

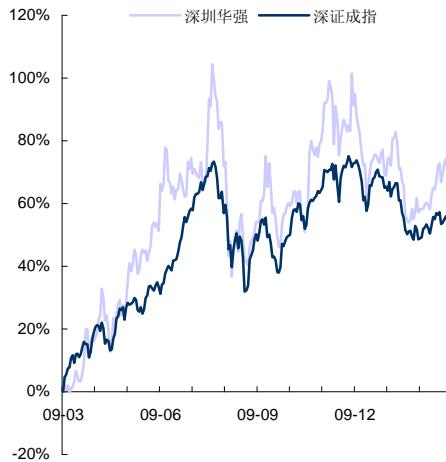
房地产业
定位清晰，迈开扩张步伐

6-12个月目标价	12.55
当前股价	9.53
投资评级	买入

研究员: 张绍坤 执业号: S0640208090087
 电话: 0755-83689044
 Email: Zskscstock@yahoo.com.cn
 报告日期: 2010/3/15

基础数据

上证指数	3013.41
总股本 (百万)	666.95
流通A股 (百万股)	166.86
流通B股 (百万股)	0.00
流通A股市值 (百万)	1590.2
总市值 (百万)	6356.03
每股净资产 (元)	2.49
ROE (TTM)	12.08
资产负债率	38.39
动态市盈率	31.7
动态市净率	3.83

近一年股价走势与大盘比较

相关报告

《深圳华强跟踪研究-重组完成，盈利能力恢复》
 《深圳华强跟踪研究-受益《深圳市城市更新办法》资产价值提升》

投资要点:

- 公司发布年报，2009年实现营业收入22亿元，其中包含了2009年1-11月公司已剥离的视频产品业务收入14亿元，每股收益0.3元/股，略高于我们预期收入，主要由于房地产市场好转，相关子公司业绩好于预期。
- 公司2009年完成重大重组，公司未来以经营电子专业市场、配套商业地产和电子交易平台为主，定位清晰。
- 公司迈开扩张步伐，济南华强广场于2010年3月开工，预计2012年竣工，如果项目销售顺利，预计2012年给公司贡献每股收益0.47元。
- 随着电子产业回暖，公司经营的电子专业市场租金正逐步回升，未来有进一步上调的可能。
- 芜湖房地产市场交易量仍保持高位，受国家宏观调控政策影响小，公司参股项目盈利有望保持稳定。
- 预计公司2010-2012年每股收益分别为0.33元、0.45元和0.92元，对应动态PE分别为29倍、21倍和10倍，分别按25倍和20倍市盈率计算专业市场运营和房地产开发业务价值，公司合理价值约12.55元，目前市场低估了公司价值，给予公司买入评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2197	679	800	2600
收入同比(%)	-5%	-69%	18%	225%
归属母公司净利润	201	222	302	617
净利润同比(%)	28%	11%	36%	104%
毛利率(%)	20.9%	46.8%	55.8%	41.5%
ROE(%)	12.1%	12.0%	14.3%	23.0%
每股收益(元)	0.30	0.33	0.45	0.92
P/E	32.46	28.61	21.08	10.31
P/B	3.83	3.44	3.02	2.37

数据来源: 江南金融研究所

一、公司定位清晰

公司 2009 年完成重大重组，公司将以经营电子专业市场、配套商业地产和电子交易平台为主，定位十分清晰。公司计划未来进入沈阳、天津、济南、苏州和重庆等城市，目前已经进入济南，而沈阳项目目前产权在华强集团，商业部分有可能置入上市公司。

二、公司迈开扩张步伐，济南项目将提升公司 2012 年业绩

济南华强广场于 2010 年 3 月开工，公司预计将在 2012 年竣工，该项目位于济南解放路和山大路交界处，属于山大路电子信息市场核心商圈。预计项目 2011 年可以开始预售，如果全部完成销售，预计能实现销售收入 24 亿元，净利润 5.55 亿元。如果该项目写字楼和公寓 2012 年完成 80% 的销售，预计将提升公司 2012 年每股收益 0.47 元/股。

图表 1 济南项目收益测算

	济南华强广场
权益	70%
土地面积 (万平方米)	3
价格 (亿元)	6.57
规划建筑面积(万平方米)	24
公寓	15
写字楼	5
商业	5
预计竣工时间	2012
平均地价(元/平方米)	2737.5
预计投资额(亿元)	9.6
预计销售价格	
公寓 (万元/平方米)	1
写字楼 (万元/平方米)	1.8
商业租金 (元/月平方米)	50
预计销售收入 (亿元)	24
预计净利润 (亿元)	5.55
预计租赁收入 (万元/年)	3000

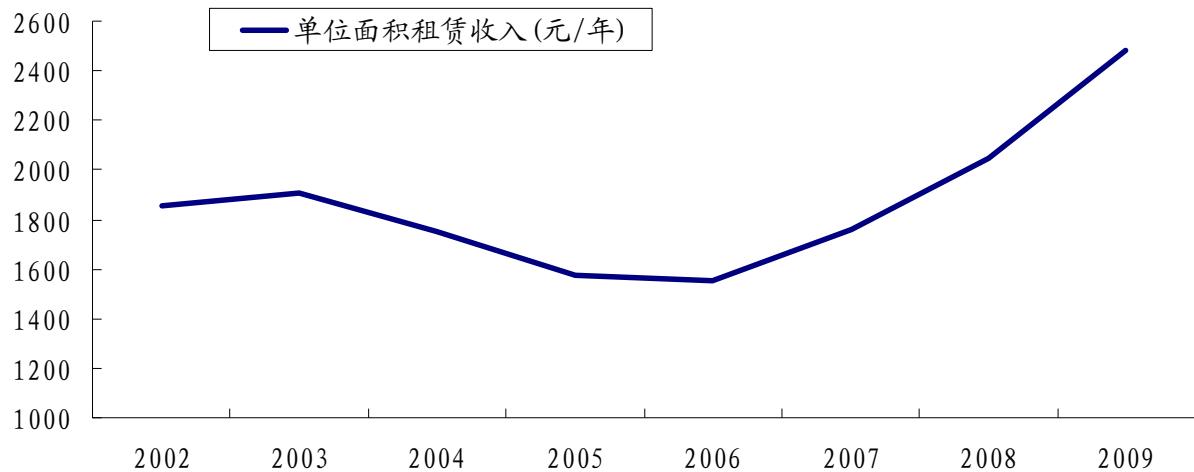
数据来源：互联网 江南金融研究所

三、电子专业市场租金逐年上升

随着电子行业的回暖，公司位于华强北的电子专业市场租金收入也逐年上升，每平方米年平均租金收入从 2008 年 2050 元/平方米上涨至 2009 年 2479 元/平方米。由于该

商圈短期内并无新增商业面积供应，随着电子行业的繁荣，租金收入有望进一步提升。

图表 2 单位面积年租赁收入

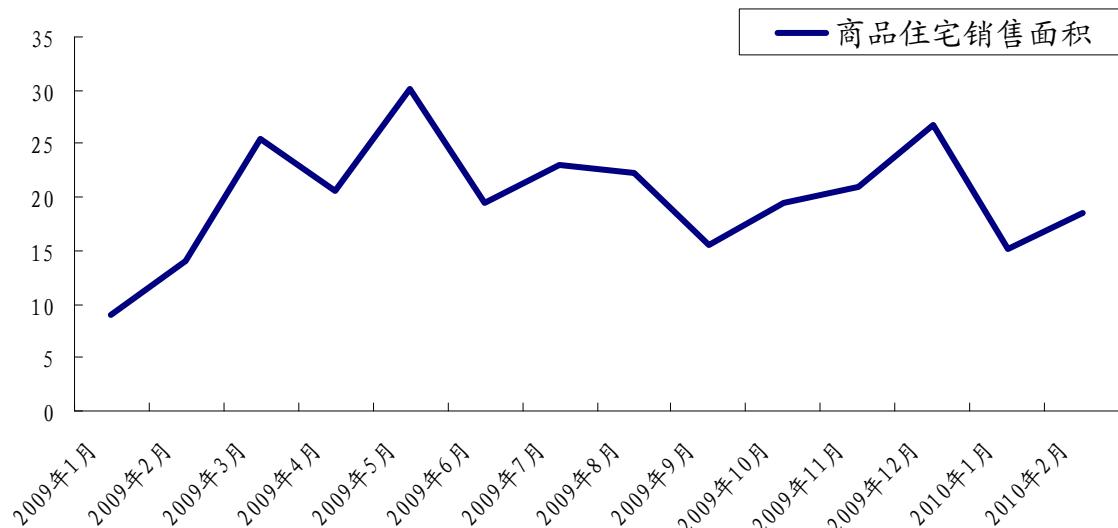


资料来源：wind

四、芜湖市房地产市场较为稳定

由于芜湖市毗邻长三角区域，经济和居民收入增长较快，房价处于较合理的水平，《皖江城市带承接产业转移示范区》区域规划获批也将加快该市的工业化和城市化进程，芜湖市房地产市场并没有受到国家政策的太大影响，2010年1、2月份销售量和销售价格没有出现大幅的下调，基本保持稳定。公司参股35%的芜湖项目有望持续给公司贡献投资收益。

图表 3 芜湖市商品住宅销售面积保持稳定



资料来源：芜湖市房管局

五、公司价值被低估

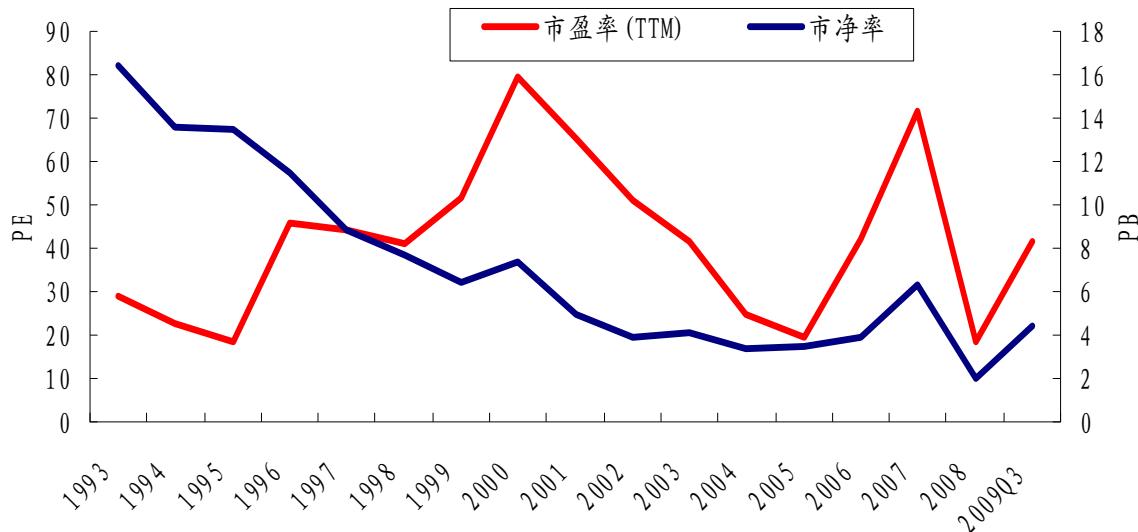
预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.33 元、0.45 元和 0.92 元，对应动态 PE 分别为 29 倍、21 倍和 10 倍，2010 年公司专业市场经营贡献业绩约 0.23 元/股，按照出租类公司平均 25 倍的 2010 年动态 PE 计算，对该业务价值 5.75 元/股；房地产出售业务未来三年平均收入约 0.34 元/股，按照房地产行业平均 20 倍市盈率计算，对该业务价值 6.8 元/股，公司合理价值约为 12.55 元，目前市场低估了公司价值，给予公司买入评级。

图表 4 出租类公司市盈率

	预测市盈率(未来 12 个月)	市盈率(TTM)
陆家嘴	36.6	43.5
小商品城	25.2	40.8

数据来源：wind

图表 5 房地产行业历年 PB 和 PE



资料来源：wind 江南金融研究所

图表 6 财务报表预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	846	555	812	1500	营业收入	2197	679	800	2600
现金	613	374	622	1109	营业成本	1737	361	353	1520
应收账款	3	51	54	160	营业税金及附加	59	27	42	135
其他应收款	108	32	38	128	营业费用	81	27	36	104
预付账款	2	2	2	7	管理费用	104	27	32	78
存货	91	96	96	96	财务费用	45	28	29	13
其他流动资产	30	0	0	0	资产减值损失	-2	4	3	3
非流动资产	1903	2079	2135	2239	公允价值变动收益	11	0	0	0
长期投资	200	204	203	203	投资净收益	49	60	61	69
固定资产	235	216	183	144	营业利润	233	265	366	816
无形资产	116	115	115	114	营业外收入	5	1	1	1
其他非流动资产	1352	1544	1635	1778	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2749	2633	2947	3739	利润总额	238	265	367	817
流动负债	511	220	266	484	所得税	34	40	55	196
短期借款	0	50	36	29	净利润	203	225	312	621
应付账款	35	16	16	67	少数股东损益	3	3	10	4
其他流动负债	476	153	214	388	归属母公司净利润	201	222	302	617
非流动负债	545	528	527	527	EBITDA	355	341	447	882
长期借款	520	520	520	520	EPS (元)	0.30	0.33	0.45	0.92
其他非流动负债	25	8	7	7					
负债合计	1055	748	793	1011					
少数股东权益	34	37	47	51					
股本	667	667	667	667					
资本公积	115	115	115	115					
留存收益	878	1067	1326	1895					
归属母公司股东权益	1660	1849	2108	2677					
负债和股东权益	2749	2633	2947	3739					
现金流量表				单位: 百万元	主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	335	91	378	647	成长能力				
净利润	203	225	312	621	营业收入	-5.4%	-69.1%	17.8%	225.2%
折旧摊销	77	49	52	53	营业利润	7.5%	13.6%	38.4%	122.9%
财务费用	45	28	29	13	归属于母公司净利润	28.0%	10.8%	35.8%	104.4%
投资损失	-49	-60	-61	-69					
营运资金变动	42	-153	38	13	盈利能力				
其他经营现金流	16	1	9	16	毛利率 (%)	20.9%	46.8%	55.8%	41.5%
投资活动现金流	-297	-132	-54	-83	净利率 (%)	9.1%	32.7%	37.7%	23.7%
资本支出	21	0	0	0	ROE(%)	12.1%	12.0%	14.3%	23.0%
长期投资	19	214	107	143	ROIC(%)	70.0%	55.6%	91.6%	214.5%
其他投资现金流	-257	82	53	61	偿债能力				
筹资活动现金流	-200	-198	-76	-77	资产负债率 (%)	38.4%	28.4%	26.9%	27.0%
短期借款	0	50	-14	-7	净负债比率 (%)	55.91%	76.26%	71.42%	54.27%
长期借款	520	0	0	0	流动比率	1.66	2.52	3.06	3.10
普通股增加	358	0	0	0	速动比率	1.48	2.07	2.68	2.89
资本公积增加	-321	0	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	-756	-248	-62	-70	总资产周转率	0.92	0.25	0.29	0.78
现金净增加额	-162	-239	249	487	应收账款周转率	18	23	14	22
					应付账款周转率	6.28	14.17	22.21	36.89
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.30	0.33	0.45	0.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.14	0.57	0.97
					每股净资产(最新摊薄)	2.49	2.77	3.16	4.01
					估值比率				
					P/E	31.70	28.61	21.08	10.31
					P/B	3.83	3.44	3.02	2.37
					EV/EBITDA	14	14	11	6

资料来源：江南金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为
其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站: <http://www.scstock.com>

深圳

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编: 518000

电话: 0755-83689524

北京

地址: 北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编: 100012

电话: 010-84802003