

深振业 A (000006)

关注再融资及低成本扩张进程

——2009 年报点评

	孙建平	李署
	021-38676316	021-38676911
	sunjianping@gtjas.com	lishu007581@gtjas.com

本报告导读:

年报高送配, 10 投资积极, 再融资成功将降低资金压力, 利于企业扩张

投资要点:

- 2009 年 0.64 元 EPS 符合预期, 拟 10 送 5 派 1.2 元 (含税)。2009 年营业收入 18.49 亿, 净利润 3.26 亿, 扣除非经常性损益净利润 2.17 亿; 同比分别增长 81%、117% 和 46%。
- 股权转让等非经常性损益贡献净利润 1.1 亿, EPS 0.21 元。09 年转让建业集团、特皓公司、合肥公司等股权实现投资收益 0.88 亿, 终止龙华项目投资获补偿款 5000 万; 10 年转让建工集团股权实现投资收益 0.27 亿。
- 因项目结转区域、结构及档次变化, 地产毛利率下降 30 个点至 39%。全年结算面积 17.62 万方, 结算金额 18.6 亿, 惠阳振业城、振业峦山谷与振业城二、三期等低毛利项目贡献结算收入的 68%; 而高毛利的星海六期在 08 年 9 亿, 09 年仅结算 4.5 亿。
- 资金压力大, 有再融资需求。资产负债率 70%, 净负债率连续 3 年超过 100%, 09 年达 154%; 2010 年 2 月公布修订后的再融资方案, 拟向大股东及管理层发行不超过 1.5 亿股募资 8 亿, 深圳国资委认购不超过 6 亿。
- 销售与投资创历史新高, 10 年投资高增长, 可售量大。09 年在建 116 万方, 竣工面积 28 万方, 销售面积 22.8 万方, 销售金额 22.8 亿; 2010 年公司计划施工 182 万方 (可售 140 万方), 竣工 44 万方, 在建与新开工计划投资 19 亿, 计划实现销售 20 万方, 回笼资金 22 亿。
- 在深圳、惠阳、长沙、天津、西安、南宁、北海等地拥有 320 万方储备, 深圳 85.8 万方占 27%, 总权益储备 286 万方; 与惠阳经济开发区和西安浐霸区管委会进行前期土地合作开发, 为低成本扩张奠定基础。
- 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.75/0.93/1.15 元, 其中 10 年业绩含 0.26 亿投资收益, EPS0.05 元。更新后 RNAV 10 元。
- 公司定增不直接从二级市场融资, 获批可能性大; 具备惠阳和西安获取低成本土地的能力; 给予 10 年 20 倍 PE, 对应目标价 14.5 元, 增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1021.7	1849.2	2238.0	3015.8	3612.0
(+/-)%	0%	81%	21%	35%	20%
经营利润 (EBIT)	428.2	353.6	607.5	842.3	1013.1
(+/-)%	46%	-17%	72%	39%	20%
净利润	150.2	326.3	382.4	473.3	581.0
(+/-)%	-40%	117%	17%	24%	23%
每股净收益 (元)	0.30	0.64	0.75	0.93	1.15
每股股利 (元)	0.08	0.12	0.11	0.14	0.17

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	16%	19%	23%	22%	22%
市盈率	37.5	17.3	14.7	11.9	9.7
股息率 (%)	1%	1%	1%	1%	2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 14.50

上次预测: 11.0

当前价格: 11.10

2010.03.17

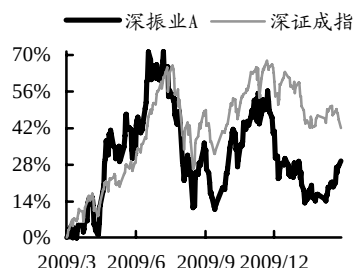
交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.96-15.28
总市值 (百万元)	5,630
总股本/流通 A 股 (百万股)	507/492
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	97%
日均成交量 (百万股)	10
日均成交值 (百万元)	114

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,107
每股净资产	4.16
市净率	2.7
资产负债率	70%

52 周内股价走势图



相关报告

《投资收益贡献高, 预售房款规模较大》

2008.03.31

《抑地价、增供应、调结构-国土部 34 号文件点评》

2010.03.11

《地产周报第 67 期: 节后成交持续回升, 本周环比上升 30%》

2010.3.8

《地产周报第 66 期: 12 大主流城市 1、2 月累计成交同比增长 15%》

2010.3.1

《地产周报第 65 期: 春节 “有点冷”》

2010.2.21

《花月正春风-2010 年房地产行业投资策略》

2009.12.08

《房价定乾坤---2009 年房地产行业投资策略》

2008.12.05

表 1：2009 年结算收入主要来自星海名城和振业城二、三期（单位：百万，万平米，元/平米）

项目名称	2009A 结转面积	2009A 结转收入	结算均价	年末预售款
星海名城六期	3.8	450.78	11863	32.14
深圳振业城一期	0.21	28.35	13500	
深圳振业城二-三期	4.94	661.38	13388	57.50
振业峦山谷花园一期	4.29	298.49	6958	85.74
惠阳振业城一期	1.96	238.12	12149	2.18
振业中央华府	1.97	84.93	4311	1.55
振业城四-五期				141.48
总计	17.17	1762.06	10262	320.59

数据来源：公司年报等，国泰君安证券销售交易总部，以下各表同

表 2：因项目结算差异导致毛利率比 08 年明显下降，但费用控制能力加强

项目	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
营业收入增长率	-23.6%	-12.5%	-18.4%	-0.2%	81.0%
净利润增长率	75.9%	94.5%	16.6%	-40.4%	117.2%
经常性净利润增长率	1048.9%	169.5%	-3.2%	-26.3%	46.5%
毛利率	24.5%	38.8%	55.7%	68.1%	38.9%
ROE	10.2%	14.7%	14.7%	9.4%	17.8%
三项费用率	14.4%	11.4%	17.9%	15.9%	11.6%
净利润率	7.8%	17.2%	24.6%	14.7%	17.6%
存货周转率	0.8	0.48	0.16	0.08	0.22

表 3：负债水平高，资金压力较大（单位：百万元）

项目	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
现金	463.76	323.19	597.21	155.79	761.38
每股经营性净现金流	1.08	-1.93	-3.17	-2.69	1.08
预售房款	226.54	78.58	758.99	82.15	342.86
预售房款/营业收入	15.8%	6.3%	74.1%	8.0%	15.3%
银行借款	780.0	1200.0	2387.0	3595.0	4000.0
银行借款/负债	54.8%	74.1%	63.3%	84.7%	78.7%
资产负债率	56.0%	51.4%	67.7%	71.7%	69.9%
真实资产负债率	47.1%	48.9%	54.1%	70.3%	65.1%
净负债率	29.0%	59.5%	104.0%	214.7%	153.7%
速动比率	0.62	0.28	0.56	0.08	0.59

表 4：公司现有项目储备分布在 7 个城市（单位：万平米）

项目名称	地理位置	占地 面积	建筑 面积	商业可 售	住宅 可售	可售合 计	权益	未结面 积	权益未 结	现状
星海六期	深圳	3.38	15.18	0.23	13.9	14.13	100%	0.78	0.78	竣工
星海七期	深圳龙岗	1.36	10.16	2.79	3.81	6.6	100%	6.60	6.60	在建
振业城二-三期	深圳龙岗	9.2	7.73	0.21	7.05	7.26	100%	2.32	2.32	竣工
振业城四-五期	深圳龙岗	5.98	23.46	0.29	18.33	18.62	100%	18.62	18.62	在建
振业城六-七期	深圳龙岗	4.09	11.61	0.06	8.62	8.68	100%	8.68	8.68	报建阶段
振业峦山谷花园一期	深圳龙岗	10.16	40.58	2.97	26.32	29.29	100%	25.00	25.00	在建

振业·峦山谷花园二期	深圳龙岗	10.14	33.71	1	22.81	23.81	100%	23.81	23.81	报建阶段
振业·中央华府	广西北海	0.76	2.41	0.37	1.72	2.09	97%	0.12	0.12	已竣工
南宁项目	广西南宁	2.86	10.73	0	8.41	8.41	82%	8.41	6.90	报建阶段
惠阳·振业城一期及商务中心	惠阳	29.24	9.43	1.72	6.38	8.1	82%	6.14	5.03	在建
惠阳·振业城二、三期	惠阳	32.01	82.49	——	70.12	70.12	82%	70.12	57.50	前期筹备
惠阳经济开发区象岭地段	惠阳	5.80	8.71	——	8.71	8.71	82%	8.71	7.14	前期筹备
西安振业·泊墅	西安	17.4	50.52	——	42.94	42.94	100%	42.94	42.94	前期筹备
天津项目 1#地块	天津	3.48	12.04	——	10.23	10.23	100%	7.00	7.00	前期筹备
天津项目 2#地块	天津	1.31	7.21	——	7	7.00	100%	7.00	7.00	前期筹备
长沙项目	长沙	43.72	86.17	5	77.6	82.60	80%	82.60	66.08	拆迁阶段
合计		175.09	403.43	14.64	333.95	348.59	90%	318.85	285.52	

附表：公司损益表及其预测（单位：百万）

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1254.5	1024.0	1021.7	1849.2	2238.0	3015.8	3612.0
营业收入	1254.5	1024.0	1021.7	1849.2	2238.0	3015.8	3612.0
二、营业总成本	1003.5	814.5	872.5	1581.7	1749.1	2354.4	2815.6
营业成本	767.8	453.6	325.5	1129.1	1176.2	1567.3	1876.5
营业税金及附加	95.8	171.4	179.3	245.6	299.9	392.0	469.6
销售费用	28.2	24.7	24.2	58.4	76.1	105.6	124.6
管理费用	90.0	80.8	64.5	62.5	78.3	108.6	128.2
财务费用	24.5	77.7	74.1	93.6	118.6	180.9	216.7
资产减值损失	-2.7	6.3	204.9	-7.5	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-1.6	69.9	10.0	88.5	26.6	0.0	0.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	4.0	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	249.4	279.5	159.2	356.1	515.5	661.3	796.4
加：营业外收入	5.0	10.0	4.5	49.1	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	1.3	1.7	2.1	0.9	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	253.1	287.8	161.6	404.3	515.5	661.3	796.4
减：所得税	37.0	40.9	11.4	69.1	122.2	165.3	199.1
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	216.2	246.9	150.2	335.2	393.2	496.0	597.3
减：少数股东损益	-0.1	-5.3	0.0	8.9	10.8	22.7	16.3
归属于母公司所有者的净利润	216.3	252.2	150.2	326.3	382.4	473.3	581.0
股本	253.59	253.59	507.18	507.18	507.18	507.18	507.18
EPS	0.85	0.99	0.30	0.64	0.75	0.93	1.15
主营收入增长率	-12.5%	-18.4%	-0.2%	81.0%	21.0%	34.8%	19.8%
净利润增长率	94.5%	16.6%	-40.4%	117.2%	17.2%	23.8%	22.8%
毛利率	38.8%	55.7%	68.1%	38.9%	47.4%	48.0%	48.0%
三项费用率	11.4%	17.9%	15.9%	11.6%	12.2%	13.1%	13.0%
净利润率	17.2%	24.6%	14.7%	17.6%	17.1%	15.7%	16.1%

数据来源：Wind，国泰君安证券销售交易总部

作者简介:**孙建平:**

经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名,2009 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李署:

工科硕士，毕业于南京大学，2008 年 7 月进入国泰君安证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		