



华业地产（600240）深度研究报告

报告日期：2010年11月19日

——公司进入快速发展期，业绩逐步开始释放

基础数据

总股本（百万股）	645
流通A股（百万股）	630
流通B股（百万股）	0
流通A股市值（百万元）	4278

公司评级

所属行业	房地产行业
公司股价	6.79元
投资评级	增持

公司市场表现



报告概要：

- 公司区域战略是“以北京、深圳、大连及津京环渤海带为重点，结合二、三线重点城市”，公司已开始加快区域战略布局，开始进入了快速发展的新时期。
- 目前，公司在开发或待开发的项目共有8个，总占地面积137.31万平方米，总建筑面积273.82万平方米，估算未结算面积约237万平方米。今年，深圳玫瑰郡、大连玫瑰东方、长春玫瑰谷等项目将为公司贡献主要业绩。明年开始，公司核心项目——北京东方玫瑰将成为公司的主要营收来源，预计公司业绩将实现较大飞跃。
- 公司在获得土地储备方面的主要优势有：（一）大股东的支持。（二）承接一级开发项目为公司获得土地储备提供条件。（三）公司多次通过股权收购以较低廉的价格获取土地储备。今年公司共增加4个项目的土地储备，总建筑面积128.75万平方米，其中2个项目来自股权收购，建筑面积占新增总储备的70%。
- 公司财务状况相对稳健，管理能力较强。在融资能力方面，公司积极开拓股权融资、债权融资、项目融资等多种渠道。由于公司北京通州的项目符合城市发展规划，因此较易获得资金支持。
- 预计公司2010年-2012年净利润可达到2.95亿元、4.81亿元和7.29亿元，每股收益分别为0.457元、0.745元和1.13元，年复合增长率为84.13%。按照公司目前股价，三年市盈率分别为14.87、9.11和6.01，目前公司股价处于低估区域，具备良好的价值投资机会。
- 通过对公司RNAV测算及其对房价变动敏感性分析，按照目前房价，公司RNAV值为8.48元，目前股价折价20%。即便公司项目销售均价下降20%，公司合理价值仍有7.46元，高于目前股价。因此，我们认为，公司目前股价偏低，给予“增持”评级。
- 风险提示：（一）政策风险（二）资金面风险（三）销售风险。

房地产行业研究员：蔡荣
 执业证书编号：S0990210020001
 Email: cairong@vsun.com

一、公司简介

北京华业地产股份有限公司（以下简称“华业地产”）是经华业发展（深圳）有限公司（以下简称“华业发展”）重组后的一家房地产开发公司。华业发展成立于 1985 年，是我国首批成立的房地产经营开发公司之一。成立 25 年来，华业发展先后在深圳、北京开发建筑了十多个精品住宅，累计开发土地 280 万平方米，总建筑面积达 450 万平方米，成功塑造了“华业地产”的优质品牌 and 良好市场信誉，旗下的“玫瑰”系列高品质住宅广受好评。2003 年，华业发展成功的收购了内蒙古仕奇股份有限公司，实现借壳上市。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司公告 英大证券

华业发展作为上市公司的第一大股东，全力支持上市公司的发展，将其质地优良的开发项目、多年积累的房地产开发管理团队以及“华业地产”的优质品牌注入到上市公司，为公司持续稳定发展奠定了坚实的基础。

华业地产聚焦中、高端住宅市场，已开启了从深圳扩展全国的征程。公司区域战略是“以北京、深圳、大连及津京环渤海带为重点，结合二、三线重点城市”，公司已开始加快区域战略布局，正向着全国性房地产开发公司的目标迈进。2009 年 4 月，公司进入大连地区；2009 年 8 月，公司获得通州项目，该地块质地优良，开发潜力较大，迅速提高了公司土地储备规模；今年公司又进一步扩大了在北京、大连和深圳的土地储备，并即将进入武汉地区。随着公司全国布局网的不断扩大，公司开始进入了快速发展的新时期。

二、公司进入快速发展期

公司在获得土地储备方面的主要优势有：（一）大股东的支持。大股东仍拥有较好的土地储备项目未来有望注入上市公司。（二）承接一级开发项目为公司获得土地储备提供条件。（三）公司多次通过股权收购以较低廉的价格获取土地储备。今年公司共增加 4 个项目的土地储备，总建筑面积 128.75 万平方米，其中 2 个项目来自股权收购，建筑面积占新增总储备的 70%。另外，公司目前最大的项目北京东方玫瑰也是公司通过股权收购而来。

表 1 2010 年公司通过股权收购获得项目情况

单位: 万平方米

时间	事件	金额	占地面积	建筑面积	土地用途
2010 年 11 月 6 日	公司拟出资收购深圳市亚森文化实业有限公司 100% 的股权, 该公司拥有深圳市龙岗区龙城爱莲片区旧改项目的实施权。	800 万元	2.65	10.07	商住
2010 年 10 月 29 日	公司拟出资受让武汉凯喜雅飞翔房地产开发有限公司 99 % 的股权, 该公司拥有位于武汉市东湖新技术开发区钢铁村以南荷叶山庄项目的开发权。	1000 万元	61.82	80.37	商住

资料来源: 公司公告 英大证券

目前, 公司在开发或待开发的项目共有 8 个, 总占地面积 137.31 万平方米, 总建筑面积 273.82 万平方米, 估算未结算面积约 237 万平方米, 足够满足公司两至三年的开发经营。今年, 深圳玫瑰郡、大连玫瑰东方、长春玫瑰谷等项目将为公司贡献主要业绩。明年开始, 公司核心项目——北京东方玫瑰将成为公司的主要营收来源, 预计公司业绩将实现较大飞跃。

表 2 公司主要项目数据

(万平方米)	占地面积	建筑面积	未结算面积
深圳玫瑰郡	4.95	18.46	10.00
深圳龙城爱莲旧改项目	2.65	10.07	10.07
北京东方玫瑰	25.30	82.61	69.00
北京通州运河核心区	4.53	25.10	25.10
长春玫瑰谷	31.89	30.00	19.00
大连玫瑰东方	3.00	14.00	10.00
大连沙河口	3.57	13.21	13.21
武汉荷叶山庄	61.82	80.37	80.37
合计	137.71	273.82	236.75

资料来源: 公司公告 英大证券

公司主要销售项目情况介绍:

1、北京东方玫瑰



项目位于通州区梨园镇梨园南街, 距临河里地铁站仅 400 米。按照北京市规划通州新城将是北京发展“世界城市”的驱动引擎, 未来发展空间巨大。项目位居规划中的国家行政区与通州新建中央商务区的交汇衔接处, 优享三条城市主干路和三条地铁的便捷交通, 增值潜力较大。项目总占地面积 25.30 万平米, 总建筑面积 82.61 万平米, 容积率 2.73。作为通州罕有的大盘, 项目包罗多元物业形态组合, 涉及住宅、公寓、集中商业中心广场、沿街商业街、会所、幼儿园、小学等等。

公司 2009 年通过股权收购获得该项目。项目规划分为四区域，目前 A、B 区住宅工程已全面开工，目前首层地面以下部分结构施工已全部完成，预计 2010 年年底完成主体结构封顶，并推出一期一栋楼盘。项目楼面地价约为 2099 元/平米，公司预计项目可带来 72.53 亿元的销售收入和 10.58 亿元的净利润，销售净利润率达 14.59%。

2、大连玫瑰东方



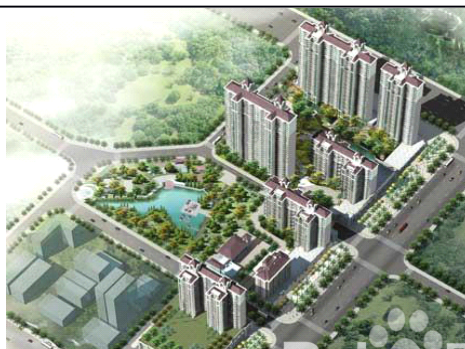
项目位于大连星海湾片区，地处多条主干道交汇处，连接多个商圈，生活配套齐全。一期总占地面积约 3 万平方米，建筑面积约 14 万平方米，共由 7 栋 28-32 层的板塔楼和一栋 23 层的居住式公寓结合而成，项目绿化率 35%，从 2009 年底开始预售，目前销售情况良好，其中三栋已经售罄，销售均价约为 17500 元/平米，预计明年 9 月可以入住。二期正在规划中，占地 3.6 万平米，规划建筑面积约 13 万平米，预计 2012 年可以开始销售。项目楼面地价约为 4195 元/平米，预计可实现 12.88 亿元销售额和 1.2 亿元净利润，销售净利率为 9.35%。

3、长春玫瑰谷



项目位于长春市净月经济开发区，一片依山近水而建的顶级住宅区，周围植被丰茂，临近 4.3 平方公里的水库，景色宜人。项目总占地面积 31.89 万平米，总建筑面积 30 万平米，容积率为 0.92，由花园洋房、独栋别墅、连排别墅、叠加别墅、连体别墅等组成。项目分为三期，一、二期共 13 万平米，均价 4800 元/平米，已基本结算完毕，三期 18.89 万平米，在售叠加别墅，仅剩 20 多套未售，均价 5000-6000 元/平米，未来还将继续推出独栋别墅、连排别墅等产品，近期楼盘有望在明年 9 月入住。三期约 10 万多平米尚在建设中，预计今年年底完成主体结构施工。

4、深圳玫瑰郡



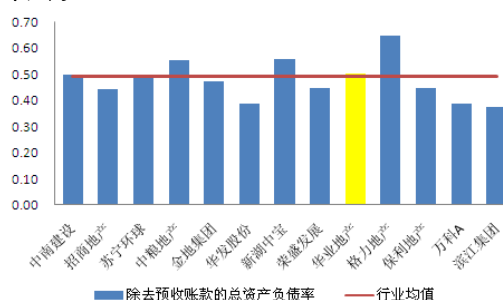
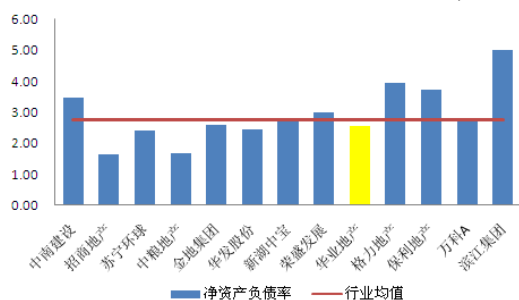
项目位于龙岗中心区的天虹商圈和龙岗区政府行政核心区内，生活交通便利，西南临近市政公园，环境优美。项目总占地约 4.95 万平米，总建筑面积约 19 万平米，共由 4 栋小高层、高层和 6000 余平方米玫瑰坊沿街商业组成，绿化率约为 40%。项目于 2009 年 4 月开盘，目前已销售完毕，销售均价 8000 元左右，目前项目已竣工备案，进入结算期。

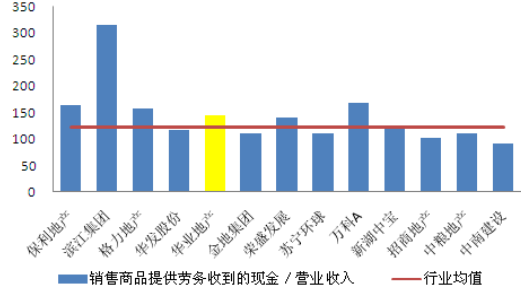
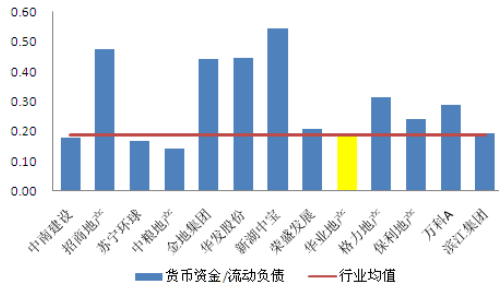
另外，公司还拥有一级开发项目收入和少量持有物业租赁收入。目前公司一级开发项目主要有北京通州区永顺镇李庄旧村土地一级开发项目、北京通州区梨园镇东小马村旧村土地一级合作开发项目等，预计可为公司带来 6000-7000 万元利润收入。公司物业租赁收入主要来自：北京华业国际中心、深圳彩虹新都商场、深圳太平洋大厦以及公司一些住宅项目车位租赁收入。预计今年租赁业务将为公司带来 2800 万元营业收入及 1200 万元利润收入。

三、公司财务状况相对稳健，管理能力较强

根据公司 2010 年 3 季度财务数据，公司整体财务状况在行业中处于相对稳健的水平。公司净资产负债率为 2.57，略低于行业 2.77 的平均水平，也低于万科、保利、金地三大行业龙头。由于房地产行业的特殊性，预收账款占了负债较大比重，如果剔除预收账款后计算公司的总资产负债率为 0.50，基本处于行业平均水平。三季度末，公司账上货币资金金额为 4.43 亿元，与流动负债的比率为 0.18，短期资金比上半年略显偏紧，这主要是由公司增加土地储备和项目开发建设投入导致的。另外，公司销售带来的现金流收入情况较好，以营业收入规模衡量公司销售产生的现金收入在行业处于中上等水平。

图 2 公司财务状况相对稳健



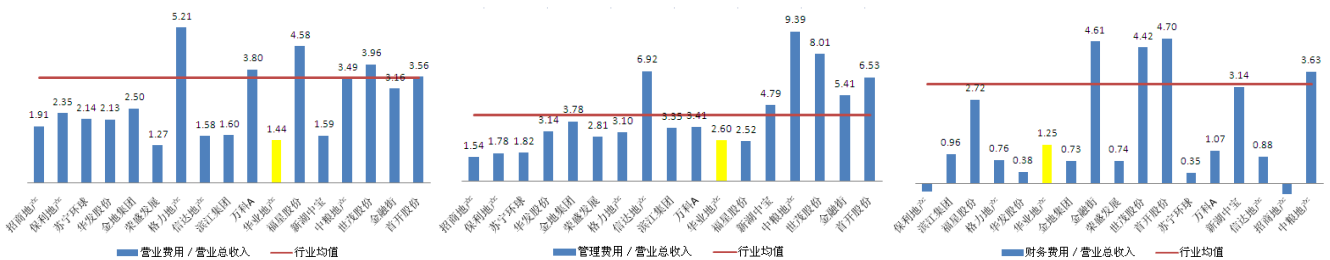


资料来源：公司公告 英大证券

在融资能力方面，公司积极开拓股权融资、债权融资、项目融资等多种渠道，增强融资能力和抗风险能力。2010年9月，公司通过中诚信托募集资金4.5亿元，用于大连玫瑰东方项目的开发建设。同时，由于公司在北京通州的项目符合城市发展规划，因此较易获得资金支持。2010年上半年，公司与北京建设银行多家支行及交通银行签订了《银团贷款合同》，一期项目获得了15亿元开发贷款，保障了北京东方玫瑰项目开发建设的顺利进行。

公司在成本控制上具有比较优势。在土地成本控制上，公司谨慎选择开发项目，十分注意控制项目土地价格。随着公司规模的不扩大，公司各项费用有逐渐上升的趋势，但是公司能够较好地实施管控，严格执行全面预算管理制度，从严控制各项开支。从最近12个月的营业费用率、管理费用率及财务费用率数据来看，公司三项指标都处于行业较低水平。

图3 公司在管理能力上具有相对优势



资料来源：WIND 英大证券

四、公司业绩进入释放期，近三年复合增长率可达84.13%

根据公司项目的开工进度和销售计划情况，我们预计公司2010年-2012年可实现结算面积分别为25万平方米、22万平方米和25.5万平方米，结算收入分别为19.8亿元、26.8亿元和31亿元，年均增长率28.28%。2010年-2012年公司净利润可达到2.95亿元、4.81亿元和7.29亿元，每股收益分别为0.457元、0.745元和1.13元，年复合增长率为84.13%。按照公司目前股价，三年市盈率分别为14.87、9.11和6.01，因此，我们认为目前公司股价处于低估区域，具备良好的价值投资机会。

通过对公司RNAV测算及其对房价变动敏感性分析，按照目前房价，公司RNAV值为8.48元，目前股价折价20%。即便公司项目销售均价下降20%，公司合理价

值仍有 7.46 元，高于目前股价。因此，我们认为，公司目前股价偏低，给予“增持”评级。

财务预测基本假设：

（一）我国房地产市场保持平稳发展，房价不发生过快过大的下滑；（二）公司销售、管理等费用控制稳定，税率水平基本保持不变；（三）利率水平按照当前水平计算；（四）2010 年-2012 年期间公司未进行重大非主营投资活动。

表 2 公司项目结算预估

单位：万平方米，亿元

项目	建筑面积	销售均价 (元/平)	结算面积			结算收入		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
深圳玫瑰郡	18.46	8000	17.00	1.00	0.00	13.6	0.8	0
北京东方玫瑰	82.61	14000	0.00	5.00	15.00	0	7	21
北京通州运河核心区	25.10	-	0.00	0.00	0.00	0	0	0
长春玫瑰谷	30.00	5000	6.00	6.00	6.50	3	3	3.25
大连玫瑰东方	14.00	16000	2.00	10.00	1.00	3.2	16	1.6
大连沙河口	13.21	17000	0.00	0.00	3.00	0	0	5.1
武汉荷叶山庄	80.37	-	0.00	0.00	0.00	0	0	0
深圳龙城爱莲旧改项目	10.07	-	0.00	0.00	0.00	0	0	0
合计	263.75		25.00	22.00	25.50	19.8	26.8	31

数据来源：公司公告 英大证券

表 3 公司 RNAV 测算及敏感性分析

单位：万平方米，元/平方米，亿元

	未结算面积	销售均价	权益净利润及敏感性分析						
			房价变动 -20%	房价变动 -15%	房价变动 -10%	0%	房价变动 10%	房价变动 15%	房价变动 20%
深圳玫瑰郡	10.00	8000	0.83	0.88	0.94	1.04	1.14	1.20	1.25
北京东方玫瑰	69.00	14000	12.36	13.14	13.91	15.46	17.00	17.77	18.55
长春玫瑰谷	19.00	5000	0.99	1.05	1.11	1.24	1.36	1.42	1.48
大连玫瑰东方	10.00	16000	1.54	1.63	1.73	1.92	2.11	2.21	2.30
大连沙河口	13.21	17000	2.16	2.29	2.43	2.69	2.96	3.10	3.23
北京通州运河核心区	25.10	20000	3.61	3.84	4.07	4.52	4.97	5.20	5.42
武汉荷叶山庄	80.37	7000	4.05	4.30	4.56	5.06	5.57	5.82	6.08
深圳龙城爱莲旧改项目	10.07	8000	0.71	0.75	0.80	0.89	0.97	1.02	1.06
账面净资产						21.88			
总股本						6.45			
RNAV			7.46	7.72	7.97	8.48	8.99	9.24	9.50

数据来源：公司公告 英大证券

五、风险提示

目前，公司具备良好的中长期投资价值，但仍需注意以下投资风险：

（一）政府对房地产市场的宏观调控依然较紧，并且短期放松的可能性较小，后续新调控政策以及更严格执行前期政策仍将是房地产行业投资面临的主要风险之一。

（二）在政府收紧流动性，货币政策从紧预期下，资金密集的房地产行业或将面临资金面紧张的问题。

（三）在房地产宏观调控政策的影响下，房地产销售可能面临巨大压力，进而影响到公司资金周转和业绩提升。

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	689.99	533.44	1210.04	1980.00	2680.00	3100.00
增长率(%)	-38.41%	-22.69%	126.84%	63.63%	35.35%	15.67%
归属母公司股东净利润	143.80	97.05	117.02	294.56	480.50	728.81
增长率(%)	19.17%	-32.51%	20.58%	151.71%	63.12%	51.68%
每股收益 (EPS)	0.223	0.150	0.181	0.457	0.745	1.130
每股经营现金流	-0.194	-1.153	-0.090	0.518	-0.503	2.606
销售毛利率	45.78%	41.95%	24.81%	35.48%	38.74%	46.27%
销售净利率	20.80%	17.74%	9.60%	14.88%	17.93%	23.51%
净资产收益率 (ROE)	7.62%	4.87%	5.66%	12.46%	16.89%	20.40%
投入资本回报率 (ROIC)	19.32%	8.75%	6.15%	11.08%	16.65%	18.82%
市盈率 (P/E)	30.46	45.13	37.42	14.87	9.11	6.01
市净率 (P/B)	2.32	2.20	2.12	1.85	1.54	1.23

数据来源: WIND 英大证券

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	689.99	533.44	1210.04	1980.00	2680.00	3100.00
减: 营业成本	374.10	309.66	909.79	1277.50	1641.77	1665.63
营业税金及附加	66.59	25.14	65.63	99.00	134.00	155.00
营业费用	8.05	20.89	15.21	29.70	38.86	46.50
管理费用	27.23	44.84	42.15	56.43	67.00	79.05
财务费用	4.54	7.15	25.84	124.63	157.71	182.07
资产减值损失	-0.32	11.75	-10.10	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	2.50	16.31	0.00	0.00	0.00
营业利润	209.79	116.61	177.74	392.74	640.66	971.75
加: 其他非经营损益	0.01	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	209.79	116.60	177.80	392.74	640.66	971.75
减: 所得税	66.26	21.97	61.65	98.19	160.17	242.94
净利润	143.53	94.63	116.14	294.56	480.50	728.81
减: 少数股东损益	-0.27	-2.42	-0.88	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	143.80	97.05	117.02	294.56	480.50	728.81
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1300.49	671.37	1050.99	1838.22	2325.22	4792.74
应收和预付款项	156.72	362.61	684.84	2041.00	1932.00	1823.00
存货	970.88	1992.99	4345.64	3638.71	5482.23	5621.97
其他流动资产	150.00	53.66	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	214.85	367.69	362.06	345.71	358.15	369.39
固定资产和在建工程	2.35	34.94	33.98	34.37	33.73	33.04
无形资产和开发支出	18.35	18.31	18.30	18.25	18.21	18.18
其他非流动资产	0.00	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2813.63	3501.70	6495.81	7916.27	10149.53	12658.32
短期借款	0.00	0.00	850.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	232.49	497.39	1815.23	2361.13	3113.90	3893.88
长期借款	685.20	981.84	1621.23	3051.23	4051.23	5051.23
其他负债	0.00	0.00	140.00	140.00	140.00	140.00
负债合计	917.69	1479.23	4426.46	5552.36	7305.13	9085.11
股本	430.00	645.00	645.00	645.00	645.00	645.00
资本公积	1300.71	1091.64	1053.16	1053.16	1053.16	1053.16
留存收益	157.01	254.16	371.19	665.74	1146.24	1875.05
归属母公司股东权益	1887.72	1990.80	2069.35	2363.91	2844.40	3573.21
少数股东权益	8.22	31.67	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1895.94	2022.47	2069.35	2363.91	2844.40	3573.21
负债和股东权益合计	2813.63	3501.70	6495.81	7916.27	10149.53	12658.32
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-125.43	-743.62	-58.14	333.87	-324.29	1680.59
投资性现金净流量	-151.50	-305.28	-218.28	-2.00	-31.00	-31.00
筹资性现金净流量	1587.96	358.45	778.56	455.37	842.29	817.93
现金流量净额	1311.03	-690.50	502.14	787.24	486.99	2467.52

数据来源: WIND 英大证券

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准