

宜华地产(000150): 未来两年业绩较差、关注资产注入情况 中性(维持)

房地产行业

当前股价: 7.81 元

报告日期: 2010 年 03 月 01 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	493	362	100	150
(+/-)	97.1%	-26.5%	-72.4%	50.0%
营业利润	115	127	28	50
(+/-)	114.3%	10.9%	-78.4%	82.7%
归属于母公司的净利润	82	100	24	41
(+/-)	-27.6%	22.3%	-76.4%	72.2%
EPS (元)	0.25	0.31	0.07	0.13
市盈率(倍)	31	25.2	107.1	62.2

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/流通股本 (万股)	32400/16696
流通市值 (亿元)	13.04
每股净资产 (元)	2.24
资产负债率 (%)	34.75

股价表现 (最近一年)



天相房地产组 联系人 刘义

021-58824282-804

Liuyi002@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **每股收益符合市场预期。**公司今日发布 2009 年报: 营业收入 3.6 亿元、同比下降 26.5%; 归属母公司净利润 1.0 亿元、同比增长 22.3%; 每股收益 0.31 元, 符合市场预期 (公司曾于 2010 年 02 月 10 日发布业绩快报)。公司 2009 年末提出利润分配预案。
- **基本面概述。**公司是宜华集团的房地产业上市平台, 目前主要在汕头市从事房地产开发业务, 项目储备规模较小, 除零星在建项目和少量尾盘之外, 只有两个拟建的储备项目: 外砂工贸区商住地块、荣信别墅项目。
- **公司 2009 年业绩符合预期, 业绩特征主要体现为“减收增利”,**主要得益于结算价格上涨导致的毛利率提升, 主要有以下两点值得我们关注。
 - **可结算资源较少导致收入下降。**公司 2009 年结算收入下降的主要原因在于公司报告期内无新增竣工项目, 参与结算的主要是剩余现房 (宜嘉名都、宜悦雅轩、宜馨花园等, 以宜嘉名都为主), 结算面积同比有所下降。
 - **结算价格上涨导致毛利率提升。**公司 2009 年综合毛利率为 45.5%、同比大幅提升 13.7 个百分点, 主要得益于: 报告期内现房销售价格上涨。
- **2010 年业绩较差、2011 年仍难有起色。**公司 2010-2011 年可售资源依然较少, 主要是零星在建项目和部分尾盘, 预计 2010-2011 年业绩将大幅度下降。公司的两个主力储备项目 (外砂工贸区商住地块、荣信别墅项目) 目前均处于规划设计阶段, 未来两年内难以贡献业绩。即使公司资产重组于 2010 年完成, 公司 2010-2011 年业绩仍较差, 因为拟注入资产均处于待开发阶段, 规划的竣工时间最早也在 2011 年底。
- **短期偿债压力较大。**公司 2009 年底资产负债率为 34.75%, 剔除预收款项 (0.2 亿元) 之后的真实资产负债率为 32.7%, 在行业当中处于较低水平; 速动比率为 0.5, 剔除预收款项之后的真实速动比率为 0.6, 有一定的短期偿债压力; 公司 2009 年底账面现金 1.2 亿元, 比年初减少 1.4 亿元, 主要是经营活动和投资活动现金流均为负数所致; 其中, 经营现金流为-0.8 亿元, 公司现金情况较差。



- **关注集团地产业务整体上市计划。**公司股票交易于 2010 年 01 月 13 日因筹划重大资产重组而停牌，并于 02 月 12 日发布《关于向特定对象发行股份购买资产暨关联交易预案》，宜华集团时隔两年之后重启地产业务整体上市计划。上市公司拟以 7.81 元/股向大股东定向发行不超过 2.0 亿股，购买其位于揭阳、梅州、汕头和湘潭等地的四家项目公司 100% 股权。此次重组预案有以下五点值得我们重点关注：
 - **预估增值率很低、这对公众股东而言是件好事。**这四家项目公司在评估基准日（2009 年 12 月 31 日）的净资产账面价值为 11.0 亿元、预估价值为 13.4 亿元、增值率只有 22%，在资产注入类地产股当中处于很低水平。
 - **拟注入土地规模大、成本低、未来盈利前景较好。**这四家项目公司的规划建筑面积合计 308 万平米、将大幅增加上市公司项目储备，分别是：揭阳（7.1 万平米、住宅）、梅州（45.6 万平米、住宅）、汕头（177.8 万平米、住宅和工业）、湘潭（77.6 万平米、住宅）。以预估价值折算，拟注入项目对应的楼面地价分别为揭阳（813 元/平米）、梅州（185 元/平米）、汕头（396 元/平米）、湘潭（634 元/平米），平均楼面地价 435 元/平米，如果以 2000-3000 元/平米的销售均价大致测算，公司此次获取土地的成本较低，未来盈利前景较好。
 - **发行价有所下调、这对公众股东而言是件坏事。**相较于两年之前搁浅的预案（发行价 10.68 元/股），此次发行价下调 27% 至 7.81 元/股，重组完成之后大股东在上市公司权益中所占比例相应将提高。
 - **重组完成之后上市公司将有很强的再融资需求。**大股东此次拟注入的资产都处于土地阶段，预计将于 2010 年之后陆续开工建设，公司再融资需求很强烈。
 - **重组完成之后上市公司短期业绩将被明显摊薄。**大股东拟注入项目体现业绩将在 2012 年之后（2011 年底开始才陆续有竣工项目），所以此次定向增发对上市公司 2010-2011 年业绩的摊薄效应较为明显，预计降幅在 35% 左右；况且上市公司 2010-2011 年可结算资源比较少，其本身业绩已难以保证。
- **盈利预测与投资评级。**暂不考虑公司 2010 年度定向发行股票购买资产预案，我们预计公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.07 元和 0.13 元，以昨日收盘价 7.81 元计算，对应的动态市盈率分别为 107 倍和 62 倍；并且拟注入资产短期之内难以贡献业绩（且摊薄作用明显），我们维持公司“中性”评级。

图表一：拟注入资产情况

序号	项目名称	项目公司	开工日期	预计竣工日期	占地面积	预计建筑面积	预计可售面积
1	揭东金都花园	揭东项目公司	2012.10	2014.8	74,187	74,187	70,787
2	金色华府项目一期	梅州项目公司	2010.4	2011.12	29,658	81,927	81,672
3	金色华府项目二期	梅州项目公司	2012.5	2014.2	32,000	121,760	119,790
4	金色华府项目三期	梅州项目公司	2013.8	2015.5	32,000	121,760	119,790
5	金色华府项目四期	梅州项目公司	2015.8	2017.10	36,000	137,080	134,960
6	湘江名城一期	湘潭项目公司	2010.2	2012.10	58,980	227,778	226,875
7	湘江名城二期	湘潭项目公司	2012.6	2014.8	48,100	187,573	183,378
8	湘江名城三期	湘潭项目公司	2014.5	2016.5	48,100	187,573	183,378
9	湘江名城四期	湘潭项目公司	2016.2	2018.1	37,474	182,442	182,442
10	莱芜项目一期	宜东项目公司	2010.6	2011.12	101,333	91,200	91,200
11	莱芜项目二期	宜东项目公司	2011.10	2013.11	91,265	83,400	83,400
12	宜东工业园 一期	宜东项目公司	2011.2	2013.4	224,000	440,600	440,600
13	宜东工业园 二期	宜东项目公司	2013.2	2015.5	259,333	508,500	508,500
14	宜东工业园 三期	宜东项目公司	2015.3	2017.5	332,000	654,000	654,000
合计					1,404,430	3,099,780	3,080,772

资料来源：公司公告、天相投顾整理



图表二：宜华地产（000150）盈利预测表

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	250	493	362	100	150
营业收入增长率	7.6%	97.1%	-26.5%	-72.4%	50.0%
减：营业成本	161	336	198	55	78
营业成本增长率	-28.6%	109.2%	-41.3%	-72.2%	41.8%
综合毛利率	35.8%	31.8%	45.5%	45.0%	48.0%
营业税金及附加	13	32	25	7	11
营业税率	5.3%	6.4%	6.8%	7.0%	7.0%
销售费用	1	2	4	2	2
销售费用率	0.3%	0.3%	1.2%	1.5%	1.5%
管理费用	19	12	11	11	12
管理费用率	7.6%	2.4%	3.1%	11.0%	8.0%
财务费用	-1	-3	-3	-2	-3
财务费用率	-0.3%	-0.7%	-0.8%	-2.0%	-2.0%
资产减值损失	4	0	1	0	0
期间费用率	7.6%	2.1%	3.5%	10.5%	7.5%
加：公允价值变动	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	53	115	127	28	50
营业利润增长率	228.0%	114.3%	10.9%	-78.4%	82.7%
加：营业外收入	95	1	7	5	5
减：营业外支出	0	0	1	1	1
三、利润总额	149	116	133	32	54
减：所得税费用	34	30	33	8	14
实际所得税率	22.6%	26.1%	24.5%	25.0%	25.0%
四、净利润	115	86	100	24	41
归属母公司净利润	113	82	100	24	41
归属母公司净利润增长率	382.4%	-27.6%	22.3%	-76.4%	72.2%
少数股东损益	2	4	0	0	0
EPS(摊薄、元)	0.35	0.25	0.31	0.07	0.13
最新总股本(万股)	32400	32400	32400	32400	32400

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100