

## 审慎推荐-A (首次)

## 天宸股份 600620.SH

目标估值: 9.00 元

当前股价: 8.33 元

2010 年 9 月 29 日

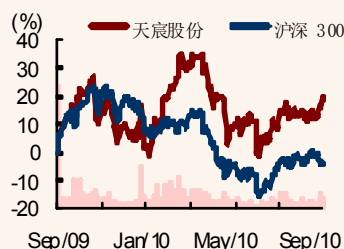
### 沉淀资产故事多，今明业绩应无恙

#### 基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 2611      |
| 总股本(万股)    | 35214     |
| 已上市流通股(万股) | 35214     |
| 总市值(亿元)    | 29        |
| 流通市值(亿元)   | 29        |
| 每股净资产(MRQ) | 1.6       |
| ROE(TTM)   | 2.7       |
| 资产负债率      | 65.0%     |
| 主要股东       | 上海仲盛虹桥房地产 |
| 主要股东持股比例   | 25.1%     |

#### 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 4  | -8 | 14  |
| 相对表现 | 4  | 4  | 18  |



#### 相关报告

贾祖国

010-88088569  
jjazg@cmschina.com.cn  
S1090205070135

洪俊骅

021-68407139  
hongjh@cmschina.com.cn  
S1090210090015

随着玫瑰广场二期的整体销售，天宸股份今明两年的业绩将确保无恙。未来公司最大的看点在于南方物流园项目的进展。

- **玫瑰广场二期整体出售后确保公司今明两年业绩：**玫瑰广场项目位于上海市虹口区四川北路以西、武进路以北、中州路以东、虬江支路以南，项目总建筑面积约 11 万平方米，二期是建筑面积为 6.68 万平方米的一幢 31 层商业建筑。今年 2 月公司公告将该二期项目以 14.55 亿的价格整体转让给一家德国房产投资基金，这将带来约 3.05 亿元的税后利润。我们预计公司将在今明两年平均结算。如果今年全部结算，EPS 将达到 0.8 元；
- **南方物流园项目将是公司未来业绩增长点：**南方物流园项目原来的规划是南方停车场、南方物流园，后来由于政府规划设计变更，将该地块的性质变更为商业用房，目前该项目的 A 块项目的详细规划已经出台，为商业用房项目，公司计划在 2012 年后实现项目的结转，目前周边的商业项目的平均售价约在 15000-17000 元/平方米；
- **公司领导层引入具有丰富经验的职业经理人：**公司的总经理曲明光先生先前在金融街担任副董事长，自 2009 年 4 月开始担任天宸股份的总经理。曲总在金融街的经验将会带给公司全新的战略视角和发展理念；
- **业绩预测与投资评级：**我们预测公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.45 元及 0.59 元。公司 2010 年的 RNAV 为 7.63 元。我们按照 2010 年 20 倍 PE 给予公司股价 9.00 元的目标值，首次给予公司股票“审慎推荐-A”评级。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2008 | 2009  | 2010E | 2011 | 2012E |
|-----------|------|-------|-------|------|-------|
| 主营收入(百万元) | 554  | 195   | 727   | 727  | 972   |
| 同比增长      | 2%   | -65%  | 274%  | 0%   | 34%   |
| 营业利润(百万元) | 74   |       | 205   | 207  | 323   |
| 同比增长      | 8%   | -116% | 1663% | 1%   | 56%   |
| 净利润(百万元)  | 42   | 24    | 158   | 159  | 209   |
| 同比增长      | 5%   | -44%  | 571%  | 1%   | 31%   |
| 每股收益(元)   | 0.13 | 0.07  | 0.45  | 0.45 | 0.59  |
| PE        | 63.4 | 124.7 | 19    | 18.4 | 14.0  |
| PB        | 4.6  | 4.9   | 3.9   | 3.2  | 2.6   |

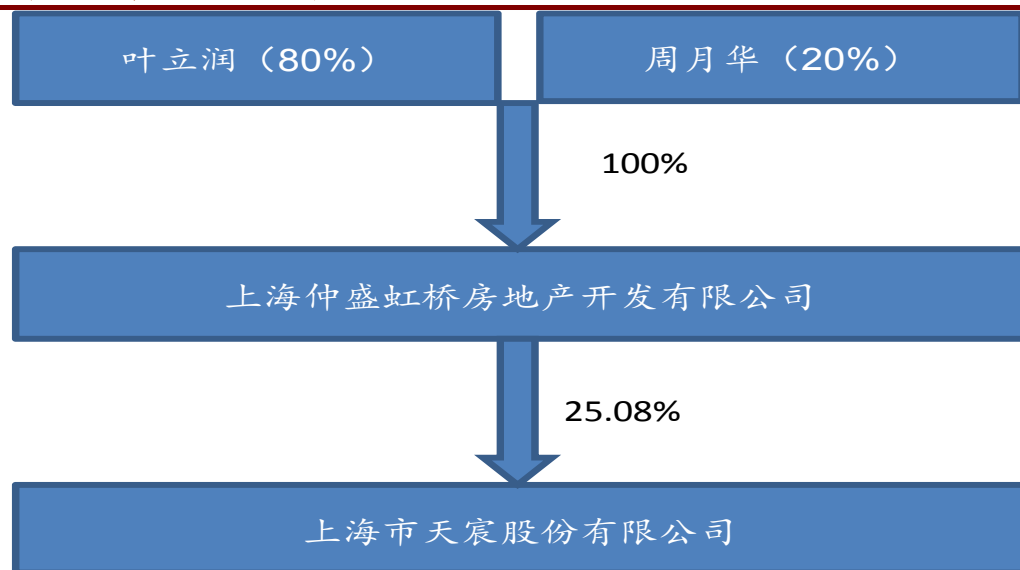
资料来源：招商证券

## 一、天宸股份简介

上海市天宸股份有限公司（以下简称“天宸股份”）于 1992 年 11 月在上海证券交易所上市。目前天宸股份的主营业务目前主要有房地产开发经营、物业投资、出租车运营以及股权投资等。

天宸股份的实际控制人是叶立润、周月华，其间接持有上市公司 25.08% 的股权。

图 1：天宸股份股权结构



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

## 二、天宸股份业务介绍

目前天宸股份的主营业务目前主要有房地产开发经营、物业投资、出租车运营以及股权投资等。

### 1、房地产项目介绍

目前公司的房地产业务主要有下表 4 个项目。公司目前拥有未结算面积 112.36 万平方米，权益可售面积 48.9 万平方米。

**表 1：公司房地产项目一览表**

| 名称               | 区域     | 物业类型 | 建筑面积          | 未结面积(万平)      | 权益      | 权益可售(万平)    |
|------------------|--------|------|---------------|---------------|---------|-------------|
| 玫瑰广场二期写字楼        | 上海市虹口区 | 商业   | 7.64          | 6.68          | 100.00% | 6.68        |
| 南方物流园区 A 块商业用房项目 | 上海市闵行区 | 商业   | 14.30         | 12.16         | 85.00%  | 10.33       |
| 南方物流园区其余地块       | 上海市闵行区 | 商业   | 15.91         | 13.52         | 85.00%  | 11.49       |
| 南茵河社区城中村改造项目     | 石家庄    | 住宅   | 80.00         | 80.00         | 25.50%  | 20.40       |
| <b>合计</b>        |        |      | <b>117.85</b> | <b>112.36</b> |         | <b>48.9</b> |

资料来源：公司资料，招商证券研发中心

➤ 玫瑰广场二期写字楼项目

**图 2：玫瑰广场二期写字楼项目效果图**



资料来源：搜狐焦点站，招商证券研发中心

玫瑰广场项目位于上海市虹口区四川北路以西、武进路以北、中州路以东、虬江支路以南，项目总建筑面积约 11 万平方米，一期住宅项目早在 2006 年就已经开始预售，并且已经交楼结转，二期则是建筑面积为 6.68 万平方米的一幢 31 层商业建筑。二期项目公司计划总投资为 7 亿元，在今年 2 月公司公告将该项目以 14.55 亿的价格整体转让给

AM alpha GmbH 管理下的一家德国房产投资基金。

玫瑰广场二期写字楼在今年将实现竣工,但是否可以实现结转公司将会咨询会计师事务所。目前在写字楼的结转方式上主要有两种,一种是按照竣工交楼时点实现结转,另外一种是按照产权证办理出来的时点来结转,其中,产权证又分为大产权证与小产权证两种。在我们下表的盈利预测中,我们假设公司在今明两年内平均实现结转,未来两年公司的业绩也将主要由该项目贡献。

➤ 南方物流园区 A 块商业用房项目、南方物流园区其余地块

该项目地块原来的规划是南方停车场、南方物流园,后来由于政府规划设计变更,将该地块的性质变更为商业用房。在今年 4 月 26 日,闵行区政府出台的文件中明文确定了新建南方物流园区 A 块项目的总投资为 6 亿元(不包含土地使用性质变更带来的土地补偿费),总用地面积 5.78 万平方米,总建筑面积 14.3 万平方米,其中:地上面积 11.7 万平方米,地下面积 2.6 万平方米;项目的建设内容为新建商业用房。根据公司年报披露,南方物流园区 A 块商业用房项目将在 2011 年开工,2013 年左右实现竣工。

除上述 A 块商业用房项目政府已经明确使用性质外。南方物流园剩余大约有 15.91 万平方米的建筑面积政府还未出台最新的具体规划,但根据我们和上市公司的交流,基本可以确定使用性质将会是商业类。

➤ 南茵河社区城中村改造项目

该项目为公司受让母公司仲盛房地产(上海)有限公司持有的河北冀盛房地产开发有限公司 25.5%的股权,河北冀盛的主要开发项目为“石家庄市南茵河社区城中村改造项目”。该项目占地大约 40 万平方米,建筑面积约在 80 万平方米。该项目目前还处于前期拆迁阶段,业绩体现还需要时日。

## 2、物业项目介绍

公司的持有物业项目较少,仅仅有北京广益大厦方米商场(8000 多平方米商场)以及科昌大厦等零星物业,物业项目对公司的利润贡献目前还很小,短期内还没有太多亮点。

## 3、出租车运营业务介绍

公司的全资子公司上海天宸客运有限公司拥有 300 辆运营出租车,目前每年可以稳定供给公司 500-600 万的利润。由于上海已停发新的出租车牌照,而出租车牌照是永久的,使出租牌照成为垄断资源。我们估计目前的出租车牌照商场价格应该在 40-50 万元左右,在下文的预测中,我们按照 40 万元的单价来重估。

## 4、股权投资业务介绍

在公司的股权投资中,上海绿地集团 2.25%的股权最为引人注目。绿地集团是中国综合性地产企业龙头,目前形成了“房地产主业突出,能源、金融等相关产业并举发展”的产业布局。房地产开发经营作为绿地集团的核心主导产业,建设项目全国 21 个省 36 个城市;能源、金融、商业地产、建筑、汽车服务等产业也具有较大的规模和较强的实力。公司 2009 年销售收入达到了 740 亿,其中房地产销售收入达 480 亿,其中 420 亿属销售,60 亿为转入经营,全年销售面积 600 余万平方米。公司今年目标是实现 1000—1200 亿的销售收入。绿地由于没有上市,其股权的市值较难预测,虽然绿地的规模已经达到了万科、保利这一级别的地产龙头,但公司没有上市融资,其净资产规模很难

达到万科、保利这一级别，在下文中我们按照 150 亿元的净资产规模来重估。

**表 2：公司投资一览表**

| 投资公司       | 投资额（亿元） | 成本    | 占比    |
|------------|---------|-------|-------|
| 上海绿地集团有限公司 | 0.082   | 0.082 | 2.95% |
| 上海银行       | 0.006   | 0.006 | 未知    |
| 合计         | 0.09    | 0.09  |       |

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

### 三、盈利预测与估值

#### 1、公司 10-12 年房地产结算面积和收入假设

10 年预计结算面积 3.34 万平方米，结算收入 7.27 亿元；

11 年预计结算面积 3.34 万平方米，结算收入 7.2 亿元；

12 年预计结算面积 6.08 万平方米，结算收入 9.72 亿元。

表 3：10-12 年公司结算项目，结算面积和收入预测

| 项目               | 位置  | 10 年结<br>算面积 | 11 年结<br>算面积 | 12 年结<br>算面积 | 10 年结<br>算收入 | 11 年结<br>算收入 | 12 年结<br>算收入 |
|------------------|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 玫瑰广场二期写字楼        | 上海  | 3.34         | 3.34         |              | 7.27         | 7.27         |              |
| 南方物流园区 A 块商业用房项目 | 上海  |              |              | 6.08         |              |              | 9.72         |
| 南方物流园区其余地块       | 上海  |              |              |              |              |              |              |
| 南茵河社区城中村改造项目     | 石家庄 |              |              |              |              |              |              |
| <b>合计</b>        |     | <b>3.34</b>  | <b>3.34</b>  | <b>6.08</b>  | <b>7.27</b>  | <b>7.27</b>  | <b>9.72</b>  |

资料来源：招商证券研发中心

#### 2、10-12 年 EPS 分别为 0.45 元，0.45 元和 0.59 元

基于上述收入与成本假设，我们预计公司 10 年到 12 年，EPS 分别为 0.45 元，0.45 元和 0.59 元。

表 4：公司盈利预测简表

| 单位：百万元         | 2009A       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 一、营业总收入        | 195         | 727         | 727         | 972         |
| 二、营业总成本        | 226         | 538         | 537         | 668         |
| 其中：营业成本        | 132         | 350         | 350         | 300         |
| 营业税金及附加        | 26          | 130         | 130         | 291         |
| 营业费用           | 3           | 11          | 11          | 15          |
| 管理费用           | 43          | 44          | 44          | 58          |
| 财务费用           | 18          | 3           | 2           | 4           |
| 资产减值损失         | 4           | 0           | 0           | 0           |
| 三、其他经营收益       | 20          | 16          | 17          | 18          |
| 公允价值变动收益       | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益           | 20          | 16          | 17          | 18          |
| 四、营业利润         | -12         | 205         | 207         | 323         |
| 加：营业外收入        | 55          | 8           | 8           | 8           |
| 减：营业外支出        | 1           | 3           | 3           | 3           |
| 五、利润总额         | 43          | 210         | 212         | 328         |
| 减：所得税          | 13          | 53          | 53          | 82          |
| 六、净利润          | 30          | 158         | 159         | 246         |
| 减：少数股东损益       | 6           | 0           | 0           | 36          |
| 七、归属母公司所有者净利润  | 24          | 158         | 159         | 209         |
| 股本（百万）         | 352         | 352         | 352         | 352         |
| <b>每股收益（元）</b> | <b>0.07</b> | <b>0.45</b> | <b>0.45</b> | <b>0.59</b> |

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

### 3、10 年 RNAV 为 7.63 元，目前股价有 9.17% 的溢价

公司 10 年的 RNAV 是 7.63 元，目前股价有 9.17% 的溢价。

**表 5: 公司 RNAV 计算表**

|                |             |
|----------------|-------------|
| 开发项目评估溢价 (亿元)  | 14.67       |
| 物业项目评估溢价 (亿元)  | 1.00        |
| 出租车牌照评估溢价 (亿元) | 0.90        |
| 投资项目评估溢价 (亿元)  | 4.44        |
| 帐面净资产 (亿元)     | 5.85        |
| 重估净资产 (亿元)     | 26.86       |
| 总股本            | 3.52        |
| <b>RNAV</b>    | <b>7.63</b> |

资料来源：招商证券研发中心（其中开发项目房价我们按照 2009 年 10 月份房价测算、出租车牌照按照 40 万元的单价测算、绿地集团的净资产按照 150 亿元测算）

### 4、首次给予“审慎推荐-A”评级

建议首次给予“审慎推荐-A”评级：我们认为公司股价没有完全反映公司的价值，我们给予公司 2010 年 20 倍 PE 估值，目标股价 9.00 元，给予公司股票“审慎推荐-A”的投资评级。

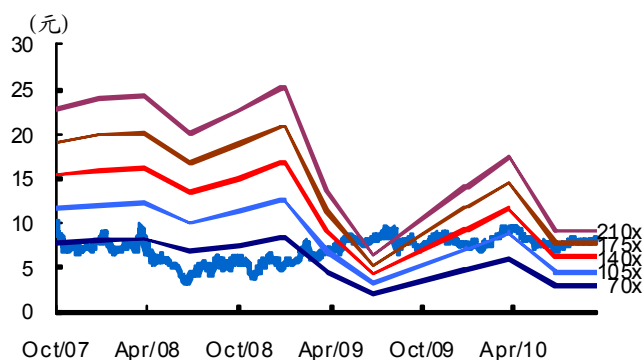
未来公司股价的催化剂在于：

- 1) 玫瑰广场二期项目的结算可能会超预期，如果今年结算面积较多，业绩将有可能达到 0.8 元。
- 2) 南方物流园剩余地块的详细规划还未出台，如果出台的规划超出预期（如出台了新的住宅规划）那公司的价值将要重估。
- 3) 公司的总经理曲明光先生先前在金融街担任副董事长，自去年 4 月开始担任天宸股份的总经理。曲总在金融街的经验将会带给公司全新的战略视角和发展理念。

### 5、风险提示

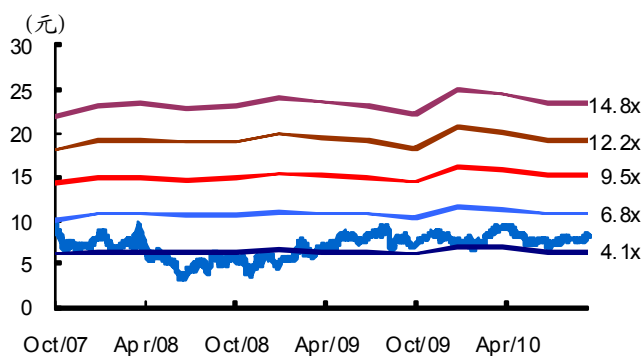
公司的风险主要在于严厉政策调控带来的房地产市场萧条，房地产市场量价齐跌，价格跌幅超过 50%；公司的项目较少且偏向于商业类，业绩体现较慢。石家庄城中村的拆迁对资金需求较多，公司可能会面临销售困难

**图 3: 天宸股份历史 PE Band**



资料来源：招商证券研发中心

**图 4: 天宸股份历史 PB Band**



资料来源：招商证券研发中心

表 6: 重点公司投资评级

| 元,亿元,万<br>平  | 总市值    | 每股净资产<br>产 | 土地储<br>备 | 股价    | RNAV  | 10EPS | 11EPS | 10PE  | 11PE  | 评级     |
|--------------|--------|------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>服务类</b>   |        |            |          |       |       |       |       |       |       |        |
| 世联地产         | 78.99  | 5.00       |          | 36.30 |       | 1.01  | 1.33  | 35.94 | 27.29 | 审慎推荐—A |
| <b>商业地产</b>  |        |            |          |       |       |       |       |       |       |        |
| 中国国贸         | 118.46 | 4.31       | 110      | 11.76 | 14.10 | 0.17  | 0.58  | 69.18 | 20.28 | 强烈推荐—A |
| <b>开发加持有</b> |        |            |          |       |       |       |       |       |       |        |
| 金融街          | 198.88 | 5.16       |          | 6.57  | 16.10 | 0.58  | 0.74  | 11.33 | 8.88  | 强烈推荐—A |
| 世茂股份         | 136.84 | 5.85       |          | 11.69 | 22.90 | 0.80  | 1.04  | 14.61 | 11.24 | 强烈推荐—A |
| 张江高科         | 149.14 | 3.66       | 362      | 9.63  | 13.65 | 0.60  | 0.68  | 16.05 | 14.16 | 审慎推荐—A |
| 浦东金桥         | 84.06  | 3.62       | 91       | 9.05  | 13.00 | 0.46  | 0.52  | 19.67 | 17.40 | 审慎推荐—A |
| <b>开发类</b>   |        |            |          |       |       |       |       |       |       |        |
| 冠城大通         | 66.49  | 2.54       | 215      | 9.04  | 11.30 | 1.02  | 1.59  | 8.86  | 5.69  | 强烈推荐—A |
| 华业地产         | 41.22  | 3.37       | 122      | 6.39  | 10.60 | 0.50  | 0.80  | 12.78 | 7.99  | 强烈推荐—A |
| 荣盛发展         | 143.50 | 2.86       | 1144     | 10.01 | 9.80  | 0.65  | 0.98  | 15.40 | 10.21 | 强烈推荐—A |
| 格力地产         | 47.36  | 2.74       | 199      | 8.20  | 10.60 | 0.57  | 0.73  | 14.39 | 11.23 | 强烈推荐—A |
| 首开股份         | 169.47 | 8.72       | 969      | 14.74 | 21.40 | 1.21  | 1.50  | 12.18 | 9.83  | 强烈推荐—A |
| 金地集团         | 272.76 | 3.59       | 1480     | 6.10  | 7.46  | 0.52  | 0.63  | 11.73 | 9.68  | 强烈推荐—A |
| 鲁商置业         | 76.17  | 0.68       | 274      | 7.61  | 8.83  | 0.63  | 0.92  | 12.08 | 8.27  | 强烈推荐—A |
| 福星股份         | 61.77  | 6.22       | 315      | 8.70  | 11.90 | 0.64  | 0.89  | 13.59 | 9.78  | 强烈推荐—A |
| 苏宁环球         | 141.83 | 1.81       | 1451     | 8.33  | 11.80 | 0.60  | 0.90  | 13.88 | 9.26  | 强烈推荐—A |
| 招商地产         | 283.18 | 10.00      | 1051     | 16.49 | 28.40 | 1.21  | 1.60  | 13.63 | 10.31 | 审慎推荐—A |
| 万科 A         | 867.52 | 3.62       |          | 7.89  | 8.90  | 0.60  | 0.74  | 13.15 | 10.66 | 审慎推荐—A |
| 保利地产         | 512.01 | 5.76       | 2966     | 11.19 | 12.95 | 0.97  | 1.25  | 11.54 | 8.95  | 审慎推荐—A |
| 北京城建         | 88.92  | 5.07       | 186      | 10.00 | 18.30 | 0.85  | 0.99  | 11.76 | 10.10 | 审慎推荐—B |
| 华发股份         | 88.65  | 6.47       | 633      | 10.85 | 17.30 | 0.96  | 1.08  | 11.30 | 10.05 | 审慎推荐—A |
| 天津松江         | 61.58  | 1.13       | 283      | 9.83  | 7.82  | 0.38  | 0.81  | 25.87 | 12.14 | 审慎推荐—A |
| 南湖中宝         | 241.65 | 1.26       | 763      | 4.76  | 6.20  | 0.36  | 0.49  | 13.22 | 9.71  | 审慎推荐—A |
| 龙元建设         | 48.71  | 5.00       |          | 10.28 |       | 0.50  | 0.80  | 20.56 | 12.85 | 审慎推荐—A |
| 浙江广厦         | 46.73  | 2.39       | 219      | 5.36  | 5.10  | 0.43  | 0.48  | 12.47 | 11.17 | 审慎推荐—A |
| 滨江集团         | 132.09 | 2.65       | 329      | 9.77  | 12.70 | 0.79  | 0.97  | 12.37 | 10.07 | 审慎推荐—A |
| 信达地产         | 103.34 | 3.48       | 465      | 6.78  | 8.21  | 0.45  | 0.50  | 15.07 | 13.56 | 审慎推荐—A |
| 苏州高新         | 52.01  | 2.99       | 263      | 5.90  | 6.20  | 0.45  | 0.49  | 13.11 | 12.04 | 审慎推荐—A |
| 华丽家族         | 56.48  | 2.12       | 86       | 10.71 | 7.70  | 0.96  | 1.18  | 11.16 | 9.08  | 审慎推荐—A |
| 亿城股份         | 50.36  | 2.88       | 185      | 5.07  | 6.37  | 0.48  | 0.60  | 10.56 | 8.45  | 审慎推荐—A |
| 建发股份         | 146.57 | 2.28       | 545      | 6.55  | 6.53  | 0.55  | 0.68  | 11.91 | 9.63  | 审慎推荐—A |
| 中南建设         | 105.34 | 3.61       | 1027     | 9.02  | 13.90 | 0.79  | 0.87  | 11.42 | 10.37 | 审慎推荐—A |
| 中天城投         | 96.37  | 1.48       | 1027     | 10.55 | 11.24 | 0.59  | 0.98  | 17.88 | 10.77 | 审慎推荐—A |
| 上实发展         | 93.93  | 2.23       | 627      | 8.67  | 11.51 | 0.34  | 0.44  | 25.50 | 19.70 | 审慎推荐—A |
| 凤凰股份         | 46.36  | 1.64       | 125      | 6.26  | 4.73  | 0.29  | 0.48  | 21.59 | 13.04 | 审慎推荐—A |
| 中大股份         | 89.59  | 5.93       | 180      | 20.40 | 18.26 | 1.13  | 1.46  | 18.05 | 13.97 | 审慎推荐—A |
| 天宸股份         | 29.33  | 1.59       | 49       | 8.33  | 7.63  | 0.45  | 0.45  | 18.51 | 18.51 | 审慎推荐—A |
| 京投银泰         | 46.89  | 2.12       | 628      | 6.33  | 4.40  | 0.34  | 0.54  | 18.62 | 11.72 | 审慎推荐—A |

注明: 公司每股净资产和 EPS 等数据会根据公司股票调整以及最新研究报告预测数进行不定期修正

资料来源: 招商证券研发中心

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 828         | 935         | 1362        | 1557        | 1962        |
| 现金             | 77          | 90          | 25          | 289         | 914         |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收款项           | 10          | 7           | 36          | 36          | 49          |
| 其它应收款          | 37          | 96          | 73          | 73          | 97          |
| 存货             | 698         | 726         | 1225        | 1155        | 900         |
| 其他             | 5           | 15          | 4           | 4           | 3           |
| <b>非流动资产</b>   | 485         | 474         | 436         | 400         | 369         |
| 长期股权投资         | 9           | 10          | 10          | 10          | 10          |
| 固定资产           | 308         | 249         | 222         | 197         | 175         |
| 无形资产           | 134         | 114         | 103         | 92          | 83          |
| 其他             | 35          | 101         | 100         | 100         | 100         |
| <b>资产总计</b>    | <b>1313</b> | <b>1408</b> | <b>1798</b> | <b>1957</b> | <b>2331</b> |
| <b>流动负债</b>    | 703         | 523         | 756         | 756         | 884         |
| 短期借款           | 305         | 349         | 1           | 1           | 1           |
| 应付账款           | 51          | 21          | 53          | 53          | 45          |
| 预收账款           | 42          | 24          | 175         | 175         | 150         |
| 其他             | 306         | 130         | 527         | 527         | 688         |
| <b>长期负债</b>    | 6           | 256         | 255         | 255         | 255         |
| 长期借款           | 5           | 255         | 255         | 255         | 255         |
| 其他             | 1           | 1           | 0           | 0           | 0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>710</b>  | <b>779</b>  | <b>1011</b> | <b>1011</b> | <b>1139</b> |
| 股本             | 320         | 352         | 352         | 352         | 352         |
| 资本公积金          | 75          | 72          | 72          | 72          | 72          |
| 留存收益           | 181         | 173         | 330         | 490         | 699         |
| 少数股东权益         | 27          | 33          | 33          | 33          | 69          |
| 归属于母公司所有者权益    | 576         | 597         | 754         | 914         | 1123        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>1313</b> | <b>1408</b> | <b>1798</b> | <b>1957</b> | <b>2331</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E | 2012E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(55)</b> | <b>(61)</b> | 220         | 250   | 610   |
| 净利润            | 42          | 24          | 158         | 159   | 209   |
| 折旧摊销           | 0           | 0           | 40          | 35    | 32    |
| 财务费用           | 0           | 0           | 3           | 2     | 4     |
| 投资收益           | 0           | 0           | (16)        | (17)  | (18)  |
| 营运资金变动         | 0           | 0           | 42          | 70    | 347   |
| 其它             | (97)        | (85)        | (7)         | 0     | 36    |
| <b>投资活动现金流</b> | 26          | 21          | 0           | 0     | 0     |
| 资本支出           | 0           | 0           | 0           | 0     | 0     |
| 其他投资           | 26          | 21          | 0           | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1           | 52          | (285)       | 15    | 14    |
| 借款变动           | 0           | 0           | (298)       | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0           | 0           | 0           | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0           | 0           | 0           | 0     | 0     |
| 股利分配           | 0           | 0           | 0           | 0     | 0     |
| 其他             | 1           | 52          | 13          | 15    | 14    |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(27)</b> | 13          | <b>(65)</b> | 265   | 624   |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元         | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>    | 554  | 195  | 727   | 727   | 972   |
| 营业成本           | 330  | 132  | 350   | 350   | 300   |
| 营业税金及附加        | 69   | 26   | 130   | 130   | 291   |
| 营业费用           | 14   | 3    | 11    | 11    | 15    |
| 管理费用           | 40   | 43   | 44    | 44    | 58    |
| 财务费用           | 23   | 18   | 3     | 2     | 4     |
| 资产减值损失         | 5    | 4    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益           | 0    | 20   | 16    | 17    | 18    |
| <b>营业利润</b>    | 74   | (12) | 205   | 207   | 323   |
| 营业外收入          | 33   | 55   | 8     | 8     | 8     |
| 营业外支出          | 3    | 1    | 3     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>    | 104  | 43   | 210   | 212   | 328   |
| 所得税            | 32   | 13   | 53    | 53    | 82    |
| <b>净利润</b>     | 71   | 30   | 158   | 159   | 246   |
| 少数股东损益         | 29   | 6    | 0     | 0     | 36    |
| <b>归属于母公司净</b> | 42   | 24   | 158   | 159   | 209   |
| <b>EPS (元)</b> | 0.13 | 0.07 | 0.45  | 0.45  | 0.59  |

**主要财务比率**

|                 | 2008  | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |        |       |       |
| 营业收入            | 2%    | -65%  | 274%   | 0%    | 34%   |
| 营业利润            | 8%    | -116% | -1863% | 1%    | 56%   |
| 净利润             | 5%    | -44%  | 571%   | 1%    | 31%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 毛利率             | 40.4% | 32.4% | 51.9%  | 51.9% | 69.1% |
| 净利率             | 7.6%  | 12.1% | 21.7%  | 21.9% | 21.5% |
| ROE             | 7.3%  | 3.9%  | 20.9%  | 17.4% | 18.6% |
| ROIC            | 6.0%  | 0.4%  | 14.3%  | 12.5% | 16.4% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 资产负债率           | 54.0% | 55.3% | 56.2%  | 51.6% | 48.9% |
| 净负债比率           | 38.8% | 42.9% | 17.0%  | 15.6% | 13.1% |
| 流动比率            | 1.2   | 1.8   | 1.8    | 2.1   | 2.2   |
| 速动比率            | 0.2   | 0.4   | 0.2    | 0.5   | 1.2   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 资产周转率           | 0.4   | 0.1   | 0.4    | 0.4   | 0.4   |
| 存货周转率           | 0.8   | 0.3   | 0.7    | 0.6   | 0.9   |
| 应收帐款周转率         | 62.3  | 22.1  | 33.3   | 20.0  | 22.9  |
| 应付帐款周转率         | 7.9   | 3.7   | 9.6    | 6.7   | 6.2   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |        |       |       |
| 每股收益            | 0.13  | 0.07  | 0.45   | 0.45  | 0.59  |
| 每股经营现金          | -0.17 | -0.17 | 0.62   | 0.71  | 1.73  |
| 每股净资产           | 1.80  | 1.69  | 2.14   | 2.59  | 3.19  |
| 每股股利            | 0.00  | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |        |       |       |
| PE              | 63.4  | 124.7 | 18.6   | 18.4  | 14.0  |
| PB              | 4.6   | 4.9   | 3.9    | 3.2   | 2.6   |
| EV/EBITDA       | 9.9   | 37.9  | 4.8    | 4.9   | 3.4   |

**中国当代房地产研究专题系列:**

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

**海外房地产企业研究专题系列:**

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》2009/09/22

**全球房地产月报系列:**

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》2010/01/2

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**贾祖国**，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

**洪俊骅**，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，3 年保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作经验，2 年证券从业经验，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。