

方正证券研究中心

房地产行业分析师：周伟

电话：(86731)85832370

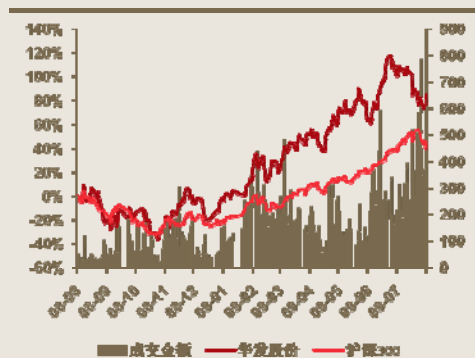
电邮：zhouwei@foundersc.com

联系人：傅敏

电话：(86571)85832274

电邮：fumin@foundersc.com

历史表现



市场数据

	一个月	近三月	近六月
涨跌幅(%)	-7.8	6.52	48.82
相对大盘	-10.17	-16.69	5.4

日期：2009年8月13日

股票数据

总股本(亿股)	8.17
流通股(亿股)	8.17
第一大股东	珠海华发集团有限公司

盈利预测

	09E	10E	11E
每股收益(元)	0.96	1.07	1.28
每股净资产(元)	6.36	7.43	8.71
净利润(亿元)	7.85	8.75	10.47
市盈率	21.77	19.53	16.33

珠海地产龙头走向全国值得期待

华发股份(600325)调研报告

公司研究·调研报告

2009.8.13 增持

当前股价：20.92

房地产行业

投资要点

- ※ **高速成长的珠海区域地产龙头。**上市以来公司地产业务规模发展迅速，目前公司土地储备已经超过 550 万平方米。公司具有本土优势，直接受益于珠海城市地位的提高，管理层崇尚稳健发展战略，五年时间内公司资产权益规模、收入利润等指标均实现稳定大幅增长。
- ※ **走出大珠海顺利与否将成关键。**公司一方面深耕珠海市场，一方面外延扩张，随着规模逐渐扩大，公司开始走出大珠海区域，朝着全国性房地产开发企业迈进。公司包头和大连的项目还未能贡献利润，由于是通过股权受让方式所得，预计将能给公司贡献不少利润，这两个项目的成功与否将是公司跨区域开发的关键。
- ※ **拿地策略有效降低地价成本。**公司偏向于追求稳健增长，增加土地储备的原则是按照现价评估的项目毛利率在 30% 以上、投资回报率在 15% 以上。公司善于通过股权收购或协议受让方式增加储备，在收购储备时具有很强的谈判能力，多数项目收购价格低于市场评估值，并且善于从绝对控股转变成全资控股地位。
- ※ **公司土地储备相当丰富且销售顺畅。**公司权益储备面积约 580 万平方米，其中珠海占比 54%、中山占比 34%、大连占比 7%、包头 5%，而 2008 年结算约 30 万平方米，项目储备相当丰富。公司具有成熟的增加储备技巧、灵活的销售策略，经常享有从储备到开发结算期间房价、地价上涨的双重收益，项目的预售情况都相当好，可以提前锁定销售而规避短期行业调整对公司业绩的影响。
- ※ **稳健的财务状况支撑其长期稳定发展。**公司稳健的财务结构、充裕的现金流、较强的预售能力及盈利能力，是其长期保持稳定发展的基础。
- ※ **公司业绩增长明确。**预测公司 2009-2011 年的收入年复合增长率超过 25%，2009-2011 年每股 EPS 分别为 0.96 元、1.07 元、1.28 元，年复合增长率为 17.14%。
- ※ **估值有优势，给予“增持”评级。**目前，A 股房地产开发类公司 2009 年、2010 年的整体预测市盈率分别为 31.27X、23.59X，由于公司具有财务稳健、现金流充裕、项目丰富且盈利能力均较强、项目预售回款良好、业绩增长确定性强、公司管理能力突出、区域优势等特征，我们保守给予公司 2009 年 30 倍、2010 年 25 倍 PE 估值，对应公司的合理价值为每股 26.78-28.8 元。公司对目前房价的 NAV 估值约为 212 亿元，每股净值重估值约为 26 元，2009 年 8 月 13 日收盘价 20.91 元相对的折价率约为 24%。综合相对估值和 NAV 估值，我们认为公司每股合理价值应在 26 元以上，给予公司“增持”评级。

目 录

一、	高速成长的珠海区域地产龙头	3
1、	上市以来地产业务规模发展迅速	3
2、	将显著受益于区域经济的发展	4
二、	走出大珠海顺利与否将成关键	5
三、	拿地策略有效降低地价成本	6
四、	公司土地储备相当丰富且销售顺畅	7
五、	稳健的财务状况支撑其长期稳定发展	9
六、	估值有优势，给予“增持”评级	11

图表目录

图表 1	上市以来公司资产规模发展迅速	3
图表 2	上市以来公司业务规模发展迅速	3
图表 3	公司土地储备区域分布状况	5
图表 4	公司增加土地储备情况	5
图表 5	公司股权收购或协议受让增加土地情况	6
图表 6	公司主要土地储备情况	8
图表 7	公司资产负债率、实际负债率、净负债率变化	9
图表 8	公司短期偿债能力指标情况	9
图表 9	公司库存现金和预收账款变化情况	10
图表 10	公司盈利能力指标变化情况	10
图表 11	公司未来三年结算项目的面积、均价及毛利率预测	11
图表 12	公司未来三年收入及利润预测表	12
图表 13	公司项目 NAV 估值表	12
图表 14	公司财务预测表	14

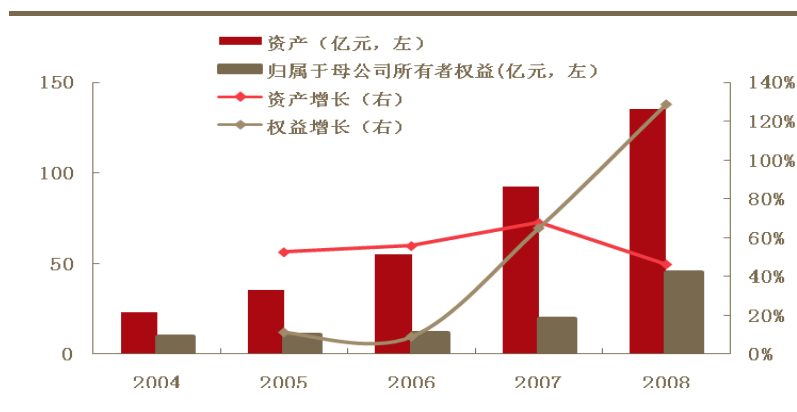
一、高速成长的珠海区域地产龙头

1、上市以来地产业务规模发展迅速

2004年2月公司成功上市，主要立足于珠海进行商品房项目开发，是珠海市最早的房地产开发商之一，具有良好的声誉和品牌形象，在当地处于行业龙头地位，现在已逐步走出珠海。上市初期的土地储备仅有32.47万平方米，而目前公司的土地储备已经超过550万平方米，5年时间的快速发展使公司的地产业务迈上了新的台阶。

2004年至2008年，公司先后完成了新股上市、股权分置改革、内部职工股上市、可转债转股、配股等资本运作，使得公司的资产和权益规模迅速增长，5年间资产和权益的复合增长率分别为27.34%、9.27%。

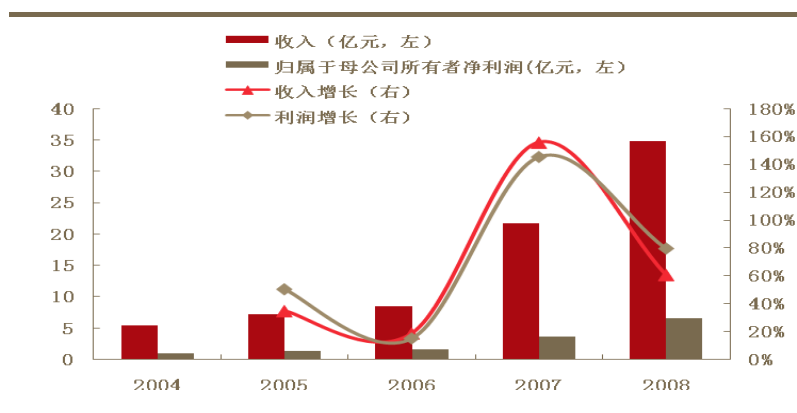
图表 1 上市以来公司资产规模发展迅速



数据来源：公司公告 方正证券研究中心

公司在追求规模增长的同时，效益也实现了大幅增长，2004年至2008年收入和归属于母公司所有者权益的复合增长率高达35.69%、46.22%，远远超越于行业平均水平。

图表 2 上市以来公司业务规模发展迅速



数据来源：公司公告 方正证券研究中心

公司控股股东珠海华发集团是珠海市人民政府国资委全资下属企业，导致公司在珠海的业务发展具有非常大的本土优势。公司董事会管理层崇尚稳健中寻求发展的战略，所以公司的规模和业绩能够多年实现稳定且持续的增长。

2、将显著受益于区域经济的发展

2008 年，国务院通过《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》，把珠海定位为珠江西岸的中心城市，同时明确提出要把珠海建设为珠江西岸的枢纽城市。珠海市相应通过《关于建设生态文明新特区、争当科学发展示范市的决定》，同时出台 10 余个配套文件，以确保目标的实现。

港珠澳大桥参与各方均积极推动大桥开工建设以刺激经济和就业，预计 2009 年可动工、2015 年竣工。长远来说，港珠澳大桥将大大提升珠海的城市地位，并增强珠海的对外联系尤其是连接港澳的优势。正在建设当中的广珠城市轻轨将于 2010 年前投入使用，它将大大拉近珠海与周边城市的距离，对提升珠海城市的辐射力有重要作用。

2009 年 6 月 24 日，国务院常务会议原则性通过《横琴岛总体规划》。横琴岛开发将成为带动珠江西岸经济发展，辐射珠三角，服务港澳、示范全国的现代产业体系的新平台。

以上发展规划对珠海经济有重要的带动作用，而且有利于提高珠海的城市地位，对珠海房地产市场有积极的推进作用。公司目前的土地储备中珠海市占比 54%、中山市占比 34%，而且中山市的项目距离珠海的实际距离非常近，珠海城市地位的提高将提升公司区域内土地储备的价值和项目的盈利能力。

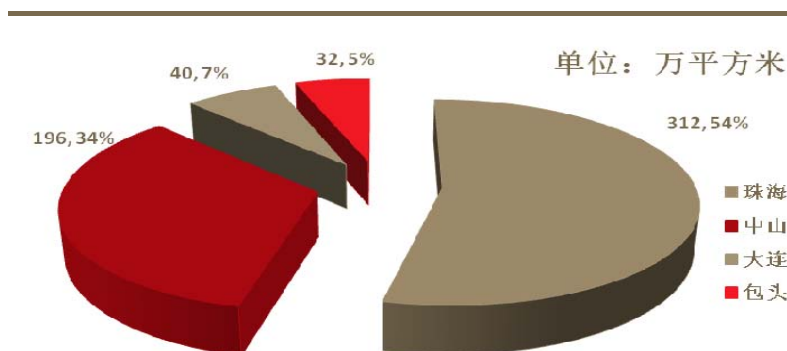
公司储备项目中的华发世纪城四期、华发新城六期、华发水郡花园、华发山庄、湾仔南湾及澳淇南茫山地块（澳淇南茫山地块将置换至湾仔南湾地块侧面）、澳淇桥东地块均位于珠海市，将会直接受益。

其中，华发水郡花园位于珠海市斗门区井岸镇珠峰大道南，公司拥有 50%股权，占地面积 115 万平方米；华发山庄位于珠海市迎宾北路西柠溪水库旁，占地面积 21.39 万平米；湾仔南湾地块完成置换后占地面积共 3.08 万平米，与澳门隔濠江相望，距湾仔口岸约 1 千米、距昌盛大桥和横琴大桥均约 3 千米，片区地理位置优越，周边环境优美，风景怡人，交通便捷；澳淇桥东地块原为公司控股股东全资子公司所有，公司通过公开市场竞得，占地面积 21.18 万平米；华发云湖翠谷位于珠海市香洲梅华西路，占地 9.55 万平方米。

二、走出大珠海顺利与否将成关键

由于珠海市未来可供出让土地有限，公司为了实现可持续稳定增长，已成功进入中山市、大连市、包头市，目前公司全部权益储备面积约 580 万平方米，其中珠海占比 54%、中山占比 34%、大连占比 7%、包头 5%。

图表 3 公司土地储备区域分布状况



数据来源：公司公告 方正证券研究中心

公司一方面深耕珠海市场，如 2007 年收购华发水郡 50% 股权、2008 年竞得华发山庄地块、2008 年收购芒洪南山、湾仔南湾、淇澳桥东地块；一方面外延扩张，如 2004 年进入中山市场、2008 年收购包头名流尚都 85% 股权、2009 年初收购大连翠壁雅阁 80% 股权。

随着横琴岛逐步开始开发，珠海的房地产市场开发重点将向西区延伸，而与市区相比，西区房价洼地优势凸显，西区房地产发展正进入全面提速时期，加上珠海市政府明确提出未来土地供应将主要来自珠海西区，未来区域发展前景光明，公司作为区域龙头也将直接受益，另外，公司正在关注珠三角其他城市、大连、北京、福州、南宁等市场，将择时择机进入。

随着公司规模的逐渐扩大，珠海市的房地产市场已经难以满足其发展，公司开始逐步“试水”走出大珠海区域，朝着全国性房地产开发企业的方向迈进。公司在包头和大连的项目目前还未能贡献利润，由于是通过股权受让方式所得，预计将能给公司贡献不少利润，这两个项目的成功与否将是公司跨区域开发的关键。

名流项目总资产评估值 4.84 亿元，公司出资 4.11 亿元收购 85% 股权并承担相应债务，项目占地 17.27 万平方米，预计可售建筑面积约 36.77 万平方米（含在建商业项目 1.45 万平米），预计开发项目毛利率在 30% 以上，税后投资利润率在 17% 以上，税后销售利润率在 13% 以上，在建商业项目预计毛利率在 25 以上。

翠壁雅阁项目总资产评估值 3.76 亿元，公司出资 2.95 亿元收购 80% 股权并承担相应债务，项目占地 24.76 万平米，规划可售建

筑面积 49.8 万平方米，楼面地价约 750 元，预计项目毛利率在 35% 以上，税后投资利润率在 20% 以上，税后净利率在 14% 以上。

图表 4 公司增加土地储备情况

项目	所处城市	获取情况	土地面积 (万平方米)	收购金额 (亿元)
华发·云湖翠谷	珠海	2006 年 70%、 2008 年 30%	9.55	5.9
华发水郡花园	珠海	2007 年 50%	115	2.89
华发山庄	珠海	2008 年 100%	21.39	16.2
湾仔南湾及澳淇南 茫山项目	珠海	2008 年 100%	3.08	1.024
珠海淇澳桥东地块	珠海	2008 年 100%	21.18	7.626
华发生态园	中山	2004 年 80%、 2005 年 20%	56.55	3.1
紫悦山苑	中山	2004 年 99%、 2005 年 1%	16.2	0.94
华屹项目	中山	2007 年 100%	2.73	4.0323
华晟项目	中山	2007 年 100%	44.45	10.83
沙溪镇项目	中山	2008 年 100%	1.2	0.4
名流项目	包头	2008 年 85%	17.27	4.11
翠壁雅阁项目	大连	2009 年 80%	24.76	2.95

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

三、拿地策略有效降低地价成本

公司管理层偏向于追求稳健的增长，增加土地储备的原则是：按照现价评估的项目毛利率在 30% 以上、投资回报率在 15% 以上才会去争取。而且善于通过股权收购或协议受让方式增加储备，避免土地市场招拍挂的高价拿地风险。如中山的华发生态园、华屹项目、华晟项目，珠海的淇澳桥东地块、云湖翠谷项目，大连的翠壁雅阁，包头的名流项目。这一风格使得公司储备的土地成本比较低，才得以保持较高的盈利能力。

2006 年 12 月，公司斥资 3.39 亿元收购华发云湖翠谷 70% 股权并承担相应债务，项目规划总建筑面积为 26.5 万平方米，用途为商业、住宅，对应的楼面地价约 1800 元/平方米。2008 年 12 月，公司收购剩余 30% 股权，股权转让款为 1.11 亿元，对应的楼面地价为 3215 元/平方米。项目整体受让的楼面地价约为 2225 元/平方米，远低于市场评估单价 3880 元/平方米，也远低于该区域市场成交楼面地价 4000-5000 元/平方米的水平，该项目盈利能力将远远超过市场平均水平和本公司开发项目的平均水平。

公司在收购储备时具有很强的谈判能力，多数项目收购价格低于市场评估值，并且公司善于从绝对控股转变成全资控股地位，如华发云湖翠谷由 70%变成 100%控股、华发生态园从 80%变成 100%，包头的名流项目和大连的翠壁雅阁项目也很可能采用这样的操作思路，能有效提高项目的盈利能力。

图表 5 公司股权收购或协议受让增加土地情况

项目	所处城市	获取方式	收购金额 (亿元)	权益可售建筑面 积(万平方米)	楼面地价 (元)
华发·云湖翠谷	珠海	股权收购	5.9	26.5	2225
华发水郡花园	珠海	股权收购	2.89	57.5	503
湾仔南湾及澳淇南茫山项目	珠海	股权收购	1.024	3.41	3003
珠海淇澳桥东地块	珠海	股权收购	7.626	25.42	3000
华发生态园	中山	股权收购	3.1	74	419
紫悦山苑	中山	股权收购	0.94	32.4	290
华屹项目	中山	协议受让	4.0323	24.83	1624
华晟项目	中山	协议受让	10.83	66.67	1624
沙溪镇项目	中山	股权收购	0.4	1.8	2222
名流项目	包头	股权收购	4.11	31.25	1315
翠壁雅阁项目	大连	股权收购	2.95	40.4	750

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

（注：华发生态园、紫悦山苑、名流项目根据预计容积率计算权益可售建筑面积，并测算楼面地价）

四、公司土地储备相当丰富且销售顺畅

目前，公司权益储备面积约 580 万平方米，相对于公司 2008 年结算约 30 万平方米来说，公司项目储备相当丰富。

华发生态园项目位于中山市沙溪镇辖区，总用地面积 55 万平方米，项目地块东临新濠路，西面为隆兴南路，北靠南嶂山规划中的生态公园，从华发生态园地块到中山市中心仅十分钟的车程。华发生态园项目拟分四期开发，其中一二期可结算面积约 5.8 万平方米，为高档别墅，均价 1.4-1.5 万元/平方米，基本售罄，三期及四期规划用地 33 万平方米，土地用途为商住，三期正在报建、四期处于规划中。中山紫悦山苑和沙溪镇项目拟作为华发生态园的后续项目进行成片开发。

华发世纪城项目位于珠海香洲拱北昌盛路和南湾北路，一期已交付，二期为高层住宅、基本销售完毕、均价 1.2-1.3 万/平方米，三期包括公寓、商铺、酒吧，小户型公寓约 800 套、均价 1.1 万/平方米，基本售完，四期已开工，综合项目包括 2 万平方米商业物业，已实现整体预售，其余为公建面积。

华发新城位于香洲珠海大道东，1-4 期已实现交付，五期包括高层住宅、小高层住宅、多层洋房、低密度排屋共 2400 多套，均价 1 万元/平方米左右，基本售罄，六期预计 2010 年开工。

图表 6 公司主要土地储备情况

项目名称	权益比例	占地面积	（预计）开工时间	（预计）竣工时间	权益可结算面积	备注
华发生态园一期	100%	15.61	2004	2007-2009	1.97	别墅
华发生态园二期	100%	7.94	2006	2009-2010	3.91	含紫悦山苑 1.5 万平方米用地，别墅
华发生态园三四期	100%	33	2009	2010-2012	66.00	容积率为 2，商住
华发世纪城一期	100%	9.09	2005	2008.1	1.30	尾盘、车库
华发世纪城二期	100%	10.70	2008	2009	27.60	高层，含 7 万平方米地下建筑面积
华发世纪城三期	100%	6.23	2008	2009-2010	11.12	小户型住宅和商业配套，含地下室
华发世纪城四期	100%	15.90	2009	2011-2012	48.99	地下 10.89 万平米、2.31 万平米公建用地
华发世纪城综合	100%	4.82	2006	2009-2010	4.82	商铺预收 1.8 亿元
华发新城商业街	100%	3.54	2004.1	2008.1	1.9	剩余为会所和办公楼(自营)
华发新城三期	100%	9.74	2005	2007.12	4.89	尾盘、车库
华发新城四期	100%	3.86	2006	2008.3	2.66	尾盘、车库
华发新城五期	100%	18.15	2007	2010	39.28	10.22 万平方米地下面积、共 2434 套
华发新城六期	100%	17.18	2010	2011-2012	35.30	高层
华发九洲花园	100%	1.04	2006	2008.3	0.12	尾盘、车库
华发水郡花园	50%	115	2007	2010-2012	57.50	别墅、分四期开发
华屹项目	100%	2.73	2010	2011-2012	24.83	
华晟项目	100%	44.45	2010	2012	66.67	
包头名流置业大厦	85%	0.47	2009	2010-2011	1.2325	地上建筑物，预收率 6.8%，08 年增加
名流尚都小区	85%	16.80	2009	2010-2012	30.02	住宅用地 211.9 亩，容积率小于 2.5
华发山庄	100%	21.39	2010	2014	21.39	成交价 16.2 亿元，容积率为 1，08 新增
湾仔南湾地块	100%	2.08	2011	-	2.86	住宅、商业配套
淇澳南芒山地块	100%	1.00	2011	-	0.55	别墅、将置换
华发·云湖翠谷	100%	9.55	2010	-	26.50	楼面地价 2225 元
珠海淇澳桥东地块	100%	21.18	-	-	25.42	容积率 1.2
翠壁雅阁一期	80%	21.20	-	-	32.32	含车库
翠壁雅阁二期	80%	3.56	-	-	7.53	含车库
中山紫悦山苑	100%	16.20	-	-	32.40	华发生态园后期，容积率为 2
中山沙溪镇项目	100%	1.20	-	-	1.2	华发生态园后期，按容积率 1 计算
合计		433.61			580.84	

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

华发水郡花园项目位于珠海市斗门区井岸珠峰大道南侧，东临黄杨河，南临黄杨河及规划中市政道路，西为水道、规划中市政道路，北为规划中市政道路、紧靠“里维埃拉”一期锦绣荣城。分四期开发，均为别墅，一期 188 套，已销售 120 套（含意向共 150-160 套）、二期预计 2010 年开工，均价 1.3-1.4 万。

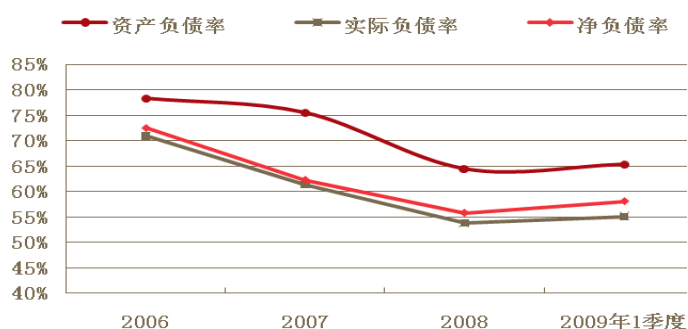
包头的名流尚都小区预计 2009 年底前准备开工，珠海淇澳桥东地块预计 2010 年开工，中山的华屹项目、华晟项目、珠海的华发山庄和大连的翠壁雅阁正处于规划当中，华发云湖翠谷项目处于政府平整阶段，湾仔南湾地块所处地段土地稀缺、暂不急于开工。

公司具有成熟的增加储备的技巧、精细的开发经验和灵活的销售策略，公司从获得土地储备到完成开发之间有一定的时间差，从而公司可以享受这段期间房价、地价上涨的双重收益，而且一直以来公司项目的预售情况都相当好，可以提前锁定销售而规避了短期行业调整对公司业绩的影响。

五、稳健的财务状况支撑其长期稳定发展

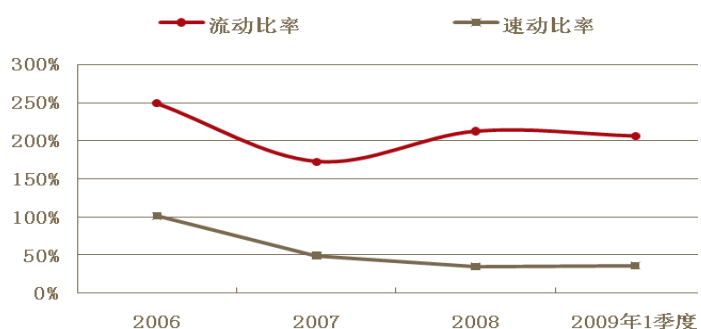
公司的负债规模较好，资产负债率由 2006 年的 78.26% 下降为 2009 年 1 季度的 65.38%，实际负债率由 2006 年的 70.92% 下降为 2009 年 1 季度的 55.08%，净负债率由 2006 年的 72.52% 下降为 2009 年 1 季度的 58.1%，整体的偿债能力较强，财务风险较小。

图表 7 公司资产负债率、实际负债率、净负债率变化



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心 (注: 实际负债率为扣除预收账款后负债率、净负债率为有息负债扣除库存现金后除以净资产)

图表 8 公司短期偿债能力指标情况



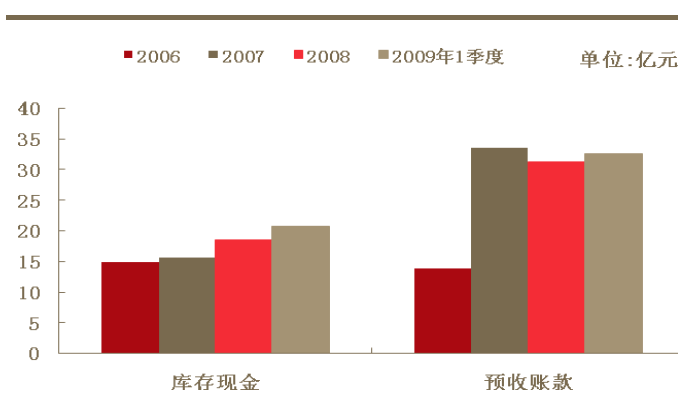
数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

公司的短期偿债能力表现也较好，2009 年 1 季度末的流动比率保持在 2 倍以上，而流动比率为 0.36，主要由于公司存货增加较快且预售的存货未结算所致。

公司在经营过程中，账上始终保持与公司规模相配比的库存现金，随着公司规模的扩大，账上资金也随之增加。2009 年公司拟发行 18 亿元公司债，公司资金非常充裕，使得公司可以灵活的择时择机增加土地储备并控制开发节奏。

从 2007 年开始，公司项目进入集中销售结算，由于公司灵活的销售策略以及开发楼盘的社会认同度较高，导致公司楼盘提前预售情况非常好，账上一直保持着 30 亿元以上的预收账款，从而锁定了公司的业绩。

图表 9 公司库存现金和预收账款变化情况



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

由于公司在项目获取方面非常严格谨慎，从而使得公司整体的盈利能力一直都比较强，2004 年至 2008 年销售毛利率一直处于 35%-38% 之间，2008 年的销售净利率高达 18.54%、净资产收益率高达 20.13%。期间费用控制也比较得当，由 2004 年的 11.17% 下降到 2008 年的 6.96%。

图表 10 公司盈利能力指标变化情况

盈利能力指标	2004	2005	2006	2007	2008
净资产收益率 (%)	11.94	12.34	12.89	22.93	20.13
总资产报酬率 (%)	6.20	5.85	3.75	5.74	6.58
销售净利率 (%)	15.90	18.03	17.45	16.58	18.54
销售毛利率 (%)	35.98	35.21	37.05	37.38	37.61
销售期间费用率 (%)	11.17	12.45	11.33	6.94	6.96

数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

我们认为，公司稳健的财务结构、充裕的现金流、较强的预售能力及盈利能力，是其长期保持稳定发展的基础。

六、估值有优势，给予“增持”评级

通过对公司项目建设和销售进度的了解，我们预测 2009-2011 年公司项目的结算安排如下：

2009 年主要结算：华发生态园一二期别墅产品、均价约 1.4 万元/平方米，华发世纪城二期高层住宅、均价约 1.2 万/平方米，两个项目均为低楼面地价、高毛利率产品。

2010 年主要结算：华发生态园三期商业住宅、华发世纪城三期、华发新城五期、华发水郡花园、名流尚都小区，虽然结算面积和收入较 2009 年会大幅增长，但由于毛利率要显著低于 2009 年、且公司对水郡花园和尚都小区并非 100%持有，所以利润增长也要明显低于收入增长。

2011 年主要结算：华发生态园四期、华发世纪城三期、华发世纪城四期、华发新城五期、水郡花园、尚都小区等，结算面积将大量释放，且综合毛利率较 2010 年也会有所提高，所以利润将实现大幅增长。

图表 11 公司未来三年结算项目的面积、均价及毛利率预测

项目	结算面积(万平方米)			结算均价(元)			结算收入(万元)			毛利率		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
华发生态园一期	1.96			14000			27510			40%		
华发生态园二期	3	0.91		14000	14000		42000	12740		40%	40%	
华发生态园三四期		10	20		7000	7000	0	70000	140000		38%	38%
华发世纪城一期	1.3			10000			13000			40%		
华发世纪城二期	25	2.6		12000	10000		300000	26000		40%	40%	
华发世纪城三期		3	6		11000	11000		33000	66000		35%	35%
华发世纪城四期			12			10000			120000			35%
华发世纪城综合项目		2			9000			18000			35%	
华发新城三期	2	2.89		3200	3200		6400	9248		35%	35%	
华发新城四期	1.66	1		7900	7900		13114	7900		35%	35%	
华发新城五期		30	6		10000	10000	0	300000	60000		29%	29%
华发水郡花园		4	6		13500	13500		54000	81000		45%	45%
华屹项目			4			8000			32000			38%
名流尚都小区		5	10		6000	6000		30000	60000		38%	38%
华发·云湖翠谷			5			10000			50000			38%
珠海淇澳桥东地块			5			15000			75000			38%
合计	34.9	61.4	74	10183	9160	10056	402024	560888	684000	40%	34%	37%

数据来源 方正证券研究中心

通过以上预测，得到公司收入 2009-2011 年的增长率分别为 15.55%、39.52%、21.95%，年复合增长率超过 25%。我们根据历史数据和项目情况分析，给定公司费用率水平、所得税率及少数股东

损益的比例，得到公司 2009-2011 年每股 EPS 分别为 0.96 元、1.07 元、1.28 元，年复合增长率为 17.14%。

图表 12 公司未来三年收入及利润预测表

业绩预测	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	34.79	40.20	56.09	68.40
增长率 (%)	60.66%	15.55%	39.52%	21.95%
净利润(百万元)	6.51	7.85	8.75	10.47
增长率 (%)	79.50%	20.54%	11.48%	19.62%
每股收益 (元)	0.80	0.96	1.07	1.28

数据来源 方正证券研究中心

图表 13 公司项目 NAV 估值表

项目名称	地理位置	权益比例	占地面积(万平方米)	规划建筑面积(万平方米)	权益可结算面积(万平方米)	比例	权益资产净值(百万元)	比例
华发生态园一期	中山	100%	15.61	4.36	1.97	0.37%	322.575	1.38%
华发生态园二期	中山	100%	7.94	3.91	3.91	0.73%	656.535	2.80%
华发生态园三四期	中山	100%	33.00	66.00	66.00	12.28%	408.595	1.75%
华发世纪城一期	珠海	100%	9.09	4.85	1.30	0.24%	151.8	0.65%
华发世纪城二期	珠海	100%	10.70	32.00	27.60	5.14%	4048	17.29%
华发世纪城三期	珠海	100%	6.23	11.12	11.12	2.07%	1181.51	5.05%
华发世纪城四期	珠海	100%	15.90	48.99	48.99	9.12%	1265	5.40%
华发世纪城综合项目	珠海	100%	4.82	4.82	4.82	0.90%	227.7	0.97%
华发新城商业街会所	珠海	100%	3.54	3.08	1.90	0.35%	189.75	0.81%
华发新城三期	珠海	100%	9.74	35.22	4.89	0.91%	209.99	0.90%
华发新城四期	珠海	100%	3.86	14.53	2.66	0.50%	227.7	0.97%
华发新城五期	珠海	100%	18.15	39.28	39.28	7.31%	4554	19.45%
华发新城六期	珠海	100%	17.18	35.30	35.30	6.57%	1897.5	8.10%
华发水郡花园	珠海	50%	115.00	115.00	57.50	10.70%	506	2.16%
华屹项目	中山	100%	2.73	24.83	24.83	4.62%	632.5	2.70%
华晟项目	中山	100%	44.45	66.67	66.67	12.41%	1518	6.48%
名流项目	包头	85%	16.80	35.32	30.02	5.59%	534.75	2.28%
华发山庄	珠海	100%	21.39	21.39	21.39	3.98%	2150.5	9.18%
湾仔南湾	珠海	100%	2.08	2.86	2.86	0.53%	151.8	0.65%
华发·云湖翠谷	珠海	100%	9.55	26.50	26.50	4.93%	1265	5.40%
珠海淇澳桥东地块	珠海	100%	21.18	25.42	25.42	4.73%	1012	4.32%
翠壁雅阁项目	大连	80%	21.20	40.40	32.32	6.02%	303.6	1.30%
小计			410.14	661.84	537.25	100.00%	23414.805	100.00%
其他							632.5	
净资产值							24047.31	
净债务							-2800	
2009E 股权净资产值							21247.31	

数据来源 方正证券研究中心

目前，A 股房地产开发类公司 2009 年、2010 年的整体预测市盈率分别为 31.27X、23.59X，由于公司具有财务稳健、现金流充裕、项目丰富且盈利能力均较强、项目预售回款良好、业绩增长确定性强、公司管理能力突出、区域优势等特征，我们保守给予公司 2009 年 30 倍、2010 年 25 倍 PE 估值，对应公司的合理价值为每股 26.78-28.8 元。公司对应目前房价的 NAV 估值约为 212 亿元，每股净值严重估值约为 26 元，2009 年 8 月 13 日收盘价 20.91 元相对的折价率约为 24%。

综合相对估值和 NAV 估值，我们认为公司每股合理价值应在 26 元以上，给予公司“增持”评级。

图表 14 公司财务预测表

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	34.8	40.2	56.1	68.4	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	24.5	27.3	40.2	48.4	净利润	6.5	7.9	8.8	10.5
主营业务利润	10.3	13.0	15.9	20.0	少数股东权益	0.2	0.0	0.4	0.7
其他业务利润	(0.2)	0.0	0.0	0.0	折旧及摊销	0.4	0.6	0.7	0.8
销售费用	1.1	1.3	1.8	2.3	坏帐准备	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	1.5	1.7	2.2	2.6	应收账款的减少/(增加)	32.7	(0.1)	(0.2)	(0.2)
财务费用	(0.2)	0.4	0.2	0.2	存货的减少/(增加)	(41.8)	(8.2)	(16.7)	(24.3)
营业利润	7.7	9.5	11.7	15.0	待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	(0.7)	(0.3)	(0.2)
投资收益	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	其他长期资产的减少/(增加)	0.0	0.0	0.0	0.0
补贴收入	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款的增加/(减少)	6.5	0.1	2.9	1.8
营业外收支	0.0	0.0	0.0	0.0	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	7.7	9.5	11.7	15.0	其他流动负债的增加/(减少)	0.1	5.5	19.4	12.5
减:所得税	1.2	1.6	2.1	3.0	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	(0.1)	0.1	0.8	1.5	其它	(0.3)	0.0	0.0	(0.0)
净利润	6.5	7.9	8.8	10.5	经营活动产生的现金流净额	4.4	5.0	15.0	1.7
					投资活动产生的现金流				
资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	收回投资与投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物	18.5	15.0	31.7	34.2	资本投资	39.4	1.8	2.1	2.4
应收账款净额	0.3	0.4	0.6	0.7	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
存货净额	95.1	103.3	120.0	144.3	投资活动产生的现金流净额	(39.3)	(1.8)	(2.1)	(2.4)
其他流动资产	0.1	0.8	1.1	1.4	筹资活动产生的现金流				
流动资产合计	114.0	119.6	153.4	180.6	股权融资	25.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	5.7	7.1	8.8	10.8	支付股利	2.7	3.4	3.9	4.7
无形资产	20.2	19.9	19.7	19.4	银行贷款的净增加	15.5	(3.4)	7.7	8.0
长期投资及其他	(4.7)	(4.7)	(4.7)	(4.7)	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	135.3	142.0	177.3	206.1	筹资活动产生的现金流净额	37.8	(6.8)	3.8	3.3
短期借款	11.8	0.3	0.0	0.0	现金的净流入/(净流出)	2.8	(3.5)	16.7	2.5
应付账款	6.0	6.1	8.9	10.8	现金期初余额	15.7	18.5	15.0	31.7
其他流动负债	35.9	41.5	60.9	73.4	现金期末余额	18.5	15.0	31.7	34.2
流动负债合计	53.7	47.8	69.8	84.2					
长期借款	33.6	41.6	49.6	57.6	主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	14.5%	15.9%	16.1%	17.4%
长期负债合计	33.6	41.6	49.6	57.6	ROA	4.8%	5.5%	4.9%	5.1%
负债合计	87.3	89.4	119.4	141.8	已获利息倍数	-41.9x	23.2x	52.1x	69.0x
少数股东权益	3.0	3.1	3.5	4.2	资产负债率	64.5%	63.0%	67.4%	68.8%
股东权益	45.0	49.5	54.4	60.1	流动比率	2.13	2.50	2.20	2.15
负债和股东权益总计	135.3	142.0	177.3	206.1	固定资产/总资产	4.2%	5.0%	5.0%	5.2%

数据来源 方正证券研究中心

公司投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

- 增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
- 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”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“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

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公开发布时的判断，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作出任何担保。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使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼 (310006)
电话：	(86731) 85832274	(86571) 87782600
传真：	(86731) 85832380	(86571) 87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com