

房地产开发 III



王嘉

房地产行业研究员

021-3856 5950

jiawang@xyzq.com.cn

华发股份 (600325)

珠海崛起，华发迎来新契机

强烈推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-3-16
收盘价(元)	14.12
52周最高/最低(元)	25.01/7.28
总股本(百万股)	817.05
流通股本(百万股)	613.95
总市值(百万元)	11536.68
流通市值(百万元)	8669.02
每股净资产(元)	5.51

主要财务指标

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	3,479	2,915	5,029	6,051	1,470
同比增长(%)		-16.23%	72.55%	20.32%	12%
净利润(百万元)	651	751	813	966	269
同比增长(%)		15.31%	8.21%	18.82%	15%
毛利率(%)	51%	51%	34%	34%	45%
净利率(%)	18.72%	25.77%	16.16%	15.96%	18.3%
每股收益(元)	0.80	0.92	0.98	1.18	0.41
每股经营现金流(元)	0.53	2.28	1.27	0.88	0.98

股价走势



相关报告

投资要点

- 我们在此前的行业报告中阐述了对于地产行业暴利时代结束的观点，在今后的一段时间，地产行业依然会有起伏，但是随便一个项目、随便一个地产公司就能给投资者带来丰厚回报的时代已经结束。我们选择公司的落脚点将更多的放在公司所在的区域市场能否跑赢大市，公司的产品是否足够优秀以使其在买方市场脱颖而出。
- 我们选择华发的理由正是基于以上两点，未来几年珠海市包括港珠澳大桥在内的巨大的投资计划将改变珠海的经济地位和交通地位，巨大的投资将直接推动珠海经济的增长，其后珠海将逐渐成为珠三角西岸的核心城市和交通枢纽，成为粤西乃至广西地区连接香港的纽带。
- 在这种背景下，我们看好珠海的经济，看好珠海本地的购买力以及珠海经济和交通地位提升后的外来购买力的持续进入。与此同时，伴随巨大的投资计划的是华发集团功能的转变，华发集团将从以地产为主业的控股公司转变为城市基础设施的运营商。股东掌控的资源将较目前而言成几何级数的增长，从而间接的为华发股份的成长提供有力的支持。
- 尽管我们已经对公司的产品品质有所了解，但近期推出的如华发水郡等项目的品质仍高于预期，因此也不难理解公司多个项目自 08 年 4 季度以来的热销，我们再次强调对公司的“强烈推荐”评级预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.92 元、0.98 元和 1.18 元，维持“强烈推荐”评级。

目 录

投资概要	- 3 -
珠海市迎来历史最佳的发展机遇	- 4 -
1、《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》提升珠海城市地位	- 4 -
2、3000 亿投资助推珠海经济起飞	- 5 -
3、大股东转型为上市公司带来新契机	- 6 -
良好的品质+市场回暖，09、10 年业绩更加乐观	- 8 -
1、珠海市场呈现触底反弹迹象	- 8 -
2、公司销售形势好转	- 8 -
3、公司产品的良好品质具有可持续性	- 10 -
公司结算和利润情况	- 10 -
图 1、珠三角城市群	- 5 -
图 2、CBD 位置示意图	- 7 -
图 3、CBD 区域横琴大桥北侧实景图	- 7 -
图 4、CBD 区域横琴大桥南侧实景图	- 8 -
图 5、华发水郡正在营造中的湿地公园	- 9 -
图 6、华发水郡联排别墅外观	- 9 -
表 1、广东省经济十强市	- 5 -
表 2、珠海 2009-2010 十大重点工程	- 6 -
表 3、主要地产公司工程设计人员占比	- 10 -
表 4、2009-2010 年结算面积、收入和利润构成	- 11 -
附表	- 12 -

投资概要

- 我们于3月13日与部分机构客户调研了华发股份，并实地参观了公司的部分项目和土地储备。近期的销售形势更坚定了我们对公司09年业绩的信心，而珠海市未来巨大的投资规划以及大股东向城市基础设施运营商转变为华发股份10年以后的增长提供了坚实的动力，我们再次强调对公司的“强烈推荐”评级。
- 区域规划布局，重大工程上马，珠海市迎来历史上最佳的发展机遇。根据《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》，珠海市被确立为珠三角西岸核心城市和交通枢纽，为此珠海市制定了庞大的基建规划。据珠海市新闻网披露，在3月3日召开的珠海市重大工程项目工作会议上，制定了珠海市2009年-2010年十大重点工程，共66项，总投资3000亿元。在此背景下，华发集团的定位将向城市基础设施运营商转变，有望负责CBD整体开发、拱北口岸改造和情侣路南段市政设施改造等工程。
- 伴随08年底以来的市场回暖，华发股份取得了不俗的销售业绩，华发新城5期目前累计销售套数约900套，华发水郡1月中旬开盘以来销售近40套，中山生态庄园也取得了近2亿的销售业绩，华发世纪城二期也销售约10套，考虑以上因素华发09年的业绩所定比已经达到90%左右，10年利润的15%也已经锁定。我们再次强调华发是2009年乃至2010年业绩安全性最大的开发类地产公司。而珠海面临的巨大发展机遇也将是华发股份更上新台阶的良好契机。

珠海市迎来历史最佳的发展机遇

通常，珠海在大家的印象中是一个地广人稀，交通不便，缺乏产业支撑和购买力的城市。但是，伴随珠三角区域规划方案出台，以及多项重大工程的上马，珠海市在未来几年将驶入发展的快车道。

1、《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》提升珠海城市地位

国家发展和改革委员会 1 月 8 日公布《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008 - 2020 年）》，提出了珠江三角洲地区与香港、澳门和台湾地区进一步加强经济和社会发展领域合作的规划，到 2020 年把珠江三角洲地区建成粤港澳三地分工合作、优势互补、全球最具核心竞争力的大都市圈之一。《纲要》明确提出，到 2012 年，珠三角地区要率先建成全面小康社会，人均地区生产总值达到 80000 元，服务业增加值比重达到 53%。到 2020 年，珠三角率先基本实现现代化，人均 GDP 达到 135000 元，服务业增加值比重达到 60%。

规划纲要同时将珠海定位为珠三角西岸的核心城市和交通枢纽，并且国家发展改革委副主任杜鹰同时在发布会上表示，中央已经明确对大桥的主体工程出资 50 亿元资本金。

由于地理位置的原因，靠近香港的珠三角东岸在改革开发以来较为便利的承接了来自香港的辐射，经济发达程度明显高于珠三角西岸。香港、深圳到珠海的陆路交通由于需要绕道虎门大桥而有所不便。港珠澳大桥的建设，不仅仅意味着珠海到香港的距离缩短为半小时，更为重要的是，珠海将成为香港连接粤西和广西地区的桥头堡和交通枢纽，从而在根本上改变珠三角经济圈乃至华南经济圈的经济生态链，提升珠海在珠三角地区的经济和物流地位，为珠海经济的未来的腾飞提供坚实的动力。

近期港珠澳大桥建设也取得里程碑式突破。港珠澳大桥主体工程初步设计阶段勘察设计合同签约仪式 13 日在珠海举行。签约钻探船就将开始钻探，筹划多年的港珠澳大桥终于正式进入工程外业勘探阶段，预计 9 个月完成勘探，温总理在新闻发布会上对于港珠澳大桥将在 2009 年底将正式开工的表态无疑是为大桥工程的正式启动做出了政府层面的最高保证。如果 09 年底大桥能够开工，则大桥有望在 2015 年底建成。我们预计不用等到大桥建成，一旦大桥正式开通，其对投资、房地产行业的积极影响就将体现。

此外大桥主体建设的 220 亿的银团贷款也基本落实，本月底将完成贷款框架。

图 1、珠三角城市群



数据来源：兴业证券研发中心

表 1、广东省经济十强市

城市	GDP 亿	排名	增长率%	人均 GDP 万	人均 GDP 排名
广州	7,051	1	14.5	70,074	2
深圳	6,765	2	14.7	79,614	1
佛山	3,589	3	19.2	61,255	3
东莞	3,151	4	18.1	46,690	6
中山	1,215	5	14.7	48,729	5
江门	1,095	6	15.03	26,650	7
惠州	1,085	7	16	28,857	8
茂名	1,060	8	13	17,882	9
珠海	887	9	16.5	61,166	16
湛江	886	10	13	13,221	4

资料来源：广东省统计局

2、3000 亿投资助推珠海经济起飞

根据《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》，珠海市被确立为珠三角西岸核心城市和交通枢纽，为此珠海市制定了庞大的基建规划，根据珠海市新闻网披露，在 3 月 3 日召开的珠海市重大工程项目工作会议上，珠海市制定了珠海市 2009 年-2010 年十大重点工程，共 66 项，总投资 3000 亿元，而 2008 年珠海市完成的重大项目工作量仅为 102 亿元。从珠海市被列为广东省重点项目的数量来看，珠海未来的投资在珠三角的重要性也在提升，2007 年珠海市有 6 个广东省重点项目，2008 年珠海市有 7 个广东省重点项目，2009 年珠海市有 21 个项目被列入广东省重点项目。

这 66 个项目中 2009 年在建项目 19 项、开工项目 30 项，2010 年拟开工项目 17 项。2009 至 2010 年，珠海市重点建设项目包括港口枢纽工程、机场枢纽工程、口岸枢纽工程、石化船舶和海洋装备制造工程、航空及高新技术产业工程等十大

重点工程，总投资超过 3,000 亿元。其中，新开工的重点项目达 30 个。在这十大重点工程共 66 个项目中，广珠铁路、高栏港两个五万吨集装箱码头、广珠城际轨道、港珠澳大桥及连接线、壳牌润滑油项目、港中旅海泉湾二期等 21 个项目被列入广东省重点项目，为历史之最。

表 2、珠海 2009-2010 十大重点工程

工程名称	数量	投资金额 亿
港口枢纽工程	13 项	400
机场枢纽工程	2 项	53
口岸枢纽工程	7 项	900
石化、船舶和海洋装备制造工程	7 项	500
航空及高新技术产业工程	5 项	120
商务休闲旅游	6 项	500
生态环保工程	6 项	17
市政基础设施工程	7 项	108
公共服务工程	6 项	42
能源保障工程	7 项	340

资料来源：珠海新闻网

3、大股东转型为上市公司带来新契机

珠海市庞大的投资计划需要大量有实力的投资主体来承担，作为珠海市核心企业之一的华发集团的定位也将面临转型。华发集团将从以地产为主业的投资控股公司转型成为城市基础设施的运营商。3000 亿投资中，华发集团将主要负责 CBD 整体开发、拱北口岸改造和情侣路南段市政设施改造。伴随大股东转型成为城市基础设施运营商，其掌控的资源必将几何级数的增长，一个更加强大的股东对于华发股份未来的成长必然是有利无弊。

规划的 CBD 位于珠海市南湾，并包含横琴岛的部分区域，总面积为 6 平方公里，华发集团将负责土地一级开发、土地收储和经营，以及部分土地的开发建设，剩余土地的招商引资。华发集团所主导的 CBD 整体规划的国际招标将会在 2、3 个月内启动，预计在年底正式奠基。预计华发集团将投资超过 200 亿元，主要包括土地的 7 通 1 平和部分核心功能区的建设。中航通用飞机公司的行政总部已经确定将会落户 CBD，其位于珠海航空工业园的生产基地将会在 6 月份开工，2010 年 9 月初竣工。

珠海 CBD 开发启动对于华发股份而言有方面的积极意义：第一，从地理位置看 CBD 距离华发股份的华发世纪城等项目均只有数公里，一个大型 CBD 的崛起无疑将对公司未来项目的销售带来一定的购买力；其二，由于 CBD 的开发由华发集团来负责，虽然具体的规划还不得而知，但从陆家嘴、金融街等 CBD 的规划方案看，CBD 区域中也会有部分公寓和普通住宅。CBD 无疑将成为华发股份未来的土地储备的重要来源。

根据我们对规划中的 CBD 区域的实地参观，该区域内并无大量的民宅或耕地，因此未来的拆迁进度不确定性会较小。一旦规划方案和启动资金落实，项目的进展速度将会较快。

此外，我们了解到澳门大学也有望搬迁到横琴岛，澳门运输工务司司长已经证实澳门大学搬迁已经在规划中。可能的方案是将横琴岛内约 5 平方公里作为粤澳项目横琴用地，其中约 75 万平米与澳门赛马会对岸相望的地段将预留作澳门大学校园区，届时位于氹仔的部分澳大校园教学和生活设施将迁往横琴校园区；而毗邻澳大园区的 20 万平方米用地将作为人才培训中心。

图 2、CBD 位置示意图



数据来源：兴业证券研发中心

图 3、CBD 区域横琴大桥北侧实景图



数据来源：兴业证券研发中心

图 4、CBD 区域横琴大桥南侧实景图



数据来源：兴业证券研发中心

良好的品质+市场回暖，09、10 年业绩更加乐观

1、珠海市场呈现触底反弹迹象

与全国市场一样，2008 年珠海房地产市场也较为萧条，全年住宅销售面积同比下滑 49.4%，为 160 万平米，基本回到了 2005 和 2006 年的水平。2009 年以来，珠海楼市虽然并未像深圳和广州市场这般明显回暖，但明显的呈现从底部复苏的迹象，2009 年 1-2 月住宅成交面积 14.02 万平米，同比下滑 20.4%，下跌幅度已经明显缩窄。

2、公司销售形势好转

伴随 08 年底以来的触底反弹，华发股份取得了不俗的销售业绩，华发新城 5 期目前累计销售套数约 900 套，华发水郡 1 月中旬开盘以来销售近 40 套，中山生态庄园也取得了近 2 亿的销售业绩，华发世纪城二期也销售约 10 套，考虑以上因素华发 09 年的业绩所定比已经达到 90% 左右，10 年利润的 20% 也已经锁定。2009 年公司将力争销售上取得突破，下半年将考虑何时的拿地机会。09 年将会新推的楼盘包括华发世纪城三期和四期，新城五期、华发水郡和中山生态庄园将会继续加推。公司 09 年将会开工包头项目，中山石岐项目可能在年底动工，其余项目主要做前期准备，公司准备了 30 亿的工程资金，如果销售形势好于预期，有能力进一步加大投资规模。

需要强调的是，在 2009 年这样的买方市场中，住宅品质将成为决定项目销售前景的重要因素。而华发股份突出的开发能力或将有力的推动其项目销售。比如市场此前对位于珠海市西部郊区的斗门的华发水郡销售前景较为担忧，但此次实地参观之后，我们发现该项目的环境营造、建筑品质和户型定位等都略超我们的预期。

这也可以解释为何该项目在短短的 2 个月中可以取得近 40 套的销售成绩，其中联排别墅每平米价格 8000-9000 元，每套面积在 200 平米左右，独栋别墅每平米价格在 15000 元左右，每套面积 200-300 平米，合计销售金额接近 1 个亿元。开盘部分的销售率在 80%左右。

图 5、华发水郡正在营造中的湿地公园



数据来源：兴业证券研发中心

图 6、华发水郡联排别墅外观



数据来源：兴业证券研发中心

3、公司产品的良好品质具有可持续性

华发股份的项目品质在业内受到广泛认可，通过深入分析其人员构成和项目开发模式，我们认为华发的开发能力具备可持续性。

首先，从人员构成上看，华发股份对在工程设计方面的投入比例较大。与工程设计人员占公司员工总数的比例看，保、招、万、金基本在 40%上下，华发股份达到了 63.7%。

其次，华发股份的开发模式也值得借鉴。在引进外部专业机构方面，华发基本直接与国际知名公司的总部而不是与其分支机构合作。并且这种合作由华发的设计人员与专业机构对接，而不通过第三方转化。这样既培养了自己的队伍，也保证了开发商设计思路与专业机构设计理念的充分融合。

表 3、主要地产公司工程设计人员占比

公司	员工数（除物业）	工程、设计人员	工程设计人员占比
万科	3068	1347	43.9%
保利	2114	728	34.4%
金地	1622	564	34.8%
招商	1050	457	43.5%
华发	190	121	63.7%

数据来源：兴业证券研发中心整理

以华发世纪城的规划设计为例，华发世纪城从规划设计、园林景观、室内设计，都严格通过了层层筛选、评审。担纲总体规划设计的美国 WATG 在全球 130 个国家设计的豪华酒店作品超过任何一个酒店设计公司，其设计的酒店已经成为各地区象征国际化的标志性建筑。被业界称之为“玩水专家”，在世界园林规划机构中排名第三位的新加坡贝尔高林（而不是香港的贝尔高林）担当了华发·世纪城的园林景观设计。

公司结算和利润情况

公司未来两年的利润贡献仍然以珠海市为主，2009 年的主要结算项目包括华发世纪城二期、中山生态庄园和华发水郡，以及部分项目尾盘；2010 年的主要结算项目是华发新城五期、华发世纪城三期、四期，中山生态庄园和华发水郡，包头项目和中山悦来中路项目也将有所贡献。

表 4、2009-2010 年结算面积、收入和利润构成

			结算面积		结算收入		结算利润	
			2009	2010	2009	2010	2009	2010
华发新城四期	珠海	100%	10,000	-	7,900	-	1,693	-
华发世纪城二期	珠海	100%	200,000	20,000	240,000	24,000	65,067	6,999
华发世纪城三期	珠海	100%	-	60,000	-	72,000	-	17,996
华发世纪城四期	珠海	100%	-	30,000	-	28,500	-	6,563
华发九州	珠海	100%	2,400	-	4,560	-	1,299	-
华发新城西（五至六期）	珠海	100%	-	220,000	-	198,000	-	15,861
红门楼	珠海	100%	-	-	-	-	-	-
华发水郡一期	珠海	50%	10,000	42,000	12,000	50,400	3,063	13,920
中山生态园二期	中山	100%	10,000	15,000	18,000	27,000	2,148	4,539
中山生态园三、四期	中山	100%	-	50,000	-	32,500	-	6,806
中山市石岐区悦来中路尾地块	中山	100%	-	50,000	-	35,000	-	4,569
包头昆林区林荫路	包头	85%	-	50,000	-	17,500	-	2,175
合计			232,400	537,000	282,460	484,900	73,270	79,428

数据来源：兴业证券研发中心整理

从 09 年的结算项目分析，截至 2008 年底世纪城二期的预售款已经达到 23 亿，生态庄园的预售约 9 千万，2009 年以来华发水郡的销售额也接近 1 亿元，因此 2009 年公司利润的 90% 以上已经确定。

2010 年公司的主要结算项目是华发新城五期和华发世纪城三期，目前华发新城五期的销售金额已经超过 10 亿，华发世纪城三期也即将结构封顶，预计在 5、6 月份开始预售。公司 2010 年收入的 20%，利润的 15% 也基本确定。

我们预计公司 2009-2010 年的 ESP 分别为 0.92 元和 0.98 元，考虑到公司业绩安全性较高以及区域市场的巨大潜力，维持对公司的“强烈推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	11403	13354	14544	16085
货币资金	1852	3540	4467	5077
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	0	1	1	2
其他应收款	34	40	69	83
存货	9509	9766	10000	10916
非流动资产	2127	2149	2265	2378
可供出售金融资产	4	4	4	4
长期股权投资	0	18	90	162
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	57	78	109	145
在建工程	0	25	38	44
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2020	2020	2020	2020
资产总计	13529	15503	16809	18463
流动负债	5365	6659	7176	7888
短期借款	430	300	300	300
应付票据	0	0	0	0
应付账款	595	195	455	546
其他	4340	6164	6421	7042
非流动负债	3360	3360	3360	3360
长期借款	3359	3359	3359	3359
其他	1	1	1	1
负债合计	8725	10020	10536	11248
股本	817	817	817	817
资本公积	2604	2604	2604	2604
未分配利润	877	1547	2284	3169
少数股东权益	303	313	365	423
股东权益合计	4804	5484	6273	7215
负债及权益合计	13529	15503	16809	18463

现金流量表

单位: 百万元	2007A	2009E	2010E	2011E
净利润	0	761	864	1023
折旧和摊销	0	4	6	8
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-10	-10	-10
投资损失	0	-18	-72	-72
少数股东损益		10	52	58
营运资金的变动	-284	1126	248	-234
经营活动产生现金流量	-284	1864	1036	716
投资活动产生现金流量	-3934	-50	-50	-50
融资活动产生现金流量	3779	-126	-59	-56
现金净变动	280	1688	927	610
现金的期初余额	1572	1852	3540	4467
现金的期末余额	1852	3540	4467	5077

利润表

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3479	2915	5029	6051
营业成本	2171	1426	3318	3984
营业税金及附加	277	278	370	477
销售费用	108	117	151	212
管理费用	152	175	176	182
财务费用	-18	-10	-10	-10
资产减值损失	21	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	18	72	72
营业利润	767	947	1096	1278
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	769	947	1096	1278
所得税	124	186	232	255
净利润	645	761	864	1023
少数股东损益	-6	10	52	58
归属母公司净利润	651	751	813	966
EPS (元)	0.80	0.92	0.98	1.18

主要财务比率

	2008A	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	61%	-16%	73%	20%
营业利润增长率	75%	23%	16%	17%
净利润增长率	80%	18%	14%	18%
盈利能力(%)				
毛利率	51%	51%	34%	34%
净利率	19%	19%	26%	16%
ROE	13%	14%	14%	14%
偿债能力(%)				
资产负债率	64%	65%	63%	61%
流动比率	2.13	2.01	2.03	2.04
速动比率	0.35	0.54	0.63	0.66
营运能力(次)				
资产周转率	0.08	0.05	0.08	0.09
应收帐款周转率	4366.5	1825.0	1155.3	996.64
每股资料(元)				
每股收益	0.80	0.92	0.98	1.18
每股经营现金	0.53	2.28	1.27	0.88
每股净资产	5.51	6.33	7.23	8.31
估值比率(倍)				
PE	18.24	15.82	14.62	12.30
PB	2.64	2.30	2.01	1.75

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。