

销售速度放缓、笋岗项目是未来亮点

深长城 (000042.SZ)

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

近日我们调研了深长城, 与公司董秘及证券事务代表对公司的情况进行了深入的沟通。

2. 我们的分析与判断

(一)、笋岗物流园区改造项目是未来的长期亮点

公司在 2011 年 1 月发布公告, 笋岗物流改造项目已经取得了新进展, 与深圳规划和国土资源部签订了土地出让合同获得了该项目的建设使用权。土地共分两块, 总面积 30 万平米, 项目用途分别为商业、办公等。公司已经根据合同付清了地价款。

根据和公司的沟通, 这 30 万平米土地的具体规划是跟清水片区的整体定位相关的, 跟深圳市政府的整体片区定位有关系。政府对清水片区未来的规划是: 打造现代消费、国家消费的新区域, 大的规划还在不断调整, 所以公司这 30 万平米土地的具体规划用途也有待大规划完成之后进行。

可以期待的是: 随着政府对清水片区的规划和投资的不断升级, 公司笋岗片区的土地也将随之不断升值, 预计未来该项目将成为公司的长期亮点, 无论自持或出售, 区位价值都能够给公司提供持续的利润回报。

(二)、2011 年业绩锁定性强

公司 2010 年末预收款达 10 亿元, 可以部分锁定 2011 年的业绩。2011 年可以结算的项目包括上海中环墅尾盘、上海南汇项目一期、东莞长城世家二期及成都半岛城邦二期, 当前受限购政策的影响公司各项的去化速度相对放缓, 2011 年业绩预计将同比增长放缓。

(三)、非房地产业务稳步增长, 未来将多渠道扩展

公司非房地产业务也逐渐走出低谷。圣庭苑酒店、长城物流公司都业绩稳定增长, 长城置业公司平均出租率达到 99%。

土地储备扩展方面, 笋岗项目已经列入到深圳市城市更新项目, 公司未来会通过该项目在深圳城区内进一步择机扩展土地储备。当前土地储备分布在深圳、大连、上海、成都、深莞惠地区。

3. 投资建议

我们预计公司 2011、2012 年主营收入为 19.4 亿元和 24.9 亿元; 实现归属母公司股东的净利润分别为 3.7 亿元和 4.5 亿元; 每股收益为 1.54 和 1.88 元, 对应当前股价的市盈率分别为 10X, 8X。我们看好笋岗项目给公司带来的拓展机会, 给予谨慎推荐投资评级。

分析师

王国平

☎: (8610) 6656 8758

✉: wangguoping@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130200010339

潘玮

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130109074249

市场数据 时间 2011.05.27

A 股收盘价(元)	16.73
A 股一年内最高价(元)	20.96
A 股一年内最低价(元)	12.31
上证指数	2709
市净率	1.57
总股本(万股)	23946
实际流通 A 股(万股)	23937
限售的流通 A 股(万股)	9.4
流通 A 股市值(亿元)	40.09

表 1: 关键财务数据及预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1447	1945	2498	3051	现金及现金等价物	1311	3218	3411	3807
营业成本	466	724	949	1091	应收款项	46	62	80	98
营业税金及附加	272	302	387	473	存货净额	3583	4183	5454	6387
销售费用	40	54	70	85	其他流动资产	722	140	180	220
管理费用	129	175	225	275	流动资产合计	5662	7606	9128	10514
财务费用	41	(27)	(40)	(43)	固定资产	116	116	128	138
投资收益	153	70	70	70	无形资产及其他	7	7	6	6
资产减值及公允价值变动	12	0	0	0	投资性房地产	915	915	915	915
其他收入	(205)	(302)	(387)	(473)	长期股权投资	91	111	131	151
营业利润	460	486	590	767	资产总计	6790	8755	10307	11724
营业外净收支	2	0	0	0	短期借款及交易性金融负债	616	700	700	700
利润总额	462	486	590	767	应付款项	435	660	860	1008
所得税费用	100	117	142	184	其他流动负债	1812	3119	4055	4786
少数股东损益	0	0	(1)	0	流动负债合计	2862	4479	5615	6493
归属于母公司净利润	362	369	449	583	长期借款及应付债券	1509	1509	1509	1509
发行在外股份数量(百万股)	239	239	239	239	其他长期负债	34	42	50	58
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	长期负债合计	1543	1551	1559	1567
每股收益	1.51	1.54	1.88	2.43	负债合计	4405	6029	7174	8060
每股红利	0.10	0.12	0.17	0.22	少数股东权益	1	1	0	0
每股净资产	9.96	11.38	13.08	15.30	股东权益	2384	2724	3133	3664
ROIC	11%	14%	20%	25%	负债和股东权益总计	6790	8755	10307	11724
ROE	15%	14%	14%	16%	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
ROA	5.3%	4.2%	4.4%	5.0%	净利润	362	369	449	583
毛利率	49%	47%	47%	49%	资产减值准备	62	12	0	0
净利率	25%	19%	18%	19%	折旧摊销	68	8	9	10
EBIT Margin	19%	20%	19%	21%	公允价值变动损失	(12)	0	0	0
EBITDA Margin	23%	20%	20%	22%	财务费用	41	(27)	(40)	(43)
收入增长	-29%	34%	28%	22%	营运资本变动	(991)	1518	(184)	(105)
净利润增长率	36%	2%	22%	30%	其它	(62)	(12)	(1)	0
资产负债率	65%	69%	70%	69%	经营活动现金流	(573)	1895	273	489
流动比率	2.0	1.7	1.6	1.6	资本开支	(114)	(20)	(20)	(20)
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.6	其它投资现金流	0	(3)	0	0
资产负债率	65%	69%	70%	69%	投资活动现金流	459	(43)	(40)	(40)
利息覆盖倍数	13	-25	-22	-26	权益性融资	0	0	0	0
应收账款周转率	31.21	31.21	31.21	31.21	负债净变化	(362)	0	0	0
存货周转率	0.13	0.17	0.17	0.17	支付股利、利息	(24)	(29)	(40)	(52)
应付账款周转率	1.07	1.10	1.10	1.08	其它融资现金流	731	84	0	0
固定资产周转率	12.51	16.73	19.56	22.13	融资活动现金流	(40)	55	(40)	(52)

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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 100033

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