

毛利率大幅回升，财务稳健

谨慎推荐 维持评级

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

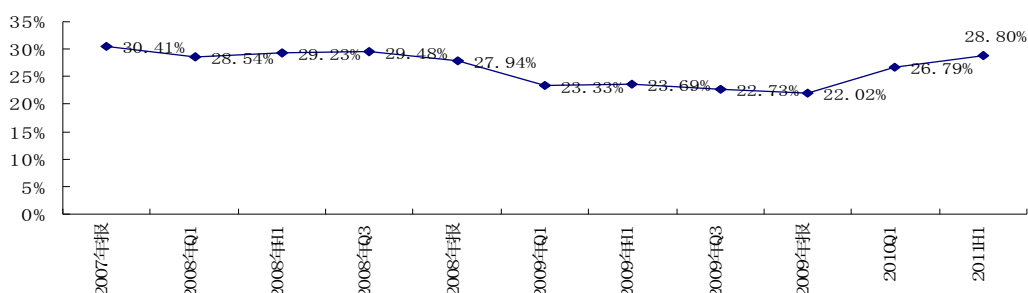
1. 事件

公司于8月10日公布了2010年半年报，报告期，公司实现营业收入167.7亿元，比去年同期下降23.1%。实现净利润28.1亿元，同比增长11.4%。实现销售面积320.2万平方米，销售金额367.7亿元，销售金额同比增长19.5%。实现结算面积150.5万平方米，比去年同期下降39.4%，结算收入164.5亿元，比去年同期下降23.8%。每股收益为0.26元。

2. 我们的分析与判断

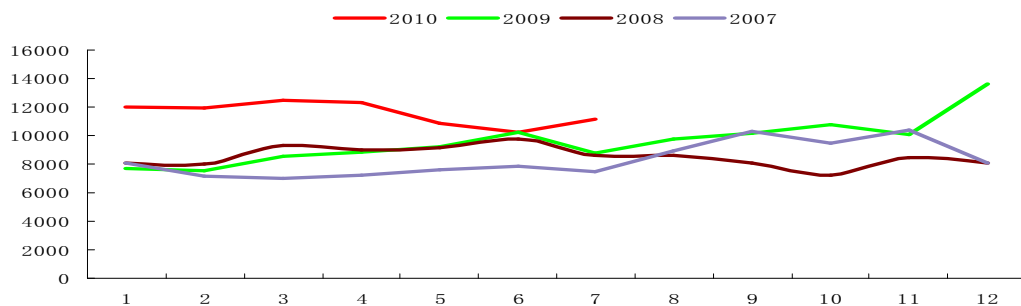
(1) 结算毛利率提高 5.26 个百分点。

图 1：公司毛利率变动



资料来源：公司公告

图 2：公司各月销售价格对比



资料来源：公司公告

期内，公司房地产业务毛利率为28.95%，比上年同期提高5.26个百分点。由于房地产结算存在滞后性，毛利率的上升主要反映了09年市场回暖所带来的项目利润率回升，同时，也在一定程度上反映了公司近年来在控制成本、提高盈利能力方面所取得的成效。

(2) 毛利率提升和投资收益提高促使净利润率提高。

项目存货跌价准备转回2.32亿元，同期投资收益同比增长205%，毛利率提升2.56个百分点。

以上三大因素促使公司，公司房地产业务结算净利率16.77%，较去年同期上升5个百分点。

表 1: 公司投资收益明细

单位: 元

项目	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月
成本法核算的长期股权投资收益	234,056,764.71	12,154,819.09
权益法核算的长期股权投资收益	94,439,939.81	145,036,315.35
处置长期股权投资产生的投资收益	64,147,053.64	7,643,168.43
处置金融资产取得的投资收益 / (损失)	99,574,645.35	(2,728,093.06)
其他	2,516,735.18	-
合计	494,735,138.69	162,106,209.81

资料来源: 公司公告

表 2: 2010 半年报存货跌价准备冲回明细

单位: 元

项目	期初账面余额	本期计提额	本期减少		期末账面余额
			转回	转销	
福州金域榕郡	152,167,200.00	-	-	-	152,167,200.00
南京金域蓝湾	166,880,000.00	-	166,880,000.00	-	-
成都海悦江城	81,500,000.00	-	81,500,000.00	-	-
成都金色领域	216,120,000.00	-	-	-	216,120,000.00
其他项目	8,013,321.09	-	-	422,084.29	7,591,236.80
合计	624,680,521.09	-	248,380,000.00	422,084.29	375,878,436.80

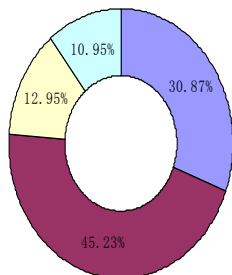
资料来源: 公司公告

(3) 长三角地区贡献净利润 52.84%。

报告期，珠三角区域实现结算面积 35 万平方米，结算收入 50.8 亿元，分别占公司整体的 23.5%和 30.9%，实现净利润 9.7 亿元，占公司整体的 33.1%；长三角区域实现结算面积 62.8 万平方米，结算收入 74.4 亿元，分别占公司整体的 62.8%和 45.2%，实现净利润 15.5 亿元，占公司整体的 52.8%；环渤海区域实现结算面积 27.16 万平方米，销售收入 21.3 亿元，分别占公司整体的 18%和 12.95%，实现净利润 1.81 亿元，占公司整体的 6.17%。

图 3: 2010 年中报房地产结算收入构成

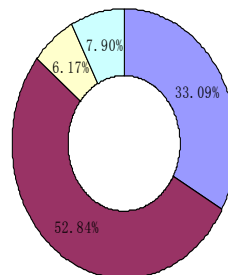
■ 珠三角 ■ 长三角 ■ 环渤海 ■ 中西部



资料来源: 公司半年报

图 4: 2010 年中报房地产结算利润地区构成

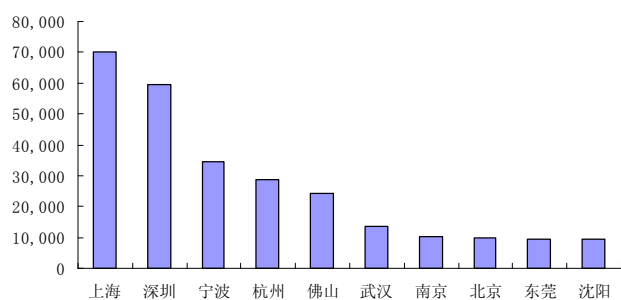
■ 珠三角 ■ 长三角 ■ 环渤海 ■ 中西部



资料来源: 公司半年报

图 5: 2010 年中报利润贡献前 10 大城市

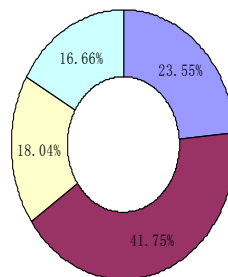
净利润 (万元)



资料来源: 公司半年报

图 6: 2010 年中报房地产结算面积地区构成

■ 珠三角 ■ 长三角 ■ 环渤海 ■ 中西部



资料来源: 公司半年报

(4) 新增权益土地储备 893 万平方米，项目储备共 3310 万平米。

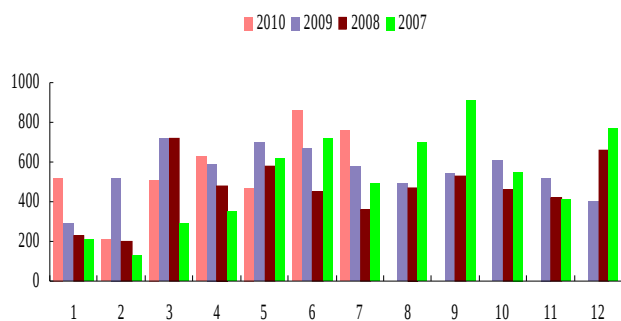
报告期内，公司继续发挥战略纵深优势，控制拿地风险，获取价格合理的项目资源。上半年公司新增项目大多仍位于房价、地价上涨较少的二、三线城市，新进入昆明、贵阳、唐山、吉林等城市，累计新增项目 38 个，对应的按万科权益计算的规划建筑面积合计 893 万平方米。报告期末至本报告披露日，公司新获项目 4 个，项目规划建筑面积 181.6 万平方米，按万科权益计算的建筑面积 131.6 万平方米。公司总项目储备 3310 万平米。新增项目的平均楼面地价在 2300 元左右，继续保持在较低水平。下半年公司将密切关注市场调整中可能出现的机遇，尤其关注在一线城市以合理价格获取项目资源的机会。

(5) 有效应对地产调控，6、7 月份房地产销售好于市场预期，2010 年业绩有保障。

上半年由于公司销售情况良好，且转入结算的资源量不多，公司的已售未结资源大幅增长。截止报告期末，公司尚有 530 万平方米已销售资源未参与本期结算，合同金额合计约 573 亿元，分别比年初增加 41.3%和 50.0%，为未来业绩增长奠定了稳固的基础。

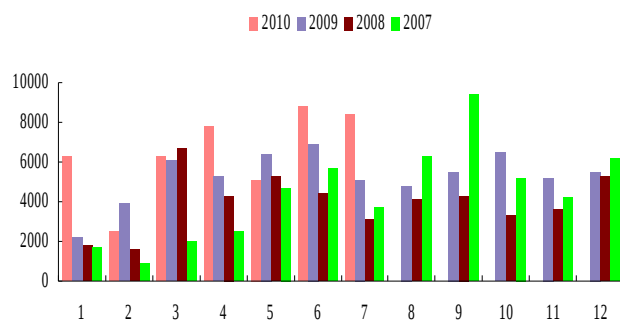
2010 年的新开工计划已经考虑到市场调整的可能性。因此尽管报告期内市场氛围发生了巨大变化，但公司暂无需考虑对新开工计划进行调整。目前公司开发进度按计划进行，部分年内新增的项目也将在本年开工

图 7: 2007-2010 年各月房地产销售面积 单位: 千平米



资料来源: 公司公告

图 8: 2007-2010 年各月房地产销售收入 单位: 百万元



资料来源: 公司公告

(6) 公司财务稳健。

截至报告期末, 公司持有资金 191.1 亿元, 相比一季度末的 179.2 亿进一步增加。虽然公司的净负债率较一季度的 36.4% 有所上升至 40.8%, 但仍处于行业内较低的水平。公司的各类存货中, 已完工开发产品 (现房) 的比例约 4.8%, 比 09 年末的 5.9% 进一步降低。存货结构得到进一步改善。稳健的财务和良好的资金状况有利于公司在各种市场情况下保持经营安全, 也有利于公司更好的把握可能出现的市场机会。

(7) 毛利率的提升, 小幅调增 2010 年净利润。

由于公司项目毛利率的提升, 我们略微调增了公司的净利润: 我们预计 2010 年公司将实现销售收入 591 亿元, 净利润预计为 73.9 亿元, 每股收益 0.67 元。2011 年将实现销售收入 680 亿元, 净利润预计为 86.4 亿元, 每股收益 0.78 元。

3. 投资建议

根据我们目前对公司的盈利预测: 2010 年公司将实现销售收入 591 亿元, 净利润预计为 73.9 亿元, 每股收益 0.67 元。2011 年将实现销售收入 680 亿元, 净利润预计为 86.4 亿元, 每股收益 0.78 元。2010 和 2011 年 PE 分别为 11.8 和 10.13, 给予“谨慎推荐”评级。

附表:

表 1: 2010 年 1-6 月公司新获取土地

单位: 平米

城市	项目名称	位置	权益比例	占地面积 (平方米)	规划建筑 面积(平方米)	万科权益建筑 面积(平方米)	项目 进度
惠州	双月湾后期	惠东	67%	327,000	490,500	328,635	前期
	陈村二项目	顺德区	100%	117,854	294,636	294,636	前期
佛山	伦教项目	顺德区	100%	80,571	241,712	241,712	在建
	F04 项目	顺德区	50%	30,382	75,954	37,977	前期
广州	天河御品	白云区	100%	22,297	120,850	120,850	在售
	金域松湖	松山湖园区	51%	136,151	381,000	194,310	前期
东莞	虎门紫台	虎门镇	100%	60,570	151,426	151,426	前期
	长安项目	长安镇	100%	75,654	258,112	258,112	前期
长沙	机床厂项目	天心区	70%	99,770	232,761	162,933	前期
福州	上海新村项目	台江区	100%	93,359	445,703	445,703	前期
	永泰赤壁项目	永泰	51%	392,000	382,048	194,844	前期
中山	坦洲项目	坦洲镇	100%	32,103	126,932	126,932	前期
	新场 C4 地块	浦东新区	100%	99,209	148,814	148,814	前期
上海	重固项目	青浦区	100%	116,524	145,266	145,266	前期
	广富林项目	松江区	45%	130,970	104,778	47,150	前期
杭州	草庄公建	江干区	50%	68,564	150,841	75,571	前期
宁波	集士港项目	鄞州区	100%	95,242	171,435	171,435	前期
	镇海绿核项目	镇海区	49%	226,777	488,148	239,193	前期
镇江	白龙山项目	润州区	60%	285,683	416,448	249,869	前期
无锡	信成道项目	滨湖区	100%	154,119	385,299	385,299	前期
苏州	武夷山路项目	苏州新区	36%	164,532	143,626	51,705	前期
南昌	朝阳州项目	西湖区	50%	21,818	76,362	38,181	前期
北京	长阳 3 号项目	房山区	50%	78,325	157,992	78,996	前期
唐山	南湖项目	路南区	100%	153,527	101,462	101,462	前期
大连	魅力之城 C 地块	甘井子区	100%	50,083	98,900	98,900	前期
天津	天津港项目	滨海新区	51%	149,520	371,750	189,593	前期
沈阳	万科蓝山	大东区	60%	74,527	222,520	133,512	在建
	齿轮厂项目	铁西区	70%	66,356	180,363	126,254	前期
吉林	四海物流项目	铁西区	100%	40,971	102,013	102,013	前期
	滨江项目	吉林市	65%	728,139	2,155,020	1,400,763	前期
青岛	李沧项目	李沧区	100%	141,273	265,321	265,321	前期
武汉	长江村项目	洪山区	100%	135,600	470,400	470,400	前期
成都	五龙山 1 期	新都区	100%	345,174	346,214	346,214	前期
西安	金域曲江	曲江新区	55%	152,667	386,876	212,782	在建
	长安万科城	长安区	85%	186,849	617,610	524,969	在建
昆明	金域缙香	盘龙区	100%	104,724	267,084	267,084	前期
贵阳	金域华府	小河区	51%	322,899	581,218	296,421	前期

金城蓝湾	云岩区	100%	80,352	200,880	200,880	前期
合计			5,642,134	11,958,273	8,925,965	-

资料来源：公司半年报

表 2：至 2010 年半年报披露日公司新获取土地

单位：平米

城市	项目名称	地理位置	权益比例	占地面积(平方米)	当前规划建筑面积(平方米)	万科权益建筑面积(平方米)	项目进度
深圳	布吉沙湾项目	龙岗区	65%	104,870	481,215	312,790	前期
大连	魅力之城 DE 地块	甘井子区	100%	68,400	129,800	129,800	前期
廊坊	香河项目二期	香河	50%	264,900	662,300	331,150	前期
武汉	皖子湖项目	汉口区	100%	102,500	542,700	542,700	前期
合计				540,670	1,816,015	1,316,440	-

资料来源：公司半年报

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 研究部

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