

# ST 华控

000036

增持/ 维持评级

| 股 价            | 2010-01-08 |
|----------------|------------|
| <b>RMB6.39</b> |            |

## 基础数据

|               |      |
|---------------|------|
| 总股本（百万股）      | 1124 |
| 流通 A 股（百万股）   | 1124 |
| 流通 B 股（百万股）   | 0.00 |
| 可转债（百万元）      | N/A  |
| 流通 A 股市值（百万元） | 7182 |

## 财务数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 市净率 (X)          | 4.96  |
| TRACING P/E (X)* | 46.82 |
| EPS (元)          | 0.24  |
| 股息率 (%)          | 0.00  |

\*最近四季盈利计算。

## 相关研究

公司研究-ST 华控(000036)091214:

巨幕拉开, 精彩值得期待 (增持)

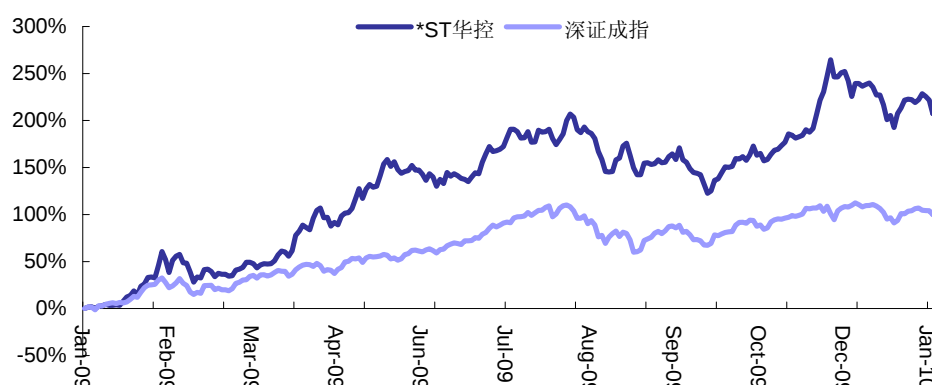
分 析 师  
 鱼晋华  
 yujinhua@lhq.com

# 在城市更新的道路上持续前进

| 经营预测与估值       | 2008A  | 20091-3Q | 2009E  | 2010E | 2011E |
|---------------|--------|----------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 128.4  | 1576.4   | 1935   | 1711  | 2806  |
| (+/-%)        | -98.4  | 1356.5   | 1406.4 | -11.5 | 64.0  |
| 归属母公司净利润(百万元) | -402.5 | 268.1    | 309    | 305   | 503   |
| (+/-%)        | -4.5   | 193.1    | 176.7  | -1.3  | 65.1  |
| EPS(元)        | -0.36  | 0.24     | 0.27   | 0.27  | 0.45  |
| P/E(倍)        | -17.8  | 26.8     | 23.6   | 23.6  | 14.2  |

- 公司出资 2.09 亿元收购华达通信公司位于南山东滨路华达玻璃钢厂房项目, 合计占地面积 1.7 万平方米, 拟用于建设城市山林三期。该项目已根据《深圳市城市更新办法》规定申报了其厂区用地的 2010 年的拆除重建计划, 目前审批程序进展顺利。
- 根据我们的现场调研, 公司拟收购的厂房用地与目前拥有的城市山林项目毗邻, 地块承接性好, 且远离马路, 位置优越, 利于兴建高品质住宅, 由于公司已经成功运营城市山林项目, 此次收购的完成, 将有利于利用项目连接地块实现持续开发, 从而更高地实现品牌溢价。
- 项目收购楼面地价为 748 元, 综合考虑项目地段及周边项目售价, 该地价属合理范围, 且有利公司实现高毛利。以结算均价 25000 元计算, 该项目预计毛利为 83%, 预计可实现净利润 3 亿元, 可直接增厚公司结算年度 EPS0.27 元, 公司 NAV 由收购前的 6.34 上升至 6.55, 综合考虑剩余旧改项目 NAV 由收购前的 7.92 元上升至 8.14 元。
- 公司 1 月 8 日收盘价 6.39 元, 对应 10 年 PE 为 24 倍, P/NAV 为 0.98, 略微折价, 考虑公司目前估值较为合理, 且未来持续存在受益深圳城市更新计划项目实现开发预期, 本次继续给予增持评级。
- 风险提示: 项目改造进度有可能会受到国家对房地产行业政策调整的影响, 容积率调整和地价的核定补缴存在不确定性, 取决于公司与政府部门的协商能力, 将对项目盈利前景产生影响。

## 最近 52 周股价表现

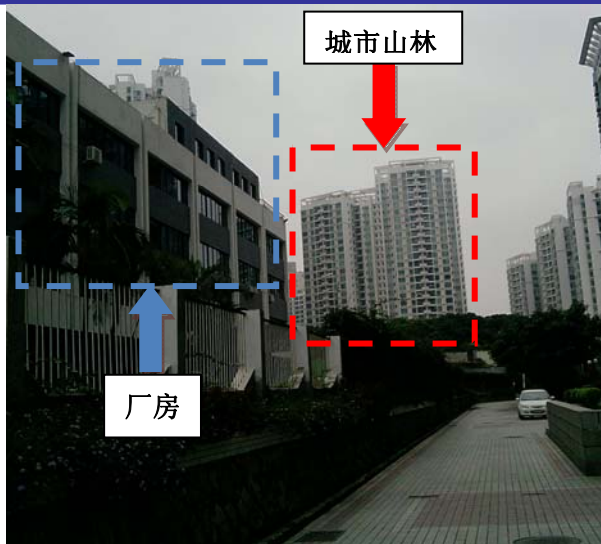


## 收购城市更新上报项目

公司 2010 年 1 月 8 日发布公告，拟出资 2.09 亿元分别受让振石集团、自然人王丹和黄贻洪合计持有的华达新置业公司 100% 股权，公司本次收购华达新置业公司 100% 股权，实际为收购华达玻璃钢通信制品有限公司位于深圳市东滨路 319 号的土地及房产共计占地面积 1.7 万平方米，并拟定为“城市山林”三期项目进行开发。根据公司公告，华达新置业公司已根据《深圳市城市更新办法》规定申报了其厂区用地的 2010 年的拆除重建计划，目前审批程序进展顺利。

根据我们的现场调研，公司拟收购的厂房用地与目前拥有的城市山林项目毗邻，地块承接性好，且远离马路，位置优越，利于兴建高品质住宅，由于公司已经成功运营城市山林项目，此次收购的完成，将有利于利用项目连接地块实现持续开发，从而更高地实现品牌溢价。

图 1、拟收购厂房毗邻城市山林项目



数据来源：摄于 2010 年 1 月 8 日，联合证券研究所

图 2、厂房现状



数据来源：摄于 2010 年 1 月 8 日，联合证券研究所

## 地价合理，有利实现高毛利，维持增持评级

根据项目资产评估价值 3814 万元及容积率 3.0 测算，新购项目平均楼面地价为 748 元/平方米，地价十分便宜，有利于公司实现高毛利率，且地块所处位置在南山蛇口片区较为中心地段，通过东滨路直达西部通道口岸，处于深圳连接香港的要塞交通要道上，交通便利。

根据我们的调研，公司城市山林二期 09 年最后一批项目实现价格为 23000 元左右，目前项目周边楼盘为花园城 5 期，预计开盘价格为 27000 元，考虑到公司此改造项目如果审批顺利将可以于 2011 年入市销售，测算项目收益时给予一定的时间价格溢价，以结算均价 25000 元计算，该项目预计毛利为 83%，预计可实现净利润 3 亿元，可直接增厚公司结算年度 EPS0.27 元，公司当前 NAV 由收购前

的 6.34 上升至 6.55, 综合考虑剩余旧改厂房项目 NAV 由收购前的 7.92 元上升至 8.14 元。

公司 1 月 8 日收盘价 6.39 元, 对应 10 年 PE 为 24 倍, P/NAV 为 0.98, 略微折价, 考虑公司目前估值较为合理, 且未来持续存在受益深圳城市更新计划项目实现开发预期, 本次继续给予增持评级。

**表 1、项目效益测算**

| 项目     | 华达玻璃钢厂房项目  |
|--------|------------|
| 地点     | 深圳         |
| 占地     | 1.7 万平米    |
| 预计容积率  | 3.0        |
| 总体建面   | 5.1 万平米    |
| 预计均价   | 25000 元/平米 |
| 预计收入   | 11.5       |
| 预计净利润  | 3.0 亿元     |
| 预计毛利   | 83%        |
| 贡献 EPS | 0.27 元/平米  |
| NAV 重估 | 6.55 元/平米  |

资料来源：联合证券研究所

**表 2、NAV 估值**

单位：百万元

| 未考虑剩余旧改项目         | 金额          | 考虑剩余旧改项目          | 金额          |
|-------------------|-------------|-------------------|-------------|
| 08 年末净资产 (百万元)    | 1,435       | 08 年末净资产 (百万元)    | 1,435       |
| 房地产销售业务利润现值 (百万元) | 1217        | 房地产销售业务利润现值 (百万元) | 1217        |
| 出租物业重估 (百万元)      | 4,968       | 出租物业重估 (百万元)      | 4,968       |
| 08 年末投资性房地产 (百万元) | 255         | 08 年末投资性房地产 (百万元) | 255         |
|                   |             | 旧工业厂房改造利润现值 (百万元) | 1,779       |
| 总股本 (百万元)         | 1,124       | 总股本 (百万元)         | 1,124       |
| <b>NAV (元/股)</b>  | <b>6.55</b> | <b>NAV (元/股)</b>  | <b>8.14</b> |

资料来源：公司公告，联合证券研究所

## 风险提示

项目改造进度有可能会受到国家对房地产行业政策调整的影响, 容积率调整和地价的核定补缴存在不确定性, 取决于公司与政府部门的协商能力, 将对项目盈利前景产生影响。

## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。