

房地产开发Ⅲ

李少明 首席分析师

010-66276931

lishaoming@cjis.cn

沙河股份

000014

强烈推荐

风物长宜放眼量

6-12个月目标价: 23.00元

当前股价: 16.44元

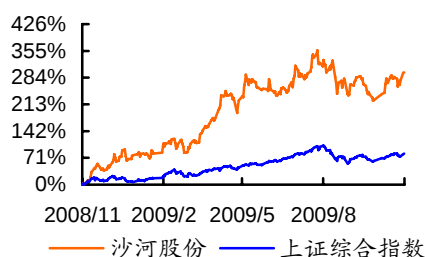
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3114.23
总股本(百万)	202
流通股本(百万)	202
流通市值(亿)	33
EPS (TTM)	0.78
每股净资产(元)	2.12
资产负债率	74.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
沙河股份	23	-3.86	23
上证综合指数	12	-10.0	25



相关报告

《沙河股份-深圳项目竣工结算, 业绩高增长可期》2009-8-27

《沙河股份-低估值袖珍绩优地产》2009-4-27

投资要点:

- **1-3季盈利高增长。**1-3季, 公司EPS0.344元, ROE15.3%, 营业收入和净利润分别为4.71亿元, 0.69亿元, 营业收入同比增长16.4倍。公司营业收入与净利润大幅增长得益于1-3季深圳沙河世纪假日广场的项目结算。
- **资产负债水平有降低空间。**随着深圳沙河世纪假日广场楼盘以及长沙项目的结算和销售, 公司的资产负债率将会有效降低。3季末公司净负债率72%, 净负债率60%。
- **营业税及附加和费用率在行业内处最高水平之一。**1-3季房地产业务毛利53%, 净利润率仅15%。这是公司计提营业税金及附加以及三项费用率高拉低了净利润率。其中营业税金及附加占营业收入的16%, 三项费用率占营业收入的18.2%。
- **深圳沙河世纪假日广场项目是今年利润来源和明年部分利润来源, 长沙堤亚纳湾一期明年将贡献利润。**目前公司房地产开发项目共三个, 分别为深圳沙河世纪假日广场(已竣工, 尚未完全销售)、长沙堤亚纳湾(一期已开发, 正做外立面和绿化, 拟2010年初开盘)以及新乡的沙河世纪(正在开发销售, 20万平米, 微利)。
- **09年4季度业绩仍有较大的提升空间。**根据我们跟踪深圳沙河世纪假日广场的销售情况, 该项目总建筑面积7.92万平方米, 其中, 住宅5.93万平方米, 商业1.15万平方米, 办公0.83万平方米, 共1103套。截止到2009年11月3日, 已售建面4.9万平方米, 728套。扣除未出售部分酒店式公寓、商业和写字楼面积, 尚余3万平方米/375套房未出售(见附表)。3季末, 尚余深圳沙河世纪假日广场预收账款3.1亿元未结算, 3季末预收账款同比增长2.76倍。根据项目竣工交付时间测算, 预计这部分预收款将在09年内结算。根据公司1-3季度的费用成本结算情况, 预计09年大部分费用已有反映, 剩余尚未结算的销售款将分摊的费用水平难以高于前期的水平。
- **公司最终控股权已划归深圳国资控股的深业集团, 不排除未来深圳国资对公司的发展战略和业务发展有较大力度的支持, 当前公司仍然是板块中小市值绩优公司, 若能得到深圳国资支持, 做大公司市值可期。维持公司RNAV10.5元的判断, 09-10年EPS0.8、1.2元, 维持强烈推荐。**

- **风险提示:** 注意国内外经济增长、企业盈利低于预期、政策调控超预期等的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	312	775	1130	1243
同比(%)	67%	148%	46%	10%
归属母公司净利润(百万元)	44	161	242	334
同比(%)	1845%	269%	51%	38%
毛利率(%)	61.2%	50.7%	50.0%	55.0%
ROE(%)	11.2%	29.5%	30.8%	29.8%
每股收益(元)	0.22	0.80	1.20	1.66
P/E	76.10	20.60	13.69	9.91
P/B	8.49	6.08	4.21	2.95
EV/EBITDA	49	18	12	9

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 沙河世纪假日广场项目推案情况

日期	预售证号	推案描述
2008-07-30	深房许字(2008)南山 016 号	本批推案总面积为 79215.54 平方米,其中住宅面积 59337.74 平方米,1018 套;商业面积 11549.62 平方米,26 套;办公面积 8328.18 平方米,59 套。共 1103 套,尚余 375 套未出售。

来源: CRIC, 中投证券研究所, 根据我们跟踪该项目目前的销售情况, 扣除部分未出售的酒店式公寓、商业和写字楼的面积, 尚余 3 万平米, 375 套未出售。

表 2: 沙河世纪假日广场销售情况(提取数据时间截止到 20091103)

月份	成交面积(㎡)	成交套数(套)	成交均价(元/㎡)	成交金额(元)
2009 年 8 月	13,137	293	18,953	248,990,500
2009 年 7 月	3,547	44	20,251	71,833,700
2009 年 6 月	1,775	22	18,053	32,038,980
2009 年 5 月	4,526	57	18,044	81,660,770
2009 年 4 月	7,205	89	17,613	126,899,000
2009 年 3 月	4,815	59	16,244	78,211,380
2009 年 2 月	684	10	19,080	13,043,030
2009 年 1 月	1,314	9	58,627	77,051,960
2008 年 12 月	5,007	53	38,265	191,601,500
2008 年 11 月	2,756	34	18,836	51,904,110
2008 年 10 月	671	10	15,355	10,310,150
2008 年 9 月	1,972	26	16,742	33,012,340
2008 年 8 月	1,686	22	17,926	30,216,000
总计	49,095	728	21321	1,046,773,420

来源: CRIC, 中投证券研究所

表 3: 沙河世纪假日广场销售结算和剩余情况

项目	已结算和未结算情况
销售金额(亿元)	10.47
08 年结算(亿元)	2.66
09 年 1-3 季结算(亿元)	4.7
尚余未结算(亿元)	3.11
09 年 3 季末预收账款(亿元)	3.19(预计有 0.08 亿元为新乡项目的销售款)

来源: 中投证券研究所

表 4: 沙河世纪城(推广名: 堤亚纳湾)

现状	销售时间	项目描述
一期 12 万平米住宅外立面绿化正在建设中	预计 2010 年初	项目处长沙/开福区/金霞板块/二环内; 交通环境: 长沙市开福区北二环和车站北路(拉通中)交汇处; 总建筑面积: 82 万 m ²

来源: CRIC, 中投证券研究所, 该项目获取成本仅为 5.5 亿元, 和北辰 07 年长沙 92 亿元拿下的住宅项目具有一定的可比性。

附：公司 09 年 3 季报财务指标

图 1：经营情况

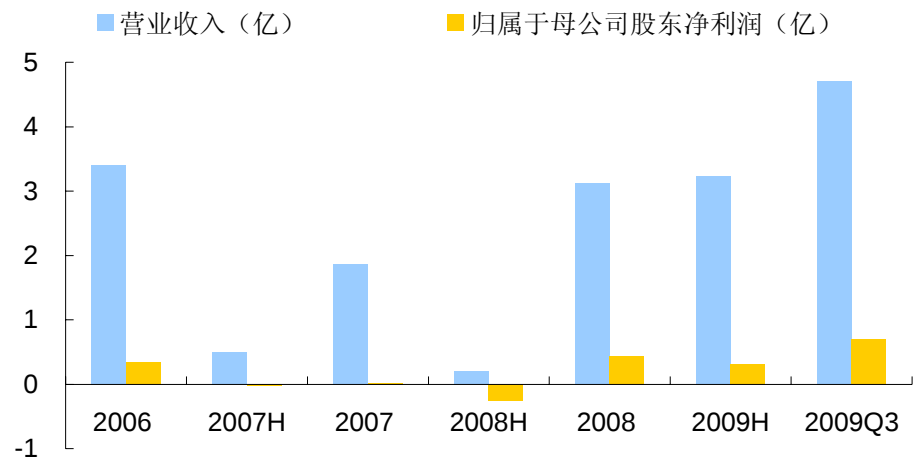


图 2：EPS 和 ROE

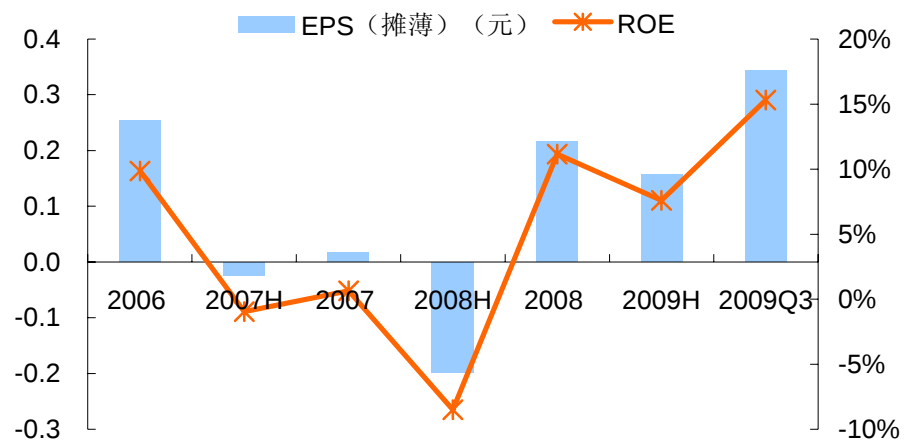
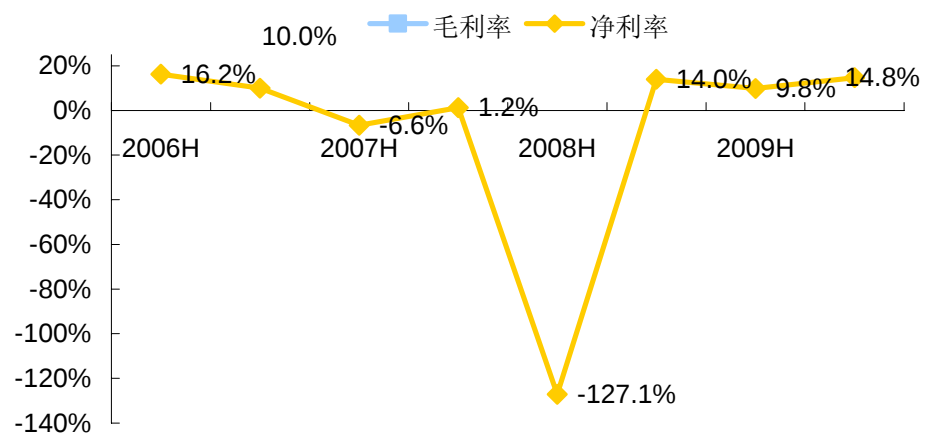


图 3：综合毛利率和净利率



数据来源：上市公司，中投证券研究所

图 4：三费水平

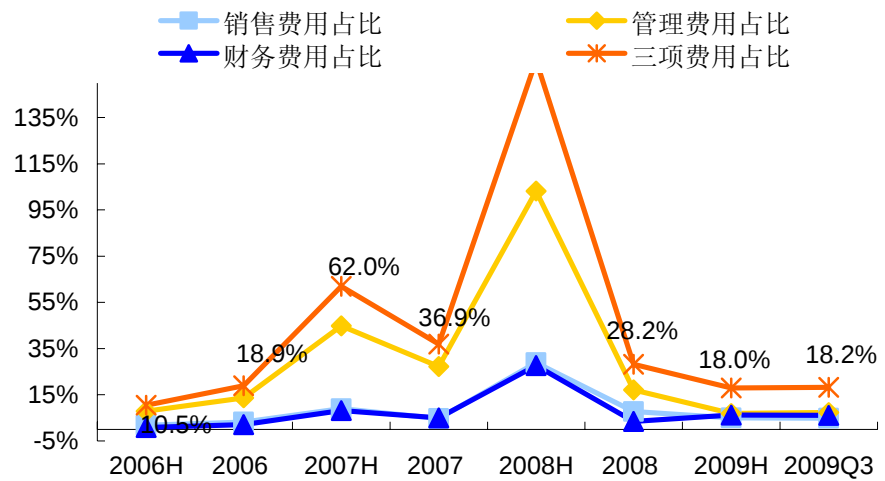
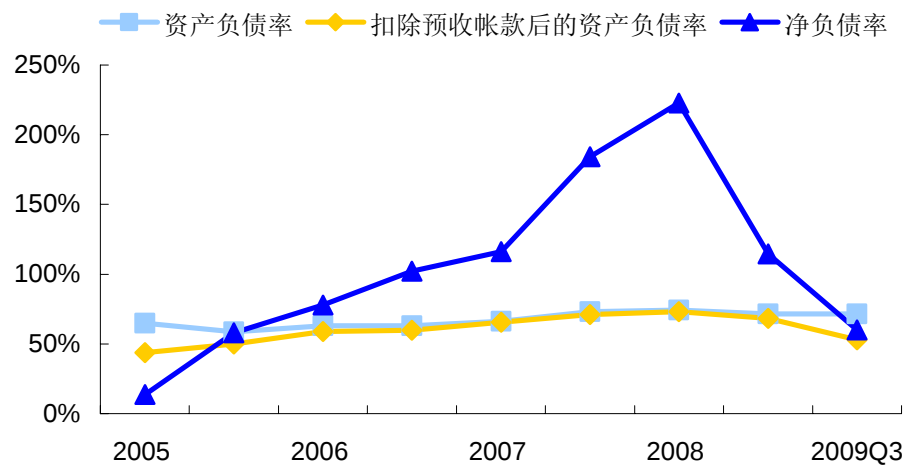


图 5: 负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1551	1613	1725	2114
现金	275	200	238	641
应收账款	5	5	5	5
其它应收款	11	31	31	31
预付账款	14	3	3	3
存货	1245	1375	1448	1434
其他	1	0	0	0
非流动资产	116	111	106	102
长期投资	0	0	0	0
固定资产	35	32	29	26
无形资产	0	0	0	0
其他	82	79	77	75
资产总计	1667	1724	1831	2215
流动负债	1018	946	811	861
短期借款	150	332	0	0
应付账款	9	10	10	10
其他	859	604	801	851
非流动负债	221	184	184	184
长期借款	220	183	183	183
其他	1	1	1	1
负债合计	1240	1131	995	1045
少数股东权益	37	48	48	48
股本	202	202	202	202
资本公积	10	10	10	10
留存收益	179	334	576	911
归属母公司股东权益	391	546	788	1122
负债和股东权益	1667	1724	1831	2215

现金流量表				
单位: 百				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-95	252	360	381
净利润	44	172	242	334
折旧摊销	7	4	4	4
财务费用	11	-13	-12	-23
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-152	101	125	66
其它	-5	-13	0	0
投资活动现金流	-1	3	-1	-1
资本支出	1	0	0	0
长期投资	0	-4	0	0
其他	0	-0	-1	-1
筹资活动现金流	249	-330	-321	23
短期借款	0	182	-332	0
长期借款	-187	-37	0	0
普通股增加	67	0	0	0
资本公积增加	-40	0	0	0
其他	409	-476	12	23
现金净增加额	153	-75	38	403

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	312	775	1130	1243
营业成本	121	382	565	559
营业税金及附加	40	109	158	149
营业费用	24	39	45	50
管理费用	53	39	57	62
财务费用	11	-13	-12	-23
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	61	219	317	446
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	53	219	317	446
所得税	10	47	74	111
净利润	44	172	242	334
少数股东损益	0	11	0	0
归属母公司净利润	44	161	242	334
EBITDA	79	211	309	427
EPS (元)	0.22	0.80	1.20	1.66

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	67.5%	148.3%	45.8%	10.0%
营业利润	2157.4	259.4%	44.4%	40.8%
归属于母公司净利润	1845.0	269.4%	50.5%	38.0%
获利能力				
毛利率	61.2%	50.7%	50.0%	55.0%
净利率	14.0%	20.8%	21.4%	26.9%
ROE	11.2%	29.5%	30.8%	29.8%
ROIC	6.3%	19.6%	33.4%	50.5%
偿债能力				
资产负债率	74.4%	65.6%	54.4%	47.2%
净负债比率	68.73	45.58%	18.39	17.51%
流动比率	1.52	1.70	2.13	2.46
速动比率	0.30	0.25	0.34	0.79
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.46	0.64	0.61
应收账款周转率	27	105	242	266
应付账款周转率	12.74	40.33	58.85	58.27
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.80	1.20	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.47	1.25	1.78	1.89
每股净资产(最新摊薄)	1.94	2.70	3.91	5.56
估值比率				
P/E	76.10	20.60	13.69	9.91
P/B	8.49	6.08	4.21	2.95
EV/EBITDA	49	18	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 13 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、泛海建设、金融街、苏宁环球、上实发展、中华企业、世茂股份、冠城大通、大龙地产、沙河地产、首开股份、华发股份、香江控股、广宇发展、胜利股份

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434