

成长性和稳定性显著提高

报告关键点：

- 北京顺义国资背景的房地产企业，具有区域优势和品牌影响力。
- 土地储备丰富，有力保证公司快速发展。
- 土地成本低。
- 可结算项目增多。
- 依托顺义，未来发展强劲。
- 维持买入-A评级。

报告摘要：

- 北京顺义国资背景的房地产企业，顺义区国资委为公司实际控制人，母公司1987年开始从事房地产开发，公司在顺义具有区域优势和品牌影响力。
- 土地储备丰富，可有力保证公司快速发展。土地储备建筑面积230万平米，可保证未来5-6年开发。
- 土地成本低。裕龙花园三区、大龙新都一期、西部会馆项目的土地成本明显低于可比地块09年的成本，按照预计售价计算，这些项目未来毛利率将超过50%。
- 可结算项目增多。06-08年每年结算项目1-2个，预计2009、2010、2011年可结算重点项目为2个、3个、5个。
- 依托顺义，未来发展强劲。顺义是北京经济发展最快、土地成交最活跃的区域之一，是北京三个重点新城之一，房地产投资在北京市的占比逐年提高。公司正积极准备在顺义增加土地储备。
- 维持买入-A评级。公司08年以前利润低，波动大，09年起业绩成长性和稳定性正在发生显著改善。09年三季度预增70倍以上，预计每股收益约0.50元。假设09年内定向增发6000万股，摊薄后的盈利预测为09年EPS0.60元，2010年1.03元，给予2010年EPS25倍市盈率，对应目标价25.8元。公司每股RNAV12.2元（考虑增发成功因素），给予60%的溢价，对应目标价19.50元；综合两种估值方法，小幅调升公司股票六个月目标价至22.60元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	325.9	137.2	1,213.0	2,157.0	2,635.0
Growth(%)	-29.9%	-57.9%	784.0%	77.8%	22.2%
净利润	35.4	2.4	285.6	489.7	587.7
Growth(%)	19.5%	-93.3%	12001.1%	71.4%	20.0%
毛利率(%)	31.1%	32.9%	47.9%	46.8%	46.7%
净利润率(%)	10.8%	1.7%	23.5%	22.7%	22.3%
每股收益(元)	0.09	0.01	0.60	1.03	1.24
每股净资产(元)	2.96	2.96	4.77	5.67	6.76
市盈率	185.9	2,784.9	26.3	15.4	12.8
市净率	5.4	5.3	3.3	2.8	2.3
净资产收益率(%)	2.9%	0.2%	12.6%	18.2%	18.6%
ROIC(%)	11.2%	0.4%	13.8%	16.2%	17.0%
EV/EBITDA	109.7	741.3	20.7	12.2	10.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	1.1%

评级：

买入-A

上次评级：买入-A

目标价格：22.60 元

期限：6 个月 上次预测：22.00 元

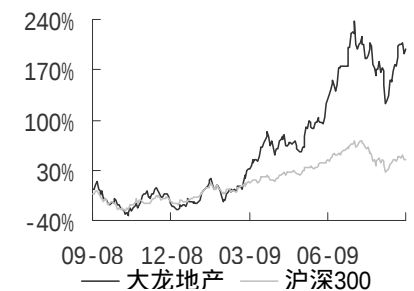
现价：15.84 元

报告日期：2009-09-22

市场数据

总市值(百万元)	6,573.63
流通市值(百万元)	6,573.63
总股本(百万股)	415.00
流通股本(百万股)	415.00
12 个月最高/最低	3.32/18.30 元
十大流通股(%)	63.30%
股东户数	18,352

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.98	47.05	152.34
绝对收益	10.14	51.14	197.68

研究员

徐胜利 行业分析师

010-66581636 xusl@essence.com.cn

陶学明 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

大龙地产：业绩爆发性增长

2009-08-20

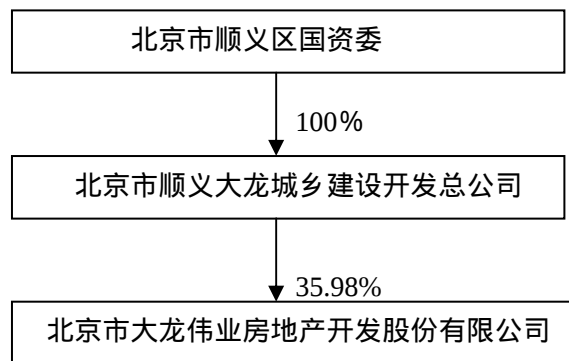
1. 北京市顺义区国资背景的资深房地产企业

1.1. 公司股东背景

北京市大龙伟业房地产开发股份有限公司（简称公司、大龙地产或股份公司）的控股股东是北京市顺义大龙城乡建设开发总公司（简称大龙总公司），实际控制人是北京市顺义区国有资产监督管理委员会。

大龙总公司成立于 1987 年，是隶属于顺义区人民政府的全民所有制企业，城市综合开发一级企业，拥有房地产开发一级资质。大龙总公司在股份公司上市前主要从事房地产开发、商品房销售、建筑工程施工、运输及小区物业管理等城市综合开发业务，实行从项目开发、施工到后期绿化、物业管理的一条龙服务。先后改造了义宾、胜利、五里仓和西辛小区，开发了建新、石园、滨河小区及南竺园、裕祥花园、裕龙花园、河南村别墅区，总建筑面积超过 300 万平方米。曾被建设部、国家统计局评为全国房地产开发综合效益百强企业，被顺义区政府评为“十佳企业”。2004 年 12 月被中国房地产开发专业委员会授予“2003-2004 综合成长实力(北京)房地产开发企业 100 强”荣誉称号。

公司的股权结构示意图：



1.2. 借壳上市概况及资产置换时的资产和业务概况

2004 年，大龙总公司通过司法拍卖途径收购了 ST 宁窖的部分国家股股权，成为股份公司的控股股东，并在 2005 年实施了重大资产置换，实现了借壳上市。

原上市主体 ST 宁窖主要从事酒类、饮料、食品、饲料的制造和销售等业务，1998 年在上交所上市。由于经营管理不善，其 2001 年亏损，2002 年巨额亏损，开始积极寻求重组。

ST 宁窖原控股股东为宁城县国有资产管理局，持有 ST 宁窖国家股 2.17 亿股，占总股本的 71.15%。2003 年，宁城粮油集团公司因对宁城县人民政府的债权长期未获清偿，向宁城县人民法院申请支付令，宁城县人民法院作出裁定，冻结宁城国资局持有的 ST 宁窖国家股，2004 年 12 月，大龙总公司通过参加 ST 宁窖国家股股权拍卖会，以 3000 万元的价格成功拍得被拍卖股权中的 1.62 亿股国家股，占上市公司发行股份的 53%，成为 ST 宁窖的控股股东。

此后，ST 宁窖以全部账面资产，与大龙总公司拥有的大龙开发公司 93.30% 股权、顺达建筑公司 98.26% 股权、京洋开发公司 90% 股权进行资产置换。资产置换完成后，公司主营业务由酒类、饮料、食品、饲料的制造与销售转变为房地产项目开发销售及建筑工程施工。

由大龙总公司置入股份公司的资产在资产置换时的股东及持股状况，以及业务概况：

大龙开发公司：

2005 年成立，大龙总公司持有其 93.30% 股份，顺达建筑公司持有 6.70% 股份。

大龙开发公司主要从事北京市顺义区多个房地产项目的开发，其中包括裕龙花园一区至六区、西区，滨河东区，西辛小区及西辛高层等项目，2002 年至 2004 年分别实现销售收入 20,182.39 万元、41,956.96 万元、53,237.42 万元，实现净利润 1,126.08 万元、-1,521.43 万元、2,810.36 万元。大龙开发公司拥有一级开发资质。

顺达建筑公司：

2001 年成立，大龙总公司持有其 98.26% 股份；北京市大龙物资供应公司持有其 1.74% 股份。

顺达建筑公司主要从事房屋建筑工程施工，资产置换前主要为大龙开发公司所开发的部分房地产项目提供工程施工服务，2002-2004 年分别实现主营业务收入 9,125.38 万元、21,800.67 万元、14,973.63 万元，实现净利润 781.71 万元、2,126.06 万元、1,190.01 万元。

京洋开发公司：

1999 年成立，由北京皇联实业有限责任公司、河南华林塑料集团有限公司、北京市王府井房地产综合开发公司共同出资。

京洋开发公司成立后获得了王府井黄图岗危改小区二期工程项目(即王府井西部会馆项目)的开发权，并与北京市国土资源局签署了[京地出(合)字(2004)第 0922 号]国有土地使用权出让合同，取得了北京市规划委员会 2003 规(东)审字 0006 号《审定设计方案通知书》。

2004 年，北京皇联实业有限责任公司、河南华林塑料集团有限公司分别将其所持京洋开发公司出资转让给大龙总公司，出资转让后，大龙总公司、北京皇联实业有限责任公司、北京市王府井房地产综合开发公司出资比例分别为 90%、6.55%、3.45%。

资产置换时该项目处于拆迁阶段。

股份公司除了拥有上述三个控股子公司之外，随着经营规模扩大，公司在满洲里市、中山市分别成立了分公司、项目公司。

2. 公司财务指标和经营状况分析：09 年起业绩迈上新台阶

2.1. 公司近几年财务数据

表 1 公司主要财务数据

	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 年报
资产总计(亿元)	12.18	11.59	30.75	31.76
股东权益(亿元)	2.89	3.2	12.28	12.29
资产负债率(%)	76.3	72.39	60.07	61.3
营业总收入(亿元)	2.78	4.65	3.26	1.37
净利润(亿元)	0.11	0.3	0.36	0.03
销售毛利率(%)	21.49	24.6	31.14	32.86

数据来源：wind，安信证券研究中心

2005 年度，由于资产置换刚刚完成，年报只计入置入资产两个月的盈利，净利润 1100 万元。06 年度净利润与 05 年度没有可比性。2006 年末总资产和净资产较 05 年末变化不大。

2007 年公司规模显著扩大,总资产从 2006 年末的 11.59 亿元增加到 2007 年末的 30.75 亿元,净资产从 3.2 亿元增加到 12.28 亿元,分别增长了 165%和 284%。资产负债率从 2006 年末的 72.39%下降到 2007 年末的 60.07%。07 年营业收入同比下降,净利润同比增长,毛利率显著上升。

2008 年结算收入和净利润下降,主要原因是裕龙花园三区在 08 年底前未实现竣工验收。

从 2006 年到 2008 年,公司主营业务毛利率不断提高,从 2006 年的 24.6%提高到 2007 年的 31.1%和 2008 年的 32.9%,其中房地产业务的毛利率从 25.9%上升到 36.2%和 39.5%,主要原因是住宅销售价格上涨。2006 年结算的重点项目是裕龙花园五区,2007 年结算的重点项目是望潮嘉园和裕龙花园五区,2008 年结算的重点项目是望潮嘉园;其中裕龙花园五区 2006 年售价约 4200 元/平米,2007 年售价约 4700 元/平米,上涨超过 10%,处于同一区域的望潮嘉园 2007 年末现房开盘,售价约 6300 元/平米,价格较裕龙花园五区高 30%以上,2008 年望潮嘉园价格上涨到 6800 元/平米。

2006 年至 2008 年,由于每年可大量结算收入的项目少,仅 1 - 2 个,结算收入和利润的波动性较大,利润低。

2.2. 07 年贷款多,拿地多,定向增发成功,规模猛增

07 年银行贷款增加较多。贷款余额自年初的 1.83 亿元增加到年末的 12.77 亿元。

07 年年报称,至年报披露日公司新增 35 万平方米的土地储备,合同地价 5.58 亿元。

新增土地储备主要是内蒙古满洲里市和广东省中山市两地的项目:

公司 2007 年 9 月 14 日同内蒙古满洲里市国土资源局签订了《国有土地使用权出让合同》,以 74,544,000 元的价格成功购得用地编号 S2007-113-18 地块。该地块位于满洲里华埠大街北、湖北街西、宝石路两侧,用地面积约 232,950 平方米,规划用地用途为商住,建筑密度 30%,容积率 1.5。

2007 年 12 月,公司以 3 亿元的价格受让中山彤泰投资发展有限公司所拥有的位于中山火炬高技术开发区中心区群英华庭南侧面积约 8 万平米的土地,并支付了部分土地转让款。

2008 年 1 月,公司参加中山市国土局土地挂牌转让活动,以 1.91 亿元的价格获得 G15 - 08 - 9002 地块,总面积 6.2 万平米,土地用途为商住。

另外,2007 年 11 月,公司成功实施定向增发,发行 1.1 亿股,发行价格 8 元,募集资金 8.7 亿元,募集资金投向裕龙花园三区。

2.3. 09 年充分受益市场回暖

09 年上半年,公司充分收益市场回暖,裕龙花园三区销售异常火爆,09 年多次进入北京市各月住宅销售套数和面积排行榜。09 年上半年公司销售产品和提供劳务回笼资金 8.05 亿元,同比增长 352%,较 08 年全年增长 123%。

公司 09 年中期实现净利润 1.23 亿元,同比增长 35 倍;公司三季报预增 70 倍以上,预计净利润约 2 亿元,每股收益约 0.50 元。

2.4. 总公司始终为股份公司提供大力支持

在 2005 年度重大资产置换中,置入的优良资产的规模远远大于置出的不良资产的规模,资产置换形成约 2.65 亿元交易差价。根据上市公司与大龙总公司签署的《资产

置换协议》，大龙总公司在资产置换完成后对本次置换所形成的 2.048 亿元应付交易差价予以豁免，这直接减轻了上市公司的负担，同时增加了上市公司的资本公积。

公司买壳上市以来，总公司一直为公司提供资金支持。至 08 年末，总公司向上市公司提供资金的余额为 4.85 亿元。公司 2007 年、2008 年由于购买商品接受劳务支付现金较多，自 07 年 1 季度起连续 8 个季度经营性现金流为负数，在这样的背景下，总公司持续的资金支持对于公司发展的重要性不言而喻。

2009 年中期，公司资金状况明显好转，偿还了总公司 3.06 亿元。

3. 公司土地储备丰富

公司目前的项目储备建筑面积 230 万平米，权益建筑面积 225 万平米，主要分布在北京顺义区城区、北京市内，以及满洲里市和中山市。公司在项目中的权益比例大多为 100% 或 90% 以上。

表 2 公司项目储备情况

单位：万平米	项目储备建筑面积 (截至 08 年末, 部分 为约数)	权益 比例	权益储备 建筑面积
裕龙花园三区：			
住宅	25	100.00%	25.00
商业	0.88	100.00%	0.88
酒店式公寓	5	100.00%	5.00
裕龙花园六区续建	21	100.00%	21.00
仓苑公寓尾盘	3	100.00%	3.00
西部会馆项目	7.3	93.45%	6.82
大龙新都项目：			
一期 (A6) 住宅	4	100.00%	4.00
一期 (A6) 写字楼	2	100.00%	2.00
二期 (A7)	11	100.00%	11.00
满洲里项目一	44	100.00%	44.00
满洲里项目二	40	100.00%	40.00
中山项目合计	66	95.00%	62.70
合计	229.18		225.40

数据来源：公司披露信息，安信证券研究中心

裕龙花园三区项目：

该项目位于北京市顺义区滨河路西侧，土地四至：北起滨河路，东至裕龙花园五区，南侧至裕龙花园二区、四区，西至老顺平路。该项目区域位置接近顺义城区中心，北靠潮白河顺义区段，距首都机场仅 5 公里，周边有机场高速、京承高速、京密路、顺平路等多条城市主干线，交通非常便利。

项目规划住宅 25 万平方米，商业 0.88 万平方米，酒店公寓 5 万平方米。住宅套型建筑面积 90 平方米。至 09 年 7 月已售 10 余万平米，中报已有一部分结算。尚有部分楼盘未开盘。

裕龙花园六区续建项目：

位于裕龙花园六区的南侧，规划建筑面积 21 万平米，为多层（6 层）住宅。计划 09 年年内或 2010 年年初开工，2010 年竣工。拆迁已完成。

图1 裕龙花园位置图

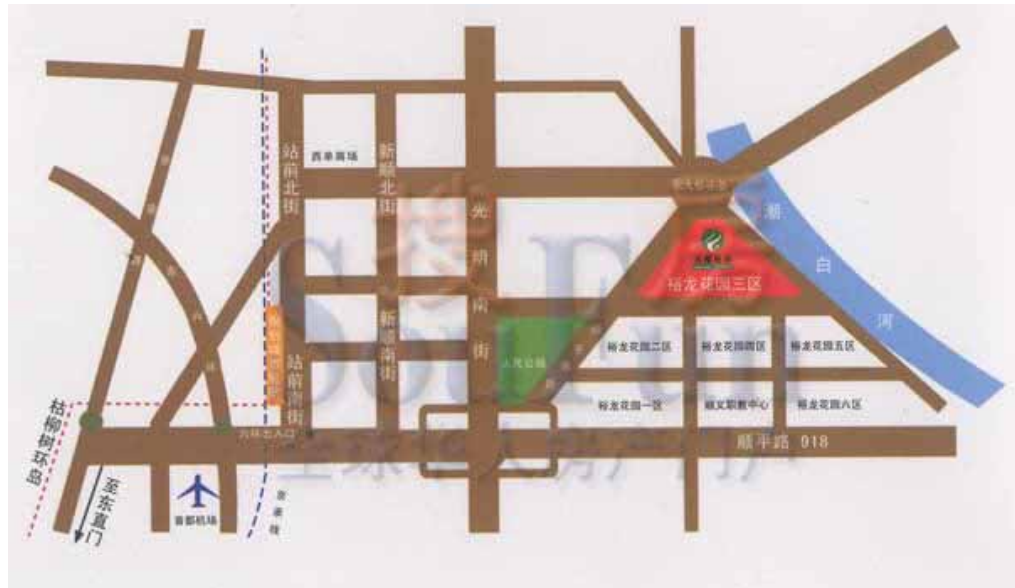


图2 裕龙花园各期位置图



宣武棉花片区项目（大龙新都项目）

建筑面积 17.3 万平米，一期住宅 4 万平米，写字楼 2 万平米，二期住宅 11 万平米。位于宣武区菜市口棉花片危改区，虎坊桥西北侧。用地范围北至规划西草厂街，南至骡马市大街，东至南新华街，西至东椿树街。距离天安门约 2000 米，靠近地铁 4 号线和 7 号线交汇处，地理位置优越。A6 地块为一期，A7 地块为二期。前者已全部拆迁完毕，二者已拆迁 65%。住宅楼规划为 12 层。计划 09 年年底开工，2010 年竣工。

王府井西部会馆项目

本项目位于北京市东城区王府井大街黄图岗危改小区，在北京王府井商业街北段，地理位置得天独厚。建设用地北侧为王府井大饭店，南侧为世都百货商场，东临王府井大街，西侧为15米红线的规划路。

项目总用地面积10640.62平方米，其中建设用地9093.18平方米，代征城市道路用地1547.44平方米。项目总建筑面积73000平方米，其中地上建筑面积47500平方米，地下建筑面积28000平方米。

项目为城市商业综合体，由一栋主题酒店楼和两栋公寓式酒店楼组成，项目建筑高度

为35米，地上9层，地下4层。其中，公寓式酒店楼底部3层为综合商业，主题酒店底部2层为精品店及餐饮。

地上建筑面积中，主题酒店建筑面积14500平方米，公寓式酒店15000平方米，商业15500平方米。商业部分层高为4.8米，主题酒店及公寓式酒店层高3.3米。

地下建筑面积中，地下商业设施2500平方米，地下车库18000平方米，设备用房7500平方米。

该项目于2004年8月31日与北京市国土资源局签署了《北京市国有土地使用权出让合同》[京地出(合)字2004第0922号]，并支付了全部的土地出让金及相关税费。目前拆迁工作已经完成。公司可能会争取将规划建筑面积调整至10万平米。

满洲里市两个项目：

满洲里项目之一裕龙园区，正北侧50米为正在建设当中的国际客运站（2009年8月投入运营），西北侧300米处为满洲里大学城、正东侧50米处为正在建设的满洲里湿地公园（占地400亩）。项目包括酒店、商业、住宅、公寓。2006年开工，一期商业已经竣工，住宅正在建设中，接近封顶，2010年竣工。已取得销售许可证，计划09年内开始销售。

项目定位符合满洲里市作为我国最大的陆路口岸边贸较为发达的特点。

满洲里另一项目（即2007年取得的地块），尚未动工。

中山市项目：

位于中山火炬高技术开发区中心区，群英华庭项目的南侧，先后取得的两块地相距不远，周边较为成熟。楼栋高30余层。09年年内开工20万平米，预计2011年竣工。

4. 土地成本低

表3 重点项目土地成本及毛利率

（单位：元/平米）	公司土地成本	可比地块09年成本	毛利率
裕龙花园三区	800 - 1000	3000 - 4000	50%
大龙新都一期住宅	约7500	15000	52%
西部会馆项目	约6200	大于15000	60%

数据来源：安信证券研究中心

上述项目相对于预计销售价格和可比地块近期成本而言，土地成本低，公司享有其土地增值收益。

5. 可结算项目增多

与07年拿地前相比，公司规模已显著扩大，项目增多。但由于开发进度、市场变化等原因，2006 - 2008年每年结算的重点项目均为1 - 2个。

近一两个月来，一些城市的房地产成交出现了环比下降，原因可能包括供给不足、价格上涨快抑制部分自住需求、市场对流动性充裕程度存在担心等；但随着新开工面积增加、供给逐渐释放、明年上半年信贷投放可能再次放量，预计房地产成交大幅萎缩的可能性较小，行业景气度仍将保持回升的态势。在此背景之下，预计公司在今年和2010年仍会取得良好的销售业绩。

预计09年结算的重点项目为2个，2010 - 2011年将增加到3个（裕龙花园三区项目，

裕龙花园六区续建项目,满洲里项目)和5个(裕龙花园六区续建项目,满洲里项目,中山项目,大龙新都项目一期,西部会馆项目)。

6. 依托顺义,未来发展强劲

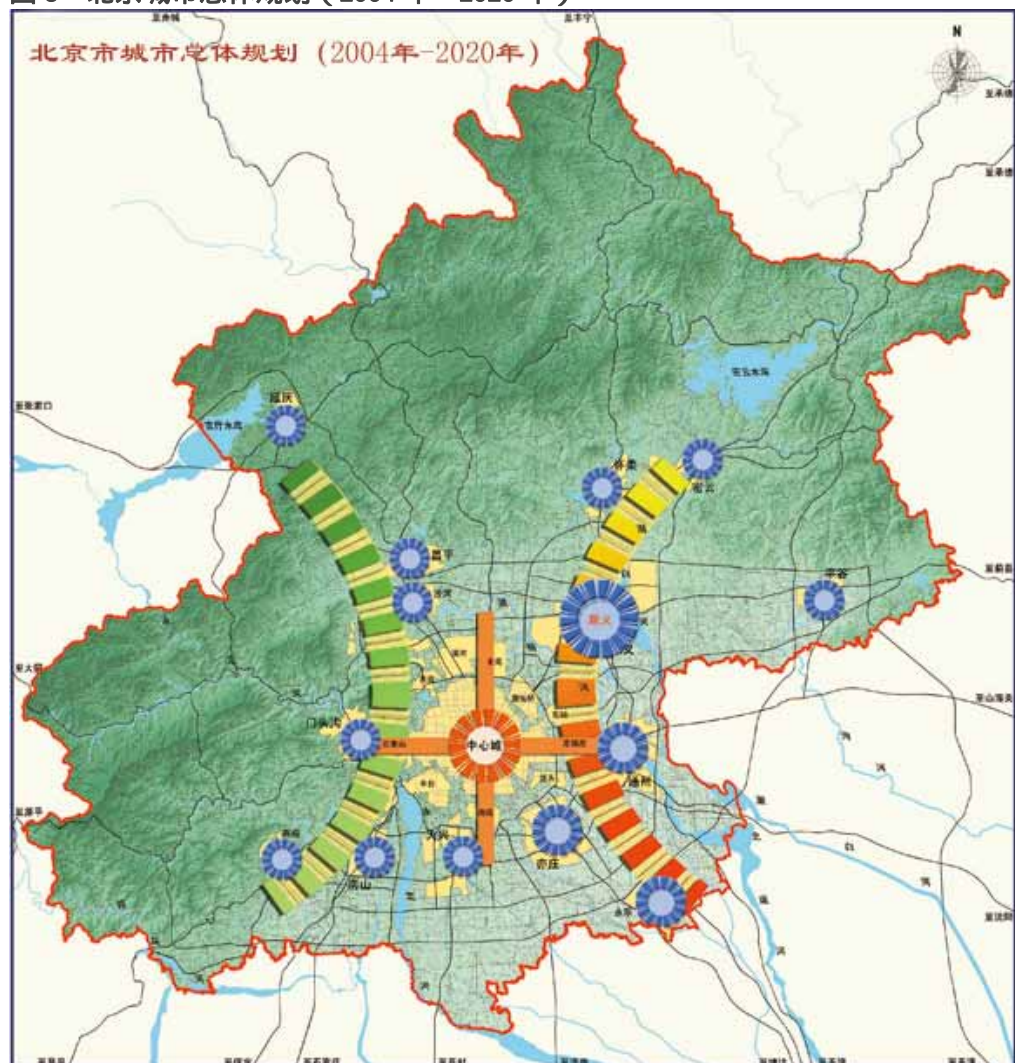
6.1. 顺义:北京市三个重点新城之一

6.1.1. 北京城市发展规划

2005年初经国务院常务会议讨论并原则通过的《北京城市总体规划(2004年-2020年)》,将北京定位为“国家首都、世界城市、文化名城和宜居城市”,要构建“两轴-两带-多中心”的新城市空间格局,实施多中心与新城发展战略。

“两轴”指沿长安街的东西轴和传统中轴线的南北轴。“两带”指“东部发展带”和“西部发展带”,前者包括怀柔、密云、顺义、通州、亦庄、平谷,后者包括延庆、昌平、门头沟、房山、大兴。“多中心”指在北京市域范围内建设多个服务全国、面向世界的城市职能中心,提高城市的核心功能和综合竞争力。其中,包括中关村高科技园区核心区、奥林匹克中心区、中央商务区、海淀山后地区科技创新中心、顺义现代制造业基地、通州综合服务中心、亦庄高新技术产业发展中心和石景山综合服务中心等8大城市职能中心区。

图3 北京城市总体规划(2004年-2020年)



6.1.2. 北京土地供应逐渐向远郊扩散,顺义土地成交活跃

近三年来北京市土地供应逐渐向郊区扩散:

2008 年北京推出了 82 宗商住地块，这些地块分布范围较广，北京城八区和远郊区都有分布。其中，城八区分布 31 宗，分布面积 215 万 m^2 ；远郊区分布 51 宗，分布面积 468 万 m^2 。远郊区分布面积是城八区的 2 倍还多。

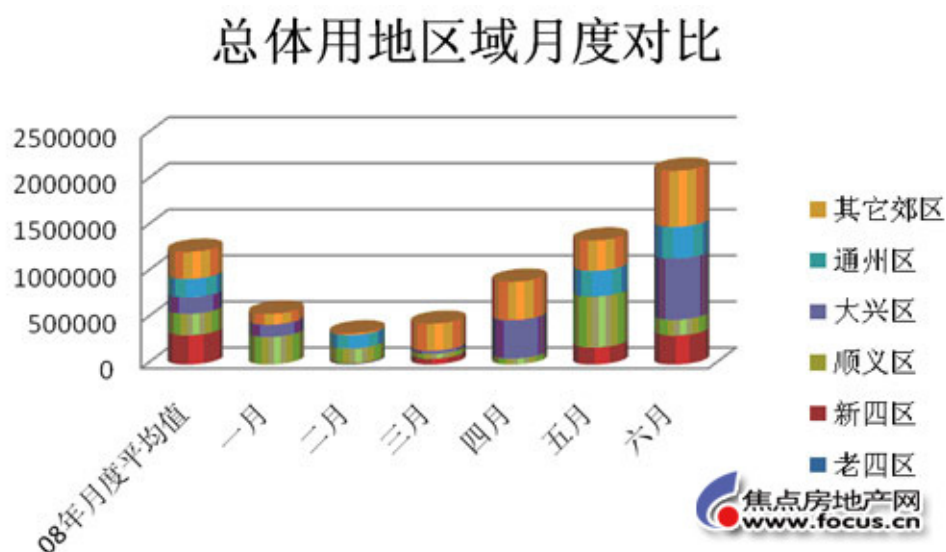
2007 年，城八区供应土地 25 块，其中位于城四区内的有 2 块；其余 60 宗土地均在远郊区县。而 2006 年，城八区供应土地有 45 块，占比达 52.4%；其中城四区有 8 块土地出让。

顺义土地成交活跃：

08 年北京供应商住用地 82 宗，分布面积 683 万平米，其中，顺义区供地 10 宗，面积 149 万平米，占全市的 22%。

09 年前六个月，顺义区在土地成交方面的重点性得到了延续。

图 4 北京 2009 年上半年各区域土地成交金额对比



资料来源：焦点房地产网

注：图中东城、西城、崇文、宣武四区统称为老四区；朝阳、海淀、丰台、石景山统称为新四区；顺义、大兴、通州单独列示，其它郊区县共称其它郊区。

6.2. 顺义新城的特点：经济发展快、环境宜居

6.2.1. 顺义新城规划

经首都规划建设委员会审议通过的《顺义新城规划（2005 年—2020 年）》（简称《顺义新城规划》）指出，顺义新城是北京东部发展带的重要节点和重点发展的新城之一，是北京面向国际的首都枢纽空港，是带动区域发展的临空产业中心和先进制造业基地，要把顺义新城建设成为现代国际空港、区域产业引擎和绿色宜居新城。

《顺义新城规划》确定的规划区范围为顺义区全部行政区域。要构建“一港、两河、三区、四镇”的区域空间布局结构。一港指首都机场及临空经济核心区，是区域发展的枢纽核心；两河指潮白河旅游休闲度假区和温榆河绿色生态走廊，是区域发展的生态屏障；三区指顺义中心区（原卫星城三个组团）、空港区（后沙峪镇中心区、空港工业区、温榆河别墅区）、河东新区（南彩镇和北小营镇中心区），是区域发展的城市载体；四镇为杨镇、高丽营、李遂、赵全营，是统筹城乡发展的桥梁。

临空经济区被北京市“十一五”规划确定为全市“十一五”时期重点建设的六大高端产业功能区之一。全国第一家依托空港口岸设立的保税区——天竺综合保税区于 2008 年 7 月 23 日获得国务院批复，成为“政策最优惠、功能最强大、管理最先进、通关最便捷”

的全国第 10 家综合保税（港）区。

在机场西侧，以航空类产业和临空高科技产业为主的市级空港经济开发区知名企业荟萃，已有来自 20 多个国家和地区的 390 余家中外企业相继入驻，投资总额 492 亿元，项目平均投资额达 1.26 亿元，其中，以索爱、松下为代表的世界 500 强企业达到 21 家，国际知名跨国公司达到 68 家。机场西侧还有总投资 84 亿元的新国际展览中心，一期工程已经竣工，2008 年成功举办了国际服装展、国际汽车展等 15 个大型展会。国展产业园被批准为市级文化创意产业集聚区，会展经济已成为该区经济发展又一重要支撑。

在机场北侧，以航空物流业为主的空港物流基地和以高新技术产业为主的临空国际产业基地蓬勃发展。北京市规划建设的三大物流基地之一的空港物流基地，集聚发展现代物流、航空运输等产业。截至目前，引进企业已突破 260 家，投资总额 220 亿元，包括 TNT、日本邮船、日本住友等 7 家世界 500 强企业，以及中外运、近铁、宅急送等 70 家国内外知名物流企业。还与中关村科技园区合作共建了 10 平方公里的中关村临空国际高新技术产业基地。

作为本市三个重点新城之一的顺义新城，2005 年 5 月率先开工建设。先期开工建设的是新城 9.77 平方公里区域，位于顺义区老城区以北，规划范围为西起花园西路、东至滨河西路、南起减河、北至花园北路，2008 年奥运会的水上运动中心、马术比赛场馆也在规划范围内。

2009 年 6 月北京市发展和改革委员会发布了《关于推进新城基础设施公共服务和生态环境建设发展的实施意见》，计划为 11 个新城的 200 个储备项目投资约 4000 亿元，其中顺义新城、通州新城、亦庄新城为重点建设新城。引导中心城优质服务资源向新城转移；新城 2010 年全部实现集中供热；力争到 2012 年每个重点新城有 1 条轨道交通。

6.2.2. 顺义是首都经济发展速度最快的区县之一，09 年上半年经济总量居全市各区第五位

进入新世纪，顺义经济以年均超过 20% 的速度增长，进入到超高速、跨越式、可持续发展的新阶段。目前，顺义经济初步形成了以电子通讯、汽车制造、食品饮料、现代物流、航空运输、会展经济为支撑的产业格局。

2009 年上半年顺义区实现地区生产总值（GDP）254.9 亿元，同比增加 14.2 亿元，增长 5.9%（现价），经济总量居北京市第五位，增速居第六位。

表 4 09 年上半年北京市生产总值分区县情况

区县名称	2009 年 1-6 月	绝对额 名次	占全市 比重%	现价 增长%	现价增 速名次	不变价 增长%	不变价增 速名次
全 市	5308.4			4.6		7.8	
东 城 区	393.2	4	7.4	8.2	3	10.9	3
西 城 区	754	3	14.2	11.6	1	13.9	1
崇 文 区	74.6	14	1.4	7.9	4	10.7	4
宣 武 区	153.4	9	2.9	6.5	5	9	6
朝 阳 区	941.4	2	17.7	5.7	7	8.8	7
海 淀 区	1017	1	19.2	5.3	8	8.6	8
丰 台 区	253.2	6	4.8	4.4	10	7.8	12
石景山区	96	13	1.8	-11	19	-7.6	19
门头沟区	34.5	18	0.6	-4.5	17	-0.5	17
房 山 区	122.4	10	2.3	4.1	12	8.2	10
通 州 区	105.8	12	2	4.3	11	7.6	13
顺 义 区	254.9	5	4.8	5.9	6	10.7	4

昌平区	155.7	8	2.9	3.9	13	8.1	11
大兴区	107.7	11	2	4.7	9	8.4	9
平谷区	35.5	17	0.7	2.9	14	6.6	14
怀柔区	69.4	15	1.3	0.8	15	5.2	15
密云县	47.2	16	0.9	-0.8	16	2.6	16
延庆县	26	19	0.5	9.6	2	12.8	2
开发区	223.9	7	4.2	-9.8	18	-5.7	18

数据来源：顺义统计信息网，安信证券研究中心

6.2.3. 顺义的宜居特点

顺义位于北京东北方向，距市区仅 30 公里，总面积 1020 平方公里，全区 95.7% 的面积为平原，林木茂密，环境优美。北京最重要的两条河流——潮白河和温榆河贯穿顺义，赋予了顺义新城显著的滨水特征。温榆河生态走廊是北京市最富有欧美风情的高尚居所聚集地，潮白河“水清岸绿、碧波荡漾”的生态美景让人流连忘返，总面积 6.3 万亩的森林公园林水交融。

2009 年 4 月，连接顺义新城和北京城区的地铁 M15 号线顺义段率先开工建设，并将于 2011 年 12 月建成开通。到 2013 年 M15 号线一期工程全线开通后，从顺义新城到北京城区的时间将缩短至半小时。

M15 号线顺义段全长 18.5 公里，共设 7 座车站，分别是新国展站、新国展北站、后沙峪站、南法信站、顺西路站、府前街站，向东从地下穿过潮白河后到达终点站河东站，其中新国展站至后沙峪站为高架线路，全长 10.6 公里，从南法信镇经顺义城区一直到终点站河东站全部为地下线路，从而为顺义新城的城市发展提供了更大的空间。

顺义拥有优秀的教育资源，高考成绩连续 24 年居远郊区县之首，居全市前列。

6.2.4. 顺义的房地产投资概况

伴随着顺义区近几年经济的迅猛发展，房地产行业也发展迅速，房地产投资逐年增长，在北京市房地产投资中的占比自 2004 年以来逐年提高。

表 5 顺义区房地产投资及在北京市的占比

单位：亿元	北京市	顺义区	顺义区占比
2001	783.8	21.2	2.7%
2002	989.4	22.9	2.3%
2003	1202.5	23.9	2.0%
2004	1473.3	46	3.1%
2005	1525	50.8	3.3%
2006	1719.9	68.2	4.0%
2007	1995.8	129.4	6.5%
2008	1908.7	138.4	7.3%
2009H1	901.8	88.8	9.8%

数据来源：北京市统计局，顺义区统计局，安信证券研究中心

6.3. 公司正在积极准备在顺义增加土地储备

公司作为顺义区最大的房地产开发公司，在顺义地区从事了多年的房地产开发业务，陆续开发了义宾小区、胜利小区、五里仓小区、西辛小区、裕龙花园等顺义区多个大型居住社区，裕龙花园小区是顺义城区居住环境最佳的大型社区之一，公司在顺义地区已经具有相当的品牌知名度。

公司开发的部分小区的实景图片：



为了推进顺义新城建设包括轨道交通建设，顺义近年拆迁力度较大，公司近期成立了针对顺义市场的项目部，积极准备在顺义增加土地储备，这一发展方向也得到当地政府的肯定。

7. 公司将定向增发作为下半年工作重点之一

7.1. 本次定向增发方案

公司增发方案已经股东大会审议通过。拟募集资金不超过80,000万元，发行数量为不超过7,000万股（含7,000万股），发行价格不低于11.33元/股。募投项目为王府井西部会馆（项目概况参前）。

公司正积极推进定向增发工作，力争2009年4季度或2010年年初完成增发工作。

7.2. 对本次增发的评价

增发后新老股东的投资可以得到业绩方面的良好支撑。公司多个项目齐头并进，09年起业绩将迈上一个新台阶；本次拟增发股份（按照7000万股计算）占目前总股本约17%，发行后对业绩摊薄程度较小。

公司经营前景较好。公司近期有明确的拿地计划，作为顺义国资背景的房地产企业，拥有明显的区域优势，在顺义和北京城市建设中拥有广阔的发展空间。

公司具有较丰富的资本市场运作经验，2004 - 05年通过司法拍卖途径实现买壳上市、07年成功完成定向增发。

8. 投资建议

公司业绩的成长性和稳定性正在发生显著改善。公司08年以前利润低，波动大；09年起业绩成长性和稳定性正在发生显著改善，09年三季度预增70倍以上，预计每股收益约0.50元。维持买入 - A的投资评级。

假设09年内定向增发6000万股，摊薄后的盈利预测为09年EPS0.60元，2010年1.03元，给予2010年EPS25倍市盈率，对应目标价25.8元。公司每股RNAV12.2元（考虑增发成功因素），给予60%的溢价，对应目标价19.50元。综合两种估值方法，小幅调升公司股票六个月目标价至22.60元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-9-22		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	325.9	137.2	1,213.0	2,157.0	2,635.0	成长性					
减: 营业成本	224.5	92.1	632.0	1,148.2	1,405.0	营业收入增长率	-29.9%	-57.9%	784.0%	77.8%	22.2%
营业税费	18.5	6.9	78.8	140.2	171.3	营业利润增长率	26.6%	-94.1%	11322.8%	71.4%	21.8%
销售费用	4.2	8.3	36.4	64.7	79.1	净利润增长率	19.5%	-93.3%	12001.1%	71.4%	20.0%
管理费用	14.3	24.2	60.7	107.9	131.8	EBITDA 增长率	-0.5%	-84.0%	3917.3%	71.6%	22.2%
财务费用	5.4	3.5	24.3	43.1	52.7	EBIT 增长率	-1.4%	-89.0%	5840.4%	71.8%	21.8%
资产减值损失	2.5	-1.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	-13.8%	-85.4%	4944.5%	71.8%	21.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	339.2%	35.7%	45.8%	16.1%	14.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	283.7%	0.1%	84.3%	19.0%	19.2%
营业利润	56.6	3.3	380.9	652.9	795.2	利润率					
加: 营业外净收支	0.2	-0.4	-	-	-	毛利率	31.1%	32.9%	47.9%	46.8%	46.7%
利润总额	56.7	2.9	380.9	652.9	795.2	营业利润率	17.4%	2.4%	31.4%	30.3%	30.2%
减: 所得税	20.9	0.4	95.2	163.2	198.8	净利率	10.8%	1.7%	23.5%	22.7%	22.3%
净利润	35.4	2.4	285.6	489.7	587.7	EBITDA/营业收入	19.5%	7.4%	33.8%	32.6%	32.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	19.0%	5.0%	33.4%	32.3%	32.2%
货币资金	878.6	80.9	700.0	450.0	500.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	17	131	24	13	10
应收帐款	99.7	66.2	83.0	135.0	108.0	流动营业资本周转天数	994	4,659	752	551	524
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	2,229	7,823	1,087	804	785
预付帐款	800.2	599.2	727.2	844.1	924.0	应收帐款周转天数	70	211	21	18	16
存货	1,187.3	2,251.0	2,819.0	3,870.8	4,665.8	存货周转天数	1,015	4,511	752	558	583
其他流动资产	-	0.0	0.0	0.0	-	总资产周转天数	2,339	8,201	1,142	834	809
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,103	5,030	805	581	547
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	2.9%	0.2%	12.6%	18.2%	18.6%
投资性房地产	-	5.0	6.0	6.0	6.0	ROA	1.2%	0.1%	6.3%	8.9%	9.4%
固定资产	15.5	84.4	80.0	75.0	70.0	ROIC	11.2%	0.4%	13.8%	16.2%	17.0%
在建工程	13.8	-	-	-	-	费用率					
无形资产	7.0	6.9	6.5	6.2	5.8	销售费用率	1.3%	6.1%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	73.2	82.4	96.0	86.0	86.0	管理费用率	4.4%	17.6%	5.0%	5.0%	5.0%
资产总额	3,075.4	3,175.9	4,517.7	5,473.1	6,365.7	财务费用率	1.7%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
短期债务	240.6	145.0	400.0	400.0	360.0	三费/营业收入	7.4%	26.2%	10.0%	10.0%	10.0%
应付帐款	500.2	699.5	650.0	700.0	900.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	60.1%	61.3%	49.9%	50.8%	49.6%
其他流动负债	69.9	182.8	542.9	838.0	1,033.6	负债权益比	150.4%	158.4%	99.5%	103.1%	98.3%
长期借款	1,036.4	472.0	460.0	500.0	500.0	流动比率	3.66	2.03	2.41	2.33	2.33
其他非流动负债	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	速动比率	2.19	0.51	0.84	0.63	0.58
负债总额	1,847.2	1,946.9	2,253.0	2,778.7	3,154.9	利息保障倍数	11.44	1.96	16.70	16.13	16.09
少数股东权益	6.3	5.6	5.6	5.6	14.3	分红指标					
股本	415.0	415.0	475.0	475.0	475.0	DPS(元)	-	-	0.11	0.13	0.17
留存收益	806.8	808.4	1,784.0	2,213.7	2,721.4	分红比率	0.0%	0.0%	17.5%	12.3%	13.6%
股东权益	1,228.2	1,229.0	2,264.6	2,694.3	3,210.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	1.1%
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	35.9	2.5	285.6	489.7	587.7	EPS(元)	0.09	0.01	0.60	1.03	1.24
加: 折旧和摊销	1.8	3.5	4.5	7.0	11.1	BVPS(元)	2.96	2.96	4.77	5.67	6.76
资产减值准备	2.5	-1.2	-	-	-	PE(X)	185.9	2,784.9	26.3	15.4	12.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.4	5.3	3.3	2.8	2.3
财务费用	18.2	5.4	3.5	24.3	43.1	P/FCF	-51.7	-8.3	-10.3	68.4	353.1
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	20.2	47.9	6.2	3.5	2.9
少数股东损益	0.5	0.2	-	-	8.7	EV/EBITDA	109.7	741.3	20.7	12.2	10.0
营运资金的变动	-1,161.8	-687.7	-416.2	-825.0	-431.7	CAGR(%)	139.0%	517.1%			
经营活动产生现金流量	-1,116.2	-679.4	-101.8	-285.2	228.5	PEG	1.3	5.4			
投资活动产生现金流量	-16.1	-14.8	-0.1	-101.1	-101.1	ROIC/WACC	1.2	0.0	1.5	1.8	1.9
融资活动产生现金流量	1,878.7	-103.6	721.3	36.9	-172.7	REP	3.5	84.9	1.8	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。
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 mazn@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