

聚焦于京津唐地区的高端项目
中性 维持评级

 分析师: 丁文 ✉: dingwen@chinastock.com.cn ☎: 010-66568797 执业证书编号: S0130200010337

1. 事件

公司于 4 月 28 日公布了 2010 年 1 季报, 报告期, 公司完成营业收入 14088.2 万元, 营业利润 1614.7 万元, 归属于母公司所有者的净利润 1060.7 万元, 分别同比下降 62.46%、101%和 77.88%, 每股收益 0.01 元。

2. 我们的分析与判断

(1) 可结算收入大幅减少, 毛利率上升约 13 个百分点。

表 1: 公司利润表变动明细

	2010 年 1 季报	2009 年 1 季报	增幅
营业总收入	140,882,364.42	375,308,431.77	-62.46%
营业总成本	122,272,435.91	299,846,151.02	-59.22%
营业成本	74,013,375.59	247,811,383.35	-70.13%
营业税金及附加	14,031,573.91	24,413,759.84	-42.53%
期间费用	37,778,878.12	25,989,180.71	45.36%
资产减值损失	-3,551,391.71	1,631,827.12	-317.63%
投资收益	-2,462,421.63	-2,462,421.63	-317.63%
营业利润	16,147,506.88	72,999,859.12	-77.88%
加: 营业外收入净额	4,030,269.16	-10,334,324.00	
利润总额	20,177,776.04	62,665,535.12	-67.80%
减: 所得税费用	9,596,314.79	22,627,297.06	-57.59%
归属于母公司所有者的净利润	10,607,369.08	40,052,630.56	-73.52%
毛利率	47.46%	33.97%	39.72%
税金率	9.96%	6.50%	53.11%
费用率	19.98%	7.70%	159.33%
所得税率	47.56%	36.11%	31.71%
净利润率	7.53%	10.67%	-29.45%
每股收益	0.01	0.04	-75.00%

资料来源: 公司季报

由于公司主要销售产品北京西山华府南区和苏州的亿城新天地二期分别于 2010 年 12 月和 6 月才能竣工, 参与结算。因此 2010 年 1 季度可结算的房地产销售收入很少, 仅有 1.4 亿元, 主要是西山华府北区和东区的一些尾房。由于西山华府后期价格较前期有大幅度提升, 因此公司毛利率较去年同期有大幅度上升。

报告期, 由于房地产销售毛利率大幅上升, 导致土地增值税率增幅较快, 税金率大幅上升 53.11%。结算收入的大幅减少, 而期间费用相对固定, 导致费用率也大幅上升, 加上所得税费用率上升, 使公司净利润率下降 29.45%。

(2) 提高项目周转率, 2010 年争取预售达 50 亿元。

公司认为土地增值税的高额累进机制使得周转率和毛利率均好的模式优于缓慢开发高溢价模式。公司提出要缩短项目开发周期, 切实提高资产周转率。2010 年公司重点抓好西山华府、西山公馆和亿城新天地项目的销售工作, 坚持“小步快跑, 随行就市”的销售原则, 争取在未来 3 个月基本完成西山华府、西山公馆和亿城新天地的去化, 争取全年签约销售收入达到 50 亿元。

(3) 提出“双聚焦”战略, 计划在环渤海地区增加土地储备 200-300 万平米。

公司基于华府系列产品在京津地区的持久穿透力和京津唐三地高端客群的高度重叠, 据此提出“双聚焦”战略, 即在坚持聚焦实惠高端的产品线同时, 强调聚焦环渤海区域。

2010 年 2 月公司通过控股 51% 的秦皇岛天行九州房地产开发有限公司参与竞买秦皇岛黄金假日滨海度假城项目二期地块, 成交价款为 30,514.83 万元, 计容积率建筑面积为约 32.5 万平方米。加上之前获取的项目一期地块, 该项目总建筑面积达到约 70 万平米, 容积率仅为 0.4, 项目定位: 为京津唐最顶端财智人群提供暑期家庭度假的终极目的地。项目规划有顶级高尔夫球场、五星级酒店、别墅院落和观海公寓。计划将于 2010 年下半年开工, 先期建设高尔夫球场, 2012 年进行实景样板区销售。

由于北京地价涨幅过高, 公司明确了在环渤海二线城市寻找价值洼地的投资策略, 目前重点集中在天津、唐山、大连几个城市。公司争取在 2010 年新获取 200-300 万平米的土地储备。

(4) 目前项目储备 200 万平米, 项目“安全边界”较高。

截至报告期末, 公司拥有在建及储备面积约 200 万平方米, 可以满足公司未来 3 年的开发需要。同时由于公司拿地一贯比较谨慎, 并且方式较为独特, 因此现有项目地价均不高, 有较高的安全边界。

表 2: 土地储备明细

项目名称	权益	建筑面积 (万平方米)	楼面地价 (元/平米)	预计售价 (元/平米)
北京西山华府	100%	16.61	4170	33000
北京西山公馆	100%	8.26	7203	32000
北京青龙湖	100%	37.8	4555	20000
天津红桥	100%	30.98	5230	15000
天津亿城山水颐园公建	100%	4.3	1900	11000

苏州亿城新天地	100%	28.9	1300	6500
苏州胥口项目	55%	14	1800	7000
秦皇岛项目一期	70%	24	2100	9000
秦皇岛项目二期	70%	32.5	939	9000
三亚东河项目	90%	1.57	5048	
合计		198.92		

资料来源：公司公告

（5）2010 年开工面积分别为 38 万平米和 27 万平米。

公司计划 2010 年新开工面积约 38 万平米，分别是西山公馆、西山华府综合楼、青龙湖项目一期和 天津红桥广场项目一期。计划竣工面积约 27 万平米，主要是亿城新天地将于 6 月竣工，西山华府将于 12 月竣工。

（6）目前房地产预收款高达 23.53 亿元，锁定了约 70%的业绩。

报告期内，公司实现签约销售收入约 6.3 亿元，主要为西山华府南区。截至 2010 年 4 月 20 日西山华府签约销售面积达 50.8 亿元，其中 2010 年实现销售 7.8 亿元，目前只剩下约 9000 平米未售。该项目将于今年底竣工交付，将成为今年利润的主要来源。

此外西山公馆计划 2010 年 5 月开盘，该项目毗邻上地产业园区，同时是软件园内唯一住宅用地，可售套数 600 多套，根据公司的市场调研，目前客户已经基本落实，基本不受房地产调控的影响。公司计划 3 个月基本实现清盘，估计平均售价在 32000 元/平米。

（7）财务稳健。

报告期末，公司货币资金余额 111,695 万元，公司负债总额 522,488 万元，资产负债率 64%；负债总额中预收帐款 235,321 万元，占负债总额的 45.04%，财务压力不大。

公司还积极探索多元化融资方式。充分利用各种金融工具和手段，在控制融资风险和融资成本的前提下，不断拓宽多元化的资金来源渠道，提高公司获取资金资源的整体能力。2009 年公司完成公司债券的发行工作，募集资金 7.3 亿元。此外公司还积极与信托资金合作获取信托资金。

3. 投资建议

公司目前预收账款 23.53 亿元，预计公司 2010 主营收入达到 35.2 亿元，净利润 5.48 亿元，每股收益 0.60 元，市盈率 9.8 倍。鉴于公司项目集中于高端，易于受政策调控影响，并且 2010 年利润仍将主要来源于北京，建议暂时采取观望态度，给予公司“中性”评级。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

房地产行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围（举例）：

A 股：万科（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、金地集团（600383.SZ）、招商地产（000024.SZ）、中华企业（600675.SH）、栖霞建设（600533.SH）、亿城股份（000616.SZ）、苏州高新（600736.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908