

评级：中性（调低）

房地产公司

研究报告

第一创业研究所

陈晓波 S1080209110063

电话：0755-2583 2872

邮件：chenxiaobo@fcsc.cn

盈利还看去化率

——深振业（000006）中报点评

报告要点：

- **结算毛利下降至37%，拖累净利增速** 2010年上半年公司实现营业收入7.79亿元，实现净利润9893万元，分别同比增长62.7%和下降8.83%，实现EPS0.13元/股。净利润增速较慢的原因在于本期结算毛利出现了明显下滑，从去年同期的54%下降至目前的37%。结算毛利下滑主要是产品结构发生了变化，去年同期结算的是毛利更高的星海名城6期项目。
- **深圳振业城与峦山谷项目构成收入主要来源** 中期结算项目主要是振业城2-3期、振业城4-5期1-7栋，以及振业峦山谷一期（1-6栋），三个项目合计贡献收入7.57亿，占全部结算收入的90%以上。其中振业城2-3期为别墅项目，结算均价1.6万/平米，结算毛利约50%；振业城4-5期1-7栋为高层项目，包括复式和平层，结算均价1.1万/平米，结算毛利52%，首次达到结算条件；峦山谷一期为高层项目，复式和平层都有，结算均价7866元/平米，由于地价高企，毛利较低，仅有2.7%，基本上处于亏损状态，项目于09年底竣工，目前为现房在售，存在一定的销售压力。
- **下半年可售房源充裕，去化率有待提升** 公司目前在售的项目有振业城4-5期1-7栋、振业城2-3期、峦山谷一期（1-13栋）以及惠州·振业城一期B、C组团，可售房源达到43万平米，为上半年结算规模的6倍，下半年还将有振业城4-5期8-11栋入市，可售房源将超过50万平米。此外，公司现房比例也较高，在目前可售房源中，接近20万平米为现房，反映了公司产品存在一定的销售压力，去化率有待提升。在下半年可售房源更加充裕之际，我们预计公司很可能会加强促销，提升去化速度。
- **预收账款尚不充沛，盈利状况还看去化速度** 2010年公司主要可结算资源除中期所结算项目之外，峦山谷花园一期（7-13栋）以及惠州项目B、C组团在下半年都将竣工，达到结算条件的资源较多，不过中期公司账面预收账款仅有4.82亿，考虑上半年已结算的7.57亿，全年可结算的金额仅有12.39亿，还不到我们预期的2010年结算收入的50%，因此，要实现预期业绩，下半年的去化速度至关重要。
- **估值高企，下调评级至“中性”** 因天津项目减值准备何时冲回存在一定不确定性，盈利预测时暂不考虑。我们预期公司2010/2011/2012年可实现净利润3.42亿/5.37亿/7.56亿，实现EPS0.45元/股、0.71元/股和0.99元/股，对应8月9日收盘价PE分别为20倍、13倍和9倍，NAV为6.43元/股，P/NAV=1.39，不论是相对估值还是绝对估值都已经明显高于行业，我们下调公司评级至“中性”。

表 1：深振业未来 3 年盈利预测

利润表 (单位: 万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、 营业总收入	102,174	184,924	266,809	322,961	575,018
营业收入	102,174	184,924	266,809	322,961	575,018
二、 营业总成本	87,251	158,168	219,157	250,457	472,553
营业成本	32,550	112,912	164,766	171,523	354,894
营业税金及附加	17,928	24,559	23,441	41,471	50,957
销售费用	2,421	5,844	7,471	9,043	16,101
管理费用	6,453	6,246	10,672	12,918	23,001
财务费用	7,412	9,359	12,807	15,502	27,601
资产减值损失	20,487	-752	-	-	-
三、 其他经营收益	-	-	-	-	-
公允价值变动净收益	-	-	-	-	-
投资净收益	997	8,849	-	-	-
汇兑净收益	-	-	-	-	-
四、 营业利润	15,920	35,605	47,652	72,504	102,465
加: 营业外收入	450	4,911	-	-	-
减: 营业外支出	213	86	-	-	-
五、 利润总额	16,157	40,430	47,652	72,504	102,465
减: 所得税	1,136	6,907	11,913	18,126	25,616
加: 未确认的投资损失	-	-	-	-	-
六、 净利润	15,021	33,522	35,739	54,378	76,849
减: 少数股东损益	-1	892	1,503	700	1,243
归属于母公司所有者的净利润	15,022	32,631	34,236	53,677	75,606
七、 每股收益:	-	-	-	-	-
 股本	76,077	76,077	76,077	76,077	76,077
EPS	0.30	0.64	0.45	0.71	0.99
PE (倍)	30	14	20	13	9

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120