

超级低估的城市运营商，100%空间

——交大博通（600455）调研报告

要点：在一个龙头企业还在孵化过程中就廉价拥有它，是每一个投资者最为理想的标的之一。未来三年PE低于7.5倍PE、有资产注入预期、仍处于发展初期的未来西安新中心城运营商，经发地产（重组交大博通已成功）就是这样一个绝好的标的。

➤ 经发地产是这样一家企业：

目前在西安经济技术开发区进行房地产开发。

这个开发区主要经济指标过去六年**每年增速40%以上**，是关中—天水经济区最具竞争力的开发区。

2000年该开发区被提升为国家级开发区，转年，经发集团成立，担任开发区建设任务。

该开发区2005年被市政府定位为**西安新的城市中心**，整个城市重心转移。

➤ 西安经济开发区：

2009，**西安行政中心**搬迁至此。

2010，**西安第一条地铁**在这里通车，**铁路客运站**开始运营。

该区房价开始**加速上升**。

经发地产是该区管委会下属地产旗舰，将来是**新中心的城市运营商**。

➤ 盈利预测与估值：

经发地产目前拥有未结算面积144万平方米，根据现有资源保守估计，未来三年每股收益2.07、2.34、3.1元，对应**市盈率7.5、6、5倍**（增发后股本）。

➤ 资产注入预期明确：

经发集团即将签约西安常宁新城，投资104亿，开发“常宁谷”、“常宁天下”等房产项目，而经发集团有同业竞争承诺，未来房地产项目均由经发地产承担。

➤ 投资建议：

公司有非常明确的潜在土地储备，按照目前市场地产股的估值水平，仅考虑公司目前项目资源，至少给予2010年15倍PE，因此公司目标价在30元以上，还有100%的空间，给予**强烈推荐评级**！

分析师

万 知：

☎(86-10)88366060-8780

✉ wanz@cgs.com

刘 昆：

☎(86-755) 83516214

✉ liuk@cgs.com

黄清林：

☎(86-755) 83515512

✉ huangql@cgs.com

投资评级：推荐（首次）

市场数据

总市值（百万元）	957
流通市值（百万元）	699
总股本（百万股）	62
流通股本（百万股）	47
十大流通股（%）	21.4%

盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	1200	1798	1856
净利润（百万）	241	325	368
每股收益（元/股）	2.07	2.34	3.1
PE(X)	7.5	6	5

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、发展空间超大，市盈率超低，且有资产注入预期	3
二、交大博通变身经发地产	3
三、经发地产前世今生	4
四、经发地产现有资源	4
五、结算与盈利预测	8
六、经发地产的未来——成为西安新中心城市运营商	8

一、发展空间超大，市盈率超低，潜在土地储备丰富

交大博通已变身西安经济开发区管委会的地产旗舰经发地产。

经发目前在西安经济技术开发区进行房地产开发。

这个开发区主要经济指标过去六年每年增速 40%以上，是关中—天水经济区最具竞争力的开发区。

2000 年该开发区被提升为国家级开发区，转年，经发集团成立，担任开发区建设任务。

打造西安地产巨头西安高科房产的韩晓更总经理 2003 年加盟任经发地产董事长兼总经理，经发地产开发的第一个住宅楼盘即蝉联 2006、2007、2008 年历届西安市商品房销售榜。

该开发区 2005 年被市政府定位为西安新的城市中心，整个城市重心转移。

2009，西安行政中心搬迁至此。

2010，西安第一条地铁在这里通车，铁路客运站开始运营。

该区房价开始加速上升。

经发地产是该区管委会下属地产旗舰，将来是新中心的城市运营商。

经发地产目前拥有未结算面积 144 万平方米，未来潜力巨大！根据现有资源保守估计，未来三年每股收益 2.07、2.34、3.1 元，对应市盈率 7.5、6、5 倍（增发后股本）。

经发集团即将签约西安常宁新城，投资 104 亿，开发“常宁谷”、“常宁天下”等房产项目，而经发集团有同业竞争承诺，未来房地产项目均由经发地产承担。

公司 NAV 为 16 元，由于公司有非常明确的潜在土地储备，按照目前市场地产股的估值水平，仅考虑公司目前项目资源，至少给予 2010 年 15 倍 PE，因此公司目标价在 30 元以上，还有 100%的空间，给予推荐评级！

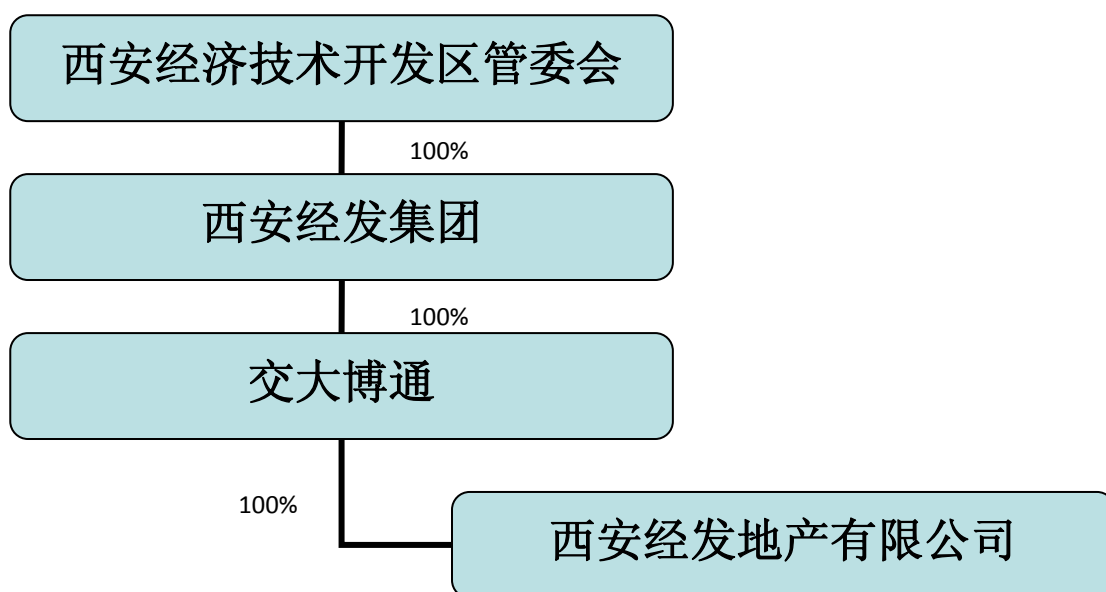
二、交大博通变身经发地产

西安经发集团有限责任公司以西安经发地产有限公司 100%股权与交大博通的全部资产和负债进行置换事项，于 2009 年 12 月 29 日获得证监会通过，交大博通变身为西安经济技术发展区管委会旗下地产公司经发地产。置入置出资产的价格差额由交大博通向经发集团以每股 8.35 元价格发行 5930 万股的方式支付，

发行完成后，发行后，公司总股本将变为 11635 万股。

经发集团直接持有股份数将增至 66,641,237 股，占总股本（发行后）的比例将增至 57.27%，经发集团直接与通过经发经贸间接合计持有上市公司股份 70,783,692 股，占总股本（发行后）的 60.83%。

图 1：重组后股权结构



数据来源：搜房网、长城证券

三、经发地产前世今生

西安经发地产有限公司前身是西安城运开发建设有限责任公司，成立于 1997 年 3 月 15 日，由西安市人民政府出资设立的国有独资公司。

2003 年 6 月 5 日，经西安市人民政府市长办公会议研究决定，将西安城运开发建设有限责任公司股权划拨给西安经济技术开发区管委会。

2004 年，西安城运开发建设有限责任公司更名为西安经发地产有限公司。

2004 年 7 月，西安经济技术开发区财政局批准，经发地产的股权划拨给经发集团（2000 年西安经济技术开发区升为国家级开发区，转年，区管委会成立经发集团）。

截止到 2009 年 3 月，经发集团持有经发地产 100% 股权，经发集团是西安经济技术开发区的城市运营商，实际控制人为西安经济技术开发区管委会。

四、经发地产现有资源

经发地产为经发集团旗下地产旗舰，目前主要在西安经济技术开发区从事房地产开发工作。经发地产最近三年已开发的项目包括：经发大厦、白桦林居项目（翠鸣园组团、沁园组团、阳光谷组团、文景商业街）；正在开发的项目包括：白桦林居项目（果岭组团、兰溪组团）、白桦林居绿岛项目、白桦林间项目；待开发的项目为经发国际花园。截止 2008 年 12 月 31 日，共有未结算建筑面积 144.2 万平方米，将在 2009-2014 年结算。

项目大部分位于西安正在建设中的新中心城区（西安高新经济技术开发区）的中央商务区，毗邻正在兴建的西安市新的行政中心，项目位置极佳，销售火爆。据西安市房屋管理局统计数据显示，09 年上半年度西安商品房销售榜，白桦林居销售面积与销售金额双双进入前十，分列第四位，位居北城第一。仅目前这些项目就能保证公司

未来 4 年每股收益 2 元以上的优异业绩。

图 2：西安新城市中心位置



数据来源：搜房网、长城证券

图 3: 项目分布图



数据来源：搜房网、长城证券

4.1 白桦林居

白桦林居为公司于 2004 年取得的大型住宅项目。项目位于西安市经济技术开发区中央商务区核心区域内，东临西安城市运动公园和正在建设中的西安市新的行政中心，西靠明光路，南北介于凤城八路和九路之间。

项目由住宅区与商业区两部分组成，其中住宅部分由花园洋房、小高层、少量高层、公寓组成，划分为阳光谷、沁园、翠鸣园、果岭、兰溪 5 个组团；商业部分以商业、餐饮、特色精品店为主。

白桦林居已成为西安经济技术开发区高尚住宅的代表作。

项目总占地面积 31.6 万平米,总建筑面积 74.8 万平米。该项目 2005 年 6 月正式开工,2005 年 10 月开始销售,截至 2008 年 12 月 31 日,已结算收入竣工建筑面积 26.8 万 m²,已签售售房合同面积 39.8 万 m²。截止 2009 年 3 月底,本项目有 7.3 亿预收账款。预计 2010 年末工程全部完工并交付使用。目前该项目销售均价为 5500-6000 元/平米。

图 4：白桦林居位置图



数据来源：搜房网、长城证券

2、白桦林居*绿岛

白桦林居*绿岛项目是白桦林居的后续新增项目，土地为 2006 年取得。绿岛项目南侧紧邻凤城八路，北侧为‘翠鸣苑’、‘阳光谷’组团，西侧为明光路。项目总占地 5.29 万平方米（79.46 亩），总建筑面积 16.89 万平方米，由 11 栋高层和小高层构成，配以少量商业的住宅项目。绿岛延续了白桦林居现代建筑设计理念和大气、自然、浓郁的景观效果，同时更加注重公共空间和建筑细节的表现，特别是新材料新技术的应用。

该项目于 2007 年 11 月开工，2008 年 10 月正式开盘，截止 2009 年 3 月底，已有 2.2 亿预收账款，预计本项目 2010 年 12 月开始陆续交付使用。目前本项目每平方米售价在 5500 到 6000 元之间。

3、白桦林间

白桦林间是继白桦林居项目后又一开发区大盘项目，公司于 2006 年取得本项目。项目位于凤城八路与凤城九路之间，明光路西侧，处于正在建设中的西安市新的行政中心核心区域内。项目占地面积 21.81 万 m²（327.17 亩），总建筑面积 74.91 万 m²，目前，项目已取得建设用地规划许可证、国有土地使用证，建审手续正在办理中。该项目于 2008 年 4 月开工，预计 2011 年 11 月开始陆续交付使用，2014 年 5 月全部完工。本项目将于 2010 年 3 月份开盘，预计开盘均价在 6000 元左右。

4、经发国际花园

项目位于经济技术开发区凤城二路北侧经发大厦旁，项目占地面积约 26 亩。根

据经发地产提供的资料，计划开发面积 44,566.00 平方米(其中:住宅楼 3,074.00 平方米、商业用房 21,550.00 平方米)。截止 2009 年 3 月份，项目还未开工。预计售价将在 8000 元/平米以上。

五、结算与盈利预测

项目名称	可结面积	2010			2011			2012		
		结算面积	均价	净利润	结算面积	均价	净利润	结算面积	均价	净利润
白桦林间	60	0			15	5800	15706	25	6000	28345
白桦林居*绿岛	16	0	0	0	16	5800	11518	0		
白桦林居	24	24	5000	17093	0					
经发国际花园	4.45	0			0			4.45	8000	8489
合计	104.45	24		24131	31		27224.46	29.45		36834
每股收益		2.07			2.34			3.1		

六、经发地产的未来——成为西安新中心城市运营商

经发地产真正的发展起步于 2003 年，打造西安标志地产企业西安高科房产的原高科总经理韩晓更女士受聘于西安经济技术开发区，并出任经发集团副总经理、经发地产董事长兼总经理后，经发地产发展迅猛，一年时间就使经发地产在西安地产界崭露头角，为经发地产的发展开启新的篇章。

经发地产目前主要在西安经济技术开发区发展，作为关中一天水经济区目前规模最大、资金最密集、技术含量最高的制造业聚集区，经开区是整个关中一天水经济区的核心，经发地产在经济技术开发区的发展空间已经相当之大，然而，经开地产的未来远远不限于此。西安城市中心的北移，给经发地产插上腾飞的翅膀，经发地产的历史使命已经跃升为西安新中心的城市运营商。

4.1 西安高科房产总经理韩晓更女士鼎力加盟，为经开打开发展新篇章

2003 年之前的经发发展缓慢，2003 年底新董事长兼总经理的加盟，为经开打开发展新篇章。新任经发地产董事长兼总经理韩晓更女士原是西安高科房产总经理，带领西安高科房地产获得了出色的成绩。有着丰富房地产开发经验的韩晓更上任后，迅速创建了一支高素质的房地产开发队伍，1 年时间里，经开地产迅速从未开发过商品房到熟练操作白桦林居这样的大盘项目，开发能力飞快提升。同时，白桦林居还掀起北城开发的热潮，经开区及经开地产都成为市场热议的话题。

4.2 城市中心北移，经开区将形成西安城市新中心

2003 年提出行政中心北迁

2003 年 9 月 在陕西省社会科学界联合会主办的北城发展战略研讨会上，从西安乃至全省跨越式发展的战略高度提出西安行政中心北迁。

2003 年 10 月 原西安体育中心和草滩西安现代农业综合开发区并入西安经济技术开发区。

2004 年 西安第四次城市总体规划正式确定“城市重心北迁，跨过渭河向北拓展”的发展战略。

2005年9月25日中国城市规划年会上，西安《唐皇城复兴计划》提出西安行政中心将北迁至经开区张家堡地区。

2005年末，西安“十一五”规划提出，在西安经开区建成西部领先的制造业基地和出口加工基地，形成新的中心市区。

2007年6月西安新行政中心建设在张家堡地区启动。

2009年初《西安市2004-2020年城市总体规划》获国务院批复，按照该规划至2020年，西安将逐步形成“九宫格局、一城多心”的空间结构。

经开区从西部现代制造业基地和出口加工基地向西安城市新中心迈进。

4.3 历史性的发展机遇，经开集团成为西安城市新中心城市运营商

西安城市中心的北移，使得经开区从经济技术开发区的定位飞跃至西安城市的新中心，乃至未来大西安的中心城市，而经开集团也成为新中心的城市运营商，实现质的飞跃。

2007年，在市政府的领导下，经发集团在做好建设经开区，服务经开区的基础上，分别承担了占地4平方公里的未央新城核心区代建项目，以及占地247亩、目前西安市最大的棚户区祥和居安置改造工程，向城市新中心的城市运营商迈出坚实一步。

4.4 地铁开建、政府北迁，新城房地产升值空间大

战略上被定位为新中心后，经开区的基础设施建设快速推进，随着基础设施的逐步建设，西安市民对北城的接纳程度有了相当大的提高，相较于市区的繁杂，北城宁静的环境和清新的空气吸引了人们，据三秦都市报报道，约有六成西安市民表示自己更愿意搬到北城去住。

的确，2007年，西安第一条地铁——地铁二号线开工，使北城改变了模样。从城北客运站到长安韦曲26.4公里，只需39分钟，比市民乘坐普通公交车快一个小时。地铁贯通还将带来地铁经济的繁荣。最直接的反应是带动沿线物业的升值和商业环境的改善。

同时，西安行政中心今年10月份落成动迁以及铁路客运站2010年开始运营，一齐带动整个城市中心北移。

从2009年中国西安城市发展高层论坛获悉，北城工程建设投资将超2500亿，北城发生翻天覆地的变化。

最直观的现象就是房产升值，越来越多的居民选择到北城居住，也有很多人看到了北城的升值潜力，成交持续活跃，价格持续攀升，目前多数楼盘涨价达到千元以上，相信随着地铁和新城建设的日益完善，新城的房地产升值空间仍然很大。

4.5 潜在土地储备丰富

2009年，公司控股股东经发集团挺进西安长安常宁新区，拟投资104亿元开发“常宁谷”、“常宁天下”等房产项目，精心培育西安城南全新的宜居生态新城。

常宁新区作为西安市城市总体规划的重要组成部分，是长安区委、区政府按照“一城多心”城乡一体化发展格局，在常宁组团的基础上成立的综合性开发区，承担着中心城市产业转移、人口疏散和城市延伸的功能。万科在该区也将有70亿的投资。

控股股东经发集团在重组过程中承诺，未来所有地产业务均由经发地产来完成。因此，公司潜在土地储备较为丰富。

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>