

# 深振业 A (000006.SZ)

## 御风而行，振兴可期

### 核心观点:

#### ● 深圳国企改革：走在时代的前列

2014年10月，深圳市投资控股有限公司制定了关于深圳市国企改革的整体方案，要推动优势资源向金融服务、产业地产、新兴产业集中，并发展混合所有制。振业集团作为深圳市国资委直属大型企业，改革预期较强。

#### ● 深圳市国资旗下地产资源亟待整合

我们梳理了深圳市国资委旗下直属18家大型国企的情况，发现房地产领域的资源极为分散，存在较强整合预期，我们认为，可能以深圳市国资委直属上市房企作为整合平台（天健和振业），天健已在员工持股和引入战投方面做出表率，因而振业可能负责扛起整合大旗。其中，深圳地铁集团地产规模较大（400万方），在横岗项目中引入振业合作或可视为整合切入点。

#### ● 振业集团：发展提速，振兴可期

振业集团今年可结算资源较往年有大幅提升，预收款14.5亿(+122%)，竣工产品30亿，均创近年新高，奠定业绩基础，预计全年结算收入40-50亿，同比翻番增长。珠三角地区为主的区域布局使得毛利率有望维持在行业平均水平之上的35%-40%。今年合同销售规模预计超41亿，同比增28%，回款十分健康。土地投资在2013、2014年提速，保障未来销售资源。

#### ● 预计公司15、16年EPS分别为0.53、0.70元，维持“买入”评级

目前，振业集团整体未结算资源约340万平米，整体RNAV96.23亿元，溢价134%，与主要房企比仍相对不贵，叠加深圳国企改革（资产整合或者激励计划）预期，市值存在进一步上升的空间。

#### ● 风险提示

国企改革存在不确定性。房地产市场负向波动。

### 盈利预测:

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4611	2329	4585	5987	7690
增长率(%)	49.9%	-49.5%	96.9%	30.6%	28.4%
EBITDA(百万元)	981	511	1088	1433	1833
净利润(百万元)	696	508	711	943	1227
增长率(%)	12.8%	-27.0%	40.0%	32.6%	30.1%
EPS(元/股)	0.52	0.38	0.53	0.70	0.91
市盈率(P/E)	32.43	44.43	31.75	23.93	18.39
市净率(P/B)	5.51	5.46	4.66	3.90	3.22
EV/EBITDA	7.55	17.20	12.55	20.57	17.68

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

公司评级	买入
当前价格	16.72元
前次评级	买入
报告日期	2015-06-02

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,350/1,339
流通A股市值(百万元)	22,572
每股净资产(元)	3.06
资产负债率(%)	64.14
一年内最高/最低(元)	16.72/4.35

### 相对市场表现



分析师：乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇 S0260514080003



021-6075-0637



guoz@gf.com.cn

### 相关研究:

深振业A(000006.sz): 董酒 2007-08-16

股份转让提高当年业绩

G深振业(000006.sz): G深 2006-08-22

振业调研简报

联系人：金山 021-60750652

jinshan@gf.com.cn

## 目录索引

深圳国企改革：走在时代的前列 .....	4
国企改革排头兵，四阶段发展成绩有目共睹 .....	4
投控公司拉开深化改革序幕，深圳国企改革全面进入第五阶段 .....	5
深圳市国资旗下地产资源亟待整合 .....	6
振业集团：发展提速，振兴可期 .....	11
可结算资源大幅增长，奠定业绩基础 .....	12
毛利率高于行业平均，未来有望维持 .....	13
销售稳健成长，回款十分健康 .....	16
土地投资提速，未来发展可期 .....	18
盈利预测与投资评级 .....	19

## 图表索引

图 1：深圳国企改革历史阶段 .....	4
图 2：深圳第五阶段国企改革五大具体目标 .....	5
图 3：深圳市国资委旗下地产资源梳理 .....	7
图 4：深圳市国资委对振业集团的持股比例变化情况 .....	10
图 5：“锦荟 Park”工地现场 .....	11
图 6：“锦荟 Park”楼座图 .....	11
图 7：振业集团总资产规模 .....	11
图 8：振业集团净资产规模 .....	11
图 9：振业集团地产结算金额 .....	12
图 10：振业集团竣工面积与结算面积 .....	13
图 11：振业集团预收账款情况 .....	13
图 12：振业集团完工产品情况 .....	13
图 13：振业集团结算毛利率与行业对比 .....	14
图 14：振业集团销售均价和结算均价 .....	14
图 15：深圳住宅成交情况 .....	14
图 16：惠州住宅成交情况 .....	14
图 17：长沙住宅成交情况 .....	14
图 18：西安住宅成交情况 .....	14
图 19：振业集团获取土地平均成本 .....	15
图 20：振业集团结算毛利率分区域情况 .....	15
图 21：振业集团预收账款分区域（亿元，2014 年） .....	15
图 22：振业集团完工产品分区域（亿元，2014 年） .....	15
图 23：振业集团未结算资源区域分布 .....	16

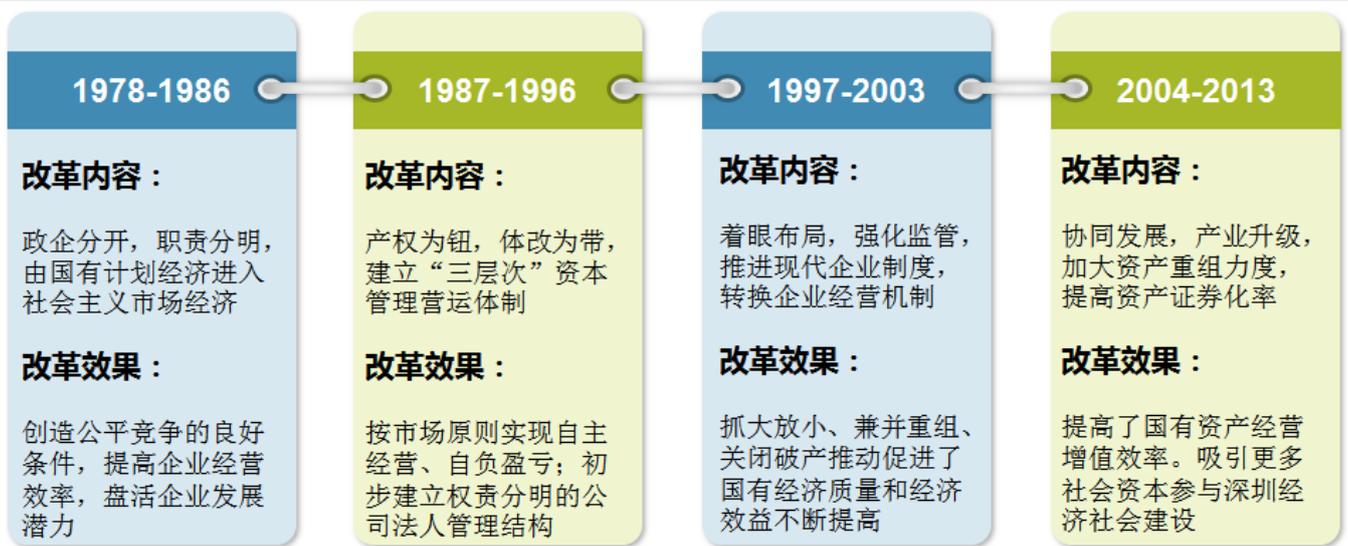
图 24: 振业集团合同销售面积 .....	17
图 25: 振业集团合同销售金额 .....	17
图 26: 振业集团在深圳销售业绩 (2014 年排名) .....	17
图 27: 振业集团月度销售金额统计 (亿元) .....	17
图 28: 振业集团回笼资金与回款率 .....	18
图 29: 振业集团获取土地储备建面 .....	18
图 30: 振业集团获取土地总价款 .....	18
图 31: 振业集团资产负债率 .....	20
图 32: 振业集团净负债率 .....	20
图 33: 主要房企市值相对于 RNAV 溢价率情况 .....	21
表 1: 深圳市国资委直属企业情况 (按总资产规模排序, 2013 年年末) .....	6
表 2: 深圳市国资旗下地产资源统计 .....	8
表 3: 天健集团 2014 年非公开发行股票预案 .....	10
表 4: 振业集团拿地汇总表 .....	19
表 5: 振业集团 RNAV 估值 .....	19
表 6: 振业集团项目情况汇总 .....	20

## 深圳国企改革：走在时代的前列

### 国企改革排头兵，四阶段发展成绩有目共睹

深圳是中国改革开放建立的第一个经济特区，也是中国改革开放的窗口，迎着改革的春风，从一个曾经以农田和荒山面貌呈现的小渔镇、一跃成为中国最具活力的城市。回顾历史并结合学界和业界的研究，深圳在国企改革方面也一直走在时代的前列，主要经历了四个发展阶段：

图1：深圳国企改革历史阶段



数据来源：深圳市国资委，互联网，广发证券发展研究中心

**第一阶段，1978年-1986年，政企分开，职责分明，由国有计划经济进入社会主义市场经济。**改革内容主要包括：将纺织、轻工、机电、物资、建材等市政府行业主管局改为经济实体；取消了国有企业的行政级别，对企业进行分类定级；取消了国有企业的行政隶属关系，企业开始由投资管理公司按产权关系进行管理。

**第二阶段：1987年-1996年，产权为纽，体改为带，建立“多层次”资本管理营运体制。**改革内容主要包括：成立深圳市投资管理公司、市建设投资控股公司和市商贸投资控股公司，将市属企业纳入三家投资管理公司体系；搭建市国资委、市资产经营公司、市国有资本投资三级管理体制，实现国有独资、控股、参股企业与政府原管理部门完全脱钩；建立现代企业制度，区域试点股份制改革，探索推进公司制改组形式，建立权责分明、科学规范的公司法人管理结构。

**第三阶段：1997年-2003年，着眼布局，强化监管，推进现代企业制度，转换企业经营机制。**改革内容主要包括：对不同的企业类型，采取不同的方式和途径，做到“发展壮大一批”、“整合提高一批”、“放开搞活一批”、“关闭破产一批”，以市场原则为主，辅以行政推动，打破公司界限，集中优质资产，培育大型企业集团。

**第四阶段：2004年-2013年，协同发展，产业升级，加大资产重组力度，提高资产证券化率。**改革内容主要包括：完善国有企业间的交易机制，降低国有企业融资成本，提升国资系统产融结合能力，拓展国有企业产业链条，完善新兴产业投资机制，促进房地产业品牌化、规模化发展，充分挖掘行业整合重组机遇，加大同业兼并收购力度，充分利用资本市场融资工具，推进国有企业股份制改革，实现整体上市和优势业务分拆上市。

## 投控公司拉开深化改革序幕，深圳国企改革全面进入第五阶段

党的十八届三中全会作出了《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，吹响了新一轮国企改革的号角，深圳市国企改革也正式迈入第五阶段。按照深圳市委市政府和市国资委关于深化国资国企改革的部署和要求，由深圳市国资旗下重要投资平台深圳市投资控股公司统筹谋划，制定改革方案，明确目标任务。

2014年10月，投控公司在深入研究分析的基础上，制订了《深圳市投资控股有限公司全面深化改革实施方案》和《深圳投资控股有限公司关于完善深化改革实施方案配套政策及相关制度体系的建议》，并获深圳市国资委原则批准，宣告深圳国企改革正式迈入第五阶段：

**第五阶段：2014年至今，推动优势资源向三大产业集中（金融业+产业地产+新兴产业），发展混合所有制。**改革总体思路：以管资本、调结构为主线，调整优化产业布局，推动优势资源向以金融为主的高端服务业、以产业园区开发运营为主的房地产业、以新材料和节能环保为主的新兴产业集聚；以市场化、专业化为导向，构建企业管控新模式；以资本运作、资源配置为手段，发展混合所有制经济；以创新机制、规范履职为核心，完善现代企业制度和公司治理机制。

图2：深圳第五阶段国企改革五大具体目标



数据来源：深圳市国资委，广发证券发展研究中心

## 深圳市国资旗下地产资源亟待整合

目前，深圳市国资委旗下共有18家大型国企，我们梳理后发现，深圳市国资委在地产领域的资源较为分散。深圳市国资委直管的地产类上市公司就包括振业集团（000006.SZ）和天健集团（000090.SZ）；通过深圳市投资控股有限公司持有的地产类上市公司有2家，深房集团和深物业集团，都是国资委绝对控股；通过深业集团有限公司持有的地产类上市公司有2家，沙河股份是国资委控股，沿海集团是国资委间接参股，同时，深业集团下属非上市地产公司深业置地规模也较大，集团自身亦有许多地产资源。此外，在直属国资委的企业中，也拥有地产开发子公司，其中深圳地铁集团的地产资源规模较大。按照“布局结构更趋合理，主要资产集中到金融、产业地产、新兴产业和公共服务领域”的改革目标，我们认为，深圳国资旗下的地产资源存在较大的整合预期。

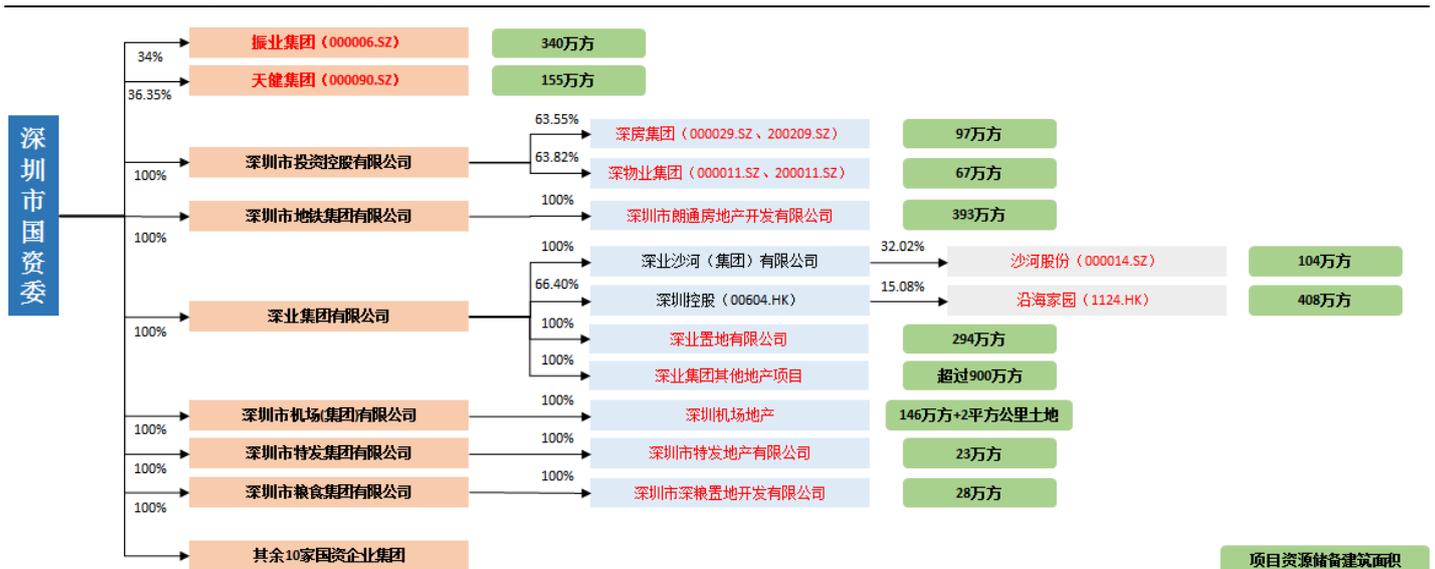
表 1：深圳市国资委直属企业情况（按总资产规模排序，2013 年年末）

公司名称	市国资持股	简介	总资产（亿元）
深圳市投资控股有限公司	100.00%	一家以产权管理、资本运作及投融资业务为主业的市属国有资产经营公司	1919.00
深圳市地铁集团有限公司	100.00%	承担着深圳市城市轨道交通投融资、建设、运营和国有资产保值增值的任务。现已形成集地铁“投融资、建设、运营、资源经营与物业开发”四位一体的产业链	1485.00
深业集团有限公司	100.00%	集团以房地产、基础设施为核心业务，同时涉足物流、运输、金融、高科技农业等领域	832.50
深圳国际（0152.HK）	48.00%	近年来，公司通过实业投资和并购，逐步发展成为以现代物流和收费公路两大产业为主的集团公司	337.00
深圳市机场(集团)有限公司	100.00%	公司主营业务包括航空性业务和非航空性业务	263.85
深圳市盐田港集团有限公司	100.00%	以港口码头建设投资、临港产业为主业的大型企业集团	242.00
深圳市水务(集团)有限公司	55.00%	集自来水生产及输配业务、污水收集处理及排放业务、水务投资及运营、水务设施设计及建设等业务为一体的大型综合水务服务商	143.00
深圳市创新投资集团有限公司	28.20%	已发展成为国内实力最强、影响力最大的本土创业投资机构。致力于培育民族产业，主要投资于中小企业、自主创新高新技术制造业和新兴产业企业、初创期和成长期及转型升级企业	128.00
农产品（000061.SZ）	26.76%	以投资、开发、建设、经营和管理农产品批发市场为核心业务，是行业内最具规模的农产品批发市场连锁经营企业，国内农产品流通行业首家上市公司	122.00
深圳燃气（601139.SH）	51.62%	一家以城市燃气经营为主的大型专业公司，创立于1982年，2004年改制为中外合资企业，2009年在上海证交所成功上市	120.80
振业集团（000006.SZ）	21.93%	以房地产开发经营为主营业务	99.68
天健集团（000090.SZ）	36.35%	公司主营建筑施工、地产开发和商业服务	97.92
深圳市特发集团有限公司	43.30%	集团主营经营业务为旅游业、房地产业、电子信息产业、汽车后市场、物业管理等	88.42
深圳市赛格集团有限公司	46.52%	赛格的愿景是成为高端电子产品制造与服务的领航者。	61.66
深圳能源（000027.SZ）	47.82%	全国电力行业第一家在深圳上市的大型股份制企业，也是深圳市第一家上市的公用事业股份公司。	33.94

深圳市国有免税商品(集团)有限公司	100.00%	免税集团主要从事深圳各口岸免税商品的零售业务	31.69
深圳巴士集团股份有限公司	55.00%	1995年末,公司正式变更注册为深圳市公共交通(集团)有限公司,企业向多元化经营、专业化管理迈进。2004年底,引入香港九龙巴士控股有限公司等国内外战略投资者,成功改制为现今的中外合资的股份制公司	27.20
深圳市粮食集团有限公司	100.00%	公司的主营业务为:粮食储备;粮油贸易和加工;现代粮食流通服务	19.21

数据来源:深圳市国资委网站,广发证券发展研究中心

图3: 深圳市国资委旗下地产资源梳理



数据来源:深圳市国资委网站,广发证券发展研究中心

我们预计,如果要整合国资旗下地产资源,深圳市国资委更可能以国资委直属的上市公司作为整合平台,即振业集团、天健集团。一方面,通过已有的直属上市平台,可以加速旗下地产资源资产证券化的速度,另一方面,通过资源的整合,也可以解决可能存在的同业竞争的问题,符合优势资源集中的改革方向。具体来看:

深圳投资控股旗下深房集团,目前在深圳和汕头拥有项目储备97万平米;深物业集团,目前在徐州、扬州、东莞和深圳拥有项目储备约67万平米。

深圳地铁集团,很早确立“轨道+物业”的开发模式,利用地铁上盖空间进行物业开发,旗下地产公司朗通房地产目前在深圳地区拥有项目储备393万平米。

深业集团旗下沙河股份,目前在长沙和新乡拥有项目储备约140万平米;沿海家园,目前在鞍山、重庆、大连、东莞、佛山和沈阳拥有项目储备约408万平米。深业置地,是深业集团旗下专注于商业地产开发的大型房企,目前在深圳、佛山、喀什、合肥和苏州拥有各类项目储备约294万平米。此外,深业集团自身亦在全国各地拥有规模庞大的各类地产资源,规划建筑面积超过900万平米。

深圳机场集团旗下深圳机场地产,依托集团强势平台,定位于国际航空城地产引领者,专注于城市综合体和现代产业园的开发建设,目前在深圳共拥有项目储备约146万平米,以及深圳机场开发区东区土地近2平方公里的土地。

深圳特发集团旗下特发房地产，作为集团唯一一家专业房地产开发企业，承担着集团土地委托开发、自有土地开发以及外部市场化运作多重角色。目前在建项目特发和平里，建筑面积约23万平米。

深圳市深粮置地开发有限公司（原仓储公司）组建于2005年11月，总资产3.25亿元，目前经营管理的物业面积约28万平米。

表 2: 深圳市国资旗下地产资源统计

国资委直属	旗下地产公司	项目名称	区域	类型	占地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	
深圳市投资控股有限公司	深房集团	东湖帝景名苑	深圳	住宅	0.60	3.40	
		深房尚林花园	深圳	住宅	7.00	25.00	
		深房传麒山	深圳	住宅	9.07	18.15	
		深房悦景东方	汕头	住宅	0.85	4.00	
		汕头新峰大厦	汕头	商业	---	---	
		汕头井仔湾项目	汕头	住宅	6.45	28.12	
	深物业集团	深物业·半山御景	徐州	别墅	9.69	12.84	
		深物业·湖畔御景	扬州	住宅	6.79	9.50	
		深物业·松湖朗苑	东莞	住宅	6.69	20.97	
		深物业·金领假日	深圳	商业	1.26	17.61	
		深物业·前海港湾花园	深圳	住宅	1.99	6.37	
	朗通房地产	前海时代	深圳	综合体	33.60	110.00	
		龙瑞佳园	深圳	住宅	12.97	30.00	
		塘朗车辆段上盖物业项目	深圳	商业	4.36	26.15	
		横岗车辆段上盖物业项目	深圳	综合体	11.12	32.20	
		地铁科技大厦项目	深圳	商业	0.98	13.30	
		前海枢纽上盖物业项目	深圳	综合体	20.00	128.00	
		红树湾站上盖物业项目	深圳	综合体	6.83	41.90	
		地铁汇通大厦项目	深圳	写字楼	0.66	11.58	
	深业集团有限公司	沙河股份	长沙深业·堤亚纳湾	长沙	住宅	62.51	82.73
			新乡深业·世纪村	新乡	住宅	10.00	20.00
			新乡深业·世纪新城	新乡	住宅	9.67	37.00
		沿海家园	鞍山千山路项目	鞍山	商住	---	5.50
鞍山智慧新城二期			鞍山	住宅	---	8.20	
鞍山智慧新城三期			鞍山	住宅	---	8.93	
重庆沿海赛洛城			重庆	住宅	11.53	26.61	
大连沿海国际中心			大连	商住	3.40	37.98	
东莞丽水佳园五期			东莞	别墅	---	2.68	
东莞丽水佳园六期			东莞	别墅	---	8.70	
佛山沿海馨庭			佛山	住宅	5.50	13.84	
沈阳浑南项目第三期 B 区			沈阳	住宅	---	1.16	
沈阳苏家屯项目	沈阳	大型综合体	147.30	294.60			

	深业置地	深业上城	深圳	大型综合体	12.12	120.00
		塘朗城	深圳	综合体	4.36	26.15
		深业东岭	深圳	回迁房	4.84	45.37
		三水云东海项目	佛山	别墅	100.00	30.00
		深业喀什项目	喀什	酒店、商业、住宅	11.20	30.00
		喀什深圳城	喀什	综合商务区	6.67	14.21
		深业·半汤御泉庄	合肥	旅游地产	50.40	17.00
		苏州姑苏中心	苏州	商业综合体	---	11.30
	深业集团其他 地产项目	深业泰然观澜玫瑰苑	深圳	商住	2.00	12.66
		深业紫麟山	深圳	别墅	14.55	20.37
		天御香山	深圳	住宅	2.84	12.65
		深业江悦湾	广州	住宅	9.45	35.03
		深业塞纳湾	河源	住宅	85.00	100.00
		顺德深业城	佛山	公寓	30.55	82.10
		深业喜悦城	惠州	住宅	12.72	47.86
		深业万林湖金榜山	惠州	住宅	10.30	34.70
		常州深业华府	常州	住宅	4.48	16.61
		马鞍山深业华府	马鞍山	住宅	47.98	144.00
		深业锦绣姜城	泰州	住宅	28.48	60.00
		泰州上林苑	泰州	商住	7.96	25.68
		深业·睿城	长沙	住宅	23.00	63.91
		武汉南湖玫瑰湾	武汉	别墅、住宅	27.87	53.00
		成都怡湖玫瑰苑	成都	住宅	11.33	40.00
		深业中城	深圳	写字楼	3.92	36.00
		深业泰然大厦	深圳	产业大厦	2.45	16.91
		深业世纪工业中心	深圳	写字楼	2.66	19.10
		南京滨江项目	南京	酒店式公寓	1.48	11.82
		深圳科技园	深圳	产业地产	---	---
		深业泰然金谷	深圳	产业地产	---	---
		深业车城广场	深圳	物流园区	---	---
		深业进智现代物流分拨中心	深圳	物流园区	11.64	45.06
		家之福建材家居广场	深圳	建材城	---	15.00
		家之福(韶关)家居博览中心	韶关	园区	---	8.00
成都锦绣工场古玩城	成都	---	2.17	5.43		
沈阳五爱美博时尚广场	沈阳	商场、公寓	2.80	10.00		
深圳市机场(集团)有限公司	深圳机场地产	领航城	深圳	大型综合体	55.00	130.00
		企岗山花园	深圳	住宅	6.80	16.00
		深圳机场开发区东区土地	深圳	规划中	2平方公里	---
深圳市特发集团有限公司	特发房地产	特发和平里	深圳	住宅	---	23.00
深圳市粮食集团有限公司	深粮置地	粮食集团观澜工业园	深圳	产业地产	10.00	15.00

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

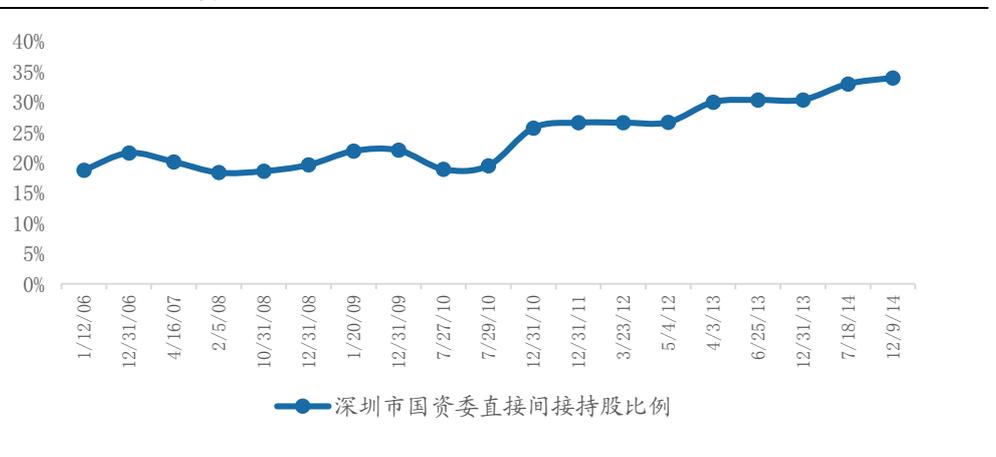
我们相信，同样身为深圳市国资委直属的集团企业，振业集团在天健集团改革方案的示范效应下，也将积极推进自身有关国企改革的进程。从目前来看，深圳市国资委于近期不断增持振业集团的股权，如果说，天健集团在本轮深圳国企改革中扛起的是混合所有制的大旗，那么，我们预计，地产资源整合的重任有可能将落在振业集团的肩上。

表 3: 天健集团 2014 年非公开发行股票预案

认购主体	认购数量 (万股)	现金认购金额 (亿元)	备注	定增完成后持股比例
深圳市远致投资有限公司	13351	10.00	深圳市国资委全资控股	15.78%
国泰君安君享天健如意集合资产管理计划 (筹)	4005	3.00	员工持股计划	4.73%
嘉兴硅谷天堂恒智投资合伙企业 (有限合伙)	2670	2.00	战略投资者	3.16%
深圳市高新投集团有限公司	2670	2.00	深圳市国资委间接控股	3.16%
深圳市达实投资发展有限公司	1335	1.00	战略投资者	1.58%
红土创新基金管理有限公司	1335	1.00	深圳市国资委间接控股	1.58%
深圳市国信弘盛股权投资基金 (有限合伙)	1335	1.00	战略投资者	1.58%
深圳市凯富基金管理有限公司	1335	1.00	机构投资者	1.58%
深圳市创东方长兴投资企业 (有限合伙)	668	0.50	战略投资者	0.79%
深圳市架桥富凯一号股权投资企业 (有限合伙)	668	0.50	战略投资者	0.79%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 4: 深圳市国资委对振业集团的持股比例变化情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2013年11月，振业集团参加了深圳地铁集团横岗车辆段综合物业开发项目的合作开发投标，并以8.66亿元的价格中标。深圳横岗车辆段综合物业开发项目位于地铁三号线六约地铁站旁，与公司开发的振业城项目遥首相望，集住宅、商务公寓和商业为一体，项目占地面积约11.12万平米，容积率为2.9，计容积率建筑面积约32.2万平米，其中，包括住宅22.55万平米，商业5.2万平米，商务公寓4.1万平米，其他配套0.346万平米。项目定名“锦荟Park”，目前开发进展顺利。如前所述，深圳地铁集团拥有规模庞大的地产储备资源，此次合作，也是探索深圳国资委旗下地产资源整合的一步重要尝试。

图5: “锦荟Park” 工地现场



数据来源: 我在房网, 广发证券发展研究中心

图6: “锦荟Park” 楼座图



数据来源: 搜狐焦点, 广发证券发展研究中心

## 振业集团: 发展提速, 振兴可期

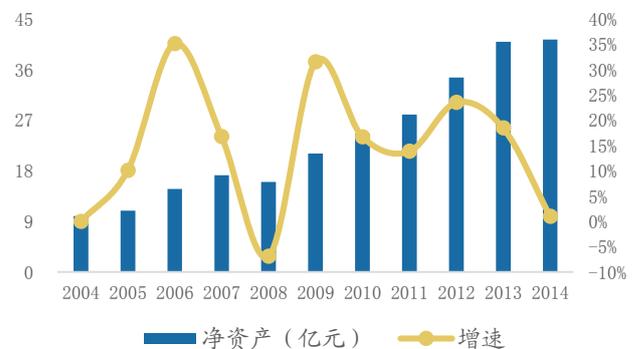
振业集团是深圳市国资委直管的国有上市公司, 成立于1989年5月, 1992年在深圳证券交易所公开上市, 以房地产开发经营为主营业务, 具备国家一级开发资质。集团成立以来, 发展迅速, 资产规模与开发规模不断壮大, 截至2014年年末, 振业集团的总资产规模近118亿元、净资产规模超41亿元, 十年间年复合增速分别为11.36%、15.35%。2014年, 振业集团荣获“广东省上市公司综合实力10强”、“广东省房地产综合实力10强”、“深圳房地产开发十强”、“深圳市企业100强”等荣誉称号。

图7: 振业集团总资产规模



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 振业集团净资产规模



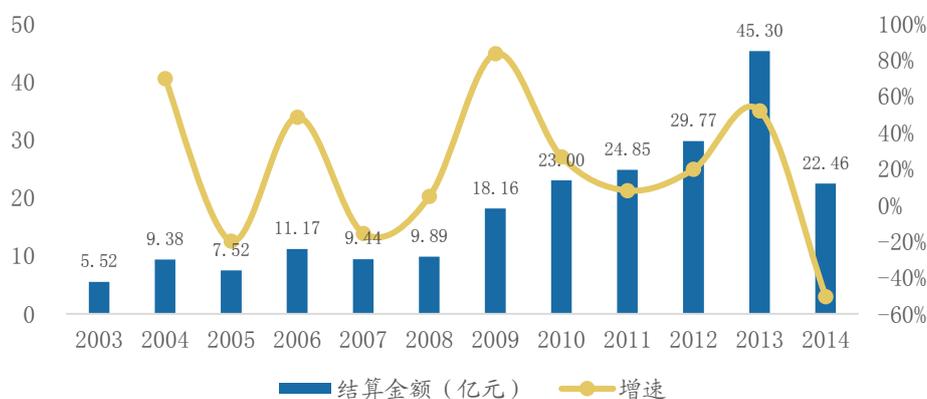
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2014年，振业集团实现主营业务收入23.29亿元，同比下降49.49%，实现营业利润6.71亿元，同比下降27.34%，实现归属于上市公司股东的净利润5.08亿元，同比下降61.88%；每股收益0.3763元。

### 可结算资源大幅增长，奠定业绩基础

振业集团2014年地产结算收入为22.46亿元，同比下降50%，主要是因为集团在2010-2012年连续三年没有拿地，使得2014年可结算资源大幅减少，2014年年初预收账款余额为6.54亿元，为近5年来最低，同时，2014年年初已完工开发产品账面余额为10.42亿元，也是近5年来最低。

图9：振业集团地产结算金额

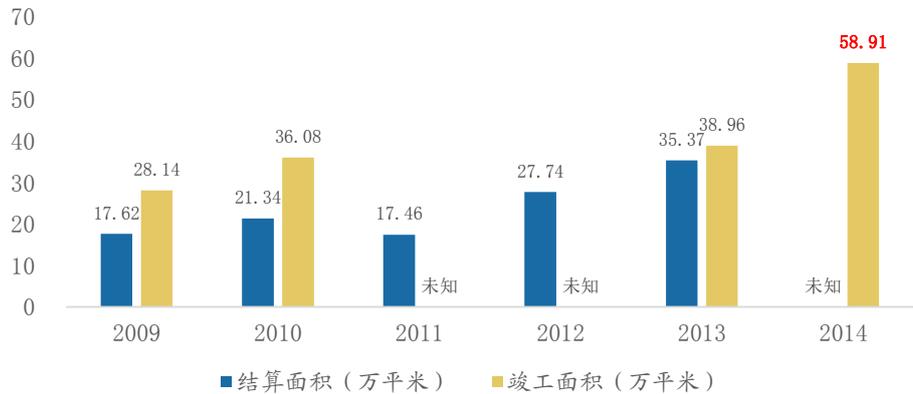


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

随着公司2013年和2014年重新开始补充土地储备，可结算资源重现增长。2014年年末，集团预收账款余额为14.51亿元，同比增长122%；同时，2014年，集团竣工面积达到58.91万平米，同比增长51%，并创公司历年的新高，不过因为尚未结算，较多地体现在存货的完工产品中，2014年年末，完工产品在存货中余额为29.72亿元，同样创历年新高。按照35%的结算毛利率计算，这部分对应的可结算资源（因为已经完工，实现销售即可等价于结算）为45.7亿元。

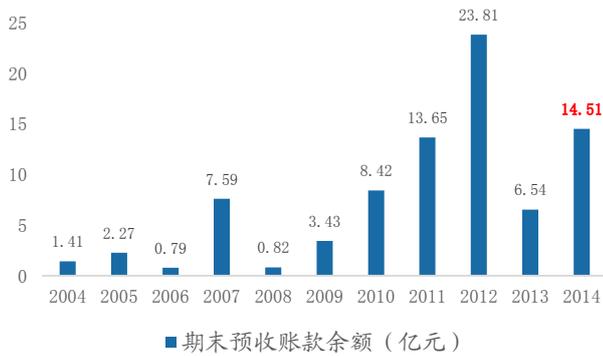
综合来看，我们认为，2015年振业集团地产结算金额将有望达到40-50亿元的规模，近似实现翻倍增长。公司一季度的财务数据已经验证了我们对于今年可结算资源大幅增长的判断：2015年一季度，公司地产结算金额13.89亿元，同比增长428%，营业利润2.81亿元，同比增长905%，归属净利润2.02亿元，同比增长556%。

图10: 振业集团竣工面积与结算面积



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图11: 振业集团预收账款情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 振业集团完工产品情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 毛利率高于行业平均, 未来有望维持

公司地产业务结算毛利率一直稳定在一个较高的水平, 2014年为36.56%, 较2013年上升了3.35个百分点, 同时高于行业平均水平。我们认为, 这一方面得益于集团拿地成本的低廉, 近年来进入结算的项目均系集团早年获取, 成本相对较低, 另一方面, 也是得益于公司布局的主要区域, 如深圳和长沙, 房价的增长趋势较为稳定, 使得公司在这些区域的结算均价也相对保持稳定。

图13: 振业集团结算毛利率与行业对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 振业集团销售均价和结算均价



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图15: 深圳住宅成交情况



数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图16: 惠州住宅成交情况



数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图17: 长沙住宅成交情况



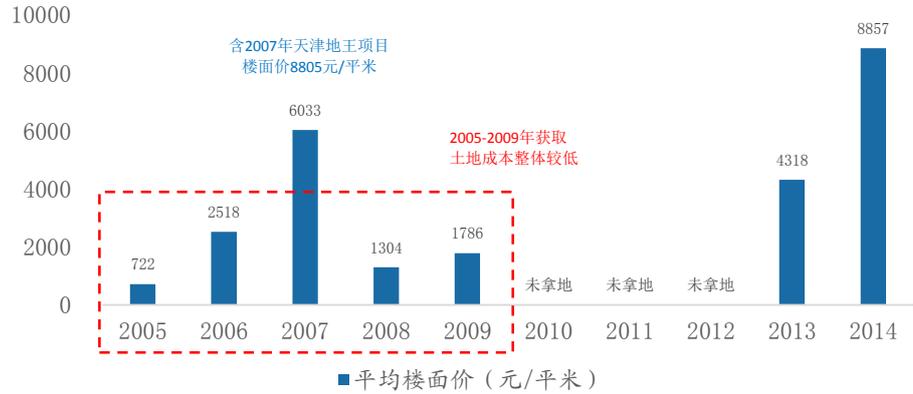
数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图18: 西安住宅成交情况



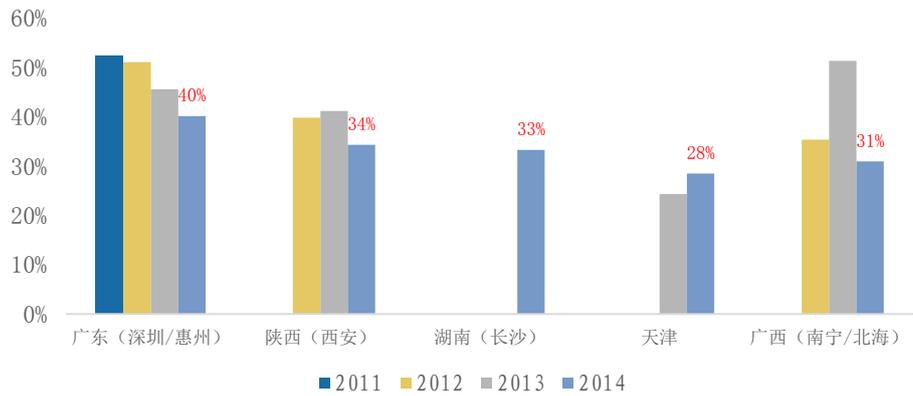
数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图19: 振业集团获取土地平均成本



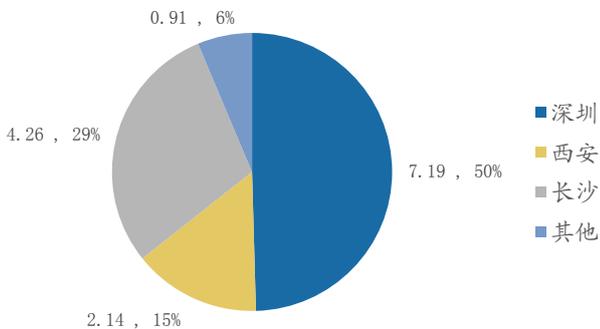
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图20: 振业集团结算毛利率分区域情况



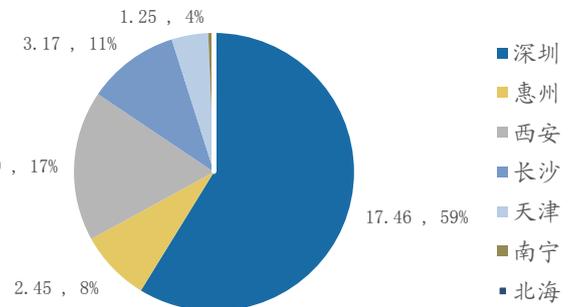
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图21: 振业集团预收账款分区域 (亿元, 2014年)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图22: 振业集团完工产品分区域 (亿元, 2014年)

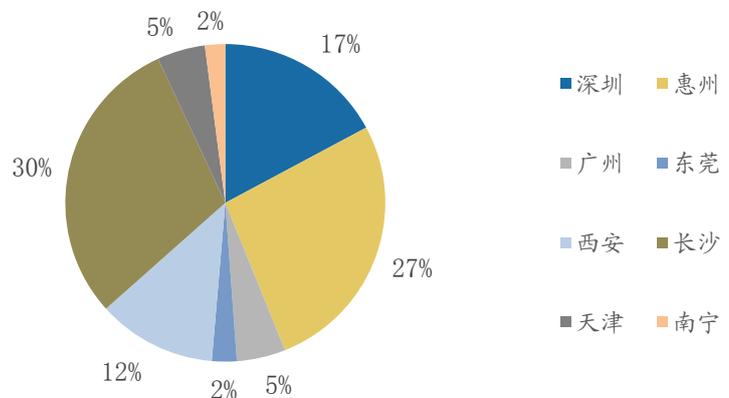


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

我们认为，振业集团2015年的地产业务结算毛利率有望保持稳定。从预收账款区域分布看，高毛利率的深圳地区占比达到50%，为最高，西安、长沙各占15%、29%；从完工产品区域分布看，同样是深圳地区占比最高接近60%，惠州、西安、长沙各占8%、17%、11%。因此，我们认为，公司2015年的结算毛利率将保持在35%-40%的水平。

根据我们的统计，截至2014年年末，振业集团全部地产储备未结算资源约340万平方米，珠三角地区城市仍占据半壁江山，以深圳和惠州为主，辅以广州和东莞，中部地区仍以长沙和西安为主，天津项目相对较少，广西则基本没有项目资源。

图23：振业集团未结算资源区域分布



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 销售稳健成长，回款十分健康

2014年，振业集团实现合同销售面积30.62万平米，同比增长31%，合同销售金额32.28亿元，同比增长16%。其中，集团在深圳实现销售面积超过12万平米，排名2014年房企商品住宅销售面积TOP10，全部由振业天峦项目贡献，该项目亦排名2014年商品住宅项目销售TOP3。2015年，集团目标实现合同销售金额不低于41.35亿元，预计同比增长28%，根据CRIC的统计，1-4月集团完成合同销售金额9亿元，同比增长50%。我们认为，在今年全国房地产市场持续回暖的情况下，公司完成计划是大概率事件。

从回款来看，2014年，振业集团回笼资金32.28亿元，同比增长16%，回款率超过97%，2015年目标回笼资金不低于41.84亿元，预计同比增长33%，对应回款率将超过100%。

图24: 振业集团合同销售面积



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图25: 振业集团合同销售金额



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图26: 振业集团在深圳销售业绩 (2014年排名)

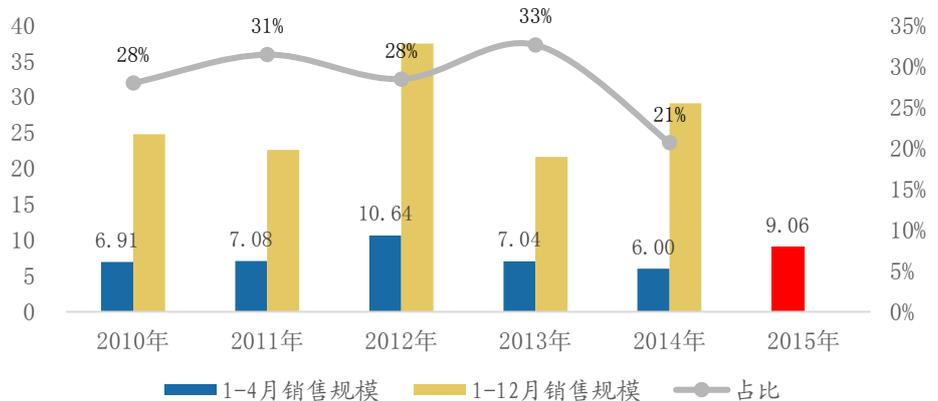
商品住宅项目销售金额TOP10			商品住宅项目销售面积TOP10		
排名	楼盘名称	销售金额 (亿元)	排名	楼盘名称	销售面积 (万平方米)
1	中海九号公馆	61.25	1	佳兆业城市广场	17.11
2	佳兆业城市广场	39.68	2	领航城	12.11
3	领航城	26.63	3	振业天峦	12.04
4	恒大国香山	26.52	4	中海九号公馆	11.59
5	华侨城纯水岸	26.04	5	万科麓城	11.01
6	万科麓城	25.65	6	恒大国香山	10.40
7	华业玫瑰四季	23.24	7	坪山招商花园城	10.14
8	海上世界双玺花园	20.70	8	华盛西荟城	9.74
9	京基滨河时代广场	20.51	9	华业玫瑰四季	9.70
10	山语清辉花园	20.45	10	联投东方	8.15

房企商品住宅销售金额TOP10			房企商品住宅销售面积TOP10		
排名	企业名称	成交金额 (亿元)	排名	企业名称	成交面积 (万平方米)
1	佳兆业地产	74.77	1	佳兆业地产	29.88
2	中海地产	66.85	2	万科地产	28.75
3	万科地产	65.77	3	华盛智地	15.88
4	招商地产	51.97	4	招商地产	15.26
5	京基地产	39.67	5	京基地产	13.66
6	华侨城地产	39.15	6	中海地产	13.44
7	华盛智地	33.35	7	深圳投资控股	12.66
8	华润置地	30.08	8	金地集团	12.48
9	深圳投资控股	28.27	9	深圳机场地产	12.11
10	深圳机场地产	26.63	10	振业地产	12.04

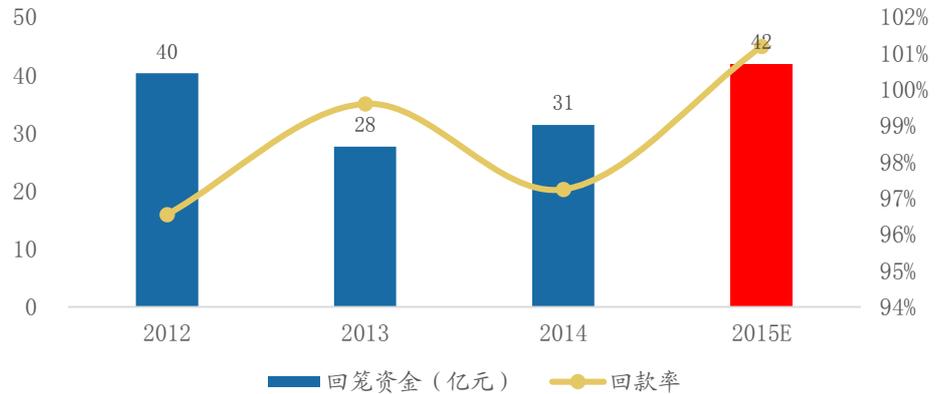
数据来源: 克尔瑞, 广发证券发展研究中心

图27: 振业集团月度销售金额统计 (亿元)



数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图28: 振业集团回笼资金与回款率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 土地投资提速, 未来发展可期

2010-2012年, 由于股权结构和管理层发生了较大的变动, 公司经营受到一定程度影响, 在土地市场上销声匿迹, 连续三年未获取土地, 销售与结算依靠的都是以前的资源。自2013年起, 公司重新现身土地市场并加大了投资力度, 2013年、2014年, 振业集团分别获取土地储备建面57.81万平米、32.38万平米, 土地总价款分别为24.96亿元、26.68亿元, 与同期合同销售金额之比分别为90%、89%, 投资力度较此前有非常程度的提升。2014年, 集团新开工面积66.82万平米, 也是创历年新高, 未来发展提速可期。

图29: 振业集团获取土地储备建面



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图30: 振业集团获取土地总价款



数据来源: 广发证券发展研究中心

区域布局方面, 振业集团立足深圳, 除惠州之外, 2013年首次进入东莞, 2014年首次进入广州, 不断完善在珠三角地区的布局。同时, 公司也在向全国进行扩张, 选择进入了竞争不是特别激烈的二线省会城市, 先后落子长沙、南宁、天津以及西安等城市, 并在这些城市进行深耕。

表 4: 振业集团拿地汇总表

时间	项目/土地	城市	总地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/平米)
2005年12月	[2005]挂10号长沙市岳麓区天顶乡清水村、燕联村地块	湖南长沙	48.57	87.43	3.05	348
2005年12月	深圳龙华清泉路项目	广东深圳	9.00	24.00	5.00	2083
2006年9月	G02113-0019	广东深圳	10.16	30.47	7.67	2518
2007年3月	竹溪大道 PC2007-01 地块 (原南宁市毛巾厂厂区)	广西南宁	2.87	8.60	1.85	2150
2007年8月	天津市津东新(挂)2007-078号地块土地	天津	3.68	12.04	10.60	8805
2008年4月	G02113-0023 宗地	广东深圳	10.14	24.33	6.90	2836
2008年5月	西土出告字[2008]09号城东区 CB1-2-1/CB1-2-2 号地块	陕西西安	17.40	52.21	3.08	590
2009年11月	天津市津东新(挂)2009-137号地块	天津	1.31	7.21	2.52	3501
2009年12月	惠州市惠阳区 GP0955 宗地	广东惠州	5.80	8.71	0.32	367
2010 年末拿地						
2011 年末拿地						
2012 年末拿地						
2013年6月	东莞市寮步镇松山湖大道南侧上底路段	广东东莞	5.85	8.77	2.86	3258
2013年7月	天津市红桥区双环邨启春里	天津	4.12	9.93	7.90	7959
2013年8月	南宁 GC2013-049 号地块	广西南宁	1.26	6.91	1.83	2645
2013年11月	深圳横岗车辆段综合物业开发项目	广东深圳	11.20	32.20	12.38	3844
2014年4月	津滨开(挂)2013-03号	天津	2.86	7.15	5.55	7763
2014年9月	广州市荔湾区芳村 AF040131 号地块	广东广州	2.85	11.12	20.30	18255
2014年10月	西安市浐灞生态区编号为 CB3-4-97 宗地	陕西西安	7.06	14.11	2.83	2006

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资评级

截至2014年年末, 振业集团整体未结算资源约为340万平米, 由于公司负债率相对较低, 我们基于WACC=10%的假设, 测算得出集团地产项目净权益增加值约54.88亿元。2014年年末, 振业集团归属净资产约41.34亿元, 由此, 整体RNAV约为96.23亿元。公司当前总市值约226亿元, 相对于RNAV溢价超过134%, 但是与同等规模房企相比, 估值仍然不贵, 叠加深圳国企改革(资产整合或者激励计划)预期, 公司市值存在上升空间。预计公司15、16年EPS分别为0.53、0.70元, 维持“买入”评级。

表5: 振业集团RNAV估值

项目	数值
WACC	10%
净权益增加值(亿元)	54.88
2014年末归属净资产	41.34

RNAV (亿元)	96.23
当前总股本 (亿股)	13.50
每股 RNAV (元)	¥7.13

数据来源：广发证券发展研究中心

图31: 振业集团资产负债率

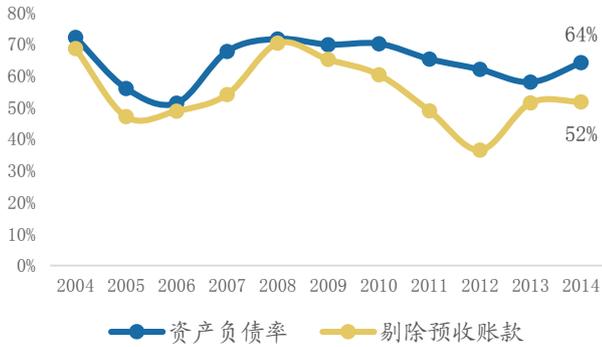
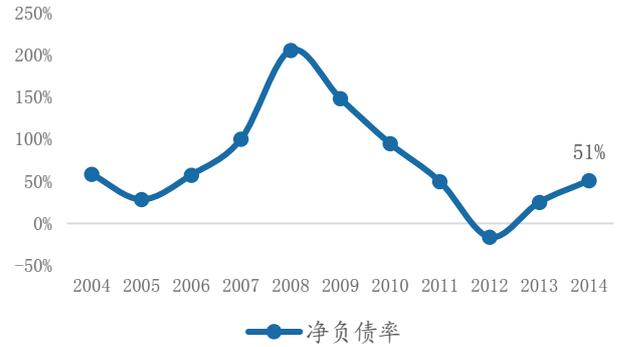


图32: 振业集团净负债率



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

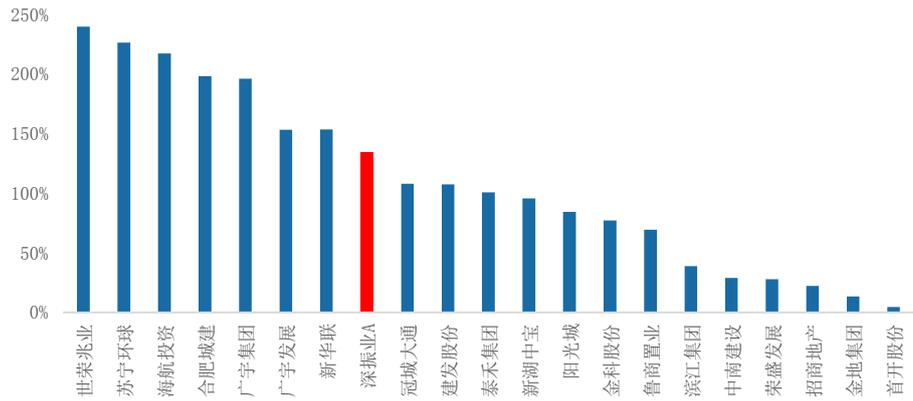
表 6: 振业集团项目情况汇总

项目名称	区域	权益	土地面积 (万平方米)	容积率	总可售面积 (万平方米)	未结算面积 (万平方米)	权益净增加值 (万平方米)
振业峦山谷花园二期	深圳	100%	10.14	3.22	23.81	25.74	6.79
深圳横岗车辆段综合物业开发项目	深圳	70%	11.20	2.88	32.2	32.20	8.91
惠阳·振业城一期 B、C 组团	惠州	82%	12.34	0.42	4.17	0.00	0.00
惠阳·振业城一期商务中心	惠州	82%	2.42	0.84	1.93	1.93	0.36
惠阳·振业城二期 G、H 组团	惠州	82%	9.13	0.48	3.49	1.55	0.31
惠阳·振业城二期 D 组团	惠州	82%	5.02	0.43	1.6	1.13	0.22
惠阳·振业城二期 Q 组团	惠州	82%	4.31	2.87	12.36	12.36	2.14
惠阳·振业城二期剩余组团	惠州	82%	19.89	3.26	64.79	64.79	11.10
惠阳·振业城 F1 组团	惠州	82%	5.80	1.50	8.71	8.71	1.51
广州振业广钢新城地块	广州	100%	2.85	5.85	16.68	16.68	5.88
东莞松湖雅苑	东莞	100%	5.85	1.88	8.47	8.47	1.07
西安振业·泊墅一期	西安	100%	8.45	2.77	18.52	2.48	0.40
西安振业·泊墅二期 A 组团	西安	100%	3.90	4.54	12.46	6.96	1.14
西安振业·泊墅二期 B 组团	西安	100%	4.89	4.89	17.93	17.93	2.80
西安浐灞生态区新增项目	西安	100%	7.06	2.00	14.11	14.11	2.04
振业城六-七期	长沙	80%	4.09	2.84	8.68	1.49	0.10
长沙·振业城一期	长沙	80%	12.25	1.09	11.26	6.42	0.50
长沙·振业城二期	长沙	80%	3.58	0.63	11.98	11.98	0.92
长沙·振业城实验中学	长沙	80%	11.24	1.45	16.25	16.25	1.17
长沙·振业城剩余	长沙	80%	17.87	3.65	65.16	65.16	4.50
天津·新博园	天津	100%	4.79	5.13	19.25	0.00	0.00

天津·启春里	天津	100%	4.12	3.24	9.5	9.50	1.48
天津·铂雅轩	天津	100%	2.86	3.40	6.89	6.89	1.04
振业·青秀山1号	南宁	97%	2.87	3.81	8.5	0.00	0.00
广西振业·尚府	南宁	97%	1.26	7.51	6.92	6.92	0.48
<b>合计</b>			<b>178.18</b>		<b>405.62</b>	<b>339.66</b>	<b>54.88</b>

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图33: 主要房企市值相对于RNAV溢价率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 风险提示

国企改革进度存在不确定性。房地产市场负向波动。

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>7,703</b>	<b>9,474</b>	<b>11,666</b>	<b>15,822</b>	<b>20,760</b>
货币资金	2,051	1,363	837	1,120	1,500
应收及预付	141	1,298	1,447	1,646	1,898
存货	5,512	6,813	9,382	13,056	17,362
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>2,265</b>	<b>2,279</b>	<b>2,319</b>	<b>2,372</b>	<b>2,443</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5	4	4	4	4
在建工程	0	0	1	2	2
无形资产	22	1	1	1	1
其他长期资产	2,238	2,274	2,313	2,365	2,436
<b>资产总计</b>	<b>9,968</b>	<b>11,753</b>	<b>13,985</b>	<b>18,194</b>	<b>23,204</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,079</b>	<b>5,404</b>	<b>5,731</b>	<b>6,901</b>	<b>8,579</b>
短期借款	100	200	710	1,183	1,492
应付及预收	2,579	4,037	4,063	4,233	4,674
其他流动负债	400	1,167	958	1,486	2,414
<b>非流动负债</b>	<b>2,702</b>	<b>2,134</b>	<b>3,325</b>	<b>5,410</b>	<b>7,503</b>
长期借款	2,598	2,129	3,301	5,364	7,425
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	104	5	23	47	79
<b>负债合计</b>	<b>5,781</b>	<b>7,539</b>	<b>9,056</b>	<b>12,312</b>	<b>16,082</b>
股本	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
资本公积	745	484	627	815	1,061
留存收益	1,998	2,297	2,866	3,620	4,602
归属母公司股东权	4,093	4,134	4,842	5,785	7,012
少数股东权益	94	80	87	97	109
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,968</b>	<b>11,753</b>	<b>13,985</b>	<b>18,194</b>	<b>23,204</b>

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>4,611</b>	<b>2,329</b>	<b>4,585</b>	<b>5,987</b>	<b>7,690</b>
营业成本	3,079	1,477	2,927	3,825	4,914
营业税金及附加	441	235	386	484	616
销售费用	67	74	99	131	175
管理费用	72	64	86	114	152
财务费用	35	119	130	164	181
资产减值损失	1	4	1	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	316	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>924</b>	<b>671</b>	<b>956</b>	<b>1,268</b>	<b>1,651</b>
营业外收入	6	14	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>926</b>	<b>685</b>	<b>956</b>	<b>1,268</b>	<b>1,651</b>
所得税	228	173	238	315	411
<b>净利润</b>	<b>698</b>	<b>512</b>	<b>718</b>	<b>953</b>	<b>1,240</b>
少数股东损益	2	4	7	10	12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>696</b>	<b>508</b>	<b>711</b>	<b>943</b>	<b>1,227</b>
EBITDA	981	511	1,088	1,433	1,833
EPS (元)	0.52	0.38	0.53	0.70	0.91

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-890</b>	<b>-1,098</b>	<b>-1,700</b>	<b>-2,322</b>	<b>-2,235</b>
净利润	698	512	718	953	1,240
折旧摊销	31	33	1	1	1
营运资金变动	-1,653	-1,002	-2,693	-3,703	-4,118
其它	34	-641	274	428	642
<b>投资活动现金流</b>	<b>-442</b>	<b>383</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
资本支出	-2	-7	0	-2	-2
投资变动	-439	-25	0	0	0
其他	0	415	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,507</b>	<b>-36</b>	<b>1,174</b>	<b>2,607</b>	<b>2,617</b>
银行借款	2,168	1,082	2,841	4,730	5,966
债券融资	-322	-684	-1,367	-1,668	-2,668
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-339	-433	-300	-456	-681
<b>现金净增加额</b>	<b>175</b>	<b>-750</b>	<b>-526</b>	<b>283</b>	<b>380</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,831</b>	<b>2,006</b>	<b>1,256</b>	<b>730</b>	<b>1,014</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,006</b>	<b>1,256</b>	<b>730</b>	<b>1,014</b>	<b>1,394</b>

### 主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	49.9%	-49.5%	96.9%	30.6%	28.4%
营业利润增长	9.6%	-27.3%	42.4%	32.6%	30.2%
归属母公司净利润增长	12.8%	-27.0%	40.0%	32.6%	30.1%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	33.2%	36.6%	36.1%	36.1%	36.1%
净利率	15.1%	22.0%	15.7%	15.9%	16.1%
ROE	17.0%	12.3%	14.7%	16.3%	17.5%
ROIC	13.4%	5.6%	9.0%	8.4%	8.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.0%	64.1%	64.8%	67.7%	69.3%
净负债比率	25.0%	50.6%	83.8%	117.5%	138.0%
流动比率	2.50	1.75	2.04	2.29	2.42
速动比率	0.68	0.26	0.16	0.18	0.20
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.48	0.21	0.36	0.37	0.37
应收账款周转率	299.06	138.93	---	---	---
存货周转率	0.55	0.24	0.36	0.34	0.32
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.52	0.38	0.53	0.70	0.91
每股经营现金流	-0.66	-0.81	-1.26	-1.72	-1.66
每股净资产	3.03	3.06	3.59	4.29	5.19
<b>估值比率</b>					
P/E	32.4	44.4	31.7	23.9	18.4
P/B	5.5	5.5	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	7.6	17.2	12.6	20.6	17.7

## 广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，五年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 镇：分析师，清华大学工学硕士，两年房地产研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 金 山：研究助理，复旦大学经济学硕士，2013 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03- 04	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。