

审慎推荐-A (维持)

华发股份 600325.SH

目标估值: 14.40 元

当前股价: 12.81 元

2010 年 7 月 23 日

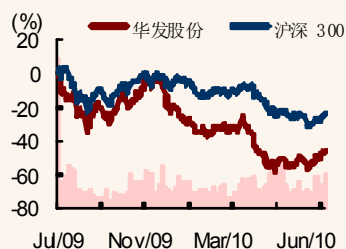
珠海龙头向异地迈进

基础数据

上证综指	2562
总股本(万股)	81705
已上市流通股(万股)	81705
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	105
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	13.1
资产负债率	72.2%
主要股东	珠海华发集团有限公司
主要股东持股比例	21.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-22	-43
相对表现	8	-5	-20



相关报告

- 1、《华发股份(600325)一配股获得正式批文点评》2010/4/08
- 2、《华发股份(600325)一风景这边独好》2008/3/10

贾祖国

010-88088569
jjazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理

洪俊骅
021-68407139
hongjh@cmschina.com.cn

华发股份是珠海房地产的龙头,从 08 年开始,公司开始走出珠海、中山,实施了异地拓展战略,公司近期大规模高薪招聘高级管理人才,使得我们担心异地项目“蜀中无大将”的局面将得到明显改善。我们看好公司异地项目的潜力,维持公司“审慎推荐-A”的投资评级。

- **公司在珠海土地储备丰富,珠海市场占有率一直较为稳定:**公司在珠海拥有众多优质储备,珠海市的可结算资源达到 292.29 万平方米。公司近几年在珠海市场的份额也较为稳定,基本都在 20%左右。即使面对日益激烈的竞争,公司在珠海仍然是当地的龙头;
- **公司近期大规模招聘高级管理人才:**近期公司陆续将多位前珠海市国土局、规划局等相关人才招致麾下,薪酬均在 120 万-240 万不等。由于公司历年来的薪酬水平位居国内顶尖水平,因此对高端人才十分有吸引力,我们认为公司想做大做强意愿十分明显;另外以前资本市场一直有对公司异地项目拓展不利的担心,但是随着高端人才的引进,我们认为,这种担心大可不必,未来我们还是看好公司走出去的战略;
- **公司再融资还有待证监会审核:**公司从 04 年上市至今,通过 IPO、配股、可转债以及公司债等多种形式融资 52.26 亿元,为公司近年来的快速发展奠定了基础。公司在今年公布了融资计划,拟以不低于 14.27 元/股定向增发不超过 2.5 亿股,该议案已经股东大会审议通过;
- **业绩预测与投资评级:**我们预测公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 是 0.96 元、1.08 元及 1.54 元。公司 2010 年的 RNAV 为 17.3 元。我们按照 2010 年 15 倍 PE 给予公司股价 14.4 元的目标值,维持公司股票“审慎推荐-A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3479	4007	4290	4912	6878
同比增长	61%	15%	7%	14%	40%
营业利润(百万元)	767	860	1082	1269	1827
同比增长	75%	12%	26%	17%	44%
净利润(百万元)	651	680	781	884	1258
同比增长	80%	4%	15%	13%	42%
每股收益(元)	0.80	0.83	0.96	1.08	1.54
PE	16.1	15.4	13	11.8	8.3
PB	2.3	2.1	1.8	1.6	1.3

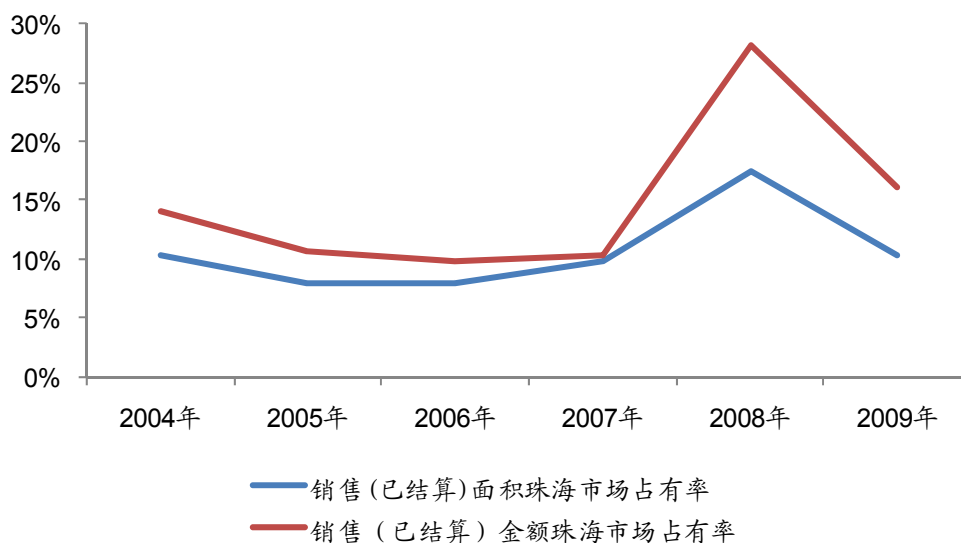
资料来源:招商证券

公司是珠海房地产的龙头

公司是珠海房地产开发的龙头公司，在珠海拥有众多优质储备，可结算资源达到 292.29 万平方米，是名副其实的珠海大地主。根据我们的统计，公司的可售资源有 46% 在珠海，19% 在中山，14% 在沈阳，南宁占比 8%，大连占比 7%，包头占比 5%。

公司近几年在珠海市场的份额较为稳定，基本都在 20% 左右。即使面对日益激烈的竞争，公司在珠海仍然是当地的龙头。

图 1：华发股份在珠海房地产市场的占有率



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司项目列表

根据我们的模型，公司目前在 6 个城市拥有土地储备（未结算面积）632.93 万平方米，权益土地储备 542.86 万平方米，公司 08 年进军包头，在 09 年陆续在大连、沈阳以及南宁实现了项目拓展。

表 1：华发股份项目一览表

名称	区域	土地面积	项目总可售面积	未结可售 (万平)	权益	权益可售 (万平)
华发新城五、六期	珠海市南湾地区	35.45	74.60	73.40	100.00%	73.40
华发世纪城	珠海市南湾地区	46.74	79.47	49.20	100.00%	49.20
云湖翠谷 (红门楼)	珠海市新香洲	9.55	32.73	29.70	100.00%	29.70
华发水郡	珠海市斗门区	115.10	46.00	38.10	50.00%	19.05
珠海斗门项目	珠海市斗门区	26.10	39.16	39.00	50.00%	19.50
华发山庄地块	珠海市新香洲	21.39	21.39	21.39	100.00%	21.39
珠海华发蔚蓝堡	珠海市唐家区	21.18	39.28	33.20	100.00%	33.20
珠海银河唐家项目	珠海市唐家区	3.20	6.30	5.20	100.00%	5.20
珠海湾仔南湾项目	珠海市湾仔地区	3.20	3.41	3.10	100.00%	3.10
华发生态庄园	中山市沙溪镇	55.10	24.10	15.90	100.00%	15.90
紫悦山苑	中山市沙溪镇	17.73	35.17	28.14	100.00%	28.14
中山华发广场	中山市城区	2.73	24.83	21.80	100.00%	21.80
中山华发山庄	中山市三乡镇	44.45	66.67	56.70	100.00%	56.70
包头华发新城	内蒙古包头市	16.80	40.00	34.80	100.00%	34.80

大连华发新城	辽宁省大连市旅顺经济开发区	24.75	53.52	45.40	80.00%	36.32
南宁华发新城	广西省南宁市	18.60	53.80	47.60	100.00%	47.60
沈阳华发新城	辽宁沈阳市	19.20	106.40	90.30	53.00%	47.86
合计		481.27	746.82	632.93		542.86

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司在资本市场较为活跃

从公司 04 年上市至今，公司通过 IPO、配股、可转债以及公司债等多种形式融资 52.26 亿元，为公司近年来的快速发展奠定了基础。公司在今年公布了融资计划，拟以不低于 14.27 元/股定向增发不超过 2.5 亿股，该议案已经股东大会审议通过。

表 2：公司近几年资本市场筹资情况

	筹资（亿元）	筹资方式
2004 年	4.08	IPO
2006 年	4.30	可转债
2008 年	25.88	配股
2009 年	18.00	公司债
合计	52.26	

资料来源：招商证券研发中心

公司近期在珠海当地大规模招聘高级管理人才

根据我们的了解，近期公司在人才市场出手频繁，陆续将多位前珠海市国土部、规划局等相关人才招致麾下，薪酬均在 120 万-240 万不等。由于公司历年来的薪酬水平位居国内顶尖水平，因此对高端人才十分有吸引力，我们认为公司想做大做强的意愿十分明显；另外以前资本市场一直有对公司异地项目拓展不利的担心，但是随着高端人才的引进，我们认为，这种担心大可不必，未来我们还是看好公司走出去的战略。

表 3：09 年部分房地产公司董事长薪酬一览

简称	获得者	税前薪酬（万元）
华远地产	董事长任志强	707.4
华发股份	董事局主席袁小波	663
万科 A	董事会主席王石	590.3
金地集团	董事长凌克	307
金融街	董事长王功伟	249
保利地产	原董事长李彬海	186

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司 10-12 年房地产结算面积和收入假设

10 年预计结算面积 36.7 万平方米，结算收入 42.9 亿元；主要结算项目有华发新城、华发世纪城、华发水郡和华发生态庄园。

11 年预计结算面积 44.5 万平方米，结算收入 49.12 亿元；主要结算项目有华发新城、华发世纪城、华发水郡、华发生态庄园、包头华发新城和大连华发新城。

12 年预计结算面积 63 万平方米，结算收入 68.78 亿元；主要结算项目有华发新城、华发世纪城、华发水郡、华发生态庄园、珠海华发蔚蓝堡、珠海斗门项目、中山华发山庄、中山华发广场、沈阳华发新城、大连华发新城、南宁华发新城等。

10-12 年 EPS 分别为 0.96 元，1.08 元和 1.54 元

基于上述收入与成本假设，我们预计公司 10 年到 12 年，EPS 分别为 0.96 元，1.08 元和 1.54 元。

表 4：公司盈利预测简表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	4007	4290	4912	6878
二、营业总成本	3149	3208	3643	5051
其中：营业成本	2470	2417	2746	3749
营业税金及附加	412	429	491	688
营业费用	103	193	221	310
管理费用	158	150	172	241
财务费用	4	19	13	64
资产减值损失	2	0	0	0
三、其他经营收益	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
四、营业利润	860	1082	1269	1827
加：营业外收入	6	20	20	20
减：营业外支出	1	3	3	3
五、利润总额	865	1099	1286	1844
减：所得税	177	242	309	461
六、净利润	688	857	977	1383
减：少数股东损益	9	76	93	125
七、归属母公司所有者净利润	680	781	884	1258
股本（百万）	817	817	817	817
每股收益（元）	0.83	0.96	1.08	1.54

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

10 年 RNAV 为 17.3 元，目前股价有 26% 的低估

公司 10 年的 RNAV 是 17.3 元，目前股价有 26% 的低估。

表 5：公司 RNAV 计算表

开发项目评估溢价（亿元）	90.44
帐面净资产（亿元）	50.94
重估净资产（亿元）	141.38
总股本（亿）	8.17
RNAV	17.30

资料来源：招商证券研发中心

维持 “审慎推荐-A” 评级

维持“审慎推荐—A”评级：我们认为公司股价没有完全反映公司的价值，我们给予公司 2010 年 15 倍 PE 估值，目标股价 14.4 元。

未来公司股价的催化剂在于：

1) 公司再融资获批。2) 公司异地项目销售超出市场预期。

风险提示

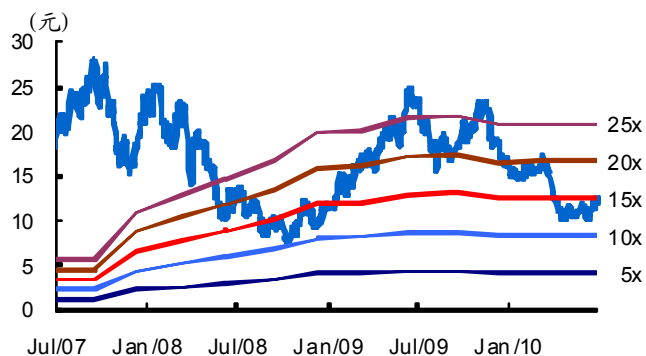
公司的风险主要在于严厉政策调控带来的房地产市场萧条，房地产市场量价齐跌，价格跌幅超过 50%。

表 6: 重点公司估值表

		股价	每股 净资 产	PB	RNAV	P/RNAV	房价 下跌 30%	P/调 整后 RNAV	10EPS	10PE	评级
二三线 住宅开 发类	荣盛发展	10.95	2.67	4.10	9.41	1.16	6.02	1.82	0.58	18.95	强烈推荐—A
	冠城大通	10.12	2.50	4.05	10.80	0.94	5.00	2.02	1.05	9.64	强烈推荐—A
	格力地产	9.98	2.98	3.35	10.72	0.93	8.26	1.21	0.57	17.51	强烈推荐—A
	首开股份	16.21	8.41	1.93	18.50	0.88	11.79	1.37	1.18	13.74	强烈推荐—A
	鲁商置业	8.40	0.65	12.90	7.93	1.06	4.24	1.98	0.81	10.37	强烈推荐—A
	福星股份	10.05	5.44	1.85	11.88	0.85	7.26	1.38	0.70	14.36	强烈推荐—A
	苏宁环球	10.26	1.74	5.89	12.00	0.86	7.00	1.47	0.96	10.69	强烈推荐—A
	华业地产	6.71	3.25	2.06	13.10	0.51	9.37	0.72	0.50	13.42	强烈推荐—A
	华发股份	12.81	6.30	2.03	17.30	0.74	9.08	1.41	0.96	13.34	审慎推荐—A
	新湖中宝	5.36	1.20	4.46	3.66	1.46	3.09	1.73	0.37	14.62	审慎推荐—A
	天津松江	7.46	1.14	6.57	7.66	0.97	4.57	1.63	0.40	18.65	审慎推荐—A
	浙江广厦	5.37	2.17	2.48	5.10	1.05	4.05	1.33	0.43	12.49	审慎推荐—A
	滨江集团	10.50	2.61	4.03	12.68	0.83	9.64	1.09	0.79	13.29	审慎推荐—A
	苏州高新	6.09	2.96	2.06	6.23	0.98	5.68	1.07	0.45	13.53	审慎推荐—A
	信达地产	7.81	3.45	2.26	8.01	0.98	5.38	1.45	0.60	13.02	审慎推荐—A
	华丽家族	10.15	2.12	4.78	7.65	0.62	4.19	2.42	0.96	10.57	审慎推荐—A
	亿城股份	5.06	2.82	1.79	7.07	0.62	4.3	1.18	0.54	8.2	审慎推荐—A
	建发股份	10.12	2.14	4.74	13.9	0.62	8.4	1.20	0.88	8.2	审慎推荐—A
	北京城建	13.70	6.60	2.08	19.40	0.62	16.75	0.82	1.23	11.14	审慎推荐—B
一线住 宅开发 类	金地集团	6.85	3.56	1.92	7.46	0.92	5.13	1.34	0.52	13.17	强烈推荐—A
	招商地产	18.44	9.70	1.90	30.00	0.61	16.30	1.13	1.60	11.53	审慎推荐—A
	万科 A	7.95	3.48	2.29	8.88	0.90	5.72	1.39	0.69	11.52	审慎推荐—A
	保利地产	12.35	5.53	2.23	11.87	1.04	8.23	1.50	1.02	12.07	审慎推荐—A
服务类	世联地产	29.15	4.74	6.15					1.73	16.85	强烈推荐—A
商业持 有类	金融街	7.62	5.03	1.51	16.40	0.46	12.15	0.63	0.70	10.89	强烈推荐—A
	世茂股份	13.62	5.33	2.56	22.90	0.59	11.36	1.20	1.11	12.27	强烈推荐—A
工业地 产类	张江高科	10.11	3.64	2.78	14.16	0.71	13.53	0.75	0.60	16.85	审慎推荐—A
	浦东金桥	10.79	4.03	2.68	13.02	0.83	12.39	0.87	0.46	23.46	审慎推荐—A
建 筑 + 开发类	龙元建设	9.99	4.84	2.06					0.63	15.86	审慎推荐—A
平均		10.36	3.84	3.10	12.31	0.81	8.40	1.25	0.79	13.29	

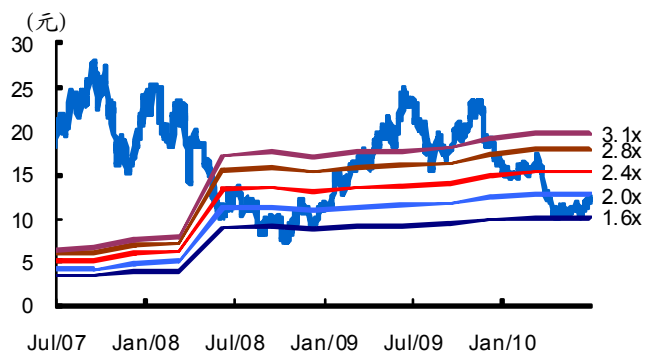
资料来源：招商证券研发中心（股价为 2010 年 7 月 22 日收盘价）

图 2: 华发股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 华发股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11403	17032	16619	18243	20645
现金	1852	2908	3493	5248	4770
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	0	4	5	7
其它应收款	34	42	43	49	69
存货	9509	11251	12566	12357	14996
其他	7	2831	513	584	803
非流动资产	2127	432	392	356	324
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	57	332	297	263	233
无形资产	2020	28	25	23	21
其他	49	71	70	70	69
资产总计	13529	17464	17012	18599	20969
流动负债	5365	6683	5308	5778	6621
短期借款	430	560	600	700	800
应付账款	595	533	532	604	825
预收账款	3129	4095	3867	4119	4499
其他	1211	1495	310	355	497
长期负债	3360	5253	5400	5540	5685
长期借款	3359	3486	3636	3786	3936
其他	2	1767	1764	1754	1749
负债合计	8725	11936	10708	11318	12305
股本	817	817	817	817	817
资本公积金	2604	2607	2607	2607	2607
留存收益	1081	1670	2370	3254	4512
少数股东权益	303	434	510	603	728
归属于母公司所有者权益	4501	5094	5794	6678	7936
负债及权益合计	13529	17464	17012	18599	20969

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	436	1815	1679	1527	(658)
净利润	651	680	781	884	1258
折旧摊销	0	0	41	37	32
财务费用	0	0	19	13	64
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	767	501	(2137)
其它	(216)	1136	70	93	125
投资活动现金流	(3934)	(2940)	0	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(3934)	(2940)	0	0	0
筹资活动现金流	3779	2180	(1094)	227	181
借款变动	0	0	(989)	250	250
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(82)	0	0
其他	3779	2180	(23)	(23)	(69)
现金净增加额	280	1055	586	1754	(477)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3479	4007	4290	4912	6878
营业成本	2171	2470	2417	2746	3749
营业税金及附加	277	412	429	491	688
营业费用	108	103	193	221	310
管理费用	152	158	150	172	241
财务费用	(18)	4	19	13	64
资产减值损失	21	2	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	3	0	0	0
营业利润	767	860	1082	1269	1827
营业外收入	8	6	20	20	20
营业外支出	7	1	3	3	3
利润总额	769	865	1099	1286	1844
所得税	124	177	242	309	461
净利润	645	688	857	977	1383
少数股东损益	(6)	9	76	93	125
归属于母公司净	651	680	781	884	1258
EPS (元)	0.80	0.83	0.96	1.08	1.54

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	61%	15%	7%	14%	40%
营业利润	75%	12%	26%	17%	44%
净利润	80%	4%	15%	13%	42%
获利能力					
毛利率	37.6%	38.3%	43.7%	44.1%	45.5%
净利率	18.7%	17.0%	18.2%	18.0%	18.3%
ROE	14.5%	13.3%	13.5%	13.2%	15.9%
ROIC	6.7%	6.4%	8.1%	8.3%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	64.5%	68.3%	62.9%	60.9%	58.7%
净负债比率	33.5%	29.9%	24.9%	24.1%	22.6%
流动比率	2.1	2.5	3.1	3.2	3.1
速动比率	0.4	0.9	0.8	1.0	0.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
应收帐款周转率	17396	17807	1970	1069	1168
应付帐款周转率	4.7	4.4	4.5	4.8	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.80	0.83	0.96	1.08	1.54
每股经营现金	0.53	2.22	2.06	1.87	-0.81
每股净资产	5.51	6.23	7.09	8.17	9.71
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	16.1	15.4	13.4	11.8	8.3
PB	2.3	2.1	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	12.3	10.7	8.1	7.1	4.8

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产: 美国最大的上市写字楼 REIT》2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕: 全球房地产服务业龙头》2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪: 全球房地产开发业龙头》2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》2010/01/2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作。一年证券从业经验，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。