



估值合理，潜力巨大

——万业企业（600641）调研报告

要点：我们通过深入研究公司的经营模式，认为现有资源能保持公司业绩 20%左右的业绩增速，目前估值合理，相对现有资源，我们更看重公司在地产、煤炭行业低点进行整合的财力、人力、物力。

- 公司原为中远发展，2005 年印尼首富林绍良旗下印尼三林集团完成对公司的全面收购，主要在上海从事房地产开发业务。收购完成以来，公司依托原中远团队优势及大股东在能源与矿业方面的强大资源，08 年将公司发展方向明确为以房地产开发为主、能源与矿业为辅的有限多元化战略，去年公司收购一块煤炭资产后此战略已具雏形。
- 公司目前正在开发的房地产项目有 5 个，拥有的权益未结算资源建筑面积 121 万平方米。其中上海 67.1 万平方米、合肥 4.2 万平方米、长沙望城县 50.32 万平方米。
- 公司目前控股昊源公司 67%的股份，拥有的三个煤矿均位于乌海市主焦煤区，煤种为炼焦用煤，昊源原股东承诺此白云素整合后三块煤矿保有资源储量不低于 4000 万吨。预计整合扩产完成后，公司煤炭产能将达到 230 万吨。公司资产负债率仅 30%，拥有极为充裕的现金流，具备发展壮大的人力物力基础，发展潜力较大。在地产和煤炭行业同处低点之际，公司有望利用现有成熟的开发团队，在大股东的协助下，通过兼并收购整合廉价资源。目前，公司正在积极运作项目收购，煤矿及瀚海星座项目皆属公司收购得来。
- 我们预测公司 09、10 年房地产业务 0.57、0.67 元，煤炭业务 0.1、0.13 元。投资收益逐步淡出，主要业务房地产与煤炭实际仍保持 20%以上增长。鉴于公司房地产业务 09 年业绩由于福地苑西区销售的暴增而显得较为确定，我们给予公司的房地产业务 20 倍 PE 估值；煤炭业务方面，给予 15 倍 PE 估值，公司合理估值为 13 元。**考虑到公司拥有充裕的资金及优秀的团队资源，在房地产与煤炭行业低点静待整合契机，未来公司发展前景广阔，我们认为这一价格将是公司估值的底线。**但公司股价自我们 3 月 16 日推荐以来涨幅逾 40%，我们下调公司评级至“谨慎推荐”。

分析师

万 知： 刘 昆：
☎(86-10)88366060-8780 ☎(86-755) 83516214
✉ wanz@cgws.com ✉ liuk@cgws.com

黄清林：
☎(86-755) 83515512
✉ huangql@cgws.com

投资评级：谨慎推荐（下调）

市场数据

总市值（百万元）	6744
流通市值（百万元）	4010
总股本（百万股）	448
流通股本（百万股）	266
十大流通股（%）	22.44%
股东户数	61319

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（百万）	1392	1386	1603
营业利润（百万）	458	462	461
净利润（百万）	370	375	361
每股收益（元/股）	0.83	0.84	0.81
PE(X)	18.3	18.1	18.8

相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内 容 目 录

一、投资建议.....	4
二、主营由地产迈向有限多元化.....	4
三、资源现状与盈利预测.....	5
3.1 地产资源.....	5
3.2 房地产项目结算预计.....	9
3.3 煤炭资源.....	9
3.4 投资收益.....	10
四、公司潜力巨大.....	10

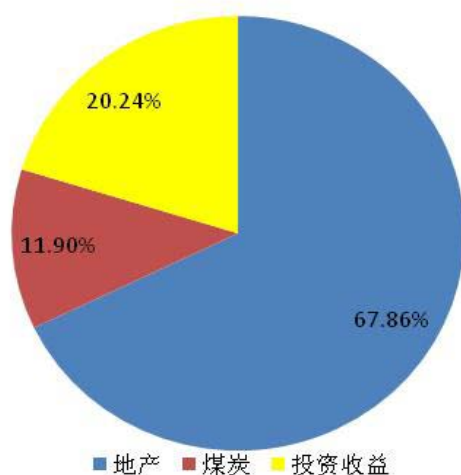
图 表 目 录

图 1: 2009 万业企业盈利结构	4
图 2: 2010 万业企业盈利结构	4
图 3: 万业企业股权构架	5
图 4: 万业企业有限多元化战略	5
图 5: 万业企业上海房地产项目区位示意	6
表 1: 海尚明城福地苑销售情况	7
图 6: 万业优加城位置	8
图 7: 万业优加城所在的丁字区规划	8
图 8: 瀚海星座位置	8
图 9: 瀚海星座 3 月份工程进度图	8
表 2: 房地产项目结算预计	9
表 3: 煤矿资源基本情况	9
表 4: 煤炭业务盈利预测	10
表 5: 09 年预计现金流情况 单位: 亿元	10

一、投资建议

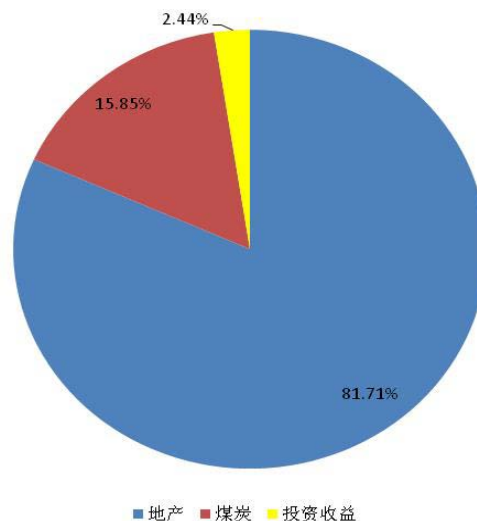
我们预测公司 09、10 年 EPS 分别为 0.84、0.8 元，其中房地产业务 0.57、0.67 元，煤炭业务 0.087、0.107 元(具体盈利预测见本文第三部分“公司资源与盈利预测”)，虽然公司整体业绩 10 年小幅下滑，但投资收益逐步淡出，主要业务房地产与煤炭实际仍保持 20%以上增长。鉴于公司房地产业务 09 年业绩由于福地苑西区销售的暴增而显得较为确定，我们给予公司的房地产业务 20 倍 PE 估值；煤炭业务方面，给予 15 倍 PE 估值，公司合理估值为 13 元。考虑到公司拥有充裕的资金及优秀的团队资源，在房地产与煤炭行业低点静待整合契机，未来公司发展前景广阔，我们认为这一价格将是公司估值的底线。但公司股价自我们 3 月 16 日推荐以来涨幅逾 40%，我们下调公司评级至“谨慎推荐”。

图 1： 2009 万业企业盈利结构



数据来源：公司年报、长城证券

图 2： 2010 万业企业盈利结构

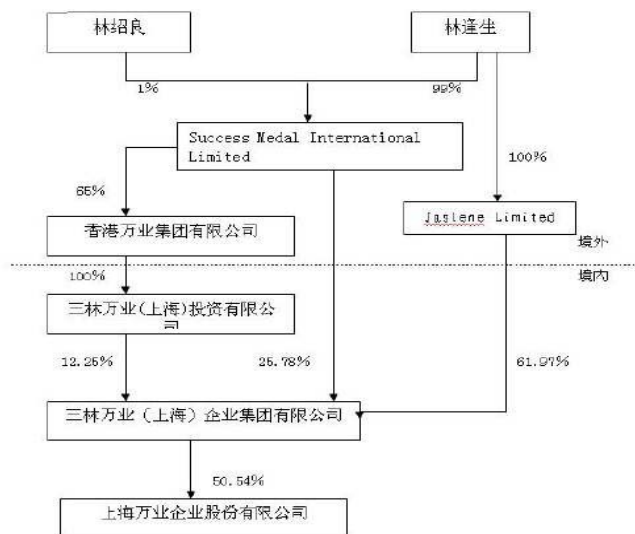


数据来源：公司年报、长城证券

二、主营由地产迈向有限多元化

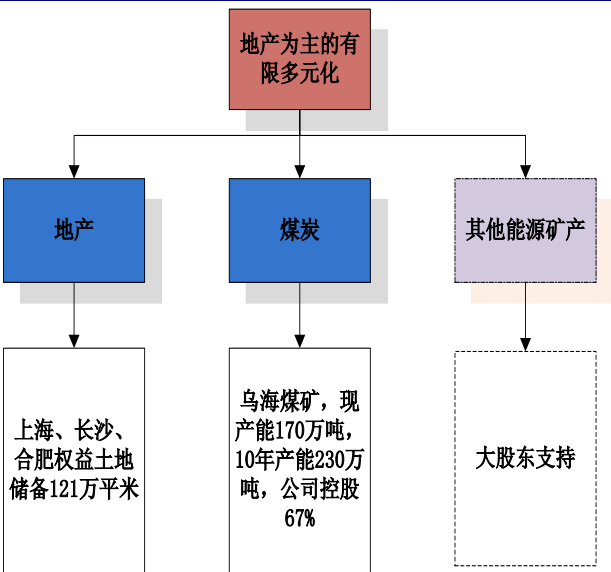
公司原为中远发展，2005 年印尼首富林绍良旗下印尼三林集团完成对公司的全面收购，主要在上海从事房地产开发业务，在地产公司中属于小型企业。收购完成以来，公司依托原中远团队优势及大股东在能源与矿业方面的强大资源，08 年将公司发展方向进一步明确于以房地产开发为主、能源与矿业为辅的有限多元化，迄今为止，公司在快速拓展地产业务的同时，已在矿业方面有所斩获，08 年下半年公司以先参股后控股的方式收购了位于内蒙乌海的三块煤矿资源，被收购方承诺三块矿整合后保有资源储量不低于 4000 万吨，有限多元化战略已具雏形，但地产仍是主业。

图 3: 万业企业股权构架



数据来源：公司年报、长城证券

图 4: 万业企业有限多元化战略



数据来源：公司年报、长城证券

三、资源现状与盈利预测

3.1 地产资源

公司目前正在开发的房地产项目有 5 个，分别是上海地区的海尚明城福地苑、紫宸苑、中远两湾城项目，长沙的万业优加城及合肥的瀚海星座，拥有的权益未结算资源建筑面积 121 万平方米。其中上海 67.1 万平方米、合肥 4.2 万平方米、长沙望城县 50.32 万平方米。

图 5： 万业企业上海房地产项目区位示意



数据来源：公司年报、长城证券

1.海尚明城福地苑二期

海尚明城福地苑二期项目处于宝山区西城片区北块的东部，北临盘古路，南至友谊路，西至江杨北路。其北侧盘古路以北为规划中的西城区公建用地，隔湄浦河与“绿龙”绿地相对，西侧隔江杨北路与西城区行政中心相对。项目占地 79,970 平方米，规划总建筑面积 118,356 平方米，设计容积率 1.48，绿化率大于等于 40%。其中地上建筑面积 103,807 平方米，地下建筑面积 14,139 平方米。

本项目之前的福地苑一期销售均价为 8000 元/平米，已基本销售完毕，且在 08 年大部分已结算；而目前的福地苑二期项目已分别与 08 年 1 月和 09 年 3 月开盘，虽然楼市遭遇寒冬，但福地苑销售均价不但没有下降，反而提升到 8314 元/平米，目前共推出 978 套房源，仅 3 月份就销售 376 套，并将在 09 年完成结算，销售收入锁定比例高，预计本项目毛利率在 25%左右。

表 1: 海尚明城福地苑销售情况

日期	签约次数
Dec-08	112
Jan-09	48
Feb-09	109
Mar-09	376
累计	726

数据来源：网上房地产、长城证券

2.海尚明城紫宸苑

上海宝山海尚明城紫宸苑项目位于福地苑项目西侧，处于宝山西城片区北块的中部，北临湄浦路，南面与整个西城区的绿色核心——绿龙公园隔规划道路相望，东起江杨北路，并沿江杨北路有 50 米的城市绿带相隔，西至杨泰路，西侧隔两个街区与蕴川公路及轨道交通站相接。

项目占地 196,828 平方米，规划总建筑面积 523,231 平方米，规划容积率为 2.2，设计容积率 2.2，绿化率大于等于 40%，建筑密度小于 15.24%。其中，地上建筑面积 454,675 平方米（含商业公建用房），地下建筑面积 68,556 平方米。本项目于去年下半年已开工 10 万平方米，今年下半年将推出，预计本项目销售均价约为 8500 元/平米，毛利率在 30%左右。

3.中远两湾城

中远两湾城是公司在上海开发的超级住宅大盘，目前已开发至第四期，项目位于普陀区中潭路，目前公司拥有 12 万平米可售资源，均为现房，包括 2 万平米的住宅和 1 万平方米的商业，将于近期开盘，本次新推房源为中远两湾城的收官之作，临河的江景房，售价在 20000 元/平米左右，主力房型是二房和四房。其中二房的建筑面积为 110 平方米左右，四房的建筑面积约 160 平方米。本项目房源均为现房，将于 09 年结算。

4.长沙万业优加城

长沙万业优加城原名为长沙万业青山城，位于长沙市望城县丁字片区内，在丁字片区与青竹湖生态科技园和捞霞经济开发区交口处，望城是湖南省会长沙市辖县，地处湘中东北部，湘江下游两岸。东临长沙县，南接长沙市区，西至宁乡，北连湘阴、汨罗市，总面积 954 平方公里，耕地总面积 36.53 千公顷，人口 53 万。望城县全境已列入长沙市 2020 年城区规划范围，是长沙市新城区重要功能组团。

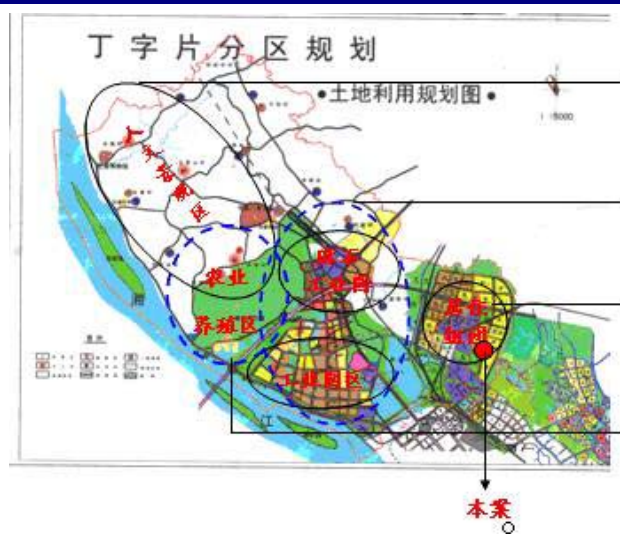
而本项目处于新城规划的住宅组团区，项目占地 641,976 平方米，总建筑面积 641,976 平方米，设计容积率 1，绿化率大于等于 40%，建筑密度小于 26%。其中，住宅社区建筑面积 629,136 平方米，商业公建配套用房面积 12,840 平方米。本项目容积率为 1，将由小高层、联排别墅及独栋别墅组成。

图 6： 万业优加城位置



数据来源：网络电子地图、长城证券

图 7： 万业优加城所在的丁字区规划



数据来源：公司网站、长城证券

5.安徽合肥瀚海星座

瀚海星座项目是公司收购鸿意地产公司项目得来，公司控股 70%。项目位于安徽合肥包河区太湖路南侧，中国科技大学东区正南门，紧邻南七商业圈，建筑面积为 6 万平米，容积率 5.3，项目周边配套成熟，将以高品质小户型为主。目前已达到可预售状态，可择机推向市场，合肥房地产市场目前较为稳定，上周成交量创出新政以来新高，且价格保持稳定，目前周边楼盘售价在 4500 元/平方米-5800 元/平方米之间。预计本项目将在 2010 年结转收入。

图 8： 瀚海星座位置



数据来源：瀚海星座网站、长城证券

图 9： 瀚海星座 3 月份工程进度图



数据来源：合肥房地产交易网、长城证券

3.2 房地产项目结算预计

根据公司项目进度，我们预计公司 09、10 年结算面积分别为 11.7 万、25 万平方米，结算收入 13 亿、16 亿元，结算净利润分别为 2.57 亿和 3 亿，合每股收益 0.57、0.67 元增长 20%左右。

表 2：房地产项目结算预计

	2009 年				2010 年			
	结算面积	结算均价	结算收入	结算净利	结算面积	结算均价	结算收入	结算净利
海上明城福地苑								
东区	1.7	8000	13600	2224	0	0	0	0
西区	7	8300	58100	10695	1	8300	8300	1455
海上明城紫辰苑	0	0	0		10	8500	85000	19470
中远两湾城	3	20000	60000	12792	0	0	0	
瀚海星座	0	0	0	0	6	4800	28800	4962
长沙优加城	0	0	0	0	8	5000	40000	4382.218
合计	11.7	11256	131700	25711	25	6484	162100	30269.22

单位：万平方米、元/平方米、元、万元

3.3 煤炭资源

公司在去年成立矿业部后，于 9 月通过增资的方式获得昊源公司 45%的股权，后于 2008 年 12 月 31 日以 1 元钱受让其余 55%股权中的 22%，公司目前控股昊源公司 67%的股份。昊源公司自身拥有昊源煤矿，另昊源公司旗下两家全资子公司广远和中科宝诚分别拥有广远煤矿和白云素煤矿，三个煤矿均位于乌海市主焦煤区，煤种为炼焦用煤，目前昊源公司已建有一座年洗煤能力 60 万吨洗煤厂。三个煤矿的储量及基本信息如下表：

表 3：煤矿资源基本情况

矿山名称	资源储量	生产规模	矿区面积	08 年运行状况	备注
昊源煤矿	1904	60	1.6601	正常运营大约 6、7 个月	扩产后可达 100 万吨产能
广远煤矿	975.4	30	1.4913	正常运营大约 6、7 个月	扩产后最高产能达 70 万吨
白云素煤矿	857.65	21	1.0632	处于停产技改状态	处于技改中，2010 年完成后产能达到 60 万吨

08 年昊源与广远煤矿是 4 月份开始生产，奥运会停工 2 个月，因此 08 年实际运转大约 6 到 7 个月。09 年昊源将开始扩产，预计 09、10 年产能分别为 40 万吨、70 万吨，广远则保持 30 万的生产规模，白云素煤矿继续整改。因此，我们预计 09、10 年公司产能为 70、100 万吨，09、10 年贡献 EPS0.087、0.107 元。盈利预测如下：

表 4：煤炭业务盈利预测

	2008	2009	2010	2011	201X
昊源煤矿	35	40	70	100	100
广远煤矿	17.5	30	30	30	70
白云素煤矿	0	0	0	60	60
产能合计	52.5	70	100	190	230
精煤	17.5	20	20	20	20
洗混煤	35	40	40	40	40
原煤	0	10	40	130	170
净利率	22%	22%	22%	22%	22%
净利润	2955	5829	8838	10530	12034
EPS	0.044	0.087	0.107	0.16	0.18

注：净利率为根据公司 08 年年报回推所得。

3.4 投资收益

09 年，公司投资收益主要来自于招商银行剩余 685.5 万股招商银行股权以及 30% 泰龙电力股权的出售，我们假设公司于 1 季度悉数出售招商银行股权，加上泰龙电力股权转让，预计公司 09 年投资净收益为 7930 万元，贡献每股收益 0.17 元。

四、公司潜力巨大

我们认为公司的发展潜力较大，拥有极为充裕的现金流，具备发展壮大的人力和物力基础，在地产和煤炭行业同处低点之际，公司利用现有有成熟的开发团队，在大股东的协助下，公司能够通过兼并收购获得廉价资源，并进行资源的有效整合，同时，公司去年的股权激励计划虽中止，但目前仍在运作，若股权激励得以成功，公司员工的积极性将得到极大发挥，这一切最终将反映到公司快速增长的业绩上。目前，公司正在积极运作项目收购，将给我们带来更多惊喜。

5.1 潜力巨大之充足资金

08 年底，公司财务状况非常之好，资产负债率仅为 30%，账面现金 6.5 亿，我们预计公司 09 年净现金流入将达 16.27 亿元（假设 10 亿元公司债发行成功），相对公司 08 年末的 39 亿总资产规模来说，公司资金实力十分雄厚。

表 5：09 年预计现金流情况 单位：亿元

销售回款	14
减持招行股权	1
减持泰龙电力	1.17
公司债	10
现金流入小计	26.17
建设支出	5.4
税费	1.4
偿还借款	3.1
现金流出小计	9.9
盈余	16.27

5.2 潜力巨大之管理团队

万业企业以房地产为主，能源为辅的业务多元化已现雏形，这也是公司根据自身的人力资源特长作出的合理战略。公司的房地产团队成员多为原中远发展的骨干成员，拥有 10 多年的房地产开发经验，近几年公司销售期间费用率持续保持在 5%-6% 这样一个较低的位置，现有团队也完全有能力在保持管理效率同时进行更大规模的房地产开发管理；能源业务方面，公司本身虽初步涉列，但有大股东进行人力及项目运作方面的扶持，保驾护航，运作起来风险较小，去年公司在设立矿业部同时，聘任原任控股股东三林万业集团能源矿业事业部副总经理刘洁为公司副总经理，主抓能源和矿产业务。除人力方面的支持外，大股东在扶持公司进行能源方面项目拓展时，往往进行项目前期工作，度过风险较大的前期再交由上市公司运作。

附：盈利预测表

研究员介绍:

万 知: 经济学硕士, 一年大型上市房地产企业投资管理经验, 出版证券投资专著一本; 2008 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

黄清林: 管理学硕士, 注册会计师 (CPA), 中级经济师, 三年大型上市房地产企业投资管理经验, 2008 年 1 月加入长城证券, 任房地产行业研究员。

刘 昆: 管理学硕士, 拥有五年证券研究工作经验, 具备证券投资咨询资格、期货从业资格; 2007 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

承诺: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明: 本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司

GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>