

深长城 000042.SZ

题材利好有限，业绩增长可期

—— 深长城调研报告

事件：

我们于近日走访了深长城，与公司相关人员进行了交流。

报告要点：

- “双轮驱动”，开发为主。房地产开发占公司主营收入的绝大部分。未来公司仍将以房地产开发为主业，并充分挖掘物业经营的潜力。
- 宝安旧城改造项目收入有待确认。公司 09 年转让了宝安旧城改造项目股权，目前，仍有部分尾款公司尚未收到。若公司在年内收到全部尾款，则公司可确认此项收入。此项目约产生利润 1.236 亿元，净利润 0.927 亿元，增厚每股收益 0.387 元。
- 笋岗仓库改造细则未定，资源储备有增值预期。在公司持有性物业中，笋岗仓库具有强烈的升值预期。目前具体规划尚未确定。如相关规划细则顺利出台，该地块有望打造为集“仓储、物流、办公、商业及配套公寓”于一体的综合性项目，资产价值有望大幅提升。
- 开工指标暂无调整，销售指标或有调整。目前，公司的开竣工计划暂无调整，销售计划有所调整。其中，成都 26 号地将在本月开盘，中环墅项目主要是尾盘在售。
- 多重题材下，实质利好有限。公司集多重题材于一身。除笋岗仓库存在升值预期之外，公司还具有迪斯尼概念、资产注入、特区二合一等题材，但实质利好有限。
- 盈利预测和投资建议。公司 2009 年的每股收益为 1.11 元。若宝安项目今年确认收入，预计 2010-2011 年每股收益分别为 1.82 元和 2.31 元。估值合理。给与“推荐”评级。
- 风险提示。政策调控导致房地产市场深度低迷的风险。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	1082.8	1139.2	2040.7	2243.6	2856.00
增长率(%)	30.22	5.21	79.13	9.94	27.30
归属母公司股东的净利润(百万元)	201.81	6.79	266.64	436.00	554.02
增长率(%)	280.65	(96.64)	3828.8	63.52	27.07
每股收益(元)	0.84	0.03	1.11	1.82	2.31
市盈率	17.21	512.37	13.02	7.96	6.27

请务必阅读正文之后的重要声明

房地产

评级：推荐（首次）

当前价格：¥14.50

2010.07.19

基础数据

总市值(百万元)	3472.21
总股本/流通 A 股(百万股)	239/239
流通市值(百万元)	3469.78
每股净资产(元)	8.68
净资产收益率(%)	1.75

交易数据

52 周内股价区间(元)	12.31 ~ 29.7
静态市盈率(倍)	13.02
动态市盈率(倍)	7.96
市净率(倍)	1.67

52 周内股价走势图



左红英 执业证书编号：S0820209120023

电话 021-32229888*3506

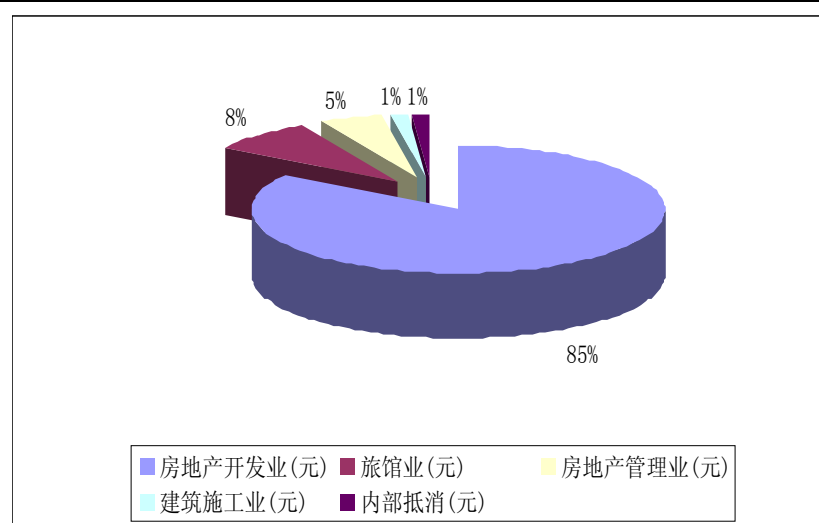
邮箱 zuohongying@ajzq.com

相关报告

1. “双轮驱动”，开发为主

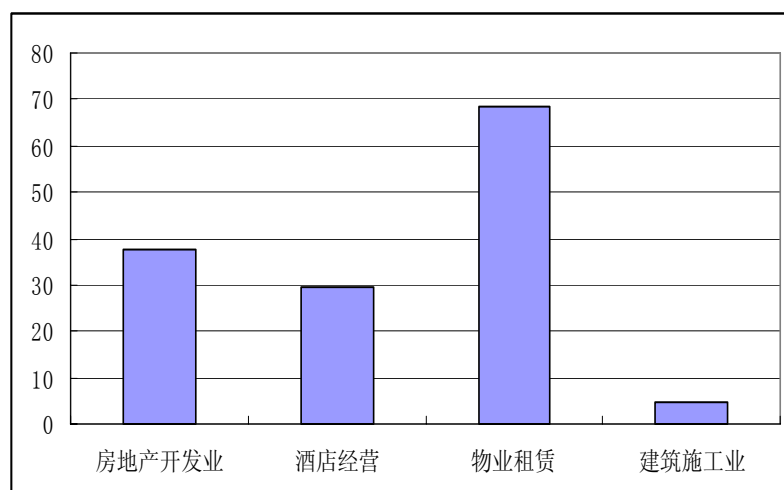
为有效地抵御市场风险，公司将推动房地产开发业务和物业经营业务的“双轮驱动”构想，形成符合长城实际的物业经营模式，改变目前物业经营低层次的格局。根据公司 2009 年年报数据，公司的主营业务构成为：房地产开发 86.6%，酒店经营 8.3%，物业租赁 5.1%。房地产开发占公司主营收入的绝大部分。未来公司仍将以房地产开发为主业，并充分挖掘物业经营的潜力，提高公司经营的稳定性，降低市场风险，为公司提供稳定的现金流。

图 1：公司的主营业务构成



数据来源：公司资料，爱建证券研发部

图 2：各业务毛利率（%）



数据来源：公司资料，爱建证券研发部

2. 宝安旧城改造项目收入有待确认

2005 年，公司与深圳中洲集团签订了《宝安宝城旧城改造项目投资协议》，公司投资人民币 6.48 亿元，占投资总额的 18%，公司全程参与总占地面积 23 万平方米，规划总建筑面积 65.5 万平方米的宝安宝城项目的监管，双方分步骤分期投入其应投入的资金。截至 2009 年 12 月 31 日，公司累计支付项目投资款计 5.844 亿元。由于深圳市房地产市场环境的变化以及拆迁的不可控性，拆迁成本与进度均受到较大影响。2009 年 5 月，公司与中洲集团、中信华南（集团）深圳有限公司签署《协议书》，协议书约定，中洲集团向公司返回投资款本利共计人民币 7.08 亿元，由中信华南深圳公司直接支付给公司。目前，仍有部分尾款公司尚未收到。若公司在年内收到全部尾款，则公司可确认此项收入。此项目约产生利润 1.236 亿元，净利润 0.927 亿元，增厚每股收益 0.387 元。

3. 笋岗仓库改造细则未定，资源储备有增值预期

目前公司的持有性物业主要包括三部分，一是酒店物业，主要是圣廷苑酒店，该酒店为深圳市“政府指定接待酒店”，位于华强北地铁口附近，地理位置优越，开业已有十年，为深圳老牌的五星级酒店；第二部分是公司开发楼盘的社区商业（沿街商铺、地铺）；第三部分是物流仓储项目，包括一些物流仓库和办公楼。

在这些持有性物业中，位于宝安北路与梅岗路交界处的笋岗仓库具有强烈的升值预期。该地块目前的土地性质为工业用地。根据深圳市罗湖区规划，该地块已规划为仓储及商业用地。目前具体规划尚未确定。如若相关规划细则顺利出台，该地块有望打造为集“仓储、物流、办公、商业及配套公寓”于一体的综合性项目，资产价值有望大幅提升。

4. 开工指标暂无调整，销售指标或有调整

公司在 2009 年年报中提出，2010 年要争取新增土地储备，重点工程按期开工、竣工，全年开发面积 98 万平方米，其中新开工建筑面积 41 万平方米，竣工建筑面积 13 万平方米。在销售方面，原定计划为：成都 26 号地 4 月份预售；上海南汇项目一期 9 月份预售，中环墅二期 10 月份预售；松山湖二期 9 月份预售。目前，公司的开竣工计划暂无调整，销售计划有所调整。其中，成都 26 号地将在本月开盘，中环墅项目主要是尾盘在售。

5. 股权激励计划尚无明确进展

公司在 2009 年年报中指出，公司内部控制实施的激励约束机制尚未建立，薪酬激励不足，长效激励机制欠缺。公司薪酬水平尚未完全实现与市场接轨，人才吸引力不足。并提出计划于 2010 年继续深化薪酬改革，优化薪酬方案，推动公司薪酬水平与市场接轨，同时继续研究探索建立股权激励机制。但从调研反馈的情况来看，目前公司在股权激励计划方面尚无明确进展。

6. 多重题材下，实质利好有限

公司集多重题材于一身。除上述笋岗仓库存在升值预期之外，公司还具有迪斯尼概念、资产注入、特区二合一等题材。

其中，迪斯尼概念源于公司在上海南汇区惠南镇的“澜溪岸城”项目。该项目总建面约 22 万平方米，主要用于开发普通住宅。由于临近迪斯尼选址地，随着一次次迪斯尼概念的炒作，项目周边房价也不断攀升，对公司项目也有正向作用；

资产注入概念主要源于公司第一大股东和第二大股东之间的股权比例相差较小。第一大股东深圳市国资委合计持有公司 36.8% 的股权。第二大股东联泰集团合计持有公司 28% 股权，联泰集团在汕头、深圳、南昌等地有不少房地产项目。市场一度猜测公司股权结构有无变更可能。如若国资委退出，联泰集团可能注入房地产项目。但从目前来看，深圳国资委尚无退出迹象，资产注入也更多的是一种想象。

关于特区二合一题材，我们认为与公司的关联度较小。目前公司的房地产项目分布于成都、上海、大连、东莞、深圳和惠州。在深圳的项目主要是龙华的“长城里程家园”双限房项目、深圳南山商业文化中心、深圳龙华黄金台项目。双限房项目利润有限，其余两个项目也与两区合并关联不大。

7. 盈利预测和投资建议

公司 2009 年的每股收益为 1.11 元。若宝安项目今年确认收入，则我们预计 2010-2011 年公司每股收益分别为 1.82 元和 2.31 元。以 7 月 19 日收盘价 14.50 元计算，对应静态市盈率为 13.06 倍，动态市盈率为 7.97 倍和 6.28 倍，估值合理。给与“推荐”评级。

表 1：公司主要项目结算进度及盈利预测

项目名称	2010E				2011E			
	结算面积	结算单价	毛利率	毛利润	结算面积	结算单价	毛利率	毛利润
成都天府长城 30 号地	4.5	9500	38%	16245.00	5	9500	38%	18050
成都天府长城 26 号地					6	8500	40%	20400
上海长城中环墅	2	18000	42%	15120.00				
上海惠南镇澜溪岸城					6.5	9000	39%	22815
大连都市阳光	4	3800	29%	4408.00	2	3800	29%	2204
大连海印长城	2	10000	30%	6000.00				
东莞松山湖长城世家	2	8000	25%	4000.00	4	8000	25%	8000
深圳长城里程家园双限房					5	8000	6%	2400
小计	14.5			45773.00	28.50			73869.00

投资收益				12360.00				
利润总额				58133.00				73869.00
所得税				14533.25				18467.25
净利润				43599.75				55401.75
总股本				23946.30				23946.30
每股收益				1.82				2.31

数据来源：爱建证券研发部

注：结算面积单位为万平方米，结算均价单位为元/平方米，毛利润单位为万元。

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。