

深度报告

房地产

房地产开发

华业地产 (600240)
推荐

合理估值: 11.54 元~16.70 元

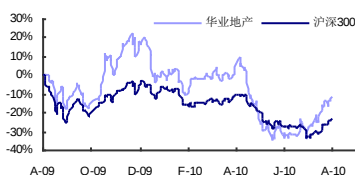
(维持评级)

2010 年 8 月 3 日

本报告的独到之处

- 剖析了公司的成长因子并对公司进行估值
- 全面分析了公司未来三年的盈利情况

一年该股与大盘收益率比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	645.00/630.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	4,469.85/4,365.90
上证综指/深圳成指	2,637.50/10,785.35
12 个月最高/最低(元)	9.87/5.26

财务数据

净资产值(百万元)	2,099.38
每股净资产(元)	3.25
市净率	2.13
资产负债率	70.86%

相关研究报告:

《华业地产 09 年 3 季报点评: 09 年将是高增长的起点》——2009-10-29

《华业地产: 小家碧玉, 质地优良》——2009-10-26

《华业地产: 迁址北京, 公司转折的开始》——2007-3-13

分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980206110188

分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-mail: ourm@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040014

联系人: 黄道立

电话: 0755-82130833-1830

E-mail: huangdl@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

深度跟踪

含苞欲放的“金玫瑰”

公司股票合理估值在 11.54 元—16.7 元

①重估净资产 74.4 亿元即 11.54 元/股, 考虑到房价假设偏保守、且预计公司未来三年或将在京、津、汉及大连增加超过 100 万平的土地储备占现有储备的 66%, NAV 还将有很大提升空间, 我们给予 10% 的溢价至 12.69 元/股; ② PE 估值为 13.9 元, 未来三年净利润年复合增长率 117%, 按 PEG 估值为 16.7 元。我们认为公司股票合理价格在 11.54 元—16.7 元, 对目前股价溢价 67%—134%。

三大核心竞争优势突出

拿地能力强: ①大股东本身的定位就是为上市公司“拿地”, 以平价注入上市公司; ②通过一级、二级联动获取土地储备; ③通过旧改、工业用地变更等方式获取土地储备(如大连玫瑰东方二期); ④股权收购, 低价获取土地储备(北京东方玫瑰)。

资源禀赋好: 公司现有可结算面积达 156 万平米, 其中北京通州 70 万平, 大连星海湾 24 万平, 长春净月潭 23 万平, 深圳龙岗中心区 13 万平, 预计大股东拟注入的深圳龙华项目约 25 万平, 全部储备包含拆迁成本在内的平均楼面地价仅 3699 元/平米, 预期平均售价达 14264 元/平方米, 项目盈利前景非常好。

产品精细、美誉度高: 公司是“品质地产”的倡导者与实践者, 产品传承了大园林、精品建筑的一贯风格, “玫瑰”系列高品质住宅声名显赫——发展史上的深圳东方玫瑰花园和南海玫瑰花园、北京华业玫瑰东方等都获得过两地业内最高荣誉。

战略清晰、资债结构优, 现已步入高速成长期

战略上: 公司将力争通过几年努力成为全国性综合类地产公司。10 年 1Q, 公司净负债率为 54%, 一年内到期非流动负债与短期借款之和/货币资金为 0.53, 均远低于 44 家行业内其他优秀公司平均值(该值为 66%和 0.74), 资本结构优, 现金充沛(1Q17.8 亿, 单位市值货币资金位居行业第 6), 有助于公司在行业相对低迷阶段低成本扩张。10 年将是公司高增长的起点, 11 年将进入业绩爆发期, 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.51、1.26、1.85 元, 三年平均 CAGR 为 117%。

星海湾明珠&首都“次 CBD”龙头、“世界城市”最大受益者

公司两大核心项目: ①大连东方玫瑰位于星海湾片区, 依托优质资源和精细产品, 销售形势非常好, 一期去化率已超过 70%; ②通州东方玫瑰项目位于八通线梨园站约 500 米处, 占地 25 万平米, 是北京近十几年来最大的一块地, 作为通州超级大盘, 获取了区域定价权, 并毫无疑问地成为北京“世界城市”战略和 CBD 东扩的最大受益者。

盈利预测和财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,210.04	2,407	4,905	5,531
(+/-%)	126.84%	98.9%	103.8%	12.8%
净利润(百万元)	117.02	328	812	1193
(+/-%)	20.57%	180.5%	147.5%	46.9%
每股收益(元)	0.18	0.51	1.26	1.85
EBIT Margin	17.50%	17.0%	21.8%	28.5%
净资产收益率(ROE)	5.66%	13.7%	25.3%	27.1%
市盈率(PE)	38.20	13.6	5.5	3.7
EV/EBITDA	51.20	33.9	16.6	10.8
市净率(PB)	2.16	1.86	1.39	1.02

投资摘要

估值与投资建议

通过重新厘清公司基本面，我们对未来销售假设进行了修正。主要项目从 10 年起开始结算，核心项目 11 年起开始结算，10 年是高增长的开始，11 年进入爆发期，10-12 年每股盈利分别为 0.51、1.26 和 1.85 元，年复合增长率 117%，目前动态 PE 分别是 13.6 倍、5.5 倍和 3.7 倍。根据我们绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 **11.54~16.70 元/股**，目前股价为 6.93 元，价值被严重低估，上调评级为推荐。

核心假设或逻辑的变化

①销售、结算面积假设：10-12 年销售面积分别为 20.7、22 和 43 万平方米，12 年末销售剩余面积为 44.3 万平方米，结算面积分别为 19.7、30 和 35 万平方米；②房价：公司未来三年核心项目主要是北京东方玫瑰及大连玫瑰东方，北京东方玫瑰 10 年假设是 15000 元/平方米，大连玫瑰东方一期 10 年假设为 16275 元/平方米；③未来三年拟增加土地储备：假设 2010 年末大股东将深圳龙华（上塘道附近）25 万平方米地块以楼面价 5600 元/平方米注入上市公司。

与市场预期的差异之处

市场认为受北京史上最严厉调控影响，通州楼市或将经历较长时间阵痛，将影响公司在该区域核心项目——东方玫瑰的销售。我们认为：①目前本次严厉调控已在通州产生效应，个别高估的楼盘价格如月亮河公园等已比今年 4 月最高峰跌了 10%，整个通州板块的疯狂涨势已被遏制，泡沫已被挤出；②作为北京“世界城市”战略规划的重要部分，未来通州势必被打造成北京的“次 CDB”和“副都心”，10 年北京“两会”也明确指出“今年要集中力量，聚焦通州，借助国内外资源，按照世界一流水平高起点谋划，实实在在启动一批项目，努力取得重大突破，发挥好示范带动作用”，这些因素都将成为支撑通州楼市向上的坚强基石，通州区区长岳鹏在 5 月 5 日接受媒体采访时就认为“通州核心区域房价每平米在 2 万元左右是比较合理的”，我们可以看到通州大部分楼盘价格仍与今年 4 月最高峰时持平；③在区位优势上明显弱于通州的大兴，6 月 28 日开盘的保利茉莉公馆销售均价已超过了 17000 元/平方米，开盘一周去化率超过 90%，我们认为，比照保利茉莉公馆，通州的华业东方玫瑰价格即使比我们假设的开高 13%、卖到 17000 元/平方米也不为过。

市场认为公司放弃去年提出的定向增发方案后将失去释放业绩的动力。我们认为，由于开发贷款必须以项目名义借入且封闭运作、不能异地挪用，相对于项目资源较丰富且分散的房地产公司，项目资源较为集中的房地产公司若不能在资本市场直接融资，为了争取贷款，其释放业绩的动力也会很强（提升业绩有望增厚股东权益，将获得更高的资产评估值），而且公司资本结构优良，也支撑进一步扩大间接融资比重。

股价变化的催化因素

①华业东方玫瑰销售情况超预期；②资本市场对房地产再融资重新开闸。

核心假设或逻辑的主要风险

①下半年房地产调控加码；②出现高通胀或经济二次探底（上述两个因素若出现，将导致公司未来销售大幅低于我们的模型假设）；③大股东向上市公司注入深圳龙华项目出现变故。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	3
估值与投资建议	4
绝对估值: NAVPS 为 11.54 元/股, 67%溢价于目前股价	4
相对估值: 16.7—18.4 元/股, 141%—166%溢价于目前股价	6
投资建议: 推荐买入	6
核心竞争优势突出	7
资源获取优势——强劲的拿地能力&优异的资源禀赋	7
产品和品牌优势——产品精细、美誉度高	8
战略清晰, 财务稳健, 已步入高速成长期	9
公司已具备与战略发展相匹配的全国扩张能力	9
财务稳健, 资债结构优	9
2010 年是高增长的起点, 未来三年将进入业绩爆发期	10
公司项目区位分析	12
大连玫瑰东方——星海湾的一颗璀璨明珠	12
北京东方玫瑰——首都“次 CDB”龙头、“世界城市”最大受益者	13
核心判断的主要风险	14
附表 1: 财务预测与估值	15

图表目录

表 1: 绝对估值表	4
表 2: 在建项目估值	4
表 3: 土地储备估值	5
表 4: 投资性物业估值	5
表 5: 估值相对于物业销售均价和折现率同时变化的敏感性分析	5
表 6: 估值相对于未来三年房价年均涨幅和折现率同时变化的敏感性分析	6
表 7: 前 10 家地产上市公司 PE 估值比较	6
表 8: 华业系地产项目地理位置表	7
表 9: 华业地产未结算资源楼面地价及预期售价	7
图 1: 华业地产可结算资源地域分布 (万平方米)	8
表 10: 华业地产与“保招万金”单位市值土地储备比较	8
表 10: 公司及华业系地产项目所获荣誉	8
图 2: 市值前 10 公司净负债率与华业对比	9
图 3: 市值前 10 公司短期偿债能力与华业对比	9
表 11: A 股单位市值货币资金与每股货币资金排行榜	9
表 11: 未来三年项目结算进度预计	10
表 12: 盈利预测的情景分析	11
图 4: 预测公司未来三年营业收入	11
图 5: 预测公司未来三年 EPS、ROE 水平	11
图 6: 大连玫瑰东方位置图	12
图 7: 华业大连玫瑰东方效果图	12
图 8: 通州——环渤海经济圈的核心枢纽	13
图 9: 通州未来规划效果图	13
图 10: 北京华业东方玫瑰位置	13
表 13: 华业东方玫瑰周边可比性项目均价情况	14
表 14: 华业·东方玫瑰周边竞品项目调查表	14

估值与投资建议

公司主营房地产开发和业务。我们拟采用绝对估值法（RNAV）和相对估值法（PE、PEG 等）对公司进行估值。

绝对估值：NAVPS 为 11.54 元/股，67%溢价于目前股价

由于房地产的特殊性，我们采用调整现值法对房地产业务进行估值，即采用假设开发法评估在建项目的价值，用市场比较法评估土地储备及持有型物业的价值，然后汇总得出公司的调整净资产值，进而得出公司股票的合理价格。

表 1：绝对估值表

在建项目预期收益的净增值(万元)	246874
土地储备重估权益增值(万元)	232065
投资性物业权益增值(万元)	58700
09 年底帐面净资产(万元)	206935
小计	744575
股本(百万股)	645
每股净资产值(元/股)	11.54
估值相对于 A 股价格（6.93 元）溢价%	67%

资料来源：国信证券经济研究所，WACC=8.36%，

在建项目估值

公司目前在售及待售项目有 5 个，分别是北京东方玫瑰、大连玫瑰东方、长春玫瑰谷、深圳玫瑰郡及今年大股东可能注入的龙华（上塘道附近）地块，至 09 年末的可销售总建筑面积 134 万平，我们预计将在未来 3 年开发销售 85.7 万平，采用假设开发法分别对上述资产进行评估，得出在建项目权益净增值为 24.69 亿元。

表 2：在建项目估值

项目（住宅）	权益	未来三年总销售面积 （万平方米）	10 年开盘价假设 （元/平方米）	房价年 均涨幅	净增值 （亿元）
北京东方玫瑰	100%	46.0	15000	5%	13.97
深圳华业玫瑰郡	100%	2.1	8400		0.26
长春玫瑰谷三期	100%	12.0	6683（11 年开盘）		1.27
大连玫瑰东方一期	100%	8.6	16275		2.32
大连玫瑰东方二期	100%	7.0	17943（12 年开盘）		1.68
深圳龙华项目	100%	10.0	23814（12 年开盘）		5.19
小计		85.7			24.69

资料来源：国信证券经济研究所

土地储备估值

我们预计在北京东方玫瑰、大连玫瑰东方二期、长春玫瑰谷三期、深圳龙华项目当中，还有 37.9 万平方米的住宅未来三年不开发，另有 10.38 万平方米的商业配套是否销售、何时销售均难以确定，对该两部分资产，我们均视为待开发土地储备，用市场比较法进行评估，得出土地储备权益净增值 23.2 亿元。

表 3: 土地储备估值

项目名称	权益	剩余面积 (万平)	单位地价 (元/平)	房价假设 (元/平)	市场地价 (元/平)	权益增值 (亿元)
北京玫瑰郡商业	100%	0.38	3000	20000	15385	0.33
北京东方玫瑰住宅	100%	10.50	3800	16538	8761	3.53
北京东方玫瑰商业	100%	9.00	3800	20000	15385	7.25
深圳玫瑰郡商业	100%	1.00	2200	15000	11538	0.65
长春玫瑰谷三期	100%	6.25	619	7017	1548	0.40
大连玫瑰东方二期	100%	6.21	6800	17943	9622	1.07
深圳龙华项目	100%	15.00	5600	23814	15318	9.99
小计						23.21

资料来源：国信证券经济研究所

注：商业的建安成本由于已摊入住宅，不再重复计算

投资性物业估值

公司现有项目储备中有 3788 个车位在未来将陆续投入经营或销售，预计大部分售价能至 12 万元/个，少量 5 万/个或 8 万/个，另有北京华业国际中心、深圳彩虹新都及太平洋商贸大厦三处可租赁物业，目前每年租金能稳定保持在 2800 万元。若对车位及可租赁物业均采用市场比较法重估，得出权益净增值为 5.87 亿元，若对可租赁物业按收益现值法重估，得出权益净增值为 4.74 亿元。我们认为按市场比较法重估更为妥当。

表 4: 投资性物业估值

项目名称	总数 (个或平米)	假设售价 (万元/个或元/平)	年租金 (万元)	账面净值 (亿元)	净增值 (亿元)
北京华业东方玫瑰车位	1600 个	12			1.27
深圳华业玫瑰郡车位	854 个	5			0.28
长春玫瑰谷车位	415 个	8	-	-	0.22
大连玫瑰东方一期车位	651 个	12			0.52
华业国际中心车位	268 个	12			0.21
彩虹新都	11454 平米	22000	1825	1.46	0.58
华业国际中心	21200 平米	25000	667	1.60	2.32
太平洋商贸大厦	6973 平米	20000	330	0.62	0.46
小计					5.87

资料来源：国信证券经济研究所

注：若对可租赁物业按收益现值法重估则净增值为 4.74 亿元

绝对估值的敏感性分析

(1) 由于项目开盘价存在着不确定性，我们对贴现率、物业开盘价格同时变化对估值的影响进行分析：

表 5: 估值相对于物业销售均价和折现率同时变化的敏感性分析

		WACC 变动					
销售价格变动	10%	8.36%	9.36%	10.36%	11.36%	12.36%	13.36%
	5%	13.12	13.06	13.01	12.96	12.91	12.86
	0%	12.31	12.26	12.21	12.17	12.12	12.08
	-5%	11.54	11.50	11.45	11.41	11.37	11.33
	-10%	10.71	10.67	10.63	10.59	10.55	10.51
	-15%	9.95	9.91	9.88	9.84	9.81	9.78
	-20%	9.04	9.01	8.98	8.95	8.92	8.89

资料来源：国信证券经济研究所

(2) 由于大部分项目实施的是滚动开发，未来三年房价与开盘价相比或将出现涨跌，我们对未来三年房价年均涨幅与折现率同时变化对估值的影响进行分析

表 6: 估值相对于未来三年房价年均涨幅和折现率同时变化的敏感性分析

		WACC 变动					
		8.36%	9.36%	10.36%	11.36%	12.36%	13.36%
未来三年 房价 年均 涨幅	10%	12.68	12.62	12.57	12.52	12.47	12.43
	5%	11.54	11.50	11.45	11.41	11.37	11.33
	0%	10.40	10.36	10.33	10.29	10.25	10.22
	-5%	9.23	9.20	9.17	9.14	9.12	9.09
	-10%	8.19	8.17	8.15	8.13	8.11	8.09

资料来源：国信证券经济研究所

上述估值未考虑公司未来新增项目或收购股权带来的净值增长。

相对估值：13.9—16.7 元/股，94%—134%溢价于目前股价

PE 估值

由于公司核心项目从 2011 年起才开始进入结算期，我们对板块 2011 年的动态 PE 进行分析和比较。目前沪深证券市场房地产上市公司有 200 来家，我们重点跟踪的 44 家开发类公司 2011 年动态 PE 平均 15 倍，板块市值前 10 家 2011 年动态 PE 平均 14.6 倍。我们预计公司 11 年 EPS 在 1.26 元左右，动态 PE 仅 5.5 倍，若保守按 11 倍动态 PE 估值，公司股票合理价值在 13.90 元左右。

表 7: 前 10 家地产上市公司 PE 估值比较

简称	10/7/31 收盘价	EPS			P/E			PB	P/NAV
		10E	11E	12E	10E	11E	12E		
万科 A	8.29	0.63	0.70	0.83	13.16	11.84	9.99	2.3	0.99
保利地产	13.15	1.00	1.35	1.70	13.15	9.74	7.74	2.4	0.86
华侨城 A	13.54	0.61	0.69	0.86	22.20	19.62	15.74	3.9	1.10
陆家嘴	19.45	0.70	0.79	1.00	27.79	24.62	19.45	3.5	1.14
招商地产	19.76	1.45	1.98	2.48	13.63	9.98	7.97	2.0	0.83
金地集团	7.21	0.54	0.67	0.92	13.35	10.76	7.84	2.0	0.95
新潮中宝	5.54	0.31	0.39	0.55	17.87	14.21	10.07	4.5	1.18
金融街	7.87	0.62	0.78	1.07	12.69	10.09	7.36	1.5	0.63
泛海建设	9.88	0.33	0.39	0.52	29.94	25.33	19.00	2.9	0.65
首开股份	17.35	1.25	1.77	2.22	13.9	9.80	7.82	2.06	0.65
平均					17.77	14.60	11.30	2.74	0.90

资料来源：国信证券经济研究所预测

PEG 估值：16.7 元/股

公司未来三年复合增长率在 117%，目前 PEG 为 0.33 倍，我们覆盖的其他 44 家以开发为主的重点公司平均 PEG 是 0.80 倍，则对应 09 PE 在 93 倍，按此估值，公司股票价值在 16.7 元。

投资建议：推荐买入

综合上述几个方面的估值，并考虑公司的成长性及目前市场环境，我们认为公司股票中短期合理价格在 11.54 元—16.70 元之间，相对于公司股价溢价 67%—134%，是中长线投资的较好品种。

核心竞争优势突出

资源获取优势——强劲的拿地能力&优异的资源禀赋

依托大股东二十多年的房地产开发资源和资金优势,公司目前正在北京、深圳、大连等地储备项目,为公司的持续发展奠定良好基础。公司拿地手段主要包括五种途径:

(1) 大股东承诺自身定位于获取土地储备以平价注入上市公司,我们预计大股东已拥有的深圳盐田换地项目(深圳龙华地块)将在今年手续完备后平价注入上市公司。

(2) 一级开发转化为二级开发获取土地储备。

(3) 旧城改造、工业用地变更等方式获取土地储备。大连玫瑰东方二期将在近期成为公司新增土地储备。

(4) 股权收购,低价获取土地储备。北京通州东方玫瑰就是公司成功案例。

(5) 依托大股东和公司的资金优势,公司将密切关注重点城市的招拍挂机会。

我们预计,除了龙华地块外,未来三年公司还有可能在北京、天津、武汉等地展开新一轮扩张,也有很大可能会积极争取开发大连项目的三、四期地块,也可能积极争取参与通州主题公园的开发。预计(不含大股东拟注入的龙华项目)未来三年公司有望新增 100 万平方米的储备,占现有储备的 66%。

且从公司发展史上看,公司在地段选址方面独具慧眼,所有项目均位于所在城市的核心地段,是所在区域的地标性建筑,项目储备质地优良,盈利能力强。

表 8: 华业系地产项目地理位置表

项目名称	地段
深圳东方玫瑰	香蜜湖东岸,深南大道第一排,深圳高尔夫球场正对面
深圳南海玫瑰	深圳湾,不可复制的一流海景资源
北京华业国际中心	北京 CBD 东区,国宾大道连接城市核心重要枢纽
北京玫瑰郡	朝阳公园生活区,北京最成熟的国际生活圈
北京通州自由小镇	通州中心城,距离地铁八号线步行十分钟
深圳玫瑰郡	龙岗中心城,天虹商圈,龙岗区政府行政核心区内
长春玫瑰谷	净月潭国家森林公园,依山近水而建的顶级住宅区
大连玫瑰东方	星海片区稀缺地块,步行十分钟到达星海广场
深圳换地项目	深圳龙华新城,地铁四号线塘站出口处

资料来源:国信证券经济研究所

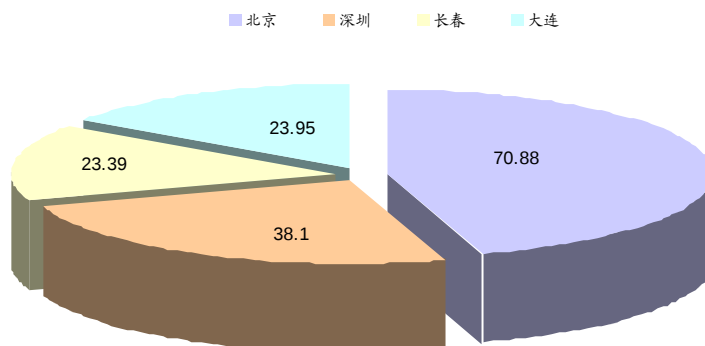
注:灰色是大股东项目

表 9: 华业地产未结算资源楼面地价及预期售价

项目	未结面积(万平)	楼面地价(元/平方米)	售价(元/平方米)
北京玫瑰郡住宅	0.5	3000	13500
北京玫瑰郡商业	0.38	3000	20000
北京东方玫瑰住宅	61	3800	12000-16538
北京东方玫瑰商业	9	3800	20000
深圳玫瑰郡住宅	12.1	2200	8000-8400
深圳玫瑰郡商业	1	2200	15000
深圳龙华项目	25	5600	23814
长春玫瑰谷一期	0.43	667	5000
长春玫瑰谷二期	4.71	743	5000
长春玫瑰谷三期	18.25	619	6683
大连玫瑰东方一期	10.74	5468	15500-16275
大连玫瑰东方二期	13.21	6800	17943
平均	156(总计)	3699	14264

资料来源:

图 1: 华业地产可结算资源地域分布 (万平方米)



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

市场认为公司土地储备偏少,我们并不这样认为,除了前述所认为的公司资源禀赋优异、项目盈利能力强之外,我们通过表 10 也可看出公司单位市值土地储备超过了招商地产与万科相当。

表 10: 华业地产与“保招万金”单位市值土地储备比较

	权益土地储备	总市值 (亿元)	单位市值土地储备 (平方米)
万科 A	3215.50	911.50	0.00035
保利地产	3313.20	601.70	0.00055
招商地产	1001.00	339.34	0.00030
金地集团	1342.67	322.40	0.00042
华业地产	156.00	44.70	0.00035

资料来源: 国信经济研究所

注: 市值计算用 7 月 30 日收盘价

产品和品牌优势——产品精细、美誉度高

公司是“品质地产”的倡导者与实践者,一贯传承了大园林和精品建筑风格,“玫瑰”系列高品质住宅声名显赫——深圳东方玫瑰花园获得深圳十大明星楼盘金牌尊贵豪宅荣誉;南海玫瑰花园获得深圳十大金牌冠军楼盘的称号;北京华业玫瑰东方获得全国工商住宅产业年会“最佳住宅奖”、北京房地产“15 年十大品牌住宅奖”等殊荣。

表 10: 公司及华业系地产项目所获荣誉

项目名称	获得荣誉
华业地产	城市贡献奖 中国最具创新价值地产品牌奖 国家鲁班奖
深圳东方玫瑰	国家工程建设质量优质奖 深圳十大明星楼盘金牌尊贵豪宅
深圳南海玫瑰	深圳十大金牌冠军楼盘 中国国际公寓百强奖
北京玫瑰东方	全国工商联住宅产业商会“最佳住宅奖” 北京房地产“15 年十大品牌住宅奖”
北京华业国际中心	北京城市新地标写字楼 北京最具人气写字楼
长春玫瑰谷	中国房地产最具影响力楼盘 中国房地产生态和低密度示范楼

资料来源: 国信证券经济研究所

战略清晰，财务稳健，已步入高速成长期

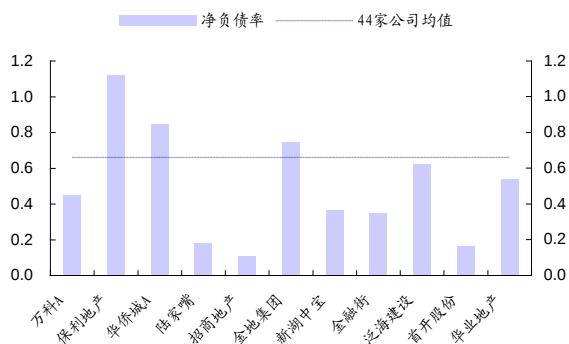
公司已具备与战略发展相匹配的全国扩张能力

控股股东华业发展成立于 1985 年，早期先后在深圳开发了东方玫瑰花园、南海玫瑰花园，走出深圳早已成为公司的重要战略选择，06 年 11 月公司迁址北京。
发展战略：以北京和深圳为重点，逐步扩展到周边地区，力争通过几年努力成为全国性的综合类地产公司。从项目分布来看，公司已具备了较强的全国扩张能力。

财务稳健，资债结构优

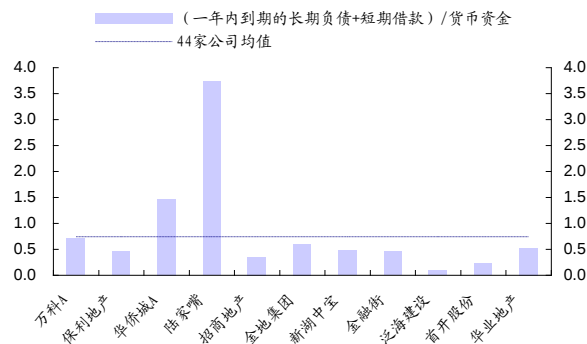
从公司 2010 年 1 季报数据来看，公司一年内到期的非流动负债与短期借款之和/货币资金为 0.53，远低于国信重点覆盖的 44 家开发类公司的平均水平（这 44 家公司的平均值是 0.74）；期末净负债率为 54%，低于板块市值前 10 家公司当中华侨城、金地、泛海建设的水平。我们认为，若未来 A 股市场对地产股再融资重新开闸使公司再融资成功重启的话，固然能使公司本来已比较优良的资本结构更上一层楼，若地产股再融资在未来较长一段时期内不能开闸，公司优良的资本结构也能够支撑公司拓宽间接融资的渠道、扩大间接融资比重，同时，公司在行业相对低迷阶段拥有充沛的现金（一季报末公司现金 17.8 亿，单位市值现金位居全行业第 6），也有助于公司进行低成本扩张。

图 2：市值前 10 公司净负债率与华业对比



数据来源：WIND，国信证券经济研究所

图 3：市值前 10 公司短期偿债能力与华业对比



数据来源：WIND，国信证券经济研究所

表 11：A 股单位市值货币资金与每股货币资金排行榜

排名	上市公司	单位市值货币资金 TOP10	排名	上市公司	每股货币资金
1	首开股份	0.76	1	首开股份	13.15
2	西藏城投	0.57	2	深长城	5.93
3	金融街	0.57	3	西藏城投	5.68
4	中国武夷	0.52	4	华发股份	5.15
5	中航地产	0.41	5	中航地产	5.03
6	华业地产	0.40	6	世联地产	4.78
7	华发股份	0.39	7	招商地产	4.70
8	华远地产	0.39	8	金融街	4.46
9	北辰实业	0.36	...	...	...
10	中华企业	0.36	14	华业地产	2.76

资料来源：公司公告、国信经济研究所

注：市值计算用 7 月 30 日收盘价

2010 年是高增长的起点，未来三年将进入业绩爆发期

09 年 4 月公司进军大连，低价获取泛星海湾板块的项目，大幅抬升了公司可售资源价值，极大优化公司项目储备结构。09 年 8 月公司通过受让股权的方式低价获取总规划建筑面积 82 万平方米的通州项目，更是公司发展史上的里程碑事件，使公司土地储备翻了两番，可售资源价值进一步得到提升。经过半年的理顺，通州项目从 09 年底开始以“玫瑰”品牌进入实质性开发和销售，2010 年将成为公司高增长的起点。

盈利预测——关键假设

- 1、未来三年宏观经济形势保持平稳运行。
- 2、假设公司房地产项目开发建设如期进行，年去化率 100%，若去化率低于预期，我们可调低房价假设。
- 3、对于滚动开发项目，由于开发报建、建筑设计、营销推广、工程建设的关键要素经过一期不断积累，二、三期的营运能力越往后越快，其结果就是销售量能够逐年提高。
- 4、营业费、管理等占主营收入的比重维持在 6%左右，税率 25%。
- 5、该预测以目前拥有的项目为基础，未考虑公司未来新增项目或收购股权带来的盈利增长。

表 11：未来三年项目结算进度预计

项目	结算面积（万平米）			金额（亿元）		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
北京玫瑰郡住宅	0.50	0.00	0.00	0.68	0	0
北京华业东方玫瑰住宅	0.00	18.50	17.00	0	26.70	27.17
深圳华业玫瑰郡住宅	10.00	2.10	0.00	8.00	1.76	0
长春玫瑰谷一期	0.43	0.00	0.00	0.22	0	0
长春玫瑰谷二期	4.00	0.71	0.00	2.00	0.36	0
长春玫瑰谷三期	0.00	3.00	6.00	0	2.00	4.11
大连玫瑰东方一期	4.75	5.99	0.00	7.56	9.75	0
大连玫瑰东方二期	0.00	0.00	6.60	0	0	11.84
龙华项目（大股东）	0.00	0.00	5.00	0	0	11.91
小计				18.45	40.57	55.03

资料来源：国信证券经济研究所预测

基于上述假设前提，再考虑公司投资性物业每年 2800 万元的稳定租金收入，以及 2010 年结转北京玫瑰郡二期土地一级开发收入 5.33 亿元和 2011 年结转李庄一级开发收入 8.2 亿元，预计公司 10-12 年营业收入分别为 24 亿元、49 亿元、55 亿元，净利润 3.28 亿元、8.12 亿元和 11.93 亿元，EPS 分别为 0.51 元、1.26 元和 1.85 元，动态 PE 分别是 13.6 倍、5.5 倍和 3.7 倍。

盈利预测——情景分析

我们考虑房价变动对公司业绩的影响，乐观预计（当前假设房价上涨 5%）和悲观预计（当前假设房价下跌 5%）情况如下表，悲观预计时，公司未来动态 PE 仍然非常低。

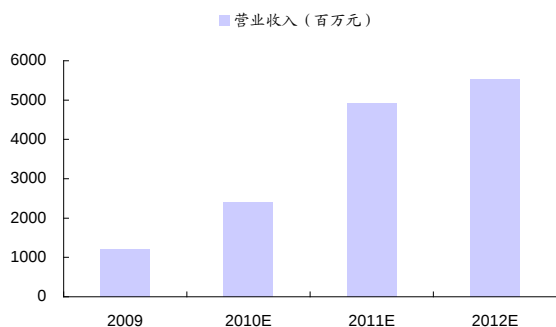
表 12: 盈利预测的情景分析

	2009	预测值		
		2010	2011	2012
乐观预测				
销售收入(百万元)	1210	2499	5108	5806
(+/-%)	126.8%	106.5%	104.4%	13.7%
净利润(百万元)	117	372	889	1286
(+/-%)	20.4%	217.9%	138.8%	44.7%
ROE	5.7%	15.2%	26.7%	27.9%
EPS	0.18	0.58	1.38	1.99
P/E	38.2	12.0	5.0	3.5
现实的预测				
销售收入(百万元)	1210	2407	4905	5531
(+/-%)	126.8%	98.9%	103.8%	12.8%
净利润(百万元)	117	328	812	1193
(+/-%)	20.4%	180.5%	147.5%	46.9%
ROE	5.7%	13.7%	25.3%	27.1%
EPS	0.18	0.51	1.26	1.85
P/E	38.2	13.6	5.5	3.7
悲观的预测				
销售收入(百万元)	1210	2314	4703	5256
(+/-%)	126.8%	91.3%	103.2%	11.8%
净利润(百万元)	117	310	724	1071
(+/-%)	20.4%	165.2%	133.3%	47.9%
ROE	5.7%	13.0%	23.3%	25.6%
EPS	0.18	0.48	1.12	1.66
P/E	38.2	14.4	6.2	4.2
总股本 (亿股)				

资料来源：国信证券经济研究所预测

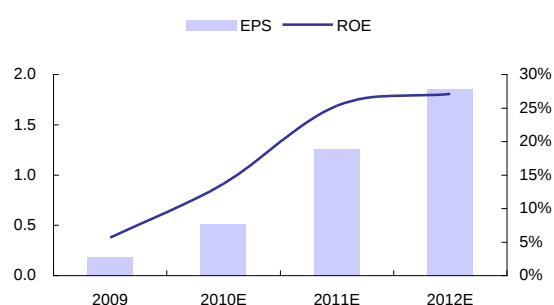
从以上分析我们可以看到，公司未来三年将是业绩爆发期，净利润的 CAGR 超过了 117%，远高于行业优秀公司的水平：我们对重点覆盖的其他 44 家以开发为主的地产股未来三年净利润的平均 CAGR 和市值前 10 家未来三年平均 CAGR 进行测算，分别为 57%，为 31%。

图 4: 预测公司未来三年营业收入



数据来源：国信证券经济研究所

图 5: 预测公司未来三年 EPS、ROE 水平



数据来源：国信证券经济研究所

公司项目区位分析

如前所述，公司资源禀赋优越，下面我们重点对公司核心项目——大连星海湾地块、通州地块进行分析。

大连玫瑰东方——星海湾的一颗璀璨明珠

大连素有“北方香港”之称，是中国重要港口、东北亚重要的国际航运中心、国际物流中心。随着近些年的发展，大连已成为我国最具开放色彩的城市。其商业网络发达，并且以商、贸起步，推进旅游、金融业的发展，目前已是中国北方地区外资银行最集中的城市，同时也是中国北方最大的国际结算中心。大连商品交易所是中国三大期货交易所之一，也是亚洲最大、全球第二的大豆期货市场。如今的大连已经是集商业、贸易、金融、文化、旅游为一体的国际化城市。

大连华业玫瑰东方地处沙河口星海湾区域，星海湾区靠近大海，是新 CBD 聚集之地，政府定位为新的金融中心，项目地段非常好，是大连非常难得的稀缺地块，非常适宜居住，是富裕人士向往居住的地方。销售面向中高层管理人员、政府机关人员、外地富裕人士及本地人的改善性需求。

项目分为一、二期，我们预计未来三、四期也有很大机会被公司揽入囊中。其中一期占地 2.9 万平方米，建筑面积 13.97 万平方米，住宅可售面积为 11 万平方米左右，部分带装修，装修标准为 1000 元/平方米。车位 735 个，售价 20 万元/个（我们假设仅为 12 万元/个）。部分高层可看到星海湾的大海，于 09 年 12 月开始预售，预计 10 年 12 月竣工备案，从目前情况看，至少已销售了 70%，7 月份的价格已达到近 19000 元/平方米，而我们假设的售价仅为 15500-16275 元/平方米。二期占地 3.6 万平，规划可售面积 13 万平，预计 2012 年开始销售。

图 6：大连玫瑰东方位置图



数据来源：国信证券经济研究所

图 7：华业大连玫瑰东方效果图



数据来源：国信证券经济研究所

可比楼盘——

附近在建新项目较少，可比的主要是正在销售的水印长城。

海印长城：深长城开发，销售均价在 19000 元/平方米。该项目整体定位不如玫瑰东方。

远洋风景：地段靠近市中心商业区，容积率仅为 2.0，销售均价 17000~22000 元/平方米左右。

北京公园：地段靠近市中心商业区，在售均价 17000 元/平方米。

北京东方玫瑰——首都“次 CDB”龙头、“世界城市”最大受益者

通州位于北京长安街轴线与东部发展带的节点之上，处于环渤海经济圈的核心枢纽位置，是首都参与环渤海经济圈的重要基地。市委、市政府已把通州新城建设放在了北京建设“世界城市”的重要战略位置，市委十届七次全会明确提出：“集中力量，聚焦通州，借助国际国内资源，尽快形成与首都发展需求相适应的现代化国际新城”。通州最终将发展成为与首都发展相适应的，以人文、科技、绿色、低碳为理念的现代化消费、文化、商务中心。

图 8：通州——环渤海经济圈的核心枢纽



数据来源：国信证券经济研究所

图 9：通州未来规划效果图



数据来源：国信证券经济研究所

公司在北京耕耘多年，经过北京华业玫瑰东方和玫瑰郡两个项目的运作，已在北京扎根，南派细腻风格、精致开发和物业管理，在北京受到了认可。09 年公司通过受让股权的方式，获取了位于通州梨园镇距通八线轻轨站 500 米处的总占地面积 25 万平、规划建面 82 万平方米的地块，这是北京近十几年来最大的一块地，未来将成为北京地标性建筑，并大大提高华业的知名度和美誉度，作为超级大盘，将来公司对这块地楼盘可以自行定价，不需要看别人的眼色。

图 10：北京华业东方玫瑰位置



数据来源：WIND，国信证券经济研究所

表 13: 华业东方玫瑰周边可比性项目均价情况

楼盘名称	销售 状态	销售均价 (元/平方米)			地址
		10/07/20	10/04/15	09/12/01	
京洲世家	在售	22000	20000	11000	通州梨园镇京洲南街与怡乐中路交汇处
K2·海棠湾	在售	24000	24000	15000	通州梨园镇云景东路以东
DBC 加州小镇-C 区	在售	19600	19000	12200	通州八通线城铁临河站南
龙湖·花墅香醍(原花盛香醍)	在售	20000	22000	16000	通州梨园镇怡乐中路
阿尔法·汀香丽舍	在售	21000	23000	12000	通州万盛北里城铁九棵树站南约 1800 米(云景南大街)
均值		21320	21600	13240	

资料来源：搜房网

表 14: 华业·东方玫瑰周边竞品项目调查表

区域	项目名称	当前对外报价 元/㎡	在售户型	销售动态	总体量 万㎡	签约面 积万㎡	剩余面 积万㎡	周成交 (7-11)	
								㎡	均价
通州	K2·海棠湾	24000	45-300 ㎡	首付 50%以上, 全款 9.5 折, 按揭 9.9 折	21.72	15.95	5.78	0	0
	京贸国际城	26000	63 ㎡一居 93 ㎡两居	无折扣	10.91	9.10	1.81	0	0
	珠江拉维小镇 (公寓)	18000-22000	90-100 ㎡ 两居室	推出双院花墅 36 套, 精装标准 2000 元/㎡	7.96	3.27	4.69	0	0
	龙湖蔚蓝香醍	18000-20000	90-220 ㎡, 二、三、四居+ 复式	一次性 95 折 50%首付 98 折 (排卡 40 号 97 折/100 号 98 折/100 以后 99 折)	3.51 4.17 4.50	0.09 1.17 0.87	3.42 3.00 3.63	922 819 340	17308 16042 35926
	K2·清水湾	25000	67 ㎡ 两居室	无折扣	4.12	1.02	3.09	89	22339
	金隅·花石匠	17000	69 ㎡一居 90 ㎡两居	全款 9.7 折, 按揭 9.9 折一 万抵十万	3.70	0.08	3.63	784	14496
	新里·西斯莱公馆	19000	4 月 27 日首次开盘	一次性 9.8 折, 送西门子冰箱	14.10	10.41	3.69	1832	19198
	保利·茉莉公馆	16000-18000	6 月 28 日开盘	从登记之日起到开盘每日 累积优惠 200 元	6.21	6.07	0.1390	1006	16762
	中国铁建·国际城	21000	5 月 5 日开盘, 75-150 ㎡二、三居,	一次性付款 98 折	5.53 4.94	5.45 3.55	0.08 1.38	1157	20426

资料来源：国信经济研究所

核心判断的主要风险

- 1、下半年房地产调控加码;
- 2、出现高通胀或经济二次探底 (上述两个因素若出现, 将导致公司未来销售大幅低于我们的模型假设);
- 3、大股东向上市公司注入深圳龙华项目出现变故。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1220	1200	900	1178	营业收入	1210	2407	4905	5531
应收款项	619	824	1787	2106	营业成本	857	1377	2314	1888
存货净额	4346	8188	10905	10563	营业税金及附加	66	238	613	866
其他流动资产	66	1203	2453	2766	销售费用	15	48	108	94
流动资产合计	6250	11415	16045	16613	管理费用	42	96	186	238
固定资产	34	33	32	31	财务费用	26	(15)	(13)	(12)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	16	0	0	0
投资性房地产	391	391	391	391	资产减值及公允价值变动	10	10	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(52)	(238)	(613)	(866)
资产总计	6676	11840	16469	17036	营业利润	178	434	1083	1590
短期借款及交易性金融负债	990	5337	7363	5612	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	286	884	1876	1486	利润总额	178	434	1083	1590
其他流动负债	1541	1231	2029	3394	所得税费用	62	106	271	398
流动负债合计	2816	7452	11268	10493	少数股东损益	(1)	0	0	0
长期借款及应付债券	1621	1621	1621	1621	归属于母公司净利润	117	328	812	1193
其他长期负债	169	369	369	519					
长期负债合计	1790	1990	1990	2140	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4607	9443	13259	12633		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	117	328	812	1193
股东权益	2069	2398	3210	4403	资产减值准备	(22)	10	0	0
负债和股东权益总计	6676	11840	16469	17036	折旧摊销	13	1	1	1
					公允价值变动损失	(10)	(10)	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	26	(15)	(13)	(12)
每股收益	0.18	0.51	1.26	1.85	营运资本变动	(1236)	(4686)	(3139)	835
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	21	(10)	0	0
每股净资产	3.21	3.72	4.98	6.83	经营活动现金流	(1116)	(4367)	(2326)	2029
ROIC	4%	7%	12%	15%	资本开支	(0)	0	0	0
ROE	6%	14%	25%	27%	其它投资现金流	54	0	0	0
毛利率	24%	33%	40%	50%	投资活动现金流	53	0	0	0
EBIT Margin	14%	17%	22%	29%	权益性融资	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	17%	22%	29%	负债净变化	639	0	0	0
收入增长	127%	99%	104%	13%	支付股利、利息	0	0	0	0
净利润增长率	20%	180%	147%	47%	其它融资现金流	301	4347	2026	(1751)
资产负债率	69%	80%	81%	74%	融资活动现金流	1580	4347	2026	(1751)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	517	(20)	(300)	278
P/E	38.2	13.6	5.5	3.7	货币资金的期初余额	703	1220	1200	900
P/B	2.2	1.9	1.4	1.0	货币资金的期末余额	1220	1200	900	1178
EV/EBITDA	51.2	33.9	16.6	10.8	企业自由现金流	(1068)	(4378)	(2335)	2020
					权益自由现金流	(127)	(20)	(300)	278

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	