.11	1,887.29	2,934.21
营业税金及附加	187.50	215.09	241.46	246.22	357.93	537.94
销售费用	48.25	55.43	45.63	35.81	52.06	88.03
管理费用	58.21	74.59	95.04	94.01	136.67	195.61
财务费用	2.09	20.97	77.25	83.94	118.77	171.16
资产减值损失	15.00	2.72	11.88	-14.92	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	234.15	81.11	148.34	-7.54	0.00	0.00
营业利润	153.99	311.94	549.73	554.67	701.22	963.40
加：营业外收入	0.98	0.70	12.55	9.35	0.00	0.00
减：营业外支出	0.76	1.06	1.22	0.30	0.00	0.00
利润总额	154.21	311.57	561.06	563.72	701.22	963.40
减：所得税	53.21	97.83	184.59	140.93	175.31	240.85
净利润	101.00	213.74	376.48	422.79	525.92	722.55
减：少数股东损益	-37.79	65.06	13.15	25.37	31.56	43.35
归属于母公司净利润	138.79	148.69	363.33	397.42	494.36	679.20
总股本	587.54	587.54	1,083.37	1,083.37	1,083.37	1,083.37
每股收益(元)	0.24	0.25	0.34	0.37	0.46	0.63

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。