

销售稳定增长，保障房融资破冰

研究结论

- 通过各项目销售情况的跟踪，我们预计公司全年合并报表销售金额约 120 亿（预计同比增长约 50%），含不并表项目（首城国际、天津湾、国奥城）合计约 148 亿元，同比增长约 10%。整体销售金额虽未能完成公司年初计划，但较市场之前的预期略高。销售较年初计划低的原因之一是商品房市场整体低迷，另一个原因是保障房交接进度未达预期。原计划 3 个项目交接，实际仅完成 1 个。
- 我们预计公司明年仍有相对充足的供货能力，按照目前的市场状况，12 年销售金额仍有望保持小幅增长。2012 年公司新增可售项目可能有北京通州首开·国风美仑、北京房山良乡项目、北京通州的于家务乡项目以及贵阳项目，其他新增来自老项目的续推，其中一些项目是在今年下半年首次开盘，所以这些楼盘 2012 年的可推量预期会有个正常的大幅增长。
- 高负债可能会约束公司扩张步伐，但保障房融资的破冰，将对公司短期流动性提供巨大支持。截至三季报，公司净负债率高达 146%，未来长短期债务规模扩张空间不大，杠杆的约束可能需要公司未来在拿地上更加控制。负债虽高，但随着公司针对保障房的 50 亿非公开定向债务融资获得发行资格，公司短期资金压力将大幅减轻。
- 从收入锁定率来看，公司已经可以锁定 11 年和 12 年收入，业绩确定性很好。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.1 元、1.49 元、2.08 元，对应 2011 年 PE 仅 8.3 倍，NAV16 元，折价约 42%，估值仍偏低，维持公司买入评级。
- 风险提示：北京销售市场持续低迷；二期现金激励出台时间还有很大不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨国华

8601-66210585

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

联系人

周强

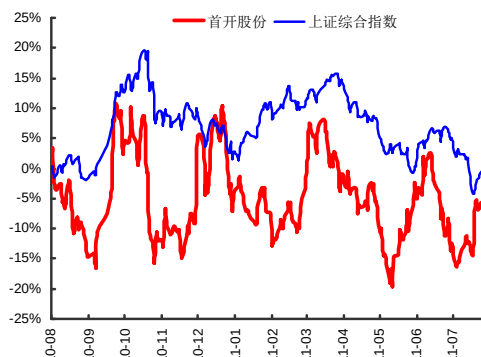
010-66210621

zhouqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2011 年 12 月 29 日）	9.18 元
目标价格	14.90 元
总股本/A 股（万股）	149468 / 149468
A 股市值（亿元）	137.21
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2011 年 12 月 30 日

股价表现



财务预测

(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7765	7340	9147	14697
收入同比	50%	-5%	25%	61%
归属母公司净利润	1345	1646	2228	3109
净利润同比	44%	22%	35%	40%
毛利率(%)	47.0%	54.4%	54.0%	48.3%
ROE(%)	12.8%	13.3%	17.3%	19.8%
每股收益(元)	1.17	1.10	1.49	2.08
P/E(倍)	10.21	8.30	6.13	4.39
P/B(倍)	1.01	1.11	1.06	0.87

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《首选的配置标的》

2010-08-16

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：公司财务报表预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	29550	38395	45073	56959	64510	营业收入	5194	7765	7340	9147	14697
现金	11969	10520	8152	10005	10726	营业成本	3363	4115	3349	4204	7605
应收账款	111	52	87	107	161	营业税金及附加	443	947	982	1168	1493
其他应收款	542	2175	2175	2175	2175	营业费用	170	239	257	320	514
预付账款	68	77	67	84	152	管理费用	407	526	514	604	970
存货	15861	25065	34592	44588	51296	财务费用	365	602	727	731	852
其他流动资产	999	506	0	0	0	资产减值损失	-66	-22	0	0	0
非流动资产	3553	4346	4293	4245	4197	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	1324	1837	1837	1837	1837	投资净收益	671	567	520	641	671
固定资产	959	924	911	863	815	营业利润	1182	1928	2031	2762	3934
无形资产	13	9	13	13	13	营业外收入	2	7	11	8	9
其他非流动资产	1257	1576	1533	1533	1533	营业外支出	11	7	9	9	8
资产总计	33103	42741	49366	61205	68707	利润总额	1173	1927	2033	2761	3934
流动负债	13880	20306	20513	28270	30936	所得税	267	590	378	530	816
短期借款	610	510	500	500	500	净利润	905	1337	1655	2231	3118
应付账款	1268	1116	1105	1338	2390	少数股东损益	-26	-7	9	3	9
其他流动负债	12002	18680	18908	26432	28046	归属母公司净利润	932	1345	1646	2228	3109
非流动负债	9522	11635	13653	13640	15641	EBITDA	1628	2611	2806	3540	4834
长期借款	9452	11594	13594	13594	15594	EPS（元）	0.81	1.17	1.10	1.49	2.08
其他非流动负债	70	41	60	47	48						
负债合计	23402	31940	34167	41911	46577	主要财务比率					
少数股东权益	366	328	376	331	340		2009	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1150	1150	1495	1495	1495	成长能力					
资本公积	5603	5550	5550	5550	5550	营业收入	-11.1%	49.5%	-5.5%	24.6%	60.7%
留存收益	2582	3773	5304	5865	8691	营业利润	50.6%	63.2%	5.3%	36.0%	42.4%
归属母公司股东	9335	10473	12349	12910	15736	归属于母公司净利润	63.2%	44.3%	22.4%	35.4%	39.5%
负债和股东权益	33103	42741	49366	61205	68707	获利能力					
						毛利率(%)	35.2%	47.0%	54.4%	54.0%	48.3%
现金流量表						净利率(%)	17.9%	17.3%	22.4%	24.4%	21.2%
单位:百万元						ROE(%)	10.0%	12.8%	13.3%	17.3%	19.8%
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	13.1%	11.1%	8.4%	8.7%	10.5%
经营活动现金流	1499	-5811	-7152	-3304	-816	偿债能力					
净利润	905	1337	1655	2231	3118	资产负债率(%)	70.7%	74.7%	72.9%	76.0%	74.3%
折旧摊销	82	82	48	48	48	净负债比率(%)	58.88%	58.61%	60.62%	57.49%	56.02%
财务费用	365	602	727	731	852	流动比率	2.13	1.89	2.20	2.01	2.09
投资损失	-671	-567	-520	-641	-671	速动比率	0.99	0.66	0.51	0.44	0.43
营运资金变动	938	-7062	-8731	-5659	-4164	营运能力					
其他经营现金流	-120	-202	-332	-13	1	总资产周转率	0.19	0.20	0.16	0.17	0.23
投资活动现金流	-237	526	516	641	671	应收账款周转率	65	96	106	94	110
资本支出	17	60	0	0	0	应付账款周转率	2.35	3.45	3.02	3.44	4.08
长期投资	-713	463	0	0	0	每股指标（元）					
其他投资现金流	-932	1049	516	641	671	每股收益(最新摊薄)	0.81	1.17	1.10	1.49	2.08
筹资活动现金流	7979	3771	4268	4516	866	每股经营现金流(最	1.00	-3.89	-4.79	-2.21	-0.55
短期借款	-620	-100	-10	0	0	每股净资产(最新摊	6.25	7.01	8.26	8.64	10.53
长期借款	4389	2142	2000	0	2000	估值比率					
普通股增加	340	0	345	0	0	P/E	11.33	10.21	8.30	6.13	4.39
资本公积增加	4374	-53	-53	0	0	P/B	1.13	1.01	1.11	1.06	0.87
其他筹资现金流	-504	1782	1986	4516	-1134						
现金净增加额	9242	-1515	-2368	1853	721						

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn