

公司利润高度依赖于西山华府项目
中性 维持评级

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

1. 事件

公司于4月26日公布了2009年年报, 报告期, 公司完成营业收入342,169.73万元, 营业利润61,526.36万元, 归属于母公司所有者的净利润42,015.21万元, 分别同比增长227%、101%和55%, 每股收益0.47元。拟10股转增1股并派1元(含税)。

2. 我们的分析与判断

(1) 房地产结算收入大幅增加, 毛利率下降约5个百分点。

表1: 公司分业务收入及毛利率对比

行业	2009			2008			毛利率 增幅(%)
	主营业务收入	收入占比(%)	毛利率(%)	主营业务收入	收入占比(%)	毛利率(%)	
房地产开发	3,388,865,076.35	99.04%	36.24%	1,025,294,648.49	97.92%	41.24%	-4.99%
教育业				3,696,000.00	0.35%	5.37%	
餐饮及物业出租	32,832,176.80	0.96%	82.82%	18,089,866.90	1.73%	97.10%	-14.29%
合计	3,421,697,253.15	100.00%	36.69%	1,047,080,515.39	100.00%	42.07%	-5.39%

资料来源: 公司年报

公司报告期实现房地产结算收入33.89亿元, 同比实现增长230.53%。主要结算项目为北京西山华府和苏州的亿城新天地。其中北京西山华府结算约30亿元, 是公司收入和利润的主要来源。由于受结算滞后, 2008年房地产萎靡销售价格较低; 以及项目的差异(万城华府项目后期毛利率很高), 公司报告期房地产开发毛利率较去年同期下降约5个百分点。

表2: 公司收入地区构成

	2009			2008		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
北京	3,093,989,181.35	90.42%	37.17%	660,901,828.49	63.12%	50.62%
苏州	290,940,150.00	8.50%	26.53%	357,865,200.00	34.18%	24.59%
天津	3,935,745.00	0.12%	21.82%	6,527,620.00	0.62%	3.32%
大连	32,832,176.80	0.96%	82.82%	18,089,866.90	1.73%	97.10%
昆明				3,696,000.00	0.35%	5.37%
合计	3,421,697,253.15	100.00%	36.69%	1,047,080,515.39	100.00%	42.07%

资料来源: 公司年报

(2) 毛利率下降，土地增值税和所得税费用大幅增加使净利润率下降。

报告期，公司土地增值税大幅增长 510%，费用率下降 31.56%，所得税费用率上升，加上公司结算项目毛利率下降约 5 个百分点，公司净利润率下降 52.53%。

表 3: 公司利润表变动明细

	2009	2008	增幅
营业收入	3,421,697,253.15	1,047,080,515.39	226.78%
营业总成本	2,797,453,131.44	875,237,586.73	219.62%
营业成本	2,166,347,529.48	606,532,828.70	257.17%
营业税金及附加	505,541,937.54	112,427,801.01	349.66%
其中：土地增值税	314,377,007.52	51,522,635.62	510.17%
期间费用	109,180,640.97	159,518,966.09	-31.56%
资产减值损失	16,383,023.45	-3,242,009.07	
投资净收益	-8,980,554.99	134,430,564.45	-106.68%
营业利润	615,263,566.72	306,273,493.11	100.89%
加：营业外收入	2,308,045.62	10,579,614.67	-78.18%
减：营业外支出	25,554,630.67	8,408,528.00	203.91%
利润总额	592,016,981.67	308,444,579.78	91.94%
减：所得税费用	172,370,847.01	40,718,201.80	323.33%
净利润	419,646,134.66	267,726,377.98	56.74%
归属于母公司所有者的净利润	420,152,073.16	270,870,281.80	55.11%
少数股东损益	-505,938.50	-3,143,903.82	-83.91%
毛利率	36.69%	42.07%	-12.80%
税金率	14.77%	10.74%	37.60%
销售管理费用率	4.38%	13.39%	-67.27%
所得税率	29.12%	13.20%	120.56%
净利润率	12.28%	25.87%	-52.53%

资料来源：公司年报

(3) 调整项目储备，多种方式适时增加符合公司产品定位的项目，降低经营风险。

2009 年，公司提出了集中于“实惠高端”产品的战略定位，据此公司积极调整项目储备，降低公司的项目风险和不确定性。2009 年 3 月，公司董事会决议终止对于北京 CBD 项目的合作开发。此后又约定终止了关于晨枫家园项目的合作，收回了全部投资收益。

在对公司认为不确定性较大的项目进行退出或减少权益的同时，公司积极贯彻“实惠高端”的产品战略定位，2009 年 5 月，公司以底价获取中关村软件园项目；七、八月间，在北京地价大幅上涨以前公司通过收购项目公司方式锁定了低密度的青龙湖项目。随后，在北京地价涨幅过高时，公司明确了在环渤海二线城市寻找价值洼地的投资策略。2009 年四季度和 2010 年 2 月，公司又相继取得了天津红桥广场项目和秦皇岛项目。这两个项目，一个处于天津中央商务圈内；一个拥有北中国海最美的海景，具有成为京津高端人群暑期休闲终极目的地的潜力，他们都具有既和北京房价联动上升、土地成本又相对低廉的优势。

报告期，公司在北京、天津、三亚新增土地储备共计 78 万平方米。截至 2009 年年末，公司拥有在建及储备面积约 180 万平方米，可以满足公司未来 3 年的开发需要。2010 年 2 月公司通过控股 51% 的秦皇岛天行九州房地产开发有限公司参与竞买秦皇岛黄金假日滨海度假城项目二期地块，成交价款为 30,514.83 万元，计容积率建筑面积为约 32.5 万平方米。

表 4: 公司新增土地储备明细

项目名称	地区	规划建筑面积(万平方米)	权益	权益面积(万平方米)	总地价(万元)	楼面地价(元/平米)
亿城西山公馆	北京	8.29	100%	8.29	59,500	7177.3
青龙湖项目	北京	37.79	100%	37.79	88,241	2335.0
红桥广场项目	天津	30.98	100%	30.98	146,000	4712.7
三亚东河项目	三亚	1.57	90%	1.41	7,926	5048.4
合计		78.63		78.473	301,667	

资料来源: 公司年报

(4) 目前房地产预收款高达 18.63 亿元，锁定了约 50% 的业绩。

报告期内，公司实现签约销售收入 45.34 亿元。其中西山华府项目成功实现了“华府”品牌的升级，以 37.44 亿元的签约销售收入在 2009 年北京单个楼盘成交金额排行榜中名列第 4 位。期末未结算收入 18.63 亿元。高额的预收款，为公司 2010 年提供了较为丰富的可结算资源。

表 5: 公司预收款明细

项目名称	期末数	预计竣工时间	预售(销售)比例(%)
西山华府-北区	19,919,014.00	已完工	97.87
西山华府-南区	1,081,932,048.00	2010.12	58.7
西山华府-X2X3	24,562,645.00	已完工	99.25
西山华府-东区	4,543,114.00	已完工	99.73
亿城新天地-6#	5,774,706.00	已完工	98.74
亿城新天地-7#	692,688,789.00	2010.05	89.59
合计	1,829,420,316.00		

资料来源: 公司年报

(5) 财务稳健。

由于公司房地产预售的大幅增加，报告期公司经营性现金流大为改善，由期初的-44576.9 万元大幅增加到期末的 166289.2 万元。报告期末，公司货币资金余额 199,523.25 万元，比 2008 年末增长 198%；公司负债总额 461,362.27 万元，资产负债率 61.12%；负债总额中预收帐款 186,326.34 万元，占负债总额的 40.39%，财务压力不大。

公司还积极探索多元化融资方式。充分利用各种金融工具和手段，在控制融资风险和融资成本的前提下，不断拓宽多元化的资金来源渠道，提高公司获取资金资源的整体能力。2009 年公司完成公司债券的发行工作，募集资金 7.3 亿元。此外公司还积极与信托资金合作。

(6) 提高项目周转率，加大销售，计划在环渤海地区增加土地储备约 200 万平米。

公司认为土地增值税的高额累进机制使得周转率和毛利率均好的模式优于缓慢开发高溢价模式。公司提出要缩短项目开发周期，切实提高资产周转率。2010 年公司重点抓好西山华府、西山公馆和亿城新天地项目的销售工作，加大销售力度，争取全年签约销售收入达到 50 亿元。同时密切关注市场的变化，特别是加强环渤海区域市场的研究，力争在 2010 年新增 200 万平方米的土地储备。

3. 投资建议

公司目前预收账款 18.63 亿元，预计公司 2010 主营收入达到 40 亿元，净利润 5.48 亿元，每股收益 0.60 元，市盈率 9.8 倍。鉴于公司项目集中于高端，易于受政策调控影响，并且 2010 年利润仍将主要来源于北京，建议暂时采取观望态度，给予公司“中性”评级。

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 研究所

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