

买入 维持

华业地产 (600240)

2011 年 5 月 12 日

股票价格

5 月 11 日收盘价	9.72 元
6 个月内目标价	12.51 元
52 周内股价波动	5.15-9.98 元

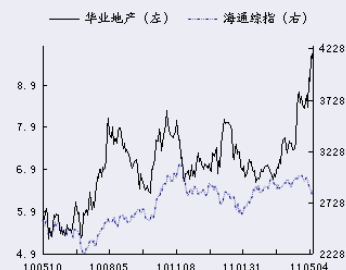
主要估值指标

	2010	2011E	2012E
市盈率	21.51	10.24	6.75
市净率	2.66	2.07	1.58

股本结构

总股本 (万股)	64500
流通 A 股 (万股)	64500
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

相关研究

房地产行业分析师
涂力磊
SAC 执业证书编号:
S0740210020003
电话: 021-23219747
Email: tll5535@htsec.com

房地产行业分析师
谢益
SAC 执业证书编号:
S0850208120583
电话: 021-23219436
Email: xiey@htsec.com

公司经营进入良性循环

公司是一家通过资产重组实现从纺织服装行业进入房地产行业的上市公司。公司累计项目建筑 356 万方, 其中二级开发建面 271 万方, 大部分集中在北京通州。目前在售项目中通州“华业玫瑰东方园”总面积大、利润率高、开盘去化率好。将成为公司未来利润增长的重要保证。前期公司已经公告成立矿业公司。能否进一步在矿业方面有所斩获, 将决定公司股价是否具备更高价值空间。

主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润增长率 (%)	20.58	149.61	118.27	51.41	25.45
营业利润率 (%)	14.69	16.92	32.21	31.41	26.53
净资产收益率 (%)	5.66	12.37	20.32	23.53	22.36
每股收益 (摊薄, 元)	0.18	0.46	0.94	1.42	1.73

资料来源: 公司公告、海通证券研究所

- **项目储备丰富, 足够未来三年发展。**截至 2011 年 5 月, 根据公司公告, 公司项目累计权益建面 356.39 万方, 其中一级开发项目累计权益建面 85.02 万方, 二级开发 271.37 万方。项目主要分布于北京、大连、长春、深圳和武汉等地。

未来看点:

- **通州东方玫瑰项目利润高、去化好:** 目前在售的东方玫瑰园项目累计建面 69 万方, 每平米土地成本在 3000 元上下。项目已获取得预售面积在 12.18 万方。按照当前 1.6 万元每平米销售价格推算。已开盘项目后期有望实现 20 亿左右现金回笼。我们预计, 公司项目去化率约在 52% 左右。
- **通州运河核心区项目将成为公司新的利润增长点:** 公司年初在通州运河核心区连续获得 5 幅商业地块, 合计建面 51.5 万平米, 其中 30% 是住宅, 70% 是商业。项目土地平均成本在 8800 元左右, 预计未来售价在 2.5 万元上下。目前该项目周边已经规划有多条地铁线路, 未来存在较大溢价空间。
- **股权激励为业绩护航:** 公司已经公布股权激励计划。业绩方面要求 2011 到 2013 年各年 ROE 增长率不低于 10%、扣除非经营性损益后的净利润三年增长分别不得低于 50%、33.3% 和 25%。
- **成立矿业公司拓展新领域:** 公司近期已经公布拟以货币资金形式设立全资子公司北京华业矿业资源发展有限公司。在“地产+矿业”概念的股票中, 目前公司市值在 60 亿上下, 从公司资质程度看总市值规模依旧偏低。
- **给予公司“买入”评级。**预计公司 2011、2012 和 2013 年每股收益在 0.94、1.42 和 1.73 元。按目前上市地产公司 2011 年平均 12 倍市盈率, 对应公司 11.28 元, RNAV12.51 元。考虑到公司具备的良好成长性, 因此 5 月 11 日, 公司收盘于 9.72 元, 对应 2011 年 PE 为 10.45 倍, 2012PE 为 6.89 倍。
- **风险提示:** 行业面临加息和政策调控两大风险。

目 录

我们的观点:	4
1. 公司重组后业务不断拓展	4
1.1 华业地产的历史	4
1.2 现有项目储备初具规模	5
2. 公司经营进入良性循环	6
2.1 通州地区项目盈利能力高	6
2.2 外地项目沉淀价值高	8
3. 未来看点	9
3.1 股权激励为业绩保驾护航	10
3.2 矿业公司成为发展新期望	10
4. 盈利预测和估值	11
4.1 业绩预测	11
4.2 RNAV	12
4.3 敏感性分析	13
4.4 公司合理价值	14
5. 投资建议	14
6. 风险提示	14

图目录

图 1 公司重组上市和股权、股本变动示意图	4
图 2 公司控股关系示意	5
图 3 公司储备项目的区域分布	5
图 4 公司项目分布统计	6
图 5 华业东方玫瑰项目地理位置	7
图 6 通州运河核心区规划	8

表目录

表 1 华业玫瑰周边项目情况	6
表 2 华业玫瑰销售情况（截至 2011 年 5 月 8 日网上数据）	7
表 3 公司通州运河核心区项目经济数据	8
表 4 公司北京以外项目情况	9
表 5 公司市值按 30%毛利率对应的项目销售价格（截至 5 月 10 日）	9
表 6 上市地产企业股权激励方案对比	10
表 7 “地产+矿业”公司相关情况	11
表 8 公司项目结算预计表	12
表 9 公司 RNAV 计算表	13
表 10 RNAV 敏感性计算	13
表 11 EPS 敏感性计算	14

我们的观点:

公司累计项目建筑 356 万方,其中二级开发建面 271 万方,大部分集中在北京通州。目前在售楼盘中“华业玫瑰东方园”累计建面 69 万方,每平方米土地成本在 3000 元上下。项目已取得预售面积在 12.18 万方。按照当前 1.6 万元每平方米销售价格推算,已开盘项目后期有望实现 20 亿左右现金回笼。公司已经公布股权激励计划。业绩方面要求 2011 到 2013 年各年 ROE 增长率不低于 10%、扣除非经营性损益后的净利润三年增长分别不得低于 50%、33.3%和 25%。

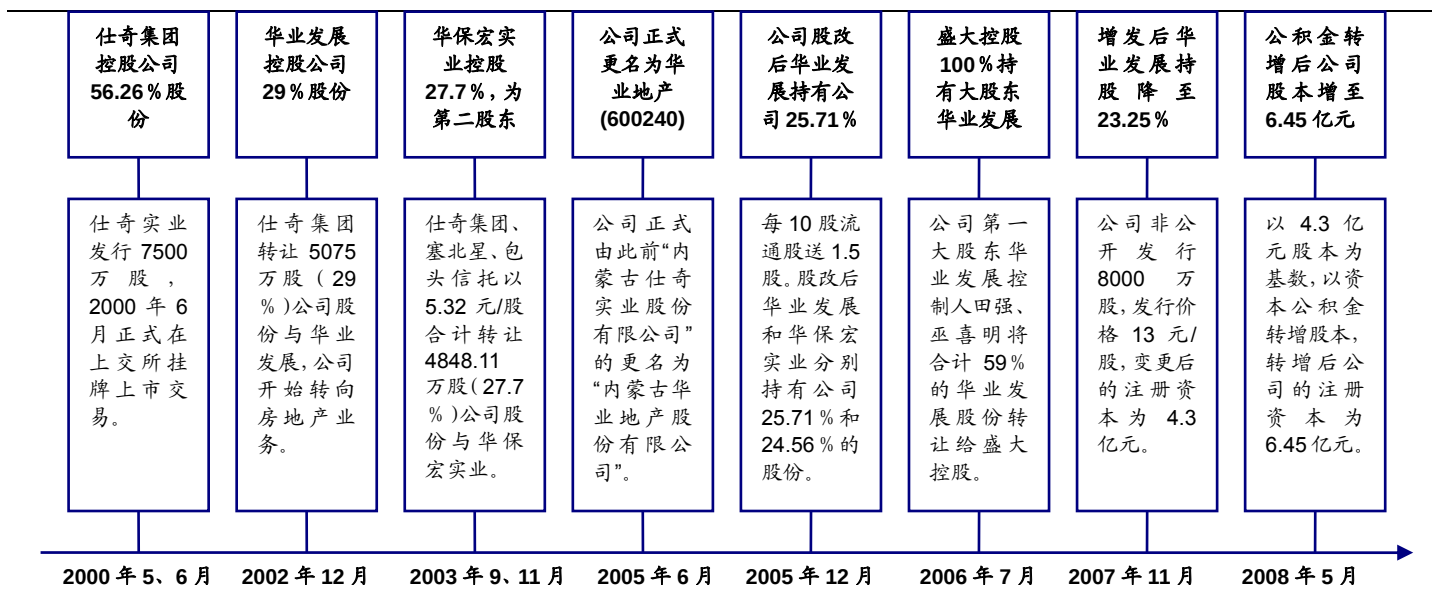
此外,公司近期还将设立全资子公司北京华业矿业资源发展有限公司。在“地产+矿业”概念的股票中,目前公司市值在 60 亿上下,从公司资质程度看总市值规模依旧偏低。能否进一步在矿业方面有所斩获,将决定公司股价是否具备更高价值空间。

1. 公司重组后业务不断拓展

1.1 华业地产的历史

公司前身为 2000 年 6 上市的内蒙古仕奇实业股份有限公司,主要经营范围是羊毛加工、纺织服装的生产和销售。2002 年底上市公司大股东—仕奇集团将 5075 万股(占公司 29%的股份)公司股份转让与华业发展公司,公司开始积极向房地产行业转型。2003 年 9 月和 11 月,仕奇集团、塞北星啤酒和包头信托分别以 5.32 元/股的价格,合计转让 4848.11 万股(占公司 27.7%的股份)公司股份与华保宏实业公司。至此,公司完成向地产业务转型。

图 1 公司重组上市和股权、股本变动示意图

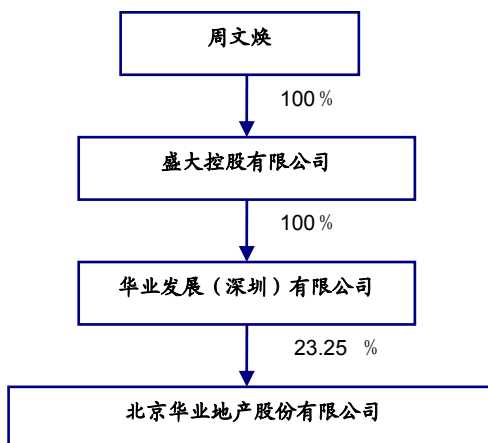


资料来源:公司公告、海通证券研究所

2005 年 6 月,公司正式更名为内蒙古华业地产股份有限公司。2005 年底,公司股东大会通过了股改方案,即每 10 股流通股送 1.5 股。股改后的华业发展和华保宏实业分别持有公司 25.71%和 24.56%的股份。2006 年 7 月,公司第一大股东华业发展的控制人田强、巫喜明将合计 59%的华业发展股份转让给盛大控股。至此,盛大控股合计持有公司大股东—华业发展 100%的股权。公司实际控制人变更为周文焕。

2007年11月,公司非公开发行8000万股,发行价13元/股。增发后公司的注册资本增至4.3亿元,华业发展的持股比例则降至23.25%。2008年5月,以资本公积金转增股本,转增后公司的注册资本进一步增至6.45亿元。目前,公司的股东控股关系如下图所示:

图2 公司控股关系示意

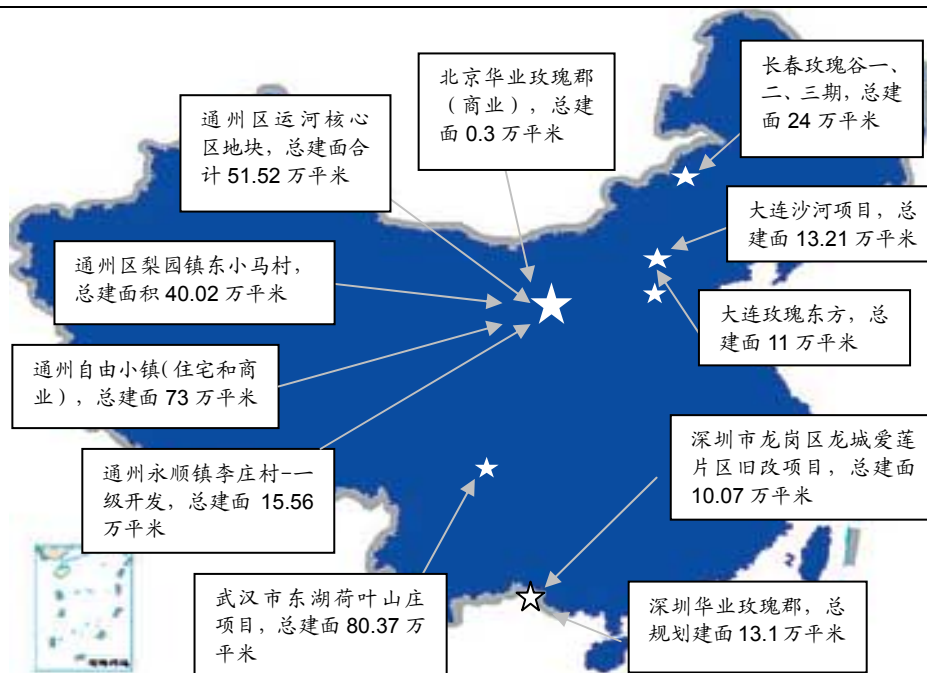


资料来源:公司公告、海通证券研究所

1.2 现有项目储备初具规模

截至今年5月,根据公司公告,公司累计权益建面356.39万方,其中一级开发建面85.02万方,二级开发271.37万方。项目主要分布于北京、大连、长春、深圳和武汉等地。

图3 截至2011年5月公司储备项目的区域分布



资料来源:公司公告、海通证券研究所

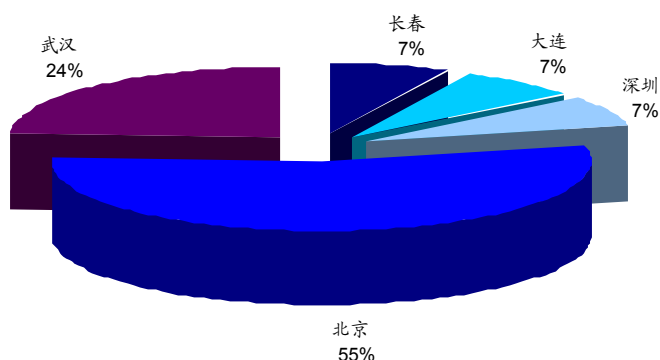
2. 公司经营进入良性循环

经过多年成长,华业地产目前已经初具规模。从现有项目储备和公司财务情况来看,公司具备未来三年高速成长的能力。

2.1 通州地区项目盈利能力高

在公司项目储备中北京通州地区达到 180.4 万方,占全部项目储备的 50%;涵盖两个一级开发和两个二级开发。通州地区二级开发项目累计权益建面 123.82 万平,其中在售项目为北京华业东方玫瑰。

图 4 截至 2011 年 5 月公司项目分布统计



资料来源:公司公告、海通证券研究所

2.1.1 华业玫瑰园项目

该项目原名通州自由小镇,公司 2009 年以股权收购方式获取。项目土地用途为住宅、商业和地下车库,规划用地面积为 25.30 万平方米,规划总建筑面积为 82.61 万平方米(其中地上建筑面积 68.99 万平方米,地下建筑面积 13.62 万平方米),容积率 2.73。

该项目所在的通州区梨园镇位于通州区南部。根据通州区南部新城规划方案,连接顺义-通州-亦庄的轻轨 S6 线、新的北京东站、两个商务区、会展中心区等都将建在通州南部新城,未来通州南部新城是通州发展重点。该项目地位位置优越,具有良好的市场前景。目前项目土地成本在每平方米 3000 元左右,周边项目销售价格在 1.7 万到 2 万元每平米之间。

表 1 华业玫瑰园周边项目情况

项目名称	物业类型	建设用地 (万平)	建筑面积 (万平)	装修 状况	销售均价 (元/平方米)
阿尔法·丁香丽舍	住宅、花园洋房	13.5	20.25	毛坯	19800
远洋东方	普通住宅	4.61	13.61	毛坯	17000
京贸国际城	普通住宅	20.69	69.05	毛坯	19800
新华联运河湾	精装	10.13	31.03	毛坯	20000

资料来源:北京市房地产交易管理中心、海通证券研究所

图5 华业东方玫瑰项目地理位置



资料来源：搜房网、海通证券研究所

从北京市房地产交易管理中心可以看到，该项目 2011 年 4 月 27 日已经拿到预售许可证。已经获得预售面积在 12.18 万方左右。截止 5 月 8 日，已售项目销售 1.6 万元每平方米销售价格推算。已开盘项目后期有望实现 20 亿左右现金回笼。

表 2 华业玫瑰销售情况（截至 2011 年 5 月 8 日网上数据）

预售证申请情况			
销售楼号	批准销售	批准销售	销售状态
	套数(套)	面积(平方米)	
A4#住宅楼	849	56772.44	正在预售
A5#住宅楼	198	24001.13	2011-4-27 开盘
A6#住宅楼	101	9882.49	2011-4-27 开盘
A7#住宅楼	109	10894.49	2011-4-27 开盘
A9#住宅楼	221	20288.29	2011-4-27 开盘
分计	1478	121838.84	
期房签约统计			
用途	已签约套数(套)	已签约面积(平方米)	成交均价(元/平方米)
住宅	209	12524.93	15684

资料来源：北京市房地产交易管理中心、海通证券研究所

我们预计，公司该项目的去化率在 52%左右。已签约项目正在陆续办理上网公示手续。通州东方玫瑰园的顺利销售是公司未来三年业绩高增长的主要来源。

2.1.2 通州运河区核心项目

公司 2010 年末和 2011 年初在北京通州运河区核心区连续获得 5 处土地。从土地地理位置来看，处于原本通州“北京第一高楼”项目拟建地址。通州“北京第一高楼”项目位于京杭大运河交汇的商务酒店区，是一座集会议与娱乐为一体的超五星级商业酒店。该项目后来由于规划调整等原因最后搁浅。

图6 通州运河核心区规划



资料来源：北京市通州区政务门户网站、海通证券研究所

公司所拍得5幅通州运河核心区商业地块，合计建面51.5万平方米，其中30%是住宅，70%是商业。项目规划包括酒店式公寓、电影院、永辉超市（目前已交订金）等。预计公司将采取销售和自持相结合的经营方式。

项目土地平均成本在8800元左右，预计未来售价在2.5万元上下。目前该项目周边已经规划有多条地铁线路，未来存在较大溢价空间。

表3 公司通州运河核心区项目经济数据

物业名称	物业类型	权益	占地面积(万平)	容积率	规划建筑面积(万平)	权益建筑面积(万平)
通州区运河核心区IV-05地块		100%	0.91	7.87	7.20	7.20
通州区运河核心区IV-08地块	F3其他类多功能用地	100%	1.24	9.78	12.10	12.10
通州区运河核心区IV-09地块		100%	0.93	7.69	7.12	7.12
通州区运河核心区IV-02地块		100%	1.12	7.84	8.80	8.80
通州区运河核心区IV-03地块		100%	1.65	9.87	16.30	16.30
合计			5.85		51.52	51.52

资料来源：北京市房地产交易管理中心、海通证券研究所

2.2 外地项目沉淀价值高

公司外地项目相对分散，主要集中在大连、深圳和武汉。上述资源获取成本与当地的房价相比，具有明显的成本优势，是公司未来盈利增长的有力补充。

表 4 公司北京以外项目情况

物业名称	权益	占地面积 (万平)	容积率	规划建筑面 积(万平)	权益建筑面 积(万平)	平均地价 (元/平)	销售均价 (元/平)
深圳华业玫瑰郡	100%	2.65	4.94	13.10	13.10	2672	尾盘销售
长春玫瑰谷一期	100%	4.00	2.00	8.00	8.00	688	售罄
长春玫瑰谷二期	100%	4.00	2.00	8.00	8.00	688	6000
长春玫瑰谷三期	100%	4.00	2.00	8.00	8.00	688	6000
大连玫瑰东方	100%	3.00	3.67	11.00	11.00	5327	18000
大连市沙河口区(2010)-21号地块	67%	3.57	3.70	13.21	8.81	4527	18000
武汉市东湖荷叶山庄项目	99%	61.82	1.30	80.37	79.57	387	8000
深圳市龙岗区龙城爱莲片区旧改项目	100%	2.65	3.80	10.07	10.07	79	-
合计		85.69	23.41	151.75	146.55		

资料来源:北京市房地产交易管理中心、海通证券研究所

此外,公司当前市值 63 亿。按照二级开发 271 万平建面储备、2500 元/平米建安费用测算,公司 30%毛利率所对应的销售价格应该在 6883 元/平。而公司大部分项目销售价格均在此之上。

表 5 公司市值按 30%毛利率对应的项目销售价格(截至 5 月 10 日)

简称	代码	5 月 9 日 收盘价(元)	市值 (亿)	项目权益建筑面积 (万平)	股价所对应的楼板价 元/平	非地价成本 元/平	30%毛利率定价 元/平
万科 A	000002	8.31	914	6325	1445	2500	5635
保利地产	600048	13.00	595	5398	1102	2400	5003
招商地产	000024	17.80	306	823	3714	3500	10305
金地集团	600383	6.28	281	1420	1978	2800	6825
金融街	000402	7.36	223	835	2668	3500	8812
华侨城 A	000069	7.72	432	906	4767	4000	12524
首开股份	600376	12.27	183	1199	1529	3000	6470
苏宁环球	000718	8.61	147	1479	991	2200	4559
新潮中宝	600208	5.76	296	1104	2678	1800	6398
万通地产	600246	5.53	67	344	1956	2500	6366
华发股份	600325	10.90	89	678	1314	2600	5591
世茂股份	600823	14.18	166	907	1830	2500	6186
滨江集团	002244	11.75	159	340	4672	3500	11675
荣盛发展	002146	12.95	186	1641	1131	1500	3759
冠城大通	600067	9.34	69	220	3123	2400	7889
华业地产	600240	9.74	63	271	2318	2500	6883
广宇集团	002133	6.26	31	156	2001	2000	5715

资料来源:公司公告、海通证券研究所

3. 未来看点

公司前三年发展主要是在中小型城市快速简单复制。而 2010 年公司除了将原有优势进一步深化外,也开始朝全产品线、地产“蓝海”、品牌经营等方向迈进。这将是公司走向全国性一线企业的必由之路。

3.1 股权激励为业绩保驾护航

公司已经公布股权激励计划。本次授予的 800 万份股票期权的行权价格为 8.14 元。本次股票期权激励计划有效期为自股票期权授予日起六年。自本激励计划授予日起满一年后的下一交易日起,激励对象应在可行权日内按 40%, 30%, 30% 的行权比例分期逐年行权。各行权期行权安排如下表 1 所示。业绩方面要求 2011 到 2013 年各年 ROE 增长率不低于 10%、扣除非经营性损益后的净利润三年增长分别不得低于 50%、33.3% 和 25%。

表 6 上市地产企业股权激励方案对比

公司名称	股权激励数量(万股)	占方案推出时总股本比例	行权价格(元)	行权条件	行权时间
苏宁环球	6693	3.93%	9.45	要求 ROE $\geq$ 20%; 要求行权期间的每一年的净利润增长率 $\geq$ 35%	5 年, 一年的等待期之后分四次行权, 比例分别为 30%、25%、25%、20%。
荣盛发展	4800	3.35%	19.3	要求 ROE $\geq$ 15%; 要求行权期间的每一年的净利润增长率 $\geq$ 35%	从 09 年开始分 5 年行权, 2010 行权 15%, 2011 行权 20%, 2012 行权 30%, 2013 行权 35%。
万科 A	11000	1.00%	8.89	ROE $\geq$ 14%, 2011、2012 和 2013 年各年净利润增长率 $\geq$ 20%	5 年, 一年的等待期之后分三次行权, 比例为 40%、30%、30%
冠城大通	2000	2.72%	10.40	要求 ROE $\geq$ 10%; 2010、2011、2011 各年净利润增长率 $\geq$ 25%	自股票期权授予日起六年, 行权比例 40%、30%、30%
华侨城 A	5000	4.50%	7.00	要求 ROE $\geq$ 12%; 要求以 2005 年为基数, 每年的净利润增长率 $\geq$ 20%, 主营业务收入增长率 $\geq$ 20%。	从 06 年开始 2 年限售, 6 年匀速解禁
新湖中宝	10033	3.56%	9.98	要求 ROE $\geq$ 8%, 同时要求 08 年净利润 $\geq$ 6 亿, 09 年净利润 $\geq$ 9 亿, 10 年净利润 $\geq$ 15 亿	4 年, 2008 年等待期之后分三次行权, 2009 年行权 40%, 2010 年行权 30%, 2011 年行权 30%。
阳光城	3165	5.90%	8.97	要求 ROE $\geq$ 14%; 要求行权期间的每一年的净利润增长率 $\geq$ 25%	6 年, 第一、第二、第三、第四、第五个行权期分别有 20%、20%、20%、20%、20%
华业地产	800	1.24%	8.14	要求 ROE $\geq$ 10%; 净利润三年增长分别不得低于 50%、33.3% 和 25%。	6 年, 第一、第二、第三个行权期分别有 40%、30%、30%
金地集团	9937	4.00%	7.84	2009 年和 2010 年扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10%; 净利润增长率不低于 20%; 销售收入年增长率不低于 30%	7 年, 后期年均 20%
卧龙地产	1223	3.04%	9.37	2010 年度净利润相比 2009 年度增长不低于 80%; 2011 年度净利润相比 2009 年度增长不低于 150%; 以及 2012 年度净利润相比 2009 年度增长不低于 200%	有效期为 4 年, 行权分为三批
中南建设	3000	3.25%	12.40	ROE $\geq$ 15%, 净利润增长率 $\geq$ 30%	4 年, 一年的等待期之后分三次行权, 比例为 40%、35%、25%
南国置业	1200	0.20%	12.36	ROE $\geq$ 15%, 净利润增长率 $\geq$ 25%	五年, 1 年的等待期之后分 4 次行权, 比例为 20%、20%、30%、30%

资料来源: Wind、海通证券研究所

股权激励计划的事实使得公司管理层和投资人利益更加一致。公司管理行为给市场投资人更大的信心。

3.2 矿业公司成为发展新期望

公司近期已经公布拟以货币资金形式设立全资子公司北京华业矿业资源发展有限公司。华业矿业公司注册资本为人民币 4500 万元, 经营范围拟定为矿业开发、加工、销

售；其他矿产品开发、加工、冶炼等。本次对外投资设立华业矿业公司，有利于公司打造新的利润增长点，拓宽投资渠道；打造多元化投资布局战略的实施，将会在一定程度上改变当前公司主营业务单一、受经济周期波动和政策调控影响较大的状况，提高上市公司资产质量。

表 7 “地产+矿业”公司相关情况

公司名称	项目权益	项目名称	“X”类型	资源储量（万吨）	平均品位	项目储备建面（万平）	总市值（亿）	
中润投资	拟联合收购	四川平武中金矿业有限公司	金矿采矿权	47.6	3.26 千克/吨	400	117	
			金矿探矿权	勘查面积为 8.40 平方公里，已查明金矿带 8 条				
			金矿探矿权	勘查面积为 60.91 平方公里				
		西藏中金矿业有限公司	铜铁矿探矿权	勘查面积为 7.30 平方公里				
创新置业	100%	祁东神龙矿业		10900	30.51%	37	40.49	
	70%	小金沟锰矿	锰矿	1863	12%			
中天城投	100%	野马川煤矿	煤矿	9383	-	830	146	
	100%	疙瘩营煤矿	煤矿	11047	-			
华业地产	100%	已成立北京华业矿业资源发展有限公司				324	61.47	

资料来源：公司公告、海通证券研究所

在“地产+矿业”概念的股票中，目前公司项目相对优异且总市值规模偏低。能否进一步在矿业方面有所斩获，将决定能否给予公司更高估值。

4. 盈利预测和估值

4.1 业绩预测

我们预计公司 2011、2012 和 2013 年公司综合收入分别在 30.18 亿、43.78 亿和 58.04 亿左右。对应各年 EPS 分别为 0.94 元、1.42 元和 1.73 元。项目销售收入测算请见表 8。

表 8 公司项目结算预计表

物业名称	物业类型	权益	权益建筑面 积(万平)	结算面积(万方)			结算收入(百万元)		
				11	12	13	11	12	13
华业东方玫瑰(住宅)	住宅	100%	61.00	12.00	18.00	14.00	1920	2880	2464
华业东方玫瑰(商业)	商业	100%	12.00			2.00	0	0	484
北京华业玫瑰郡(商业)	商业	100%	0.30				0	0	0
深圳华业玫瑰郡	住宅	100%	13.10	1.00			135	0	0
长春玫瑰谷一期	住宅、商业物业	100%	8.00				0	0	0
长春玫瑰谷二期	住宅、商业物业	100%	8.00	3.00			180	0	0
长春玫瑰谷三期	住宅	100%	8.00		4.00	4.00	0	240	264
大连玫瑰东方	住宅	100%	11.00	3.91	2.00		587	300	0
大连 2010-21	住宅、商业物业	67%	8.81		4.80	4.00	0	720	660
武汉市东湖荷叶山庄项目	住宅、商业物业	99%	79.57				0	0	0
通州区运河核心区 IV-05 地块		100%	7.20				0	0	0
通州区运河核心区 IV-08 地块		100%	12.10			5.00	0	0	880
通州区运河核心区 IV-09 地块	F3 综合用地	100%	7.12				0	0	0
通州区运河核心区 IV-02 地块		100%	8.80				0	0	0
通州区运河核心区 IV-03 地块		100%	16.30				0	0	0
深圳市龙岗区龙城爱莲片区旧改项目	住宅、商业物业	100%	10.07			5.00	0	0	825
通州区梨园镇东小马村	住宅	100%	40.02				0	0	0
通州永顺镇李庄村一级开发	住宅	100%	45.00				0	0	0
房地产开发分计				19.91	28.80	34.00	2822	4140	5577
物业出租和自营							98	98	140
合计							2920	4238	5717

资料来源：海通证券研究所

4.2 RNAV

我们认为公司地产业务综合 RNAV 在 12.51 元左右。RNAV 测算请见表 9。

表 9 公司 RNAV 计算表

项目名称	权益 (%)	规划建筑面积 (万平)	总地价 (亿元)	权益净资产值 (百万元)	占权益净资产值比例 (%)
通州自由小镇(住宅)	100%	61.00	20.15	1963	34.94%
通州自由小镇(商业)	100%	12.00	3.00	488	8.68%
北京华业玫瑰郡(商业)	100%	0.30	0.11	16	0.29%
深圳华业玫瑰郡	100%	13.10	3.50	29	0.51%
长春玫瑰谷二期	100%	8.00	0.55	38	0.68%
长春玫瑰谷三期	100%	8.00	0.55	90	1.60%
大连玫瑰东方	100%	11.00	5.86	164	2.93%
大连 2010-21	67%	13.21	5.98	245	4.36%
武汉市东湖荷叶山庄项目	99%	80.37	0.10	982	17.47%
通州区运河核心区 IV-05 地块	100%	7.20	6.34	79	1.41%
通州区运河核心区 IV-08 地块	100%	12.10	10.65	74	1.32%
通州区运河核心区 IV-09 地块	100%	7.12	6.27	93	1.66%
通州区运河核心区 IV-02 地块	100%	8.80	7.69	178	3.16%
通州区运河核心区 IV-03 地块	100%	16.30	14.25	110	1.95%
深圳市龙岗区龙城爱莲片区旧改项目	100%	10.07	0.08	292	5.20%
通州区梨园镇东小马村	100%	40.02	11.00	238	4.23%
通州永顺镇李庄村一级开发	100%	15.56	4.00	541	9.62%
分计				5620	100.00%
WACC					8.60%
地产业务净权益增加值					5620
出租和自营业务					261
2010 年净资产账面价值					2188
RNAV					7898
股本(百万股)					645.00
每股 RNAV					12.51

资料来源：海通证券研究所

4.3 敏感性分析

我们预测在价格下跌 20%，成本上升 15% 的范围内，公司 2011 年每股收益的变化范围在 0.71 到 0.94 元，RNAV 变化范围在 9.16 到 12.51。由于公司项目沉淀价值高，且目前销售情况顺利。因此，我们认为以上区间处于相对保守的范围。

表 10 RNAV 敏感性计算

RNAV (元/股)		价格变化										
		50%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%	150%
成本变化	90%	5.34	6.93	8.44	9.92	11.39	12.82	14.23	15.53	16.51	17.75	18.99
	95%	5.23	6.81	8.31	9.77	11.24	12.68	14.08	15.48	16.43	17.62	18.85
	100%	5.11	6.67	8.17	9.62	11.07	12.51	13.90	15.29	16.27	17.45	18.68
	105%	5.16	6.54	8.03	9.48	10.90	12.32	13.72	15.09	16.46	17.29	18.50
	110%	5.03	6.40	7.88	9.32	10.72	12.13	13.53	14.89	16.25	17.27	18.31
	115%	4.90	6.26	7.75	9.16	10.54	11.93	13.33	14.70	16.04	17.07	18.25
	120%	4.76	6.12	7.59	8.99	10.36	11.73	13.11	14.48	15.82	17.15	18.10

资料来源：海通证券研究所

表 11 EPS 敏感性计算

EPS (元/股)		价格变化										
		50%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%	150%
成本变化	90%	0.38	0.54	0.64	0.74	0.85	0.94	1.02	1.10	1.18	1.25	1.33
	95%	0.37	0.52	0.63	0.74	0.84	0.94	1.02	1.10	1.18	1.26	1.33
	100%	0.36	0.51	0.63	0.73	0.83	0.94	1.02	1.10	1.18	1.26	1.34
	105%	0.41	0.50	0.62	0.73	0.83	0.93	1.02	1.10	1.18	1.26	1.34
	110%	0.39	0.48	0.61	0.72	0.82	0.92	1.02	1.10	1.18	1.27	1.34
	115%	0.38	0.47	0.62	0.71	0.81	0.91	1.01	1.10	1.18	1.27	1.35
	120%	0.36	0.46	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00	1.10	1.19	1.27	1.35

资料来源：海通证券研究所

4.4 公司合理价值

由于公司具备良好的成长性和发展空间，我们认为公司在估值上应享受一定溢价，因此给予公司 2011 年 12 倍市盈率，对应股价在 11.28 元。针对目前的市场情况，我们将公司 RNAV 做为合理价值上限，将 PE 估值作为合理价值下限，合计价值区间在 11.28 到 12.51 之间。

5. 投资建议

截至本报告期末，根据公司公告，公司累计土地储备在 324 万平左右。上述待结算资源大部分将在 2011 年开始参与结算。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别是 0.94 和 1.42 元，RNAV 在 12.51 元。5 月 11 日，公司收盘于 9.72 元，对应 2011 年 PE 为 10.45 倍，2012PE 为 6.89 倍。公司项目沉淀价值高，利润存在释放空间。矿业公司的成立使得公司有望拓展新业务领域。从中长期看公司具备足够的安全性和投资价值，继续维持对公司的“买入”评级。

6. 风险提示

房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

损益表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	533	1,210	2,249	3,018	4,378	5,804
增长率(%)	-22.7	126.8	85.9	34.2	45.1	32.6
营业成本	-310	-910	-1,604	-1,309	-1,899	-2,734
营业成本/销售收入(%)	58.0	75.2	71.3	43.4	43.4	47.1
毛利	224	300	645	1,709	2,479	3,070
毛利率(%)	42.0	24.8	28.7	56.6	56.6	52.9
营业税金及附加	-25	-66	-174	-550	-722	-1,115
营业税金及附加/销售收入	4.7	5.4	7.7	18.2	16.5	19.2
营业费用	-21	-15	-31	-60	-106	-140
营业费用/销售收入(%)	3.9	1.3	1.4	2.0	2.4	2.4
管理费用	-45	-42	-47	-151	-293	-290
管理费用/销售收入(%)	8.4	3.5	2.1	5.0	6.7	5.0
息税前利润(EBIT)	133	177	393	948	1,358	1,525
EBIT/销售收入(%)	24.9	14.6	17.5	31.4	31.0	26.3
财务费用	-7	-26	-15	-160	-142	-147
财务费用/销售收入(%)	1.3	2.1	0.7	5.3	3.2	2.5
资产减值损失	-12	10	2	4	-16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	78
投资收益	3	16	0	0	0	0
投资收益/税前利润(%)	2.1	9.2	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	117	178	381	792	1,200	1,471
营业利润率(%)	21.9	14.7	16.9	26.2	27.4	25.4
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	117	178	380	792	1,200	1,471
利润率(%)	21.9	14.7	16.9	26.2	27.4	25.4
所得税	-22	-62	-101	-182	-276	-338
所得税率(%)	18.8	34.7	26.5	23.0	23.0	23.0
净利润	95	116	279	609	924	1,133
少数股东损益	-2	-1	-13	6	11	15
归属于母公司的净利润	97	117	292	603	913	1,118
净利率(%)	18.2	9.7	13.0	20.0	20.9	19.3

现金流量表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	95	116	279	609	924	1,133
少数股东损益	0	0	0	6	11	15
非现金支出	20	3	12	24	17	15
非经营收益	17	19	38	182	202	104
营运资金变动	-876	-198	-817	1,054	-784	382
经营活动现金净流	-744	-60	-489	1,876	370	1,649
资本开支	1	6	3	0	7	10
投资	-315	-389	-17	0	0	0
其他	10	177	0	0	0	78
投资活动现金净流	-305	-218	-20	0	-7	68
股权募资	88	0	20	0	0	0
债权募资	297	1,629	555	0	0	0
其他	-26	-851	60	-182	-182	-182
筹资活动现金净流	358	779	635	-182	-182	-182
现金净流量	-691	501	126	1,694	181	1,535

资料来源:公司公告、海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	703	1,220	1,330	3,018	3,188	4,708
应收款项	2	594	0	579	800	1,078
存货	1,993	4,346	6,598	11,894	14,292	14,836
其他流动资产	250	91	70	-345	1,132	1,714
流动资产	2,948	6,250	7,998	15,146	19,411	22,336
流动资产/总资产(%)	83.1	93.6	95.1	97.5	98.1	98.4
长期投资	368	362	350	362	362	362
固定资产	35	34	37	37	33	30
固定资产/总资产(%)	1.0	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1
无形资产	18	18	18	28	22	20
非流动资产	435	426	416	437	408	402
非流动资产/总资产(%)	12.3	6.4	4.9	2.8	2.1	1.8
资产总计	3,547	6,676	8,414	15,541	19,793	22,696
短期借款	0	990	0	0	0	0
应付款项	497	1,815	2,700	9,150	12,433	14,168
其他流动负债	45	11	10	74	119	154
流动负债	542	2,816	2,710	9,224	12,552	14,322
长期贷款	982	1,621	3,166	3,166	3,166	3,166
其他长期负债	0	169	169	169	169	169
负债	1,524	4,607	6,045	12,559	15,887	17,657
普通股股东权益	1,991	2,069	2,362	2,969	3,882	5,000
少数股东权益	32	0	7	13	24	39
负债股东权益合计	3,547	6,676	8,414	15,541	19,793	22,696

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标(元)						
每股收益	0.150	0.181	0.459	0.935	1.416	1.734
每股净资产	3.087	3.208	3.661	4.603	6.019	7.752
每股经营现金净流	-1.154	-0.093	-0.758	0.602	0.116	0.526
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率(%)						
净资产收益率	4.9	16.3	12.5	20.3	23.5	22.4
总资产收益率	2.7	1.8	3.5	3.9	4.6	4.9
投入资本收益率	9.5	14.8	9.8	32.3	36.8	46.1
增长率(%)						
营业总收入增长率	-22.7	126.8	85.9	34.2	45.1	32.6
EBIT增长率	-37.9	33.4	121.8	141.1	43.3	12.3
净利润增长率	-32.5	20.6	153.0	103.7	51.4	22.4
总资产增长率	21.8	88.2	26.0	84.7	27.4	14.7
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	0.6	89.9	60.1	70.0	66.7	67.8
存货周转天数	1,746.8	1,271.5	2,514.2	3,313.8	2,745.3	1,979.8
应付账款周转天数	1,565.4	883.5	1,110.8	1,035.0	1,060.3	1,051.9
固定资产周转天数	12.8	10.4	5.8	3.2	1.1	0.4
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	11.1	67.2	77.5	5.0	-0.6	-30.6
EBIT利息保障倍数(倍)	18.6	6.9	26.2	5.9	9.6	10.4
资产负债率	43.0	69.0	71.8	80.8	80.3	77.8

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科A(000002.SZ)、保利地产(600048.SH)、招商地产(000024.SZ)、金地集团(600383.SH)、华侨城A(000069.SZ)、金融街(000402.SZ)、首开股份(600376.SH)、北京城建(600266.SH)、苏宁环球(000718.SZ)、万通地产(600246.SH)、荣盛发展(002146.SZ)、滨江集团(002244.SZ)、广宇集团(002133.SZ)、亿城股份(000616.SZ)、新潮实业(600777.SH)、华业地产(600240.SH)、天津松江(600225.SH)、天房发展(600322.SH)和广宇发展(000537.SZ)。

投资评级说明

1.	投资评级的比较标准	类别	评级	说明
	投资评级分为股票评级和行业评级		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	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 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
			卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
			增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
2.	投资建议的评级标准	行业投资评级		行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		中性	
			减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。