

2009 年 04 月 06 日

市场数据(人民币)

市价(元)	12.84
已上市流通A股(百万股)	248.34
总市值(百万元)	4,148.06
年内股价最高最低(元)	13.24/4.32
沪深 300 指数	2570.50
上证指数	2419.78
2007 年股息率	1.08%


曹旭特

 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

海泰发展 (600082.SH)

——业务重心将转至滨海高新区

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.206	0.330	0.425	0.476	0.477	0.504
净利润增长率	10.70%	90.63%	28.98%	11.99%	0.21%	5.71%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.427	N/A	N/A
市盈率(倍)	35.33	48.49	11.83	25.25	25.20	23.84
行业优化市盈率(倍)	39.04	72.68	36.48	36.48	36.48	36.48
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	3.30	0.53	0.41	2.11	120.06	4.17
已上市流通A股(百万股)	173.90	198.28	248.34	248.34	248.34	248.34
总股本(百万股)	268.17	323.06	323.06	323.06	323.06	323.06

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

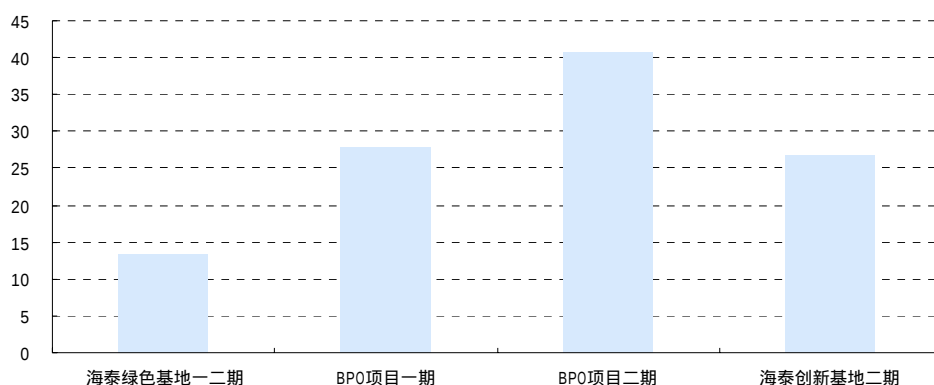
基本结论

- **海泰发展目前业务是天津华苑产业园区内工业厂房的经营和销售。**大股东海泰集团负责对园区内土地进行统一开发和招商引资，作为集团下属唯一上市公司，海泰集团是园区建设的主要力量，在获取土地资源方面独具优势。
- **工业用地性质实现商业用地功能。**华苑园区内主要企业从事软件开发和外包，对此类企业而言，所需的生产载体实际上是科研人员的办公空间，也即公司建设的工业厂房实质可以承担写字楼的功能。由于园区用地性质为工业，所以土地成本一般较低，但其实现了商业办公的功能，所以公司产品可以制定与商业项目相匹配的销售价格，这就保证了公司销售的利润率水平。
- **海泰未来的发展重点将移至滨海高新技术区，**因为控股股东海泰集团获得了天津滨海高新技术产业园区的主导开发建设权，可帮助上市公司将华苑产业园区的盈利模式复制至滨海高新区。目前集团已经完成园区内约 1800 亩土地的一级开发，即将进入实质开工建设阶段，海泰的业务也将随着滨海高新区进入实质开发阶段而得到新的拓展。
- 作为园区开发类公司，对园区内企业的进行股权投资成为一种趋势。我们认为，**股权投资也将成为海泰未来的新利润增长点之一。**因为相对“空降”的风险投资基金而言，园区开发建设的主导者会对园区内企业拥有更对称的了解，通过长期跟踪和建立伙伴合作关系，园区开发主导者能够更准确判断企业风险和发展空间，取得成功概率的可能性也更大。
- 公司未来将逐渐增加自有物业比重，租金收入可望在 2012 年之后达到稳定，但近期利润来源仍将以物业销售为主，预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.47 元和 0.48 元，动态市盈率分别为 25.2 和 25 倍。公司重估每股净资产 7.3 元，股价相比净资产溢价 62%，从估值角度公司吸引力不强。但由于滨海高新区的建设进入实质阶段的和股东背景能够保证公司长远发展和外延式增长，公司长期发展的向上趋势比较明确，并且考虑公司也是滨海新区建设大背景下主题性投资的重要标的之一，建议买入。

主导天津华苑产业园区工业地产开发

- 海泰发展目前业务是天津华苑产业园区内工业厂房的经营和销售，该园区是国务院批准的首批国家高新技术产业开发区之一，面积 12 平方公里。
- 公司的大股东海泰集团负责对园区内土地进行统一开发和招商引资，作为集团下属唯一上市公司，海泰集团是园区建设的主要力量，在获取土地资源方面独具优势。
- 公司目前在园区内的总储备约为 108 万平米，其中已建成且自有经营项目约为 13.5 万平方米，每年可获得稳定的租金收入约 5000 万元。08 年开工的 BPO 一期项目约 28 万平米，将在二季度竣工。此外公司还有尚未开发项目约 67 万平米。

图表1：公司自有出租物业及在建项目 单位：万平方米



来源：国金证券研究所

- 公司希望能够在保证业绩稳定增长的前提下保留更多物业作为出租经营，我们预计在 2012 年后，公司将落成约 70 万平方米项目自有经营，每年可获得租金收入 3.5 亿元。

工业用地的性质 实现商业用地的功能

- 华苑园区内主要入驻企业从事软件开发和外包，而对于此类企业而言，所需的生产载体实际上是科研人员的办公空间，也即公司建设的工业产房实质可以承担写字楼的功能。由于园区用地性质为工业，所以土地成本一般较低，但其实现了商业办公的功能，所以公司产品可以制定与商业项目相匹配的销售价格，这就保证了公司销售的利润率水平，目前园区内低端产品的售价约为 4500 元，高端约 6200 元，整体毛利率在 35% 以上。

盈利模式可复制至滨海新区

- 海泰未来的发展重点将移至滨海高新技术区，因为控股股东海泰集团获得了天津滨海高新技术产业园区的主导开发建设权，可帮助上市公司将华苑产业园区的盈利模式复制至滨海新区。
- 滨海高新技术产业园区位于滨海新区西侧中部，紧邻航空城、开发区西区、塘沽城区和北侧东丽湖地区，规划建设用地 25 平方公里。园区定位以生物技术与创新药物、高端信息技术、纳米与新材料、新能源与可再生能源等应用科技的研究转化为主，计划建成为集中应用生态技术的绿色生态型典范城区。
- 目前集团已经完成园区内约 1800 亩土地的一级开发，即将进入实质开工建设阶段，海泰的业务也将随着滨海高新区进入实质开发阶段而得到新的拓展。

图表2：滨海新区规划图



来源：国金证券研究所

图表3：滨海高新区规划图



- 目前公司大股东仅有上市公司 23.7%的股权，集团也有动力通过增发方式向上市公司注入资产，因为这样不但能增强上市公司发展的持续性，也可以增加集团对上市公司的控制权。而滨海高新区总建设面积达到 25 平方公里，足够保证上市公司的长期发展空间。

新盈利模式的探索

- 作为园区开发类公司，对园区内企业的进行股权投资成为一种趋势，在此方面的成功案例有张江高科等公司。我们认为，股权投资也将成为海泰未来的新利润增长点之一。
- 因为相对“空降”的风险投资基金而言，园区开发建设的主导者会对园区内企业拥有更对称的了解，通过长期跟踪和建立伙伴合作关系，园区开发主导者能够更准确判断企业风险和发展空间，取得成功概率的可能性也更大。
- 公司目前账面现金 9.05 亿元，短期借款和一年内到期的非流动负债仅有 5.1 亿元，资产负债率也只有 51%，财务压力不大，有能力进行股权投资。

盈利预测及投资建议

- 公司未来将逐渐增加自有物业比重，租金收入可望在 2012 年之后达到稳定，但近期利润来源仍将以物业销售为主，预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.47 元和 0.48 元，动态市盈率分别为 25.2 和 25 倍。
- 公司重估每股净资产 7.3 元，股价相比净资产溢价 62%，从估值角度公司吸引力不强。但由于滨海高新区的建设进入实质阶段的和股东背景能够保证公司长远发展和外延式增长，公司长期发展的向上趋势比较明确，并且考虑公司也是滨海新区建设大背景下主题性投资的重要标的之一，建议买入。

图表4：盈利预测

开发类	结算面积（万平方米）			结算均价（元/平方米）			毛利率			公
项目	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
海泰绿色基地一二期	0.5			4400	4400		35%	35%		1
BPO 项目一期	8			6200	6200	6200	36%	36%	36%	1
BPO 项目二期		12		6200	6200	6200	36%	36%	36%	1
海泰创新基地二期			15	5000	5000	5000	33%	33%	33%	1
总计	8.5	12	15							
出租类	出租面积（万平方米）			租金（元/平方米/年）			毛利率			
项目	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
海泰绿色基地一二期	12	12	12	432	432	432	70%	70%	70%	1
BPO 项目一期	5	8	12	540	540	540	70%	70%	70%	1
BPO 项目二期		2	8	540	540	540	70%	70%	70%	1
海泰创新基地二期			4	540	540	540	70%	70%	70%	1
合计	17	22	36							

来源：国金证券研究所

图表5：净资产重估 单位：亿元

项目名称	未结算面积	均价	毛利率	账面值	税费合计	净现值	公司权益	权益增值	竣工期
海泰绿色基地一二期	13.50	4400	35%	2.570	2.086	3.854	100%	1.28	2008
海泰 BPO 一期	28.00	6200	36%	8.870	3.326	10.928	100%	2.06	2009
海泰 BPO 二期	26.60	6200	36%	2.386	3.159	4.740	100%	2.35	2010
海泰创新园二期	26.80	5000	33%	1.005	2.446	2.889	100%	1.88	2011
合计						22.4099		7.58	

来源：国金证券研究所

图表6：重估每股净资产

每股增值	总股本	帐面净资产	重估净资产
2.35	3.23	4.97	7.32

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	574	836	691	597	850	931
增长率		45.5%	-17.3%	-13.6%	42.4%	9.6%
主营业务成本	-446	-701	-517	-399	-562	-624
% 销售收入	77.6%	83.9%	74.9%	66.8%	66.1%	67.0%
毛利	129	134	173	198	288	307
% 销售收入	22.4%	16.1%	25.1%	33.2%	33.9%	33.0%
营业税金及附加	-17	-14	-20	-15	-21	-23
% 销售收入	3.0%	1.7%	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%
营业费用	-13	-14	-9	-12	-21	-23
% 销售收入	2.2%	1.6%	1.4%	2.0%	2.5%	2.5%
管理费用	-34	-37	-24	-27	-38	-42
% 销售收入	5.9%	4.4%	3.5%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	65	69	120	144	207	219
% 销售收入	11.3%	8.3%	17.4%	24.2%	24.4%	23.5%
财务费用	-1	-10	-16	1	-2	-2
% 销售收入	0.2%	1.1%	2.3%	-0.1%	0.2%	0.2%
资产减值损失	0	-4	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	2	107	27	60	0	0
% 税前利润	2.4%	66.7%	15.2%	29.3%	0.0%	0.0%
营业利润	65	163	130	205	205	217
营业利润率	11.4%	19.5%	18.8%	34.4%	24.2%	23.3%
营业外收支	10	-2	50	0	0	0
税前利润	75	161	180	205	205	217
利润率	13.1%	19.2%	26.0%	34.4%	24.2%	23.3%
所得税	-25	-61	-44	-51	-51	-54
所得税率	32.6%	37.8%	24.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	51	100	136	154	154	163
少数股东损益	-4	-6	-1	0	0	0
归属于母公司的净利	55	106	137	154	154	163
净利率	9.6%	12.7%	19.9%	25.8%	18.1%	17.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	56	106	136	154	154	163
少数股东损益	-5	0	0	0	0	0
非现金支出	17	19	12	4	5	6
非经营收益	3	-95	-3	-62	2	2
营运资金变动	-13	-126	-667	41	58	-138
经营活动现金净流	59	-95	-521	137	219	32
资本开支	-11	-74	-416	-53	-49	-50
投资	-3	-39	-17	-1	0	0
其他	2	4	6	60	0	0
投资活动现金净流	-11	-109	-428	6	-49	-50
股权募资	0	952	0	0	-75	0
债权募资	-2	22	990	-310	313	427
其他	-18	-34	-70	-28	-8	-10
筹资活动现金净流	-20	940	920	-338	230	418
现金净流量	27	736	-29	-195	400	400

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	205	934	906	711	1,111	1,511
应收款项	64	10	5	57	43	47
存货	422	160	1,237	1,298	1,259	1,322
其他流动资产	38	232	677	363	509	565
流动资产	728	1,338	2,824	2,429	2,922	3,446
% 总资产	72.7%	69.7%	84.1%	80.6%	82.3%	83.7%
长期投资	13	403	468	469	468	468
固定资产	159	77	64	101	137	171
% 总资产	15.9%	4.0%	1.9%	3.4%	3.8%	4.2%
无形资产	101	99	3	13	22	32
非流动资产	274	581	535	584	628	672
% 总资产	27.3%	30.3%	15.9%	19.4%	17.7%	16.3%
资产总计	1,002	1,919	3,360	3,013	3,551	4,118
短期借款	78	140	510	0	113	340
应付款项	132	112	471	351	499	482
其他流动负债	32	71	71	26	30	32
流动负债	242	323	1,052	377	641	854
长期贷款	170	80	700	900	1,100	1,300
其他长期负债	14	2	1	0	0	0
负债	426	406	1,753	1,277	1,741	2,154
普通股股东权益	548	1,499	1,602	1,731	1,805	1,959
少数股东权益	28	14	5	5	5	5
负债股东权益合计	1,002	1,919	3,360	3,013	3,551	4,118

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.206	0.330	0.425	0.476	0.477	0.504
每股净资产	2.045	4.639	4.959	5.385	5.581	6.035
每股经营现金净流	0.218	-0.315	-1.613	0.423	0.678	0.100
每股股利	0.000	0.070	0.100	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	10.19%	7.10%	8.57%	8.84%	8.55%	8.36%
总资产收益率	5.57%	5.55%	4.09%	5.09%	4.34%	3.97%
投入资本收益率	5.27%	2.48%	3.23%	4.09%	5.15%	4.57%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.75%	45.48%	-17.34%	-13.59%	42.39%	9.60%
EBIT增长率	7.87%	7.19%	73.74%	20.20%	43.78%	5.54%
净利润增长率	10.70%	90.63%	28.98%	11.99%	0.21%	5.71%
总资产增长率	-2.61%	91.43%	75.11%	-10.31%	17.83%	15.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.7	10.8	2.1	5.0	3.5	3.5
存货周转天数	396.8	151.5	492.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	115.5	34.9	123.8	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	100.4	33.8	33.8	49.1	41.1	43.1
偿债能力						
净负债/股东权益	2.21%	-47.22%	18.83%	10.76%	5.55%	6.52%
EBIT利息保障倍数	49.9	7.2	7.5	-169.2	111.9	137.5
资产负债率	42.49%	21.14%	52.17%	42.27%	49.06%	52.42%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	2	2	2	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。