

2010-07-21

房地产业/房地产开发与经营

公司研究 / 深度研究

华丽家族 (600503)

增持/ 首次评级

股价：RMB9.34

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162

+755-82492232 yujinhua@lhqz.com

联系人

宋莉

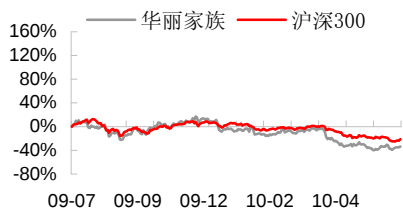
+21-68498606 songli@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	527
流通A股(百万股)	106
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)	987

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

补充优质项目，实现华丽转身

- 公司前身为 SST 新智，2007 年 7 月被华丽家族以 8.59 元/股的价格借壳上市。
- 公司权益建筑面积为 96.7 万平方米，分别为苏州太上湖项目、上海复兴天地中心项目和正在收购的汇景天地项目。三个项目均地理位置优越，并且毛利率水平均处于 50%以上。
- 根据控股股东南江集团在 2008 年资产重组时的承诺，公司 2009 年度和 2010 年度实现的归属于母公司所有者的净利润合计将不低于 6 亿元。若实际实现的利润数低于承诺数，南江集团将以现金方式向上市公司补足该期间实际实现的净利润与承诺的利润数的差额部分。由于公司 2009 年实现净利润仅为 9400 万元，按照此承诺，公司 2010 年归属于母公司的利润将不低于 5.05 亿元，也即 2010 年 EPS 将达到 0.96 元。
- 2011 年公司的主要利润来源将是目前正在收购的汇景天地项目以及太上湖项目二期联排别墅部分。汇景天地已于 10 年 6 月 27 日开盘。推出 1、2 号住宅楼，总套数 200 套，一周内售出 17 套，成交合同均价约为 5 万元/平方米。根据上海房地产交易中心数据，该项目参考均价为 7.5 万元/平方米，公司采取低价入市的策略是希望可以尽快回笼销售资金，缓解资金压力。随着市场的回暖，相信项目的后续价格将呈上升态势。2012 年起上海复兴天地中心亦将开始利润贡献。该项目地处上海浦西中心之黄金地段，北面毗邻“新天地”和淮海路商业区，位于地铁 10 号线和 13 号线的交汇处。预计售价将在 10 万元/平米以上。
- 公司管理层于 09 年 5 月增持公司股票，持股成本分别为 8.84 元/股和 8.94 元/股，反映管理层对公司未来发展前景的看好。目前股价已接近于公司高管持股成本，甚至一度跌破持股成本价，同时从壳资源 8.59 元的价格来看，目前公司处于较低水平，接近公司价值底线。
- 公司 10 年及 11 年对应动态 PE 为 9.7X 和 7.3X。公司 09 年末 NAV 为 12.08 元，P/NAV 为 0.77，NAV 折价 23%。公司估值水平较低，考虑到公司 10、11 年业绩的确定性及成长性，本次给及增持评级。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	80.1	2.7	930.2	2885.6	3300.7
(+/-%)	-90.2	-88.5	1061.3	210.2	14.4
归属母公司净利润(百万元)	94.7	6.2	506.1	677.2	887.1
(+/-%)	-53.8	-57.2	434.4	33.8	31.0
EPS(元)	0.18	0.01	0.96	1.28	1.68
P/E(倍)	52.0	793.5	9.7	7.3	5.6

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

大股东资源全力支持上市公司	4
大股东股权质押融资以支持上市公司	4
向上市公司输入汇景天地项目，为 2011 年业绩增长提供动力	4
收购价低，项目毛利率高	4
项目 11 年进入结算期，为业绩增长提供动力	5
项目品质优异，毛利率高	5
专业开发能力强，品牌口碑好	7
股东承诺+优势资源补充，业绩进入高增长期	8
管理层持股显对公司未来信心	8
估值与敏感性分析	8
估值与投资建议	8
敏感性分析	9
风险提示	9
公司资金压力及承诺无法兑现	9
房地产行业系统性风险	10

图表目录

图 1 公司股权结构	4
图 2 汇景天地位置图	5
图 3 汇景天地实景图	5
图 4 太上湖项目位置图	6
图 5 太上湖项目规划图	6
图 6 复兴天地中心效果图	7
图 7 复兴天地中心位置图	7
图 8 檀宫别墅	7
图 9 华丽家族古北花园	7
表 1 项目储备情况	6
表 2 项目结算进度表	8
表 3 NAV 估值表	9
表 4 主要指标敏感性分析	9

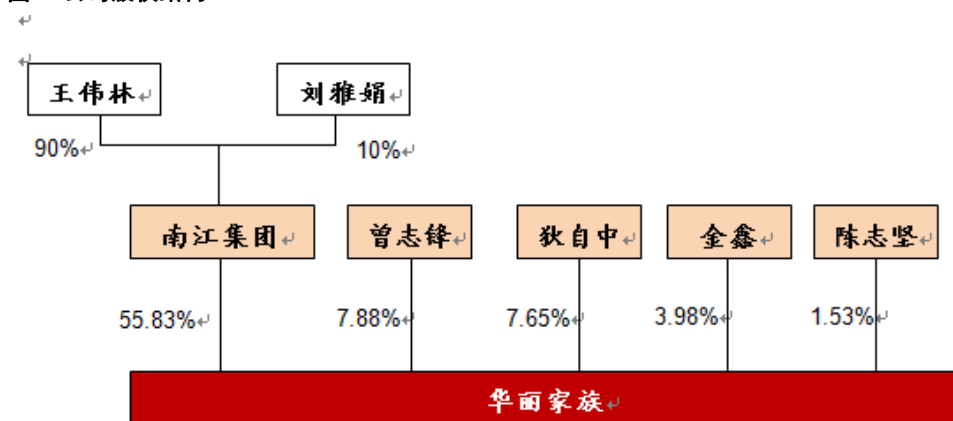
大股东资源全力支持上市公司

大股东股权质押融资以支持上市公司

华丽家族的前身为上海华丽家族房地产开发有限公司，其大股东为南江集团。2007年7月借壳 SST 新智上市，交易对方以 8.59 元/股向华丽家族全体股东定向发行 4.0335 亿股，从而实现对华丽家族的吸收合并。截止 2010 年 7 月 1 日，南江集团累计持有公司 19442 万股，占公司总股份的 36.87%。

南江集团成立于 1992 年，早期从事音响设备贸易业务，2000 年房地产成为集团主营业务，2007 年华丽家族借壳上市后，集团已无实质性业务。为了纾解上市公司目前的资金压力，南江集团多次将其所持股权质押向银行融资。此外，大股东南江集团旗下可用资源均向上市公司倾斜，以支持上市公司业务走上正轨。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

向上市公司输入汇景天地项目，为 2011 年业绩增长提供动力

2009 年 9 月南江集团向建行上海分行购买了 "建行财富" 莱茵广场理财产品 B 档次级。作为 B 档次级理财产品的投资人，南江集团在支付全部股权转让款后，有权按照相关协议的约定受让/或指定第三方受让金叠公司 100% 的股权。

2010 年 7 月 1 日，南江集团指定华丽家族为上海金叠房地产开发有限公司（以下简称 "金叠房产"）51% 股权的收购方，南江集团则受让剩余的 49% 股权。为了避免和公司形成同业竞争，南江集团放弃除所有权及分红权之外的其他所有权力。同时还承诺：待条件成熟时，南江集团愿意将其在金叠公司的股权部分甚至全部转让给上市公司。

收购价低，项目毛利率高

金叠房产的唯一资产为坐落于上海市鲁班路 611 号 "华丽家族·汇景天地"（原名 "莱茵广场"）项目。项目总用地面积 1.8 万平方米，总建筑面积 13.8 万平方米。地上建筑面积为 7.7 万平方米，其中精装修住宅 4.86 万平方米，精装修公寓式办公面积 1.83 万平方米，商业 1.07 万平方米。地下建筑面积 6.1 平方米，其中地下一二层商业 2.3 万平方米、会所 1381 平方米，地下三、四层为车库，共计地下机动车位 589 个。

截至 2010 年 5 月 31 日，金叠房产总资产 15.89 亿元，负债 8.38 亿元，净资产 7.51 亿元。其 100% 股权的预估价值为人民币 11.3 亿元左右，双方经协商按 10.8 亿元作为 100% 股权的成交价，51% 股权的转让价格则为人民币 5.508 亿元。按照项目可售面积 10 万平方米计，则汇景天地的收购楼面地价约为 1.9 万元/平方米。

项目 11 年进入结算期，为业绩增长提供动力

汇景天地已于 10 年 6 月 27 日开盘。推出 1、2 号住宅楼，总套数 200 套，一周内售出 17 套，成交合同均价约为 5 万元/平方米，预售金额 2 亿元。根据上海房地产交易中心数据，该项目参考均价为 7.5 万元/平方米，公司采取低价入市的策略是希望可以尽快回笼销售资金，缓解资金压力。随着市场的回暖，相信项目的后续价格将呈上升态势。我们预计该项目毛利率可达 50% 以上。

2011 年汇景天地将进入交楼结算期。因此该项目的收购，不但可以缓解公司目前项目较少的问题，还将为公司 11、12 年的业绩增长提供新的动力。

图 2 汇景天地位置图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 3 汇景天地实景图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

项目品质优异，毛利率高

公司项目项目总储备面积为 103.5 万平方米，权益建筑面积为 96.7 万平方米。其中除包括目前正在收购的上海华丽·家族汇景天地项目外，还有苏州华丽家族·太上湖项目和上海华丽家族·复兴天地中心项目两个项目。该两个项目一位于上海市内环核心区域，另一个位于苏州国家级旅游度假区内，项目地理位置十分优越，且项目品质较高，在当地市场均属于豪宅产品。由于土地均为早期获取，地价水平偏低，而产品定位高端，售价水平高，使得项目毛利率水平平均处于 50% 以上，高毛利的项目为公司业绩提供支撑。

表 1 项目储备情况

项目	权益	建面 (万 m ²)	权益建面 (万 m ²)	09 年末未结权益建面 (万 m ²)	销售均价 (元/ m ²)	毛利率
太上湖一期	100%	5.3	5.3	5.3	27000	60%
太上湖二期联排部分	100%	6.0	6.0	6.0	15000	52%
太上湖二期小高层部分	100%	21	21.0	21.0	10000	54%
太上湖项目三、四期	100%	43.7	43.7	43.7	18000	60%
复兴天地中心	100%*	13.7	13.7	13.7	100000	78%
汇景天地	51%	13.8	7.0	7.0	55000	56%
合计		103.5	96.7	96.7		

华丽家族·太上湖项目

项目位于苏州太湖国家旅游度假区核心区域，国家旅游度假区距离苏州市区 15 公里、距上海虹桥国际机场 90 公里，沪苏高速公路、沪宁高速、312 国道、沪宁铁路等为度假区构筑了现代化交通网络。

占地总面积 56.7 万平方米，总建筑面积 97 万平方米，其中地上建筑面积 76 万平方米，计划分四期开发。项目一期地上建筑面积 5.3 万平方米（地下建筑面积约 2 万平方米），共 139 栋独栋别墅，450-520m² 户型，900 万/栋起，590-816 m² 户型，1200 万/栋起，4 月 18 日开盘，2010 年可交付。不过苏州太上湖项目受宏观调控影响，销售并不理想，截止 10 年上半年销售 35 套，预售收入约为 4 亿元。

二期是由联排别墅和小高层组成，其中联排别墅已动工，预计今年年底开盘。小高层计划于利用一期销售利润滚动开发，预计下半年动工。预计联排别墅单价在 15000 元/ m²，小高层单价在 10000 元/ m²。

图 4 太上湖项目位置图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 5 太上湖项目规划图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

华丽家族·复兴天地中心

位于马当路 388 号，地处上海浦西中心之黄金地段，北面毗邻“新天地”和淮海路商业区，位于地铁 10 号线和 13 号线的交汇处。目前公司拥有项目 51% 的权益，09 年 8 月，公司与盛大房地产签订《框架协议》，公司拟受让盛大房地产持有的弘圣房地产 48.4761% 股权，交易总价款为 79,940 万元，加上公司拟获取的剩余 1% 的挂牌出让股权，公司即将拥有项目 100% 的股权。

规划用地面积为 2 万平方米，总建筑面积 13.7 万平方米，项目由一幢二十七层公寓式办公、七层酒店式办公及多幢二~三层商业裙房及五层地下室组成。2007 年底开始施工，由于世博会的影响，停工数月，预计将于 2012 年竣工。

图 6 复兴天地中心效果图



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

图 7 复兴天地中心位置图



资料来源：华泰联合证券研究所

专业开发能力强，品牌口碑好

华丽家族开发的房地产项目以精品住宅为主，具体包括“浦东华丽家族花园”、“华丽家族古北花园”、“檀宫”等沪上知名的精品楼盘。截止 2007 年 9 月底，华丽家族累计施工面积 60 余万平方米，累计竣工和累计销售面积均超过 50 万平方米，累计销售金额超过 50 亿元。公司开发的项目多为顶级豪宅项目，往往成为所在片区代表性楼盘。

位于西郊宾馆附近的檀宫别墅，共 18 栋，每栋价值均在亿元以上，数年来一直雄居《中国十大超级高端物业排行榜》第一位置。公司开发高端豪宅的专业能力得到业界所公认的，早先多个精品楼盘的开发奠定了公司在豪宅市场的领先地位。

图 8 檀宫别墅



资料来源：华泰联合证券研究所

图 9 华丽家族古北花园



资料来源：华泰联合证券研究所

股东承诺+优势资源补充，业绩进入高增长长期

公司自 04 年获取两个项目以来，由于拆迁、施工等原因，项目一直未进入利润回报期，周转缓慢，存货比例大，给公司带来一定的财务压力。

不过根据控股股东南江集团在 2008 年资产重组时的承诺，公司 2009 年度和 2010 年度实现的归属于母公司所有者的净利润合计将不低于 6 亿元。若实际实现的利润数低于承诺数，南江集团将以现金方式向上市公司补足该期间实际实现的净利润与承诺的利润数的差额部分。由于公司 2009 年实现净利润仅为 9400 万元，按照此承诺，公司 2010 年归属于母公司的利润将不低于 5.05 亿元，也即 EPS 将达到 0.96 元。

2011 年公司的主要利润来源将主要是目前在收购的汇景天地项目以及太上湖项目二期联排别墅部分。2012 年起上海复兴天地中心亦将开始利润贡献。我们预测公司未来三年的 EPS 将分别达到 0.96、1.28 和 1.68 元，复合增长率达 30% 以上。

表 2 项目结算进度表

项目	权益	建筑面积 (万 m ²)	售价 (元/m ²)	销售收入 (亿元)	净利润 (亿元)	结算利润 (亿元)		
						2010E	2011E	2012E
太上湖一期	100%	5.3	27000	14.3	3.3	2.2	1.1	0.0
太上湖二期联排部分	100%	6.0	15000	9.0	2.0	0.0	0.9	0.6
太上湖二期小高层部分	100%	21	10000	21.0	4.4	0.0	0.9	0.9
太上湖项目三、四期	100%	43.7	18000	78.7	20.4	0.0	0.0	0.0
复兴天地中心	100%*	13.7	100000	109.6	28.5	0.0	0.0	2.9
汇景天地	51%	13.8	55000	60.6	15.7	0.0	3.3	3.3
合计		103.5		293.2	74.3	2.2	6.2	7.7

数据来源：华泰联合证券研究所

注：公司持有 51% 的权益，09 年公司收购弘圣房地产剩余 48% 股权，目前仍在付款阶段，剩余 1% 股权已挂牌，公司将获取。

管理层持股显对公司未来信心

大股东南江集团外，公司高管均持有公司较高比例股权，管理层与大股东利益趋于一致。2009 年 5 月，公司两位高管以自有资金分别从二级市场购入公司股票，其中曾志锋 1200067 股，平均价格为 8.84 元人民币/股；金鑫 800097 股，平均价格为 8.94 元人民币/股，我们认为公司管理层的增持反映了管理层对公司未来发展前景的看好。而目前公司股价已接近于公司高管持股成本，甚至一度跌破持股成本价，同时从壳资源 8.59 元的价格来看，目前公司处于较低水平，接近公司价值底线。

估值与敏感性分析

估值与投资建议

预计公司 10、11 年基本每股收益为 0.96、1.28 元，对应动态 PE 为 9.7X 和 7.3X。公司 09 年末 NAV 为 12.08 元，P/NAV 为 0.77，NAV 折价 23%。公司估值水平较低，考虑到公司 10、11 年业绩的确定性及成长性，本次给予增持评级。

表 3 NAV 估值表

项目	金额
09 年末净资产 (百万元)	1113
房地产销售业务利润现值 (百万元)	5257
总股本 (百万股)	527
NAV (元/股)	12.08

资料来源：公司公告，联合证券研究所

敏感性分析

我们对主要指标进行了敏感性分析，11 年业绩对于房价涨幅的敏感性最强。目前股价为 9.34 元，基本与预期未来房价将有 20% 的跌幅的 NAV 相当，具有较高的安全边际。考虑到公司项目特性及目前采取的低价入市策略，未来项目售价未必有显著降幅。

表 4 主要指标敏感性分析

		指标变动幅度		
		NAV	10 年 EPS	11 年 EPS
房价变动幅度	-30%	7.84	0.63	0.44
	-20%	9.35	0.74	0.71
	-10%	10.78	0.85	1.00
	0%	12.08	0.96	1.28
	10%	13.31	1.07	1.57
	20%	14.50	1.18	1.86
	30%	15.63	1.29	2.16

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

公司资金压力及承诺无法兑现

公司目前面临较大的资金压力，2010 年一季报显示，公司资产负债率 65%，货币资金 5.92 亿元。但是复兴天地尚有 3.5 亿元收购款未付，加上此次收购汇景天地所需的 5 亿元，总计收购价款约 8.5 亿元。再加上三个项目的开发资金需求，预计 10 年全年资金需求超过 20 亿，除去 10 年一季度末的货币资金，资金缺口仍达 15 亿元。

目前公司资金来源主要源自大股东股权质押贷款，贷款额约 6 亿元，质押股权比例达 37%。此外，公司再融资方案仍处于等待状态，预计今年难以获批。因此项目销售收入将成为公司资金另一主要来源。根据网上交易数据显示，7 月第一周汇景天地项目销售收入接近 2 亿元，上太上湖项目约 4 亿元的销售收入，未来项目的销售情况直接决定了公司的资金压力情况。

此外，亦存在 10 年业绩承诺无法兑现的风险。

房地产行业系统性风险

2010 年是房地产宏观调控的一年，异常严厉的信贷政策给房地产行业带来整体的系统性风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3910	5555	7611	9375	营业收入	80	930	2886	3301
现金	830	976	3029	4936	营业成本	43	371	1277	1235
应收账款	11	180	460	552	营业税金及附加	-19	93	289	330
其他应收款	2	3	2	2	营业费用	10	37	115	132
预付账款	599	599	599	599	管理费用	28	28	87	99
存货	2468	3797	3520	3285	财务费用	0	36	92	119
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	4	3	3	2	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	83	300	80	0
固定资产	4	3	2	1	营业利润	103	665	1106	1386
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	21	14	15	16
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	1	4	2	2
资产总计	3914	5558	7613	9377	利润总额	123	675	1119	1399
流动负债	622	1086	1672	1797	所得税	28	169	280	350
短期借款	16	200	200	200	净利润	95	506	839	1049
应付账款	17	17	17	17	少数股东损益	0	0	162	162
其他流动负债	590	870	1456	1580	归属母公司净利润	95	506	677	887
非流动负债	1750	2450	3150	3850	EBITDA	105	702	1199	1506
长期借款	1750	2450	3150	3850	EPS (元)	0.18	0.96	1.28	1.68
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	2372	3536	4822	5647	主要财务比率				
少数股东权益	429	429	591	753	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	527	527	527	527	成长能力				
资本公积	25	25	25	25	营业收入	-90.2%	1061.3%	210.2%	14.4%
留存收益	560	1040	1647	2424	营业利润	-69.7%	547.8%	66.3%	25.3%
归属母公司股东权益	1113	1593	2199	2977	归属于母公司净利润	-53.8%	434.3%	33.8%	31.0%
负债和股东权益	3914	5558	7613	9377	获利能力				
					毛利率 (%)	46.8%	60.1%	55.8%	62.6%
					净利率 (%)	118.3%	54.4%	23.5%	26.9%
					ROE (%)	8.5%	31.8%	30.8%	29.8%
					ROIC (%)	3.2%	14.2%	28.9%	39.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	60.6%	63.6%	63.3%	60.2%
					净负债比率 (%)	60.70%	82.81%	11.50%	-23.75%
					流动比率	6.28	5.11	4.55	5.22
					速动比率	2.32	1.62	2.45	3.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.02	0.20	0.44	0.39
					应收账款周转率	2	9	9	6
					应付账款周转率	0.95	22.47	77.33	74.80
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.96	1.28	1.68
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.00	-1.85	2.72	2.72
					每股净资产 (最新摊薄)	2.11	3.02	4.17	5.64
					估值比率				
					P/E	52.00	9.73	7.27	5.55
					P/B	4.43	3.09	2.24	1.65
					EV/EBITDA	60	9	5	4

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)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。

华泰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 华泰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,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com