



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2010年1月28日

房地产

研究部

白宏伟

分析员

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

维持中性

大龙地产(600159.CH)

业绩略超预期，维持中性

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	326	137	1,748	1,951	2,638
(+/-)	-30%	-58%	1174%	12%	35%
营业利润	57	3	448	533	730
(+/-)	27%	-94%	13382%	19%	37%
净利润	35	2	339	399	547
(+/-)	19%	-93%	14259%	18%	37%
每股盈利(元)	0.09	0.01	0.82	0.96	1.32
(+/-)	19%	-93%	14259%	18%	37%
市盈率	223.5	3344.1	23.3	19.8	14.4
市净率	6.4	6.4	5.0	4.0	3.1
EV/EBITDA	156.3	3000.3	17.9	14.5	9.4
净资产收益率	2.9%	0.2%	21.7%	20.3%	21.8%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

股票信息

A股	
当前股价	人民币18.27
股票代码	600159.CH
日成交量(百万股)	36.25
52周最高价/最低价	人民币22.6/4.41
发行股数(百万股)	415
其中:流通股(百万股)	415
总市值(百万元)	7,582
主要股东(持股比例)	北京市顺义大龙城乡建设开发总公司 (35.98%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600159.CH]	-14.23	+6.47	-6.40	+1.73
[market index]	-3.75	-2.15	+1.20	-8.43
[sector index]	-2.54	-7.18	-15.81	-12.12

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

全年业绩每股 0.82 元，略超预期：

大龙地产今天公布了2009年年报，公司实现净利润3.39亿元，合每股0.82元，同比上涨14259%。存量尾房销售和较好的毛利率水平是盈利略超预期的主要原因。全年录得收入17.48亿元，同比上涨1174%，主要源于报告期内结算的大龙裕龙花园三期(14.5亿元)及五里仓公寓项目(1.6亿元)。公司拟每10股转增10股。

正面：

- 得益于公司09年超过16亿元的销售表现，公司净负债率由期初的80%改善至0%，公司期末在手现金为2.54亿元，期内经营活动现金净流入8.14亿元。
- 毛利率改善1.9个百分点至29.7%，好于我们之前对于09年毛利率28.4%的预测，主要原因是大龙裕龙花园三期当期结算毛利率较高。

负面：

- 期间费用达6725万元，同比上升87%，主要原因在于当期商品房广告宣传费用有所增加以及贷款利息因项目竣工而停止资本化。

发展趋势：

公司近期在顺义以50.5亿元的价格获得了建筑面积16.9万平方米的天竺开发区22号地块，往后看，公司在顺义区的激进扩张拿地以及大龙新都拆迁补偿将使其在一两年内面临较大现金支付压力，预期公司10年对于资本市场的融资诉求将更为强烈。

盈利预测调整：

我们暂维持公司10、11年的盈利预测为每股收益0.96元及1.32元，同时维持公司09及10年净资产值为每股12.95元及14.69元。

估值与建议：

目前，公司股价对应10、11年市盈率分别为19.8、14.4倍，对10年净资产值有24%的溢价，估值在我们覆盖的中小地产公司中并不便宜，且公司目前走出顺义实现跨区域扩张的能力尚显不足，短期也面临较大的土地款支付压力，因此，我们依然维持“中性”的投资评级。

图表 1: 09 年业绩分析

(百万元)	YoY data			2009 中金评论
	2008	2009	YoY%	
主营业务收入	137	1,748	1174.1%	结算大龙裕龙花园三期和五里仓高层分 别贡献收入14.5亿元及1.6亿元
主营业务成本	92	1,136	1133.6%	
税金及附加	7	93		
主营业务利润	38	519	1258.9%	毛利率高于预期，原因在于大龙裕龙花 园三期结算毛利率比预期高2个百分点 广告费用增加
毛利率	27.8%	29.7%	1.9%	
资产减值损失	-1	4		
营业费用	8	21	156.6%	
管理费用	24	30	22.6%	
财务费用	3	16	365.5%	
三项费用率	-26.3%	-3.8%		
营业利润	3	448	13382.5%	
营业利润率	2.4%	25.6%		
投资收益	0	0		
营业外收入	0	5		
营业外支出	1	-0		
税前利润	3	453	15418.8%	
税前利润率	2.1%	25.9%		
所得税	0	114	29009.0%	
有效税率	-13.4%	-25.1%		
少数股东权益	0	1	204.0%	
归属母公司净利润	2	339	14259.4%	业绩略超预期
净利润率	1.7%	19.4%		
摊薄每股盈利(元)	0.01	0.82	14259.4%	

财务指标				
(%)	2008	2009	Ppt	
资产负债率	61.3%	47.8%	-13.5	净负债率改善明显
净负债率	80.0%	-0.6%	-80.7	
银行贷款占负债比率	54.7%	17.0%	-37.6	
(%)	2008	2009	Ppt	
主营业务利润率	27.8%	29.7%	1.9	
净利润率	1.7%	19.4%	17.7	
(百万元)	2008	2009	YoY%	
货币资金	81	255	215%	
预收房款	187	172	-8%	
经营活动现金流	-679	815	-220%	全年实现销售超过16亿元

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	6	278	465	326	137	1,748	1,951	2,638
主营业务成本	7	218	350	224	92	1,136	1,184	1,555
营业税金及附加	3	15	24	18	7	93	135	207
主营业务利润	-4	45	90	83	38	519	631	876
营业费用	2	4	13	4	8	21	19	28
管理费用	31	10	17	14	24	30	59	84
财务费用	20	10	18	5	3	16	21	33
营业利润	-57	21	45	57	3	448	533	730
税前利润	-90	23	45	57	3	453	533	730
净利润	-90	11	30	35	2	339	399	547
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	96	180	286	900	665	711	782	860
存货	22	844	651	1,187	2,251	1,869	2,145	2,323
货币资金	0	104	132	879	81	255	584	1,478
固定资产	67	17	15	29	84	69	75	82
应付款项	35	575	655	570	882	1,193	1,614	2,297
短期借款	45	155	183	241	145	65	35	35
股东权益	68	284	315	1,222	1,223	1,562	1,961	2,508
总资产	215	1,218	1,159	3,075	3,176	3,007	3,676	4,832
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	-38	16	18	-1,116	-679	815	471	982
投资活动现金流	0	-0	0	-16	-15	-3	9	-6
筹资活动现金流	-1	88	10	1,879	-104	-637	-151	-83
现金及现金等价物净增加额	-38	104	29	746	-798	174	329	894
期初现金及现金等价物余额	38	0	104	132	879	81	255	584
期末现金及现金等价物余额	0	104	132	879	81	255	584	1,478
财务指标								
毛利率	-62.9%	16.2%	19.3%	25.5%	27.8%	29.7%	32.4%	33.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产收益率	-41.7%	0.9%	2.6%	1.1%	0.1%	11.3%	10.9%	11.3%
净资产收益率	-132.6%	4.0%	9.4%	2.9%	0.2%	21.7%	20.3%	0.0%
净现金/股东权益	142.4%	80.7%	16.0%	32.4%	80.0%	-0.6%	-23.8%	-56.2%
每股净资产	0.16	0.70	0.77	2.96	2.96	3.78	4.74	6.06

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表3：可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)					CAGR				市盈率				市净率				每股NAV (元)				净资产收益率 (%)		总储备 (百万美元)	权益储备 (百万美元)
							08A	09E	10E	11E	09-11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	09A	10E	09A	10E	08A	08A						
A股																															
侧重开发:																															
万科A	000002	推荐	9.3	n.a.	n.a.	98.9	0.37	0.50	0.67	0.83	28%	25.3	18.4	13.9	11.2	3.2	2.8	2.3	2.0	10.6	11.6	-12%	-20%	67%	33%	42.3	32.9				
金地集团	600383	推荐	11.7	n.a.	n.a.	29.1	0.34	0.65	0.96	1.19	36%	34.7	18.2	12.2	9.9	3.1	1.8	1.6	1.4	15.8	17.8	-26%	-34%	70%	81%	12.1	10.7				
金融街	000402	推荐	10.5	n.a.	n.a.	26.0	0.42	0.55	0.66	0.75	17%	25.0	19.0	15.9	13.9	1.8	1.6	1.5	1.3	15.4	16.2	-32%	-35%	46%	10%	7.0	6.3				
首开股份	600376	推荐	17.0	n.a.	n.a.	19.5	0.50	0.70	1.00	1.30	36%	34.2	24.1	16.9	13.1	4.9	2.1	1.8	1.6	24.0	27.3	-29%	-38%	82%	180%	10.4	8.3				
保利地产	600048	审慎推荐	19.0	n.a.	n.a.	66.8	0.64	1.00	1.20	1.35	16%	29.8	19.0	15.8	14.0	4.7	3.6	2.9	2.4	21.0	23.8	-10%	-20%	71%	109%	29.0	22.1				
华发股份	600325	审慎推荐	15.2	n.a.	n.a.	12.4	0.80	0.96	1.04	1.14	9%	19.0	15.8	14.6	13.3	2.8	2.4	2.1	1.8	21.5	23.3	-29%	-35%	64%	56%	6.2	5.3				
北京城建	600266	审慎推荐	15.1	n.a.	n.a.	11.2	0.43	0.62	0.81	0.90	21%	35.5	24.5	18.8	16.8	3.1	2.8	2.3	2.0	19.0	20.4	-20%	-26%	66%	66%	3.8	3.3				
荣盛发展	002146	审慎推荐	17.0	n.a.	n.a.	15.2	0.41	0.65	0.95	1.31	41%	41.1	26.0	17.9	13.0	7.3	4.1	3.5	2.9	12.4	16.0	37%	7%	68%	74%	9.3	9.2				
栖霞建设	600533	审慎推荐	5.8	n.a.	n.a.	6.1	0.18	0.22	0.33	0.42	40%	32.4	26.6	17.8	13.7	2.3	2.2	1.9	1.7	6.4	7.2	-10%	-19%	58%	78%	2.8	2.3				
中华企业	600675	中性	13.1	n.a.	n.a.	14.2	0.43	0.59	0.68	0.73	12%	30.6	22.3	19.2	17.8	4.4	3.7	3.1	2.6	11.9	13.1	10%	0%	64%	79%	2.5	2.2				
阳光股份	000608	中性	12.2	n.a.	n.a.	6.5	0.05	0.47	0.49	0.44	-3%	231.1	26.1	25.1	27.6	3.7	3.2	2.9	2.6	9.8	10.6	25%	15%	63%	47%	2.4	2.1				
亿城股份	000616	中性	6.5	n.a.	n.a.	5.9	0.30	0.32	0.38	0.48	22%	21.7	20.2	17.2	13.6	2.4	2.1	1.9	1.7	5.8	6.2	13%	5%	50%	24%	1.4	1.3				
大龙地产	600159	中性	18.3	n.a.	n.a.	7.6	0.01	0.82	0.96	1.32	27%	3,210.6	22.4	19.0	13.9	6.2	4.8	3.9	3.0	13.0	14.7	41%	24%	61%	80%	9.4	1.8				
冠城大通	600067	审慎推荐	11.3	n.a.	n.a.	6.9	0.28	0.40	0.93	1.40	87%	39.8	28.3	12.1	8.1	4.1	3.5	2.7	2.0	15.1	16.4	-25%	-31%	77%	210%	2.4	2.1				
平均值												28%	30.7	22.3	16.9	14.2	3.8	2.9	2.4	2.1			-6%	-16%	64%	77%					
中间值												27%	30.6	22.4	17.2	13.6	3.2	2.8	2.3	2.0			-12%	-20%	64%	74%					
开发和持有:																															
浦东金桥	600639	推荐	12.5	n.a.	n.a.	9.0	0.33	0.40	0.46	0.54	16%	38.1	31.5	27.2	23.4	3.4	3.1	2.8	2.5	15.6	17.3	-20%	-28%	43%	43%	2.2	2.1				
陆家嘴	600663	中性	22.6	n.a.	n.a.	36.8	0.47	0.55	0.56	0.65	8%	48.0	40.9	40.4	35.1	5.0	4.5	4.0	3.6	18.4	18.8	23%	20%	47%	-26%	3.6	3.1				
中国国贸	600007	中性	10.9	n.a.	n.a.	10.9	0.35	0.30	0.32	0.43	20%	30.8	36.0	34.3	25.2	2.6	2.4	2.3	2.1	10.9	10.9	-1%	0%	48%	74%	0.5	0.5				
平均值												15%	39.0	36.1	34.0	27.9	3.7	3.3	3.0	2.7			1%	-3%	46%	30%					
中间值												16%	38.1	36.0	34.3	25.2	3.4	3.1	2.8	2.5			-1%	0%	47%	43%					
B股																															
万科B	200002	推荐	7.9	16.1	104%	115.0	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	18.5	13.8	10.1	7.8	2.3	2.1	1.8	1.5	12.1	13.4	-34%	-41%	67%	33%	42.3	32.9		
金桥B	900911	推荐	7.4	14.1	91%	10.5	0.38	0.45	0.53	0.65	20%	19.3	16.4	13.8	11.3	1.7	1.6	1.5	1.3	17.7	20.1	-58%	-63%	43%	43%	2.2	2.1				
陆家B	900932	推荐	13.8	17.5	26%	42.8	0.55	0.63	0.65	0.79	12%	25.3	22.0	21.3	17.6	2.6	2.4	2.2	2.0	20.9	21.8	-34%	-37%	47%	-26%	3.6	3.1				
平均值												26%	20.5	16.8	14.1	11.2	2.1	1.9	1.7	1.5			-44%	-49%	53%	20%					
中间值												26%	19.2	15.7	12.4	9.6	2.0	1.8	1.7	1.4			-42%	-48%	52%	31%					
H股																															
中国海外	688	推荐	13.8	22.9	66%	112.9	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	28.4	19.8	14.5	11.6	3.4	2.8	2.5	2.1	14.4	17.6	-4%	-21%	62%	47%	33.5	30.0		
华润置地	1109	推荐	14.1	24.0	70%	70.8	0.35	0.57	0.83	1.11	40%	40.2	24.7	17.0	12.7	2.1	1.9	1.7	1.5	18.4	20.0	-24%	-30%	49%	43%	27.7	26.4				
首创置业	2868	推荐	2.7	5.2	92%	5.5	0.22	0.29	0.40	0.56	39%	12.4	9.4	6.7	4.8	1.1	1.1	1.0	0.8	7.1	7.5	-62%	-64%	68%	71%	10.6	6.2				
绿城中国	3900	推荐	9.2	19.1	107%	15.1	0.52	0.63	1.00	1.73	66%	17.9	14.7	9.2	5.3	1.6	1.5	1.3	1.1	21.2	23.9	-57%	-61%	76%	140%	28.6	18.4				
远洋地产	3377	推荐	6.2	9.6	55%	34.7	0.27	0.31	0.45	0.63	42%	23.1	19.7	13.8	9.8	1.8	1.6	1.5	1.3	9.1	10.6	-33%	-42%	59%	33%	12.9	12.3				
方兴地产	817	推荐	2.7	3.7	41%	24.3	0.09	0.13	0.16	0.13	-2%	29.4	20.1	16.1	20.7	2.2	1.7	1.5	1.4	4.4	4.7	-40%	-43%	60%	40%	1.8	1.5				
深控股	604	推荐	2.8	4.8	74%	9.7	0.20	0.25	0.35	0.51	43%	13.9	11.2	7.9	5.4	0.9	0.8	0.7	0.7	6.4	6.8	-57%	-60%	58%	66%	22.5	13.6				
雅居乐	3383	推荐	9.6	14.7	53%	34.2	0.42	0.66	0.94	1.23	37%	22.9	14.6	10.2	7.7	2.3	2.1	1.8	1.5	14.6	16.3	-35%	-41%	61%	35%	28.7	29.0				
富力地产	2777	中性	11.0	16.4	50%	35.3	0.73	0.88	1.19	1.67	38%	14.9	12.5	9.2	6.6	2.0	1.9	1.6	1.3	18.1	20.5	-39%	-47%	73%	123%	27.1	26.7				
世茂地产	813	中性	11.8	17.3	47%	41.6	0.36	0.92	1.16	1.49	28%	32.5	12.8	10.2	7.9	1.9	1.7	1.5	1.3	17.4	19.2	-32%	-39%	59%	66%	30.4	27.9				
碧桂园	2007	中性	2.5	3.4	35%	41.6	0.10	0.15	0.20	0.27	32%	26.0	16.7	12.9	9.5	1.9	1.8	1.6	1.4	3.6	4.3	-30%	-41%	61%	32%	45.2	45.0				
瑞安地产	272	中性	3.7	4.9	33%	18.7	0.51	0.33	0.32	0.35	4%	7.3	11.4	11.6	10.6	0.9	0.8	0.8	0.7	6.6	7.1	-44%	-47%	45%	36%	13.7	10.5				
龙湖地产	960	无评级	7.4	8.2	11%	36.9	0.04	0.22	0.50	0.76	84%	180.7	32.8	14.6	9.7	10.2	3.0	2.5	1.9	7.7	9.1	-5%	-19%	88%	231%	18.3	15.3				
恒大地产	3333	无评级	3.5	3.6	2%	52.8	0.01	0.03	0.32	0.38	246%	310.0	111.1	11.0	9.3	8.5	3.9	2.8	2.1	3.0	4.0	16%	-12%	80%	223%	50.5	47.1				
宝龙地产	1238	无评级	2.3	3.8	68%	9.2	0.09	0.26	0.36	0.40	23%	24.1	8.6	6.3	5.7	4.0	1.6	1.2	1.0	5.0	5.4	-54%	-58%	76%	84%	7.6	7.5				
恒盛地产	845	无评级	3.0	4.5	51%	23.3	0.09	0.20	0.31	0.36	35%	32.4	14.9	9.8	8.2	21.8	1.9	1.5	1.2	4.6	5.3	-35%	-44%	93%	671%	13.5	13.5				
平均值												36%	23.2	16.3	11.3	9.1	3.0	1.9	1.6	1.3			-33%	-42%	67%	85%					
中间值												37%	23.6	14.7	10.6	8.7	2.0	1.8	1.5	1.3			-35%	-43%	61%	66%					

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。