

上实发展 600748.SH



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

业绩平淡，资金压力有待缓解

——上实发展 2009 年报点评

事件：

公司发布了 2009 年年报

2009 年，公司实现营业收入 22.73 亿元，同比增长 13.02%；营业成本 19.10 亿元，同比增长 18.68%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.44 亿元，同比下降 32.70%；实现每股收益 0.23 元。加权平均净资产收益率 9.55%，同比减少 4.73 个百分点。

利润分配预案为：拟以 2009 年末总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.35 元（含税）。

点评：

● 转让股权收益减少和毛利率的下降导致净利润同比下降

2009 年，公司实现营业收入 22.73 亿元，同比增长 13.02%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.44 亿元，同比下降 32.70%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.3 亿元，同比增长 13.54%；加权平均净资产收益率 9.55%，同比减少 4.73 个百分点；扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为 8.92%，同比增加 0.92 个百分点。报告期内非经常性损益的同比减少导致公司净利润同比出现下降。

除此之外，由于公司营业收入中华东地区的占比有所下降，而在公司的项目分布中，华东地区的项目毛利率高于其它区域，从而导致公司毛利率下降，进而影响了公司的净利润。

财务摘要	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2010.85	2272.66	2805.00	3794.00
收入同比	24.10	13.02	23.42	35.26
净利润(百万元)	363.33	244.50	322.58	417.34
净利同比	144.35	(32.71)	31.93	29.38
EPS(元)	0.34	0.23	0.30	0.39
EPS 同比	32.52	(32.71)	31.92	29.38
PE(倍)	39.98	59.42	45.04	34.81

房地产

评级：中性（维持）

当前价格：¥13.41

2010.02.25

基础数据

总市值(百万元)	14528
总股本/流通 A 股(百万股)	1083/871
流通市值(百万元)	11679
每股净资产(元)	2.33
净资产收益率(%)	9.55

交易数据

52 周内股价区间(元)	8.31 ~ 22.19
静态市盈率(倍)	58.30
动态市盈率(倍)	40.03
市净率(倍)	5.76

52 周内股价走势图



左红英

行业研究员

电话

021-32229888*3506

邮箱

zuohongying@ajzq.com

相关报告

●优化区域布局，二三线城市投资力度有所增加

公司进一步明确战略导向，优化区域布局，坚持以“集中优势资源，沿海沿江布局，聚焦核心区域”为主导战略，以上海为中心，重点拓展长三角地区和环渤海城市群，选择性进入西南地区、海西地区等热点版块。产品结构以中、高端住宅产品为主，兼顾发展适当比例的商用物业项目。公司投资项目所属城市，如上海、青岛、天津、哈尔滨、湖州、大理、成都、泉州等地，普遍具有较好的经济基础和发展潜力，同时，公司所开发项目主要为项目所在地城市的中高端物业，具有地理位置优越、物业品质优秀、项目定位清晰等差异化竞争优势。

从近两年的销售情况来看，公司向二三线城市布局的成效已经显现。2009 年，公司按权益计算的销售面积为 25.03 万平方米，其中成都占比 36%，天津 23%，大理 15%，青岛 12%，上海仅 9%；2008 年，公司按权益计算的销售面积为 7.22 万平米，其中上海占比 36%，大理占比 37%，成都占比 16%，青岛 9%。

从公司 2009 年末权益未开发面积来看，除去泉州东海滩涂整理项目的 306 万平米项目储备，公司剩余未开发项目储备总面积为 219.58 万平米，其中，青岛占比 30%，上海占比 24%，湖州占比 19%，天津占比 17%，大理 8%。未来公司的收益将更多的来自于二三线城市，在分散风险的同时，也将稀释毛利率水平。

●资产负债率偏高，冀望资本市场融资

报告期内，公司获得了大股东的资产注入。在增加项目储备的同时，也加大了公司的资金压力，资产负债率在 2008 年 75.79%的基础上再次增加了 3.43 个百分点，达到 79.22%。由于 2009 年火热的销售形势，高额的销售回款使得公司每股经营活动产生的现金流量净额达到近 5 年来最好水平。期末货币资金余额为 19 亿元。短期净负债约 50 亿元。以公司 2009 年约 40 亿元的销售回款测算，即使公司 2010 年不增加土地储备，资金压力仍然较大。公司短期债务与长期债务的比例约为 1.39:1，短期债务比例偏高，债务结构有待改善。

对此，公司提出推进资本市场融资，持续优化财务结构。公司于 2009 年 11 月通过了非公开发行股票的预案，并已获得上海市国资委的原则性同意。根据该预案，公司拟非公开发行不超过 30000 万股人民币普通股，按当时的定价，拟融资约 43 亿元。如若非公开增发成功实施，将大幅缓解公司的资金压力，并改善公司财务结构。

●盈利预测和投资评级

2010 年度，公司力争实现营业收入 28 亿元，较 2009 年增长 23.19%；预计营业成本 18 亿元。同时，根据公司项目进展情况，预计公司 10—11 年每股收益分别为 0.29 元和 0.39 元，按 2 月 25 日收盘价 13.41 元/股计算，09 年市盈率为 58 倍，10-11 年动态市盈率 46 倍和 34 倍，估值水平偏高，维持“中性”评级。

表 1：公司重点投资项目开发进展情况（单位：平方米）

项目名称	类别	状态	公司权益 %	规划总建筑面积	报告期内新开工面积	累计开工面积	累计竣工面积	报告期内销售面积	期末未开工面积
天津“莱茵小镇”	住宅、商业	在建	100	498218.8	0	134665	123142	58419	363554
青岛国际啤酒城（一期）	住宅、商业	拟建	100	630000	报告期内项目处于前期规划阶段				630000
青岛上实·海上海	住宅、酒店	在建	55	142900	0	86989	85989	54136	55911
上海“海源别墅”*一期	别墅	在建	100	45646	0	27100	23225	2415.2	18546
上海上实朱家角特色居住区	住宅	在建	100	534328	111900	111900	0	0	422428
上海“黄浦新苑”*（二期）	住宅、商业、办公	竣工	100	67500	0	0	0	21006	67500
上海“长海大厦”	商业、办公	在建	51	34716	34716	0	0	0	34716
湖州“东方国际别墅”	住宅	在建	100	62951	64573	64573	0	0	-1622
湖州“上实湖峻花园”	住宅	拟建	100	85555	报告期内，项目处于前期开发阶段				85555
湖州“上实假日酒店”	商业	拟建	100	131212	报告期内，项目处于前期开发阶段				131212
湖州湖东分区 HD36、37、38 地块	商业	拟建	100	89885	报告期内，项目处于前期开发阶段				89885
湖州湖东分区 BLD22-3/4 地块	商业	拟建	100	94228	报告期内，项目处于前期开发阶段				94228
湖润商务广场（一期）（湖州湖东分区 HD48 地块）	商业	拟建	100	27122	7122	7122	0	0	20000
成都“锦绣森邻”*	住宅、商业	竣工	100	222592.6	0	219337	219337	91222	3255.4
重庆“水天花园”*	住宅、商业	在建	50	248003	0	148635	148635	17421	99368
大理“洱海庄园”*	住宅、商业	在建	75	388978	46323	160369	114046	51676	228609
泉州东海滩涂整理项目	住宅、商业	拟建	100	3062387	报告期内，项目基本完成回填工程，处于前期规划阶段				3062387
合计				6366222	264634	960690	714374	296295	5405532.58

数据来源：公司公告，爱建证券研发部

图 1: 营业收入 (单位: 百万元)

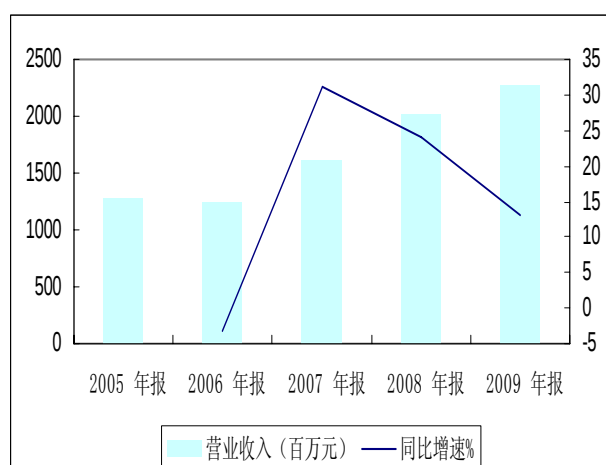
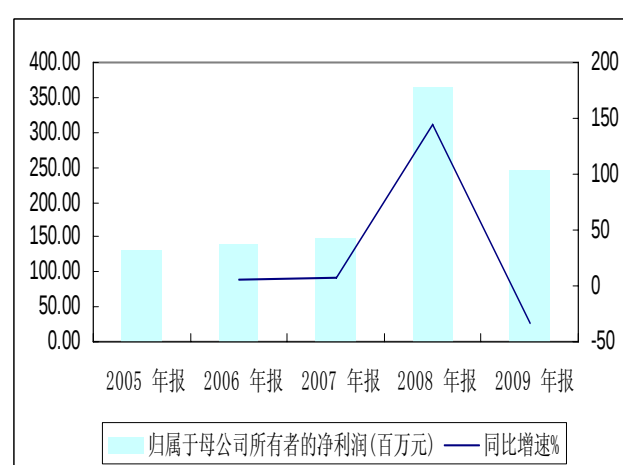


图 2: 净利润 (百万元)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

图 3: 2009 年各区域毛利率 (%)

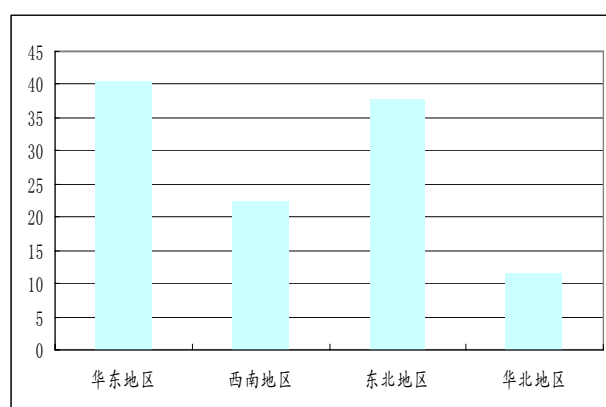
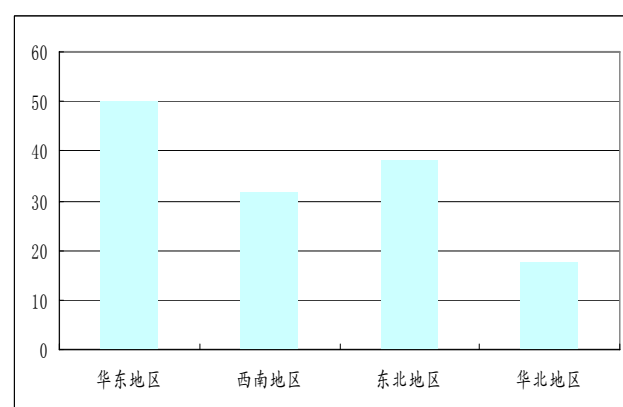


图 4: 2008 年各区域毛利率 (%)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

图 5: 2009 年营业收入的区域分布

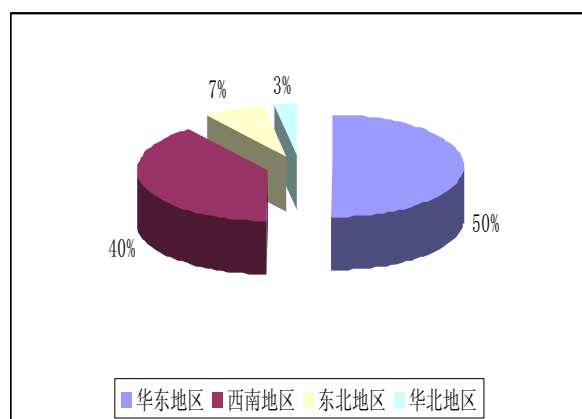
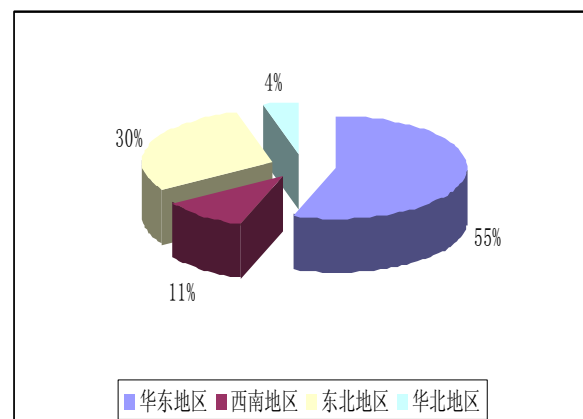


图 6: 2008 年营业收入的区域分布



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

图 7: 历年盈利水平

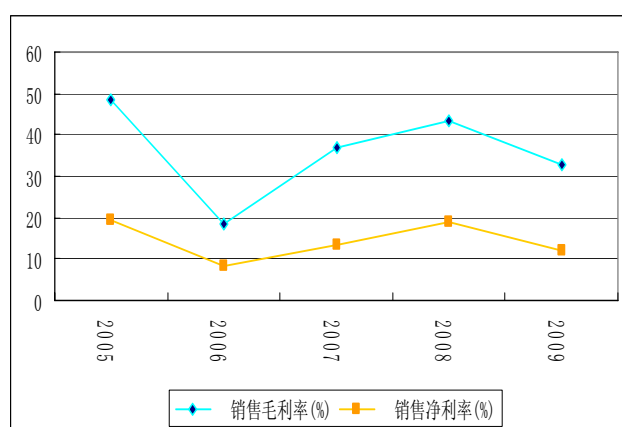
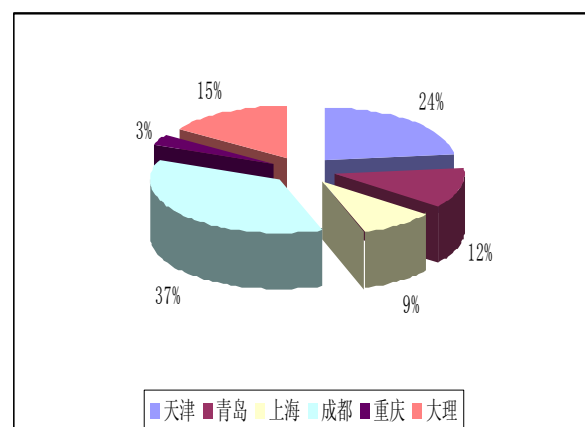


图 8: 2009 年公司销售面积的区域分布 (按权益计算)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

图 9: 2008 年公司销售面积的区域分布 (按权益计算)

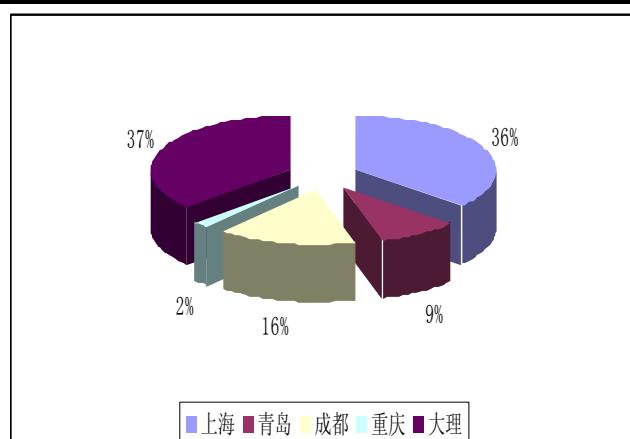
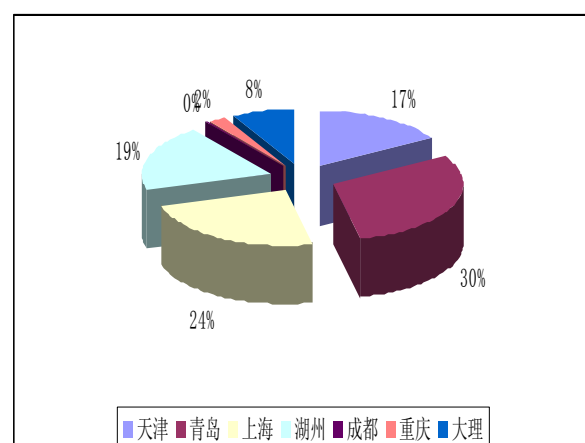


图 10: 2009 年末公司未开发项目分布 (按权益计)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

图 11: 资产负债率 (%)

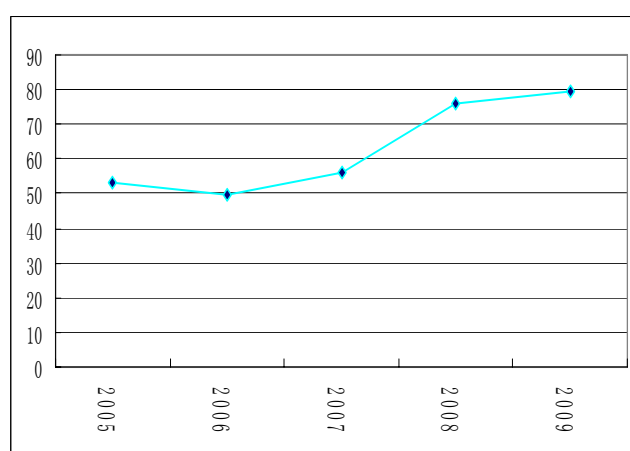
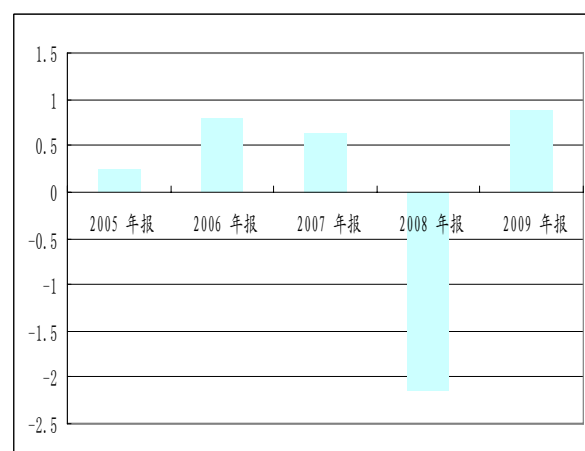
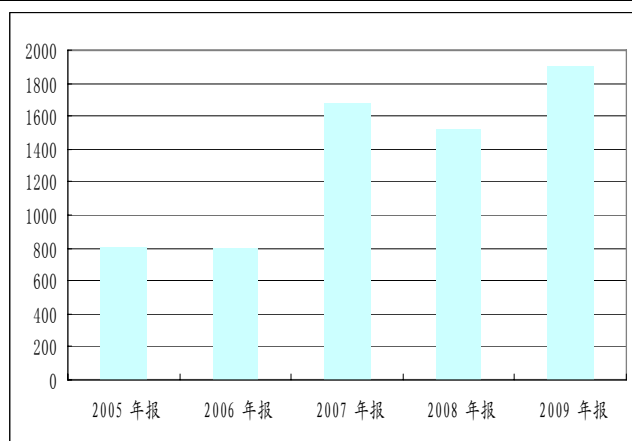


图 12: 每股经营活动产生的现金流量净额 (元)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

图 13: 货币资金 (百万元)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

投资评级说明

● 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级：

强于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间；

弱于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅 5%以上；

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。