

## ST 凤凰(600716)：2009 符合预期、2010 高度锁定 增持(维持)

### 房地产行业

当前股价：9.30 元

报告日期：2010 年 03 月 25 日

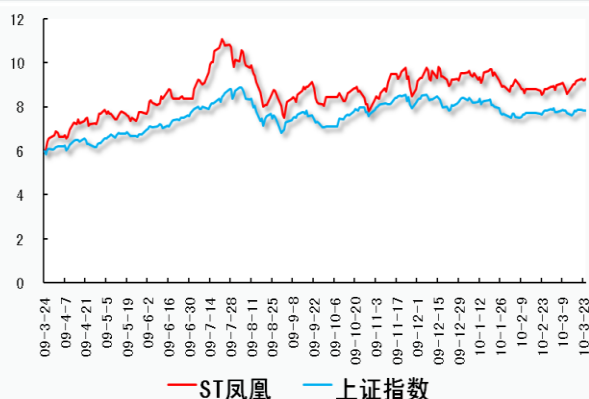
#### 主要财务指标（单位：百万元）

|          | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 313   | 1134  | 1050  | 1800  |
| (+/-)    | /     | 263%  | -7.4% | 71.4% |
| 营业利润     | 51    | 367   | 339   | 606   |
| (+/-)    | /     | 615%  | -7.5% | 78.5% |
| 归属母公司净利润 | 38    | 294   | 255   | 455   |
| (+/-)    | /     | 665%  | -13%  | 78.5% |
| EPS（元）   | 0.05  | 0.40  | 0.34  | 0.61  |
| 市盈率      | 179.4 | 23.4  | 27.1  | 15.2  |

#### 公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本/流通股本（万股） | 74060/29350 |
| 流通市值（亿元）     | 27.30       |
| 每股净资产（元）     | 1.65        |
| 资产负债率（%）     | 59.87       |

#### 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](mailto:service@txsec.com)

- **2009 年净利润增长 665.3%，符合市场预期。**公司今日发布 2009 年报：营业收入 11.3 亿元、同比增长 262.8%；营业利润 3.7 亿元、同比增长 615.4%；归属母公司净利润 2.9 亿元、同比增长 665.3%；每股收益 0.40 元、符合市场预期。公司 2009 年不进行利润分配。
- **布局江苏重点城市的文化综合体开发商。**这是一个立足南京、布局江苏、省内唯一的“文化综合体”开发商，并持有南京证券 5000 万股股权（占南京证券总股本的 2.82%）、大股东凤凰集团承诺条件成熟时还将注入 14800 万股。公司目前在建、拟建项目规划建筑面积 100 万平方米左右，主要分布在南京、苏州、南通等城市核心地段，并将向扬州、无锡等江苏重点城市持续扩张。
- **良好的销售状况锁定 2010 年业绩。**公司 2009 年主力销售项目是南京凤凰和熙苑 A 地块，该项目涵盖商业和住宅两类物业，于 2009 年 08 月开盘并持续热销，截止 2009 年底已基本售罄，实现合同销售金额 13.8 亿元，合同销售面积 10.1 万平米；该项目之商业部分已于 2009 年结算，住宅部分将于 2010 年结算，2009 年底预收款项 8.7 亿元，公司 2010 年业绩锁定程度较高。
- **结算收入大幅增长。**公司 2009 年参与结算的主要是南京凤凰和鸣苑剩余现房与凤凰和熙苑 A 地块之商业部分，合计实现结算收入 11.3 亿元、同比大幅增长 262.8%；其中，凤凰和鸣苑实现结算收入 8.0 亿元、凤凰和熙苑 A 地块实现 3.3 亿元。
- **结算毛利率大幅提升。**公司 2009 年结算毛利率为 48.1%、同比大幅提升 20.6 个百分点，主要原因有三点：1)、2008 年结算的凤凰和鸣苑毛利率较低、主要是销售均价较低所致；2)、2009 年结算的凤凰和鸣苑毛利率提升 13.1 个百分点至 40.6%；3)、2009 年结算的凤凰和熙苑 A 地块之商业部分，毛利率较高、达到 65.8%。
- **财务状况比较健康。**截止 2009 年底，公司资产负债率为 59.9%，剔除预收款项之后的真实资产负债率为 31.3%，在行业当中处于较低水平，长期财务结构比较健康；真实速动比率为 0.3、账面现金 1.5 亿元，短期偿债压力较大，但考虑到公司真实资产负债率较低、以及大股东的强大实力和国资背景，公司的融资能力较强，所以其流动性风险并不大。



- **公司即将摘帽。**公司重大资产重组已于 2009 年底完成，公司 2009 年净利润和扣除非经常性损益之后的净利润分别为 2.9 和 2.8 亿元，公司即将摘帽。
- **2010 年业绩略有下降。**受项目结算周期的影响，公司 2010 年结算收入略有下降，我们预计为 10.5 亿元、同比下降 7.4% 左右；由于项目结算结构的变化，公司 2010 年结算毛利率将小幅下滑。与此同时，公司 2010 年营业外收入也将下降。
- **2011 年业绩或将大幅增长。**2011 年南京凤凰和美项目（建筑面积 19.3 万平方米）将进入结算周期，公司可售资源大幅增加，2011 年业绩或将大幅增长。
- **公司最大的看点在于独特的商业模式。**文化综合体这种商业模式能给公司带来很大的好处：以较低的成本拿到黄金地段的土地。公司目前虽然项目储备规模较小，但含金量很高，均位于当地黄金地段。与此同时，“文化+地产”这种模式还有利于公司借力文化产业的发展前景。
- **盈利预测和投资评级。**我们预计公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.34 元和 0.61 元，以昨日收盘价 9.30 元计算，对应的动态市盈率分别为 27 倍和 15 倍，估值较为合理，考虑到公司独特的商业模式、文化产业的广大前景、以及较好的业绩成长，我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**
  - 1)、大盘系统性风险；
  - 2)、行业周期性风险；
  - 3)、项目销售和结算可能不达预期。

图表一：公司的项目储备情况

| 项目       | 产品定位    | 权益   | 占地面积   | 建筑面积   | 土地成本   | 楼面地价 | 开工时间    | 竣工时间    | 结算周期      | 区位     |
|----------|---------|------|--------|--------|--------|------|---------|---------|-----------|--------|
| 凤凰和鸣苑    | 文化综合体   | 100% | 40691  | 136422 | 33000  | 2419 |         | 2008-12 | 2008-2009 | 南京鼓楼区  |
| 凤凰和熙苑A地块 | 商业、住宅   | 100% | 45165  | 102600 | 101000 | 9844 | 2008-05 | 2010-12 | 2009-2010 | 南京奥体板块 |
| 凤凰和熙苑B地块 | 文化综合体   | 100% | 46255  | 224453 |        |      | 2009-12 | 2013-12 | 2013      |        |
| 凤凰和美     | 住宅      | 100% | 64434  | 193301 | 81186  | 4200 | 2009-07 | 2011-12 | 2011      | 南京雨花台区 |
| 苏州文化城    | 文化综合体   | 100% | 15854  | 209664 | 36180  | 1726 | 2009-05 | 2012-12 | 2012      | 苏州工业园区 |
| 凤凰山庄     | 公寓并配建小学 | 100% | 49701  | 68401  | 32000  | 4678 | 2010-07 | 2012-xx | 2012      | 南京玄武区  |
| 南通文化城    | 文化综合体   |      | 21998  | 129000 | 34800  | 2698 | 规划之中    |         |           | 南通行政中心 |
| 合计       |         |      | 284098 | 1E+06  | 318166 | 2991 |         |         | 2008-2013 | 江苏重点城市 |

资料来源：公司公告、天相投顾整理



图表二：ST 凤凰（600716）盈利预测表

| 单位：百万元             | 2008A | 2009A  | 2010E  | 2011E |
|--------------------|-------|--------|--------|-------|
| <b>一、营业收入</b>      | 313   | 1134   | 1050   | 1800  |
| <b>营业收入增长率</b>     |       | 262.8% | -7.4%  | 71.4% |
| 减：营业成本             | 227   | 588    | 578    | 954   |
| 营业成本增长率            |       | 159.7% | -1.8%  | 65.2% |
| <b>综合毛利率</b>       | 27.5% | 48.1%  | 45.0%  | 47.0% |
| 营业税金及附加            | 22    | 153    | 116    | 207   |
| 营业税金及附加比率          | 6.9%  | 13.5%  | 11.0%  | 11.5% |
| 销售费用               | 7     | 19     | 19     | 27    |
| 销售费用率              | 2.1%  | 1.7%   | 1.8%   | 1.5%  |
| 管理费用               | 7     | 8      | 8      | 9     |
| 管理费用率              | 2.2%  | 0.7%   | 0.8%   | 0.5%  |
| 财务费用               | 0     | 0      | 5      | 9     |
| 财务费用率              | -0.1% | 0.0%   | 0.5%   | 0.5%  |
| 资产减值损失             | 0     | 4      | 0      | 0     |
| <b>期间费用率</b>       | 4.2%  | 2.4%   | 3.1%   | 2.5%  |
| 加：公允价值变动           | 0     | 0      | 0      | 0     |
| 投资净收益              | 0     | 5      | 15     | 12    |
| <b>二、营业利润</b>      | 51    | 367    | 339    | 606   |
| <b>营业利润增长率</b>     |       | 615.4% | -7.5%  | 78.5% |
| 加：营业外收入            | 0     | 24     | 0      | 0     |
| 减：营业外支出            | 0     | 0      | 0      | 0     |
| <b>三、利润总额</b>      | 51    | 390    | 339    | 606   |
| 减：所得税费用            | 13    | 97     | 85     | 152   |
| <b>实际所得税率</b>      | 25.2% | 24.8%  | 25.0%  | 25.0% |
| <b>四、净利润</b>       | 38    | 294    | 255    | 455   |
| <b>归属母公司净利润</b>    | 38    | 294    | 255    | 455   |
| <b>归属母公司净利润增长率</b> |       | 665.3% | -13.3% | 78.5% |
| 少数股东损益             | 0     | 0      | 0      | 0     |
| <b>EPS(摊薄、元)</b>   | 0.05  | 0.40   | 0.34   | 0.61  |
| <b>最新总股本(万股)</b>   | 74060 | 74060  | 74060  | 74060 |

资料来源：公司公告、天相投顾整理

## 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<br>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<br>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<br>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<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A<br>电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040     |
| 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<br>电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100  |