

公司研究/首次覆盖

2017年04月13日

房地产/房地产开发 II

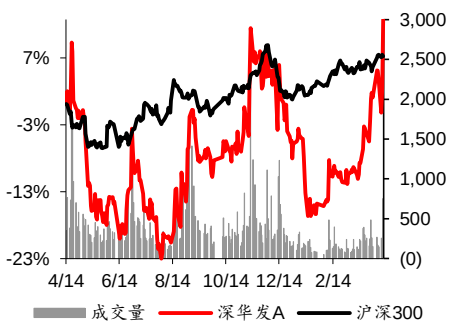
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 26.81
合理价格区间(元): 32.00~35.00

谢皓宇 执业证书编号: S0570515070001
研究员 010-56793955
xiehaoyu@htsc.com

郝亚雯 010-56793951
联系人 haoyawen@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

70 亿元的现金牛

深华发 A(000020)

公司在深圳 56 万方城市更新项目顺利推进, 将为公司贡献大量现金流

公司旗下位于深圳的两块工业用地被列入《2010 年深圳市城市更新单元规划制定计划第一批计划》, 分别为光明新区公明街道华发片区的两块工业用地, 建面 46 万方, 以及福田区华强北街和振兴路交汇处东南侧的华发大厦项目, 建面 10 万方, 总计 56 万方。未来旧改项目的开发将成为公司新的利润增长点。预计今年光明新区华发旧改项目首先落地, 为公司带来大量现金流。

深圳光明新区华发旧改项目 46 万方, 权益部分对应 35 亿元

深圳光明新区项目公司持 50.5% 权益, 大股东武汉中恒集团持股 49.5%, 总建面 46 万方。2015 年和万科签订合作协议出售土地, 但此后与万科存在纠纷, 需要仲裁, 截止期限至 2017 年 5 月 12 日。同时, 武汉中恒集团与深圳华侨城旗下的恒祥基已约定, 在解除与深圳万科的合作经营合同后, 促成相关各方签订《拆迁补偿安置协议》。和万科合作的原方案为, 公司获得 5 亿元现金补偿以及 10 万方回迁商业物业, 其中 7 万方自持, 3 万方出售, 若合作解除, 公允价值地价款预计在 2 万元/平方米以上, 扣除补缴地价, 预计给上市公司带来权益部分的现金为 35 亿元。

深圳福田华发大厦项目 10 万方, 100% 权益, 55 亿元

深圳华发大厦项目公司持 100% 权益, 占地面积约 1.1 万方, 更新后建面积为 10.2 万方。华发大厦更新项目目前仍处于与业主沟通中, 公司将继续协调局部小业主, 完成拆迁补偿安置工作。该项目保守预计楼面价在 6.5 万元/平方米, 扣除补缴地价预计给上市公司带来的现金流为 55 亿元。

旧改项目落地带动公司整体估值至 70 亿元, 首次覆盖, 买入评级!

因公司非地产公司, 所以旧改项目只能全部出售, 同时公司主营业务相对较小, 按 2016 三季报, 公司总资产仅 6 亿元、净资产 3 亿元, 两个项目出售后公司变为现金公司, 不排除进行新业务拓展。估值方面, 以两个项目收回现金再扣除所得税, 给公司的净资产增厚将达 70 亿元, 当前 A 股市值 55 亿元, 公司 B 股市值 6 亿元, 所以对应到 A 股合理估值在 64 亿元, A 股总股本 1.8 亿股, 则合理价格为 35 元。给予公司 NAV9 折的折扣, 则公司合理股价区间为 32~35 元。假设两个项目分别于 2017 年和 2018 年出售, 则对应每年净利润分别为 26.8 和 42.6 亿元, PE 分别为 2.8 和 1.8 倍, PB 分别为 2.5 和 1.1 倍, 首次覆盖, 买入评级。

风险提示: 旧改项目推进不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	283.16
流通 A 股 (百万股)	181.17
52 周内股价区间 (元)	18.30-26.81
总市值 (百万元)	7,592
总资产 (百万元)	604.73
每股净资产 (元)	1.12

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	694.84	499.46	584.36	642.80	707.08
+/-%	10.85	(28.12)	17.00	10.00	10.00
净利润 (百万元)	7.69	(6.73)	6.26	2,681	4,264
+/-%	217.96	(187.56)	192.94	42,758	59.01
EPS (元, 最新摊薄)	0.03	(0.02)	0.02	9.47	15.06
PE (倍)	987.50	(1,128)	1,213	2.83	1.78

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

深圳城市更新，全国最特殊的土地出让模式	4
城市更新目的就是翻新城市规划	4
2009 年，广东发起退二进三自上而下的政策推动	4
深圳可用土地不足，城市更新才能促进产业升级	5
公司拥有位于深圳两个核心位置的项目	8
光明新区公明街道华发片区旧改项目，建面 46 万方	8
华发大厦城市更新项目，建面 10 万方	12
给予公司第一阶段 63-70 亿元估值	14
风险提示	15
公司简介	16
公司本身为民营电子企业	16
公司主要有 4 大业务板块：注塑、保丽龙、液晶屏、物业租赁	17
公司旗下主要 5 家子公司	19
PE/PB - Bands	20

图表目录

图表 1: 广义上的城市更新包括再开发、整治改善、保护 3 种方式, 实际操作中通常混合使用	4
图表 2: 广东省政府提出多种方式推进“三旧”改造, 并拓宽改造融资渠道	5
图表 3: 与广州必须由政府统一储备土地后公开出让不同的是, 深圳可以申请土地使用权收购	6
图表 4: 深圳城市更新“十三五”规划要求拆除重建合计完成 1250 公顷	6
图表 5: 规划期间, 拆除重建更新类更新供给建面不低于 4600 万方	6
图表 6: 深圳城市更新“十三五”规划以重点产业发展区和重大公共配套设施周边区域为更新重点	7
图表 7: 公司旗下的华发电子城和华发大厦地块被列入深圳城市更新单元第一批计划中	8
图表 8: 光明新区华发片区项目位于公明中心区, 北临兴发路, 东临振明路	8
图表 9: 根据光明新区政府网公示, 华发片区旧改单元合计含 6 个地块, 占地面积 9.1 万方, 计容建面 50.9 万方	9
图表 10: 深圳光明新区华发旧改项目自 2009 年底开始规划直到现在, 预计今年将完成实施主体确认工作	9
图表 11: 华发大厦项目属于福田上步片区第十四城市更新单元之一, 编号 14-01	12
图表 12: 华发大厦项目用地面积 1.0 万方, 容积率 10, 计容建面 10.2 万方, 主要为商业和办公	12
图表 13: 华发大厦项目位于深圳福田华强北, 规划后建面 10.2 万方	13
图表 14: 华发大厦项目将争取今年主体申报事宜尽快取得成效	13
图表 15: 当前公司大股东武汉中恒集团持股 41.14%, 实际控制人为李中秋先生	16
图表 16: 公司总股本为 2.8 亿股, 前十大股东持股合计 56%	16
图表 17: 截止 2016 年第三季度, 公司总资产为 6.1 亿元	16
图表 18: 2016 年前三季度, 公司实现总营收 4.6 亿元, 同比+17.3%	17
图表 19: 2016 年前三季度, 母公司净利润实现 450.9 万元	17
图表 20: 公司当前 4 大主营业务, 其中液晶显示器为第一大主营	17
图表 21: 公司业务分布在香港和华中地区, 并以华中为主	17
图表 22: 2016 年半年度注塑业务实现营收 9103 万元, 同比下降 18.5%	18
图表 23: 2016 年半年度注塑业务实现营收 3082 万元, 同比下降 11.1%	18
图表 24: 2016 年半年度注塑业务实现营收 1.6 亿元, 同比增长 120.9%	19
图表 25: 2016 年半年度物业租赁业务实现营收 2078 万元, 同比下降 15.2%	19
图表 26: 截止 2015 年底, 深华发旗下有 5 家子公司, 主要是自己发起设立, 其中以恒发科技规模最大	20
图表 27: 深华发 A 历史 PE-Bands	20
图表 28: 深华发 A 历史 PB-Bands	20

深圳城市更新，全国最特殊的土地出让模式

城市更新目的就是翻新城市规划

旧城改造指局部或整体改造和更新老城市的物质生活环境，属于城市更新范围，所以要依据城市整体的规划而实施，同时也取决于城市的发展方向和速度。广义上城市更新的方式主要有 3 种：再开发、整治改善、保护。目前大部分城市更新项目以前两类为主。旧改内容主要包括 5 类：1) 改造城市规划结构，规划合理的用地分区和城市用地性质分区；2) 改善城市环境，采取综合措施来改善生活环境，如空气、绿化、城市空间等；3) 更新和调整城市产业结构，调整城市工业布局；4) 更新或完善城市道路系统；5) 改善城市居住环境，组织建设公共服务设施，将旧街坊改造成完整的居住区域。

图表1： 广义上的城市更新包括再开发、整治改善、保护 3 种方式，实际操作中通常混合使用

再开发 Redevelopment	整治改善 Rehabilitation	保护 Conservation
再开发的对象是指建筑物，公共服务设施市政设施等有关城市生活环境要素的质量全面恶化的地区。这些要素已无法通过其他方式，使其重新适应当前城市生活的要求。	整治改善的对象是建筑物和其他市政设施尚可使用，但由于缺乏维护而产生设施老化、建筑破损、环境不佳的地区。	保护适用于历史建筑或环境状况保持良好的历史地区。保护是社会结构变化最小、环境能耗最低的“更新”方式，也是一种预防性的措施，适用于历史城市和历史文化城区。

资料来源：华泰证券研究所

因为旧改要根据城市整体规划而实施，所以旧改是自上而下推动的，由旧改办向政府提出申请，然后获得同意纳入旧城改造的批复文件。旧改的过程主要是拆迁-改造-投资-建设；运作模式主要有 3 种：1) 政府型，2) 开发商主导型，3) 政府主导下的开发商参与。政府型强化住宅保障功能，一般用于居民回迁；开发商型由开发商自己整体规划改造，由政府划出地块，开发商独立承担拆迁补偿、安置、回迁和商品房建设；政府主导下的开发商参与模式是对项目进行总体规划、土地开发和市政设施建设，然后实行土地招拍挂。¹

2009 年，广东发起退二进三自上而下的政策推动

2009 年，广东省政府发布《关于推进“三旧”改造促进节约集约用地的若干意见》（粤府〔2009〕78 号），切实推进旧城镇、旧厂房、旧村庄（简称“三旧”）改造工作，促进节约集约用地试点示范省建设。各地要围绕产业结构调整 and 转型升级、城市形象提升和功能完善、城乡人居环境改善、社会主义新农村建设等战略部署，在有利于提高土地节约集约利用水平和产出效益的前提下，确定“三旧”改造范围。列入“三旧”改造范围的土地包括：城市市区“退二进三”产业用地；城乡规划确定不再作为工业用途的厂房（厂区）用地；国家产业政策规定的禁止类、淘汰类产业的原厂房用地；不符合安全生产和环保要求的厂房用地；布局散乱、条件落后，规划确定改造的城镇和村庄；列入“万村土地整治”示范工程的村庄等。“三旧”改造以土地开发程度较高、“三旧”分布相对集中的珠江三角洲地区为重点，兼顾其他条件具备的地区。同时，省政府提出用多种方式推进“三旧”改造，并拓宽“三旧”改造筹资渠道。

¹ 资料来源：旧城改造模式研究，《合作经济与科技》2010 年 4 月号上（总第 390 期）

图表2：广东省政府提出多种方式推进“三旧”改造，并拓宽改造融资渠道**改造方式**

- 1、**城市基础设施和公共设施建设**或实施城市规划进行旧城区改建需要调整使用土地的，由政府依法收回、收购土地使用权，纳入土地储备。土地使用权收购的具体程序、价格确定，由政府依法制定实施办法。
- 2、在旧城镇改造范围内，符合规划的，**鼓励原土地使用权人自行进行改造**。自行改造应当制订方案，经土地行政主管部门和城乡规划部门同意后报政府批准实施。所涉及的划拨土地使用权，可采取协议方式补办出让手续，涉及补缴地价的，按统一规定办理。
- 3、在旧城镇改造范围内，符合规划的，**可以收购相邻多宗地块，申请进行集中改造**。相关部门可根据收购人的申请，将分散的土地归宗，为收购人办理土地变更登记手续。收购改造应当制订改造方案，经相关部门同意后报政府批准实施。涉及补缴地价的，按统一规定办理。
- 4、旧城镇、旧村庄改造涉及收回或者收购土地的，**可以货币方式向原使用权人补偿或支付收购款，也可以置换方式为原使用权人重新安排用地**。置换的土地其使用权价额折抵不足的，可以货币补齐。
- 5、土地利用总体规划确定的城市建设用地规模范围内的旧村庄改造，原农村集体经济组织申请将农村集体所有的村庄建设用地改变为国有建设用地的，可依照申请报省人民政府批准征为国有。其中，确定为农村集体经济组织使用的，交由农村集体经济组织自行改造或与有关单位合作开发建设。
- 6、土地利用总体规划确定的城市建设用地规模范围外的旧村庄改造，在规划的前提下，除属于政府应当依法征收的外，可由农村集体经济组织或者用地单位自行组织实施，并可参照旧城镇改造的相关政策办理，但**不得用于商品住宅开发**。
- 7、“三旧”改造涉及拆旧腾挪的合法用地，确能实现复耕的，可根据相关规定纳入城乡建设用地增减挂钩试点，由相关部门根据各地级以上市的情况安排周转指标。

融资渠道

- 1、政府应保障开展组织实施“三旧”改造工作经费。对“三旧”改造涉及的城市(城镇)公共基础设施建设，**应从土地出让金中安排相应的项目资金予以支持**。
- 2、在旧城镇改造中，需要搬迁的**国有企业用地**由当地政府依法收回后通过招标拍卖挂牌方式出让的，在扣除收回土地补偿等费用后，其**土地出让纯收益可按不高于 60% 的比例，依照有关规定专项用于支持企业发展**。在旧村庄改造中，政府通过征收农村集体建设用地进行经营性开发的，其土地出让纯收益可按不高于 60% 的比例，依照有关规定专项用于支持原农村集体经济组织的发展。
- 3、对现有工业用地改造后不改变原用途，提高容积率的，不再增缴土地价款。
- 4、鼓励各地探索利用社会资金开展“三旧”改造。除鼓励土地权利人自行改造外，对由政府统一组织实施“三旧”改造的，可在拆迁阶段通过招标的方式引入企业单位承担拆迁工作，拆迁费用和合理利润可以作为收(征)地(拆迁)补偿成本从土地出让收入中支付；也可在确定开发建设条件的前提下，由政府将拆迁及拟改造土地的使用权一并通过招标等公开方式确定土地使用权人。

资料来源：《广东省人民政府关于推进“三旧”改造促进节约集约用地的若干意见》（粤府〔2009〕78 号）、华泰证券研究所

深圳可用土地不足，城市更新才能促进产业升级

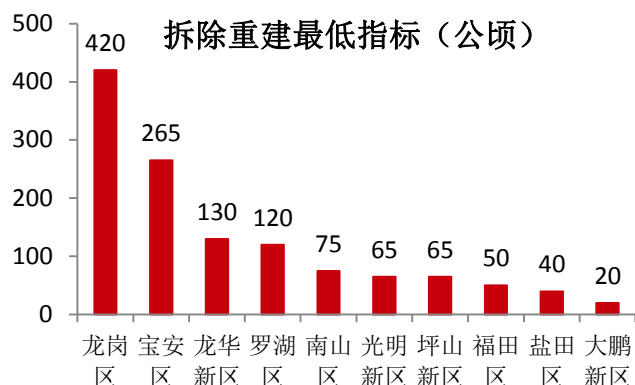
2009 年，深圳市政府发布《深圳城市更新办法》，根据办法，**城市更新项目分为 3 种：综合整治类、功能改变类、拆除重建类**。综合整治类更新项目主要包括改善消防设施、改善基础设施和公共服务设施、改善沿街立面、环境整治和既有建筑节能改造等内容，但不改变建筑主体结构和使用功能；一般不建附属设施。**功能改变类**更新项目改变部分或者全部建筑物使用功能，但不改变土地使用权的权利主体和使用期限，保留建筑物的原主体结构；可以按照规定加建附属设施。**拆除重建类**更新项目因单独建设基础设施、公共服务设施等公共利益需要或者为实施城市规划进行旧城区改建需要调整使用土地或者具备其他法定收回条件的，由相关部门依法收回土地使用权并予以补偿；除此之外，**城市更新单元内的土地使用权人也可以向市规划国土主管部门申请土地使用权收购**。2012 年出台的《深圳市城市更新办法实施细则》强调以拆除重建为主，同时拆除重建的实施方式包括 4 种，牵扯到权利主体和实施主体；2017 年出台的《关于加强和改进城市更新实施工作的暂行措施》，对工业区的改造方向从过去的拆除重建为主转变为复合式更新（拆除重建为主、综合整治为辅）和综合整治两种方式为主。

图表3：与广州必须由政府统一储备土地后公开出让不同的是，深圳可以申请土地使用权收购

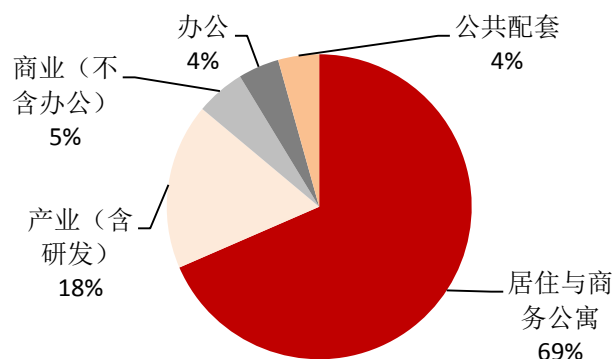
综合整治类	主要包括改善消防设施、改善基础设施和公共服务设施、改善沿街立面、环境整治和既有建筑节能改造等内容，但不改变建筑主体结构和使用功能；一般不新建附属设施。
功能改变类	改变部分或者全部建筑物使用功能，但不改变土地使用权的权利主体和使用期限，保留建筑物的原主体结构；可以按照规定新建附属设施。
拆除重建类	因单独建设基础设施、公共服务设施等公共利益需要或者为实施城市规划进行旧城区改建需要调整使用土地或者具备其他法定收回条件的，由相关部门依法收回土地使用权并予以补偿；除此之外， 城市更新单元内的土地使用权人也可以向市规划国土主管部门申请土地使用权收购。
(1) 权利主体自行实施	包括项目拆除重建区域内的单一权利主体自行实施，或者多个权利主体将房地产权益转移到其中一个权利主体后由其实施。
(2) 市场主体单独实施	项目拆除重建区域内的权利主体将房地产权益转移到非原权利主体的单一市场主体后由其实施。
(3) 合作实施	城中村改造项目中，原农村集体经济组织继受单位可以与单一市场主体通过签订改造合作协议合作实施。
(4) 政府组织实施	政府通过公开方式确定项目实施主体，或者由政府城市更新实施机构直接实施。涉及房屋征收与补偿的，按照《国有土地上房屋征收与补偿条例》规定执行。

资料来源：《深圳市城市更新办法》2009 年、《深圳市城市更新办法实施细则》2012 年、华泰证券研究所

深圳的旧改主要是在调整城市产业结构的背景下提高土地的利用效率。2016 年 11 月，深圳出台《深圳市城市更新“十三五”规划》，规划指出在 2016-2020 年期间，计划全市完成各类更新用地规模 30 平方公里，其中拆除重建类更新用地供应规模 12.5 平方公里；争取完成 100 个旧工业区复合式更新（以拆除重建为主、综合整治为辅的城市更新）和旧工业区综合整治项目（以综合整治为主，融合功能改变、加建扩建、局部拆建等方式的城市更新）。预计通过拆除重建类更新供给建面 4600 万方，其中居住与商务公寓建面约 3150 万方，商业（不含办公）约 240 万方，办公约 200 万方，产业（含研发）约 810 万方，公共配套约 200 万方。

图表4：深圳城市更新“十三五”规划要求拆除重建合计完成 1250 公顷

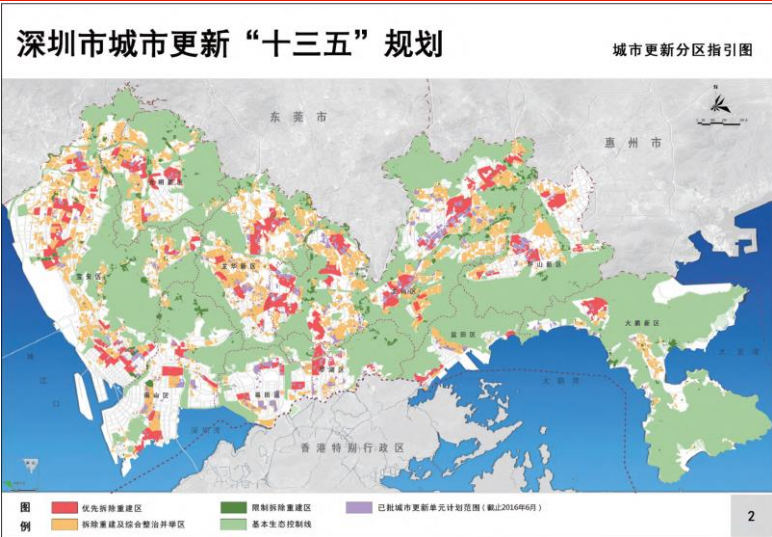
资料来源：《深圳市城市更新“十三五”规划》、华泰证券研究所

图表5：规划期间，拆除重建更新类更新供给建面不低于 4600 万方

资料来源：《深圳市城市更新“十三五”规划》、华泰证券研究所

根据规划，深圳市更新策略为优化城市空间、提高产业质量、提高生活水平。从城市空间优化看，要推动城市东进、中轴提升战略，以及城市南北两带优化。副中心及组团中心要承接就业人口压力，包括**龙华中心、龙岗中心、空港中心、光明中心、坪山中心、盐田中心**等。重点发展区域的更新包括**自由贸易试验区蛇口片区、福田保税区、笋岗-清水河片区、高新北片区、大空港新城、宝安中心区、坂雪岗科技城、北站商务中心、坪山中心区、光明凤凰城、龙岗中心区**等。重点更新单元包括**车公庙、梅林-彩田片区、蛇口、西丽中心、小梅沙、盐田河临港现代服务产业带、铁仔山-碧海片区、阿波罗未来产业城、光明中心、坪山中心、北站周边片区、葵涌中心**等。

图表6：深圳城市更新“十三五”规划以重点产业发展区和重大公共配套设施周边区域为更新重点



资料来源：《深圳市城市更新“十三五”规划》、华泰证券研究所

公司拥有位于深圳两个核心位置的项目

公司位于深圳地区的工业用地均被纳入《2010 年深圳市城市更新单元规划制定计划第一批计划》，所处区域分别为“公明中心地区华发片区更新单元”和“上步片区第十四更新单元”，未来旧改项目的开发将成为公司新的利润增长点。该旧改主要包括公司 2 个项目，一个是光明新区公明街道华发片区的两块工业用地，土地面积 11.62 万方，另一个是位于深圳市福田区华强北街和振兴路交汇处东南侧的华发大厦项目，土地面积为 1.13 万方。

图表7： 公司旗下的华发电子城和华发大厦地块被列入深圳城市更新单元第一批计划中

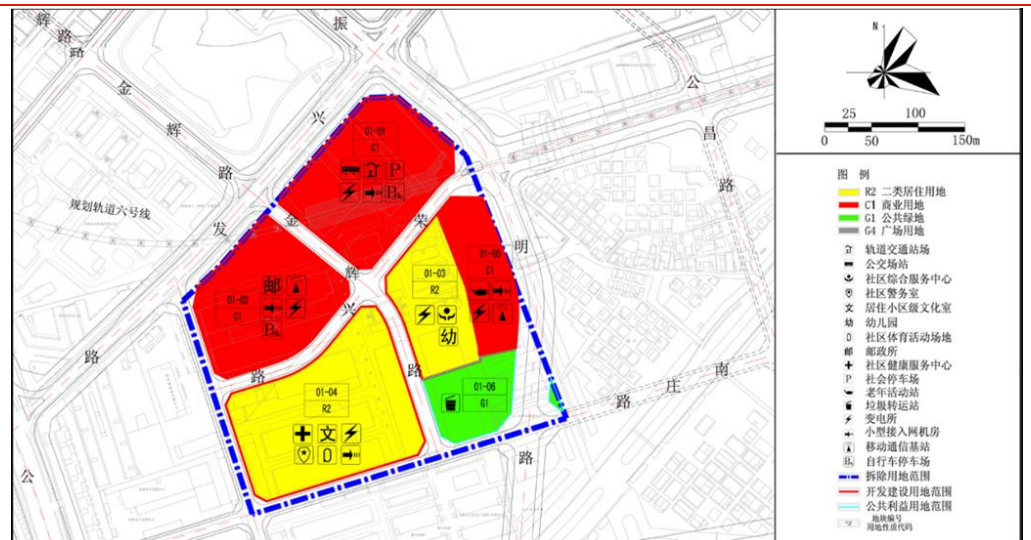
名称	宗地面积	区位	概况
公明华发电子城工业用地	11.62 万方	深圳市光明新区公明街道	该地块上的建筑物主要包括工业厂房、员工宿舍、食堂等
华发大厦工业用地	1.13 万方	深圳市福田区华强北街道	该地块上的建筑物为华发大厦，目前主要用于物业租赁

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

光明新区公明街道华发片区旧改项目，建面 46 万方

2016 年 2 月，深华发申请修改华发片区城市更新项目专项规划，在建筑总量、各计容积率建筑功能分项建筑面积保持不变及公众利益不减少的前提下，对公共绿地、建筑限高、建筑退线等内容进行修改。

图表8： 光明新区华发片区项目位于公明中心区，北临兴发路，东临振明路



资料来源：《市规划国土委光明管理局关于光明新区公明街道华发片区城市更新单元规划修改草案的通告》、华泰证券研究所

华发旧改项目位于深圳市光明新区公明街道兴发路与振明路交汇处南侧，包括公明华发片区更新单元范围内的 01-01、01-02、01-03、01-04、01-05、01-06 共计六个地块。根据光明新区政府网公示的草案，该项目合计占地 9.1 万方，容积率 5.6，计容建面合计 50.9 万方，其中住宅（不含保障房）13.0 万方，商业 14.6 万方，办公 5.4 万方，商务公寓 11.6 万方，保障性住房 3.3 万方，公共配套 2.6 万方。²其中深华发的项目为 1~4 号这四个地块，合计 45.8 万方。

² 资料来源：<http://www.szgm.gov.cn/szgm/132100/xwdt17/135216/581253/index.html>

图表9：根据光明新区政府网公示，华发片区旧改单元合计含 6 个地块，占地面积 9.1 万方，计容建面 50.9 万方

地块编号	用地代码	用地性质	用地面积	容积率	计容建面 (平方米)					合计
					住宅	商业	办公	商务公寓	公共配套设施	
01-01	C1	商业用地	20509.7	7.1		61500	54000	14310	15710	145520
01-02	C1	商业用地	18114.7	6.9		62000		61530	860	124390
01-03	R2	二类居住用地	10675.7	3.9		32520 (全部为保障性住房)			5600	42120
01-04	R2	二类居住用地	26496.8	5.5	130100	12500			3250	145850
公司合计										457880
01-05	C1	商业用地	8645.6	5.9		10000		40210	610	50820
01-06	G1	公共绿地	6269.3						250	250
合计			90711.8	5.6	130100	146000	54000	116050	26280	508950

资料来源：《市规划国土委光明管理局关于光明新区公明街道华发片区城市更新单元规划修改草案的通告》、华泰证券研究所

光明新区华发旧改项目自 2009 年底起开始规划，至今已超过 7 年，预计当前与万科的纠纷解决后，项目将取得实质性的发展。该项目是公司着手筹划的第一个项目，于 2009 年尝试定增投向该项目，到 2013 年决定成立项目公司开发，到 2015 年与多家知名房企签署合作协议框架，包括深圳保利、中信集团旗下的前海中证、深圳万科，以及深圳华侨城。当前规划已初步确定，按照前期的方案，公司主要享受两部分利益：1) 拆迁补偿，5 亿元现金补偿以及 10 万方回迁商业物业，其中 7 万方自持，3 万方出售；2) 整体项目进行清算后得盈利分配，如有亏损，则由控股股东武汉中恒集团承担；如有盈利，则公司和武汉中恒集团按照所占土地权益比例进行分配（公司占比 50.5%，中恒占比 49.5%）。目前，公司正与万科处于纠纷中，案件裁决期限延迟至 2017 年 5 月 12 日。同时，武汉中恒集团与深圳华侨城旗下的恒祥基约定，在解除与深圳万科的合作经营合同后，促成包括公司在内的相关各方签订《拆迁补偿安置协议》，完成“华发旧改项目”实施主体的确认工作。

图表10：深圳光明新区华发旧改项目自 2009 年底开始规划直到现在，预计今年将完成实施主体确认工作

公告日期	公告名称	具体内容
2009/4/30	关于与控股股东进行资产置换的关联交易公告	公司拟将印制电路板业务、部分公明工业用地与控股股东武汉中恒集团在武汉的部分工业土地资产进行置换。其中，公司拟置出位于深圳市光明新区公明镇华发路的两块工业用地（房地产证号为“深房地字第 7226760 号”与“深房地字第 7226763 号”、宗地号为“A627-005”与“A627-007”，合计面积约 4.82 万平方米，公司保证向中恒集团旗下的华发科技第二次增资时将公明土地过户至华发科技名下。双方同意在条件成熟时，武汉中恒集团将以自有资金及本次置出的公明土地，本公司将以深圳市公明生产基地剩余的土地使用权，进行合作开发。
2009/11/25	2009 年度非公开发行股票预案	拟非公开发行，募集资金不超过 9 亿元用于公司位于深圳市光明新区公明街道的 A627—0006 号地块的开发建设。该项目土地使用权属于公司自主拥有，曾为公司深圳液晶显示器业务的生产基地，现状为工业用途。根据《深圳市光明新区规划（2007—2020）》及 2009 年 12 月 1 日实施的《深圳市城市更新办法》，按照政府部门的有关规定补交相应地价款后，在遵循该区域“法定图则”要求的前提下，本项目土地用途可合法转为商业用地（二类相容居住用地，须经政府规划部门批准）。项目总投资为 12.3 亿元，其中公司需补交土地成本 5.3 亿元，建设投资为 7.0 亿元。该项目实际占地面积 4.9 万方，预计总建面 22.6 万方，可售建面 20.6 万方。
2010/3/6	部分工业用地纳入《2010 年深圳市城市更新单元规划制定计划》公示名单，所处区域分市城市更新单元规划制定计划》公别为“公明中心地区华发片区更新单元”和“上步片区第十四更新单元”，公明华发电子城工业用地示名单	公司属下部分工业用地被纳入《2010 年深圳市城市更新单元规划制定计划》公示名单，所处区域分市城市更新单元规划制定计划》公别为“公明中心地区华发片区更新单元”和“上步片区第十四更新单元”，公明华发电子城工业用地示名单 11.62 万方，华发大厦工业用地 1.13 万方。上述事项目前处于政府公示阶段。
2010/12/10	-	由于截止 2010 年 12 月 10 日上述股东大会决议有效期已过，而非公开发行股票事宜未取得实质性进展，本次非公开发行股票方案自动失效。
2013/4/3	关于城市更新项目进展情况的公告	公司申报的《光明新区公明街道华发片区更新单元规划》已经获得深圳市城市规划委员会建筑与环境艺术委员会审批并获原则通过，深圳市规划和国土资源委员会已向光明新区城市建设局核发了规划批准文件，主要内容为：1) 原则同意《规划》确定的功能定位及改造目标，依托高架轨道站点与上盖物业的综合开发，建设为集办公、居住、商业为一体的复合功能区。2) 原则同意《规划》的主要经济技术指标：拆除用地面积为 11.4 万方，其中开发建设用地面积 8.7 万方；计容积率建筑面积 50.9 万方，其中住宅 16.3 万方（含保障性住房 3.3 万方）、商业 15 万方、商务公寓 11.6 万方、办公 5.4 万方、公共配套设施 2.6 万方（含轨道站点 1 万方，1 所 12 班幼儿园 0.3 万方，占地 0.4 万方）。3) 上述主要经济技术指标为光明新区公明街道华发片区更新单元整体指标，经城市更新规划后，除市政道路、公共绿地、其他业主权属以外，该更新单元中归属于本公司的开发建设用地面积为 7.8 万方，计容积率建面积为 45.8 万方。（注：上述归属于本公司的土地包含 2009 年公司与控股股东中恒集团置

公告日期	公告名称	具体内容
		换交易中的置出资产，为便于城市更新项目的推进结合共同合作开发的原则，上述置出地块尚未办理过户手续。)
2013/5/16	2012 年度股东大会决议公告	股东大会通过《关于城市更新项目实施主体确认的议案》，1) 公司决定就福田区华强北街道的地块项目开发建设事宜，注册成立一家全资子公司作为实施主体，承接该项目一切经营和经济权益(包括土地)；2) 由于光明新区公明街道的地块项目包含 2009 年公司与控股股东武汉中恒集团开展资产置换交易中公司的置出地块，根据双方共同合作开发的原则，公司决定注册成立两家全资子公司作为实施主体，分别承接该项目相应的一切经营和经济权益(包括土地)。
2014/4/17	关于重大事项停牌的公告	停牌；公司正在商洽城市更新项目的房屋拆迁补偿相关事宜，该事项存在重大不确定性。
2014/5/6	关于中止重大事项暨复牌的公告	复牌；因涉及情况复杂，双方经多轮谈判之后仍未达成一致意见，决定终止与该交易对手方的合作。
2015/2/17	董事会 2015 年第一次临时会议决议公告	1、对 2012 年股东大会会议公告中分别成立两家全资子公司来承接该项目进行调整与安排：拟就“深圳光明新区公明街道华发片区更新单元”城市更新项目与深圳市保利房地产开发有限公司达成合作意向，由控股股东武汉中恒集团与深圳保利共同成立项目公司作为实施主体，承接该项目相应的一切经营和经济权益(包括土地)。上述项目公司可由武汉中恒集团和深圳保利公司另行共同设立，或由本公司将原已设立的注册资本 100 万元的全资子公司股权转让给深圳保利公司，武汉中恒集团增资其中。2、上述光明新区公明街道的地块项目包含 2009 年公司与控股股东开展资产置换交易中公司置出的地块，在土地开发之前，本公司和武汉中恒集团将根据各自所享有的项目地块及各自出资建造的地上建筑物获取相应的搬迁补偿对价，上市公司获取的搬迁补偿对价占总对价的 50.5%、武汉中恒集团占 49.5%。3、上市公司授权控股股东武汉中恒集团与深圳保利公司就“深圳光明新区公明街道华发片区更新单元”城市更新项目签订具体合作协议，该项目产生的收益及资产将根据公司现前所享有的项目地块面积占总地块面积的比例(50.5%)分配予上市公司。
2015/2/25	关于授权控股股东的关联事项公告	为更好地推进项目实施进程，公司不参股项目公司的合作开发，而是在保证公司获取最大利益的搬迁补偿对价基础上授权控股股东武汉中恒集团就“深圳光明新区公明街道华发片区更新单元”城市更新项目对外签订具体合作协议，武汉中恒集团在项目公司中获取的收益及资产将根据本公司现前所享有的项目地块面积占总地块面积的比例(50.5%)分配予本公司；后续若与深圳保利公司合作的核心内容得不到权益保障，允许武汉中恒集团按照不低于目前与深圳保利公司商谈的对价标准，寻求与其他更有利的房地产开发商合作，以保护上市公司利益；若与其他第三方开发商未能达成合作，允许武汉中恒集团按照不低于目前与深圳保利公司商谈的对价标准自行全面开发。
2015/6/2	关于公司股票临时停牌的公告	发生对股价可能产生较大影响、没有公开披露的重大事项
2015/6/4	关于“深圳光明新区公明街道华发公司及武汉中恒集团拟与深圳市前海中证及其设立的项目公司进行项目合作，并共同签订合作框架协议片区更新单元”城市更新项目推进实施的进展情况暨复牌公告	项目公司 100%股权的工商变更登记手续及交割手续办理完毕后，进行目标项目的共同收益清算并进行利润分配。共同收益如存有亏损，则由武汉中恒集团全额承担，如有盈利，则公司和武汉中恒集团按照所占土地权益比例进行分配(公司拥有 50.5%，武汉中恒集团拥有 49.5%)。共同收益清算的范围包括但不限于：拆迁补偿款、收取拆迁补偿款对应时点的资金成本、回迁自持商业物业评估价值、回迁商业物业的销售利润、项目公司最后结算的利润、其他相关收入和支出。鉴于目标项目城市更新专项规划已获批，确定的拆迁补偿现金总金额不超过 31.5 亿元，项目补缴地价总额不超过 13.5 亿元。《公明华发旧改项目合作框架协议书》主要内容包括：1) 由前海中证成立项目公司(100%控股)作为项目更新实施主体，项目公司即成为目标项目唯一合法实施主体，享有目标项目后续开发建设的权利。且在各方约定条件成就后，武汉中恒集团须向前海中证收购项目公司 100%股权。2) 拆迁补偿，现金方式支付的拆迁补偿款总金额不超过 31.5 亿元，其中，上市公司应获得 5 亿元以及不低于 10 万方的回迁商业物业(7 万方可由公司保留，3 万方可用于对外出售)，回迁商业物业具体事宜由三方协商办理；武汉中恒集团获得 26.5 亿元现金。3) 项目公司结算：如存有亏损，则由中恒集团全额承担，如项目盈利，则按照土地权益比例(50.5%)分配给上市公司。4) 开发周期：目标项目共分为 3 期开发，从施工许可日到第一二三期的时间原则上分别不超过 9、15、21 个月，受托管理人保证高质量完成项目开发，项目公司向受托管理人按项目实际可售面积销售额的 4.5%支付委托管理费，剩余部分作为项目公司销售收益，用于偿还目标公司相关融资贷款。
2015/8/25	第八届董事会第七次会议决议公告	公司前期与前海中证及中证誉天合作期间，根据相关协议，截至目前，无任何资金到位；同时，政府主管部门在资金未能到位的情况下，不能进行实施主体确认工作，导致项目无法按时推进。为避免拖延项目的开发进度，影响合作目的的最终实现，最大限度保障广大股东权益，经综合评估考虑，董事会决定终止与前海中证、中证誉天及武汉中恒集团签署的相关协议。同时，董事会要求公司尽快寻求与有实力的公司促成合作。公司于 8 月 25 日与前海中证、中证誉天及武汉中恒集团签署了《公明华发城市更新项目终止合作协议书》，前期签署的相关协议已经解除。
2015/8/27	关于“深圳光明新区公明街道华发公司于 8 月 26 日与武汉中恒集团、深圳万科及深圳万科光明签署了合作协议约定书、合作经营合同片区更新单元”城市更新项目推进和房屋收购及搬迁补偿安置协议。1) 由中恒集团指定的第三方与深圳万科合资成立项目公司，万科实施暨关联交易进展公告	光明，作为目标项目的实施主体，具体负责目标项目的开发建设。其中深圳万科持有 85%的股权，武汉中恒集团下属公司持有 15%的股权。2) 由万科光明作为实施主体，按照约定内容向公司和武汉中恒集团支付相应的拆迁补偿对价。3) 本次旧改，上市公司可获得拆迁补偿对价 5 亿元现金补偿以及 10 万方的回迁商业面积。4) 本旧改项目涉及的回迁商业物业 14 万方商业由项目公司代建，代建服务费由项目公司中恒集团或其指定的第三方承担。5) 待目标项目清盘结算完毕后，进行目标项目的共

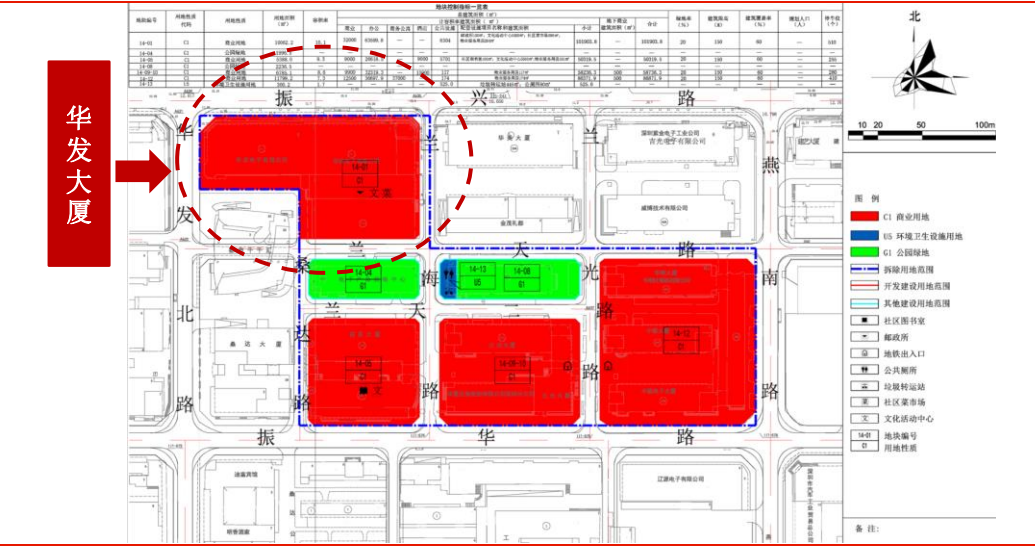
公告日期	公告名称	具体内容
		同收益清算并进行盈利分配。如有亏损，则由武汉中恒集团及其所指定的第三方承担；如有盈利，则公司和武汉中恒集团按照所占土地权益比例进行分配（公司占比 50.5%）。共同收益清算的范围包括但不限于：拆迁补偿款、收取拆迁补偿款对应时点的资金成本、回迁自持商业物业评估价值、回迁商业物业的销售利润、项目公司 15% 的股权最后结算的利润、其他相关收入和支出。旧改项目一期及二期（不含 14 万方商业面积），旧改项目内 14 万方商业由项目公司代建，并收取代建服务费的方式开发建设完成后转交给上市公司，此部分开发投资资金由公私自行筹集，由公司处置并单独享有投资收益。武汉中恒集团与深圳万科按照可售 12000 元/平米的价格核定旧改项目合作权益款，即合作权益总价款为 31.2 亿元，深圳万科应承担 85%，约 26.5 亿元。
2016/7/29	关于“深圳光明新区公明街道华发片区更新单元”城市更新项目推进实施暨关联交易进展公告	合同签署后，公司及武汉中恒集团一直积极按照合同要求推进各项工作，但由于拆迁问题导致工期进度落后于原预定计划，加之合作过程中深圳万科更改项目规划设计方案，导致双方合同内容与政府备案不一致，在项目规划审批以及实施主体确认等环节出现困难。公司及武汉中恒集团与深圳万科进行多次沟通协商，截至日前尚未达成一致意见。公司及武汉中恒集团将积极与深圳万科等开发合作者进行洽谈沟通协调，并以开放的态度多渠道寻求对公司更有利的合作解决方案，更好地推进项目实施进程，最大限度保障上市公司利益。
2016/9/14	关于涉及诉讼、仲裁的公告	武汉中恒集团及上市公司收到仲裁通知等相关材料，申请人深圳万科，涉案金额 4.6 亿元。深圳万科提交的仲裁申请书称，深圳万科与武汉中恒集团及公司共同签订了合作经营合同，约定光明新区华发工业旧改项目。武汉中恒集团及公司未按约定履行办理《改造实施主体确认书》、《地价缴交通知单》、签订《土地使用权出让合同》等手续，请求依法裁决两被申请人支付迟延移交项目用地违约金，累计为 1.9 亿元；请求依法裁决两被申请人支付迟延办理《改造实施主体确认书》的违约金，累计为 1.7 亿元；请求依法裁决两被申请人支付迟延取得项目一期《地价缴交通知单》及签订《土地使用权出让合同》的违约金，累计 1.0 亿元；请求依法裁决两被申请人向申请人支付因本案支出的律师费用人民币 200 万元。该四项合计 4.6 亿元。
2016/9/14	关于“深圳光明新区公明街道华发片区更新单元”城市更新项目推进实施暨关联交易进展公告	旧改项目因拆迁问题导致工期进度落后于原预定计划，加之合作过程中深圳万科违反协议约定，坚持更改项目规划设计方案，严重影响公司及武汉中恒集团的利益，沟通协调工作耗费大量时间，且规划设计方案的更改导致双方合同内容与政府备案不一致，以至于在项目规划审批以及实施主体确认等环节出现困难。 由于公司与深圳万科就更改规划设计方案导致公司利益受损一事多次口头及书面沟通均未达成共识。2016 年 8 月 15 日，公司向深圳万科发出《关于撤销合同的通知》，深圳万科未予回函。2016 年 9 月 12 日，公司及武汉中恒集团收到仲裁通知。
2016/11/1	关于涉及诉讼、仲裁的进展公告	依据 51 号民事裁定书： 1、查封、冻结案外人深圳市万科九州房地产开发有限公司名下价值人民币 1.9 亿元的财产； 2、查封、冻结被申请人武汉中恒集团及公司名下价值人民币 1.9 亿元的财产。 查封了公司名下位于深圳市宝安区公明街道将石村华发电子城 27 处房产，查封期 3 年，从 2016 年 9 月 14 日至 2019 年 9 月 13 日。 依据 53 号民事裁定书： 1、查封、冻结案外人深圳市万科九州房地产开发有限公司名下价值人民币 2.1 亿元的财产； 2、查封、冻结被申请人武汉中恒集团及公司名下价值人民币 2.1 亿元的财产。 冻结被申请人武汉中恒集团持有的公司的股份，共 1.2 亿股，已全质押。冻结期间产生的孳息一并冻结。 上述冻结期限从 2016 年 9 月 27 日至 2018 年 9 月 26 日。
2016/11/16	关于涉及诉讼、仲裁的进展公告	仲裁庭于 2016 年 11 月 12 日在华南国际经济贸易仲裁委员会所在地对本案进行开庭审理。本次案件裁决期限至 2017 年 2 月 12 日。
2016/12/8	关于“深圳光明新区公明街道华发片区更新单元”城市更新项目推进实施进展公告	武汉中恒集团下属全资或控股子公司名下位于武汉及深圳的优质地块与深圳华侨城房地产有限公司控股子公司深圳恒祥基公司展开合作，并与恒祥基公司签署了《合作框架协议》，其中深圳的地块即指深圳光明新区公明街道华发工业区的旧改项目。在合作框架协议基础上，武汉中恒集团与恒祥基公司签订了旧改合作合同，约定武汉中恒集团应在解除与深圳万科的《合作经营合同》后，促成包括本公司在内的相关各方签订《拆迁补偿安置协议》，完成“华发旧改项目”实施主体的确认工作。针对华发旧改项目的权益分配，双方仍比照原补偿方案约定武汉中恒集团占 49.5%，公司占 50.5%，但项目公司的亏损、经营风险或与之相关的合同责任导致的损失风险由武汉中恒集团承担。
2016/12/8	董事会 2016 年第二次临时会议决议公告	公司与深圳万科及万科光明合作期间，由于合同约定的主要条件相互矛盾，政府旧改部门已经明确表示拒绝接受本项目《搬迁协议》备案及实施主体申报。同时，鉴于目前房地产市场发生重大变化，导致项目所需缴纳的政府地价已经远远超过签订《合作经营合同》时双方预计的金额。因存在以上问题导致项目难以继续履行，为避免拖延项目的开发进度，影响合作目的的最终实现，董事会同意公司解除与深圳万科及万科光明签署的相关协议。按合同约定，深圳万科已支付首笔拆迁补偿款给武汉中恒集团，因此解除合同导致的或有损失等由武汉中恒集团承担。
2016/12/22	关于“深圳光明新区公明街道华发片区更新单元”城市更新项目推进实施进展公告	2016 年 12 月 20 日，公司收到武汉中恒集团的承诺函，近期公司及武汉中恒集团分别向深圳万科发出解除相关合同的通知，由于万科光明支付的拆迁补偿款由武汉中恒集团接收，因此武汉中恒集团做出如下承诺：1）若仲裁判深圳万科胜诉，则因合同纠纷导致的仲裁损失由武汉中恒集团全额承担；2）因解除相关合同产生的或有损失和风险，由武汉中恒集团先行承担。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

华发大厦城市更新项目，建面 10 万方

深圳华发大厦项目归属于上步片区第十四城市更新单元，编号为 14-01，该项目位于福田区华强北片区，由华发北路、振兴路、燕南路、振华路围合区域，拆除用地面积 48480.0 平方米，其专项规划于 2011 年 12 月批准（深规土一局函[2011]1248 号）。2015 年 8 月，深圳市福田区城中村（旧村）改造办公室申请对该单元进行规划调整。

图表11： 华发大厦项目属于福田上步片区第十四城市更新单元之一，编号 14-01



资料来源：福田区城市更新局、华泰证券研究所

图表12： 华发大厦项目用地面积 1.0 万方，容积率 10，计容建面 10.2 万方，主要为商业和办公

地块编号	用地代码	用地性质	用地面积	容积率	总建筑面积（平方米）							地下商业 计容建面 建筑面积	合计
					商业	办公	商务公寓	酒店	公共设施	小计			
14-01	C1	商业用地	10062	10	32000	63600	-	-	6304	101904	-	-	101904
14-04	G1	公园绿地	1997	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
14-05	C1	商业用地	5388.0	9.3	9000	26619	-	9000	5701	50320	-	-	50320
14-08	G1	公园绿地	2237	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
14-09-10	C1	商业用地	6785	8.6	9900	32319	-	15900	117	58236	500	-	58736
14-12	C1	商业用地	11799	7.3	12500	36698	37000	-	174	86372	500	-	86872
14-13	U5	环境卫生设施用地	300.2	1.7	-	-	-	-	525	525	-	-	525
合计			38568	63400	159236	37000	24900	12821	297357	1000	-	-	298357

资料来源：福田区城市更新局《关于公开展示上步片区第十四城市更新单元专项规划调整、二层步行系统及地下空间规划方案（草案）的通告》、华泰证券研究所

深圳华发大厦项目相较于华发电子城项目体量较小，该项目位于深圳市福田区华强北街和振兴路交汇处的东南侧，占地面积约 1.1 万方，总建筑面积约 6 万方，是楼层为 10 楼的乙级写字楼，当前租金为 72.9 元/平方米/月。根据政府网公示规划草案，该项目占地面积为 1.0 万方，容积率为 10，计容建面为 10.2 万方，其中商业 3.2 万方，办公 6.36 万方。

图表13： 华发大厦项目位于深圳福田华强北，规划后建面 10.2 万方



资料来源：百度地图、华泰证券研究所

公司曾于 2015 年 7 月 7 日临时停牌,拟商洽华发大厦城市更新项目推进实施的相关事宜。但是公司于 7 月 20 复牌,因与相关方进行多次沟通但未能就方案内容达成一致意见,决定中止筹划本次事宜。今后将结合自身实际情况,适时推动华发大厦城市更新项目的进程。华发大厦更新项目目前仍处于与业主沟通中,公司将继续协调局部小业主,完成拆迁补偿安置工作,争取主体申报事宜尽快取得成效。

图表14： 华发大厦项目将争取今年主体申报事宜尽快取得成效



资料来源：点点租、华泰证券研究所

给予公司第一阶段 63-70 亿元估值

传统电子业务，考虑到业绩预计在盈亏平衡之间，我们暂不给予估值。从传统工业产品生产销售业务板块看，公司营收因受家电行业影响，公司当前营收处下滑状态，尽管毛利率有所上升，但是公司业绩已出现亏损，长期来看，基本能够做到盈亏平衡，我们不给予估值。

地产板块，按照土地出售计算，给予 67 亿元估值。因为公司不是地产公司，所以旧改项目只能全部用于出售。因为深圳的旧改要求跟其他地方不一样，首先，土地使用权可以不用政府统一回收至土地储备中心再由招拍挂形式公开出让，而是可以申请收购土地使用权。其次，土地使用权可以由权利主体转让给城市更新项目的实施主体，而不一定非要以股权形式转让。1) 光明新区项目建面 46 万方，保守预计楼面价达到 2 万元/平方米，考虑 22 亿元基准地价补缴之后，公司收到地价款约 70 亿元，对应 50.5%股权，则为 35 亿元。2) 福田华强北华发大厦项目计容建面 10.2 万方。如果该项目按照商服用地估计，2015 年的成交楼面价为 77759 元/平方米，我们保守测算 6.5 万元/平方米，预计补缴基准地价 10 亿元，预计获得 55 亿元。考虑 25%所得税，则两个项目贡献 67 亿元 NAV。

当前净资产为 3 亿元，因此，总计给予 70 亿元估值水平。当前公司 B 股市值 6.0 亿元，所以对对应到 A 股的合理估值在 64 亿元，A 股总股本 1.8 亿股，则合理价格为 35 元。给予公司 NAV9 折的折扣，则公司合理股价区间为 32-35 元。

盈利预测方面，根据目前项目进展，预计分别将于 2017 年和 2018 年出售，分别带来投资净收益 35 亿元和 55 亿元，营收水平按照最近三年平均增速，则对应每年的净利润分别为 26.8 和 42.6 亿元，PB 分别为 2.5 和 1.1 倍，首次覆盖，买入评级。

风险提示

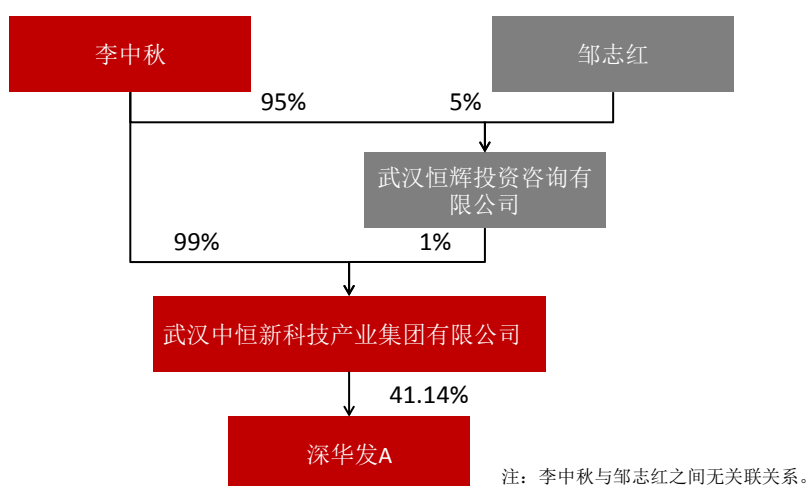
与万科的纠纷未能解决，案情拖延影响项目后续合作和开展进度，导致项目整体推进不达预期，原计划于 2 月 12 日仲裁结束，现在由于仲裁员更换，延期至 5 月 12 日，不保证是否会再度延期，进而影响到公司的现金回笼时间。

公司简介

公司本身为民营电子企业

公司全称为“深圳中恒华发股份有限公司”，前身为深圳华发电子股份有限公司，于 1981 年 12 月由深圳市赛格集团有限公司、中国振华电子集团有限公司、香港陆氏实业有限公司三家法人发起设立。公司股票 A、B 股于 1992 年在深交所同时上市。2005 年 6 月，武汉中恒新科技产业集团有限公司受让了公司原第一、第二大股东深圳市赛格集团有限公司和中国振华电子集团有限公司合计持有的 44.12% 公司股权。2007 年 9 月，公司正式更名，公司实际控制人和法定代表人均为李中秋先生。公司的主营业务为各类电子产品的生产和销售，例如液晶显示器、注塑件、泡沫件等，公司同时拥有房地产开发经营资质，并涉及物业管理业务。公司第一大股东为武汉中恒新科技产业集团有限公司，持股比例为 41.14%。

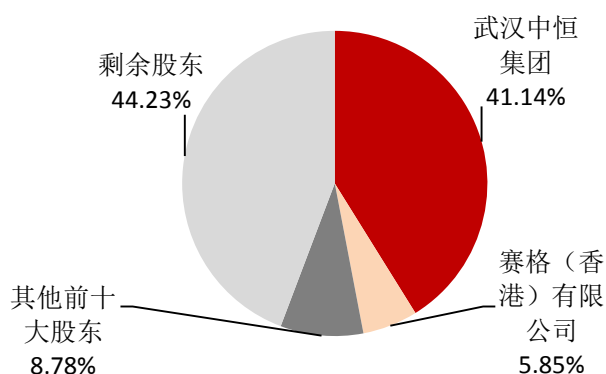
图表15：当前公司大股东武汉中恒集团持股 41.14%，实际控制人为李中秋先生



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

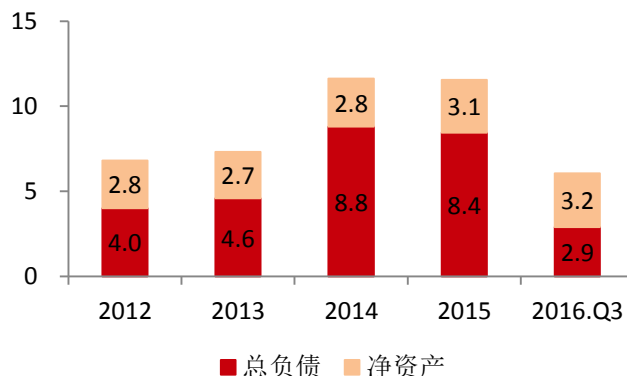
公司总股本为 2.8 亿股，其中 A 股为 1.8 亿股，B 股为 1.0 亿股。第一大股东武汉中恒集团持股 1.2 亿股，占比 41.4%，第二大股东持股 1657 万股，占比 5.85%。截止 2016 年第三季度，公司总资产为 6.1 亿元，净资产为 3.2 亿元，负债合计 2.9 亿元，其中流动负债 2.86 亿元，长期负债 0.03 亿元，资产负债率为 47.7%。

图表16：公司总股本为 2.8 亿股，前十大股东持股合计 56%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

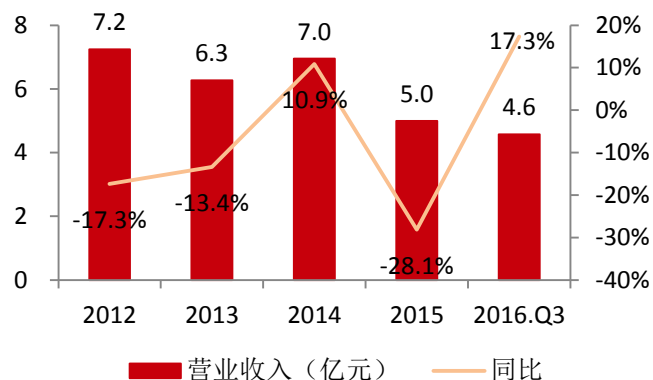
图表17：截止 2016 年第三季度，公司总资产为 6.1 亿元



资料来源：Wind、华泰证券研究所

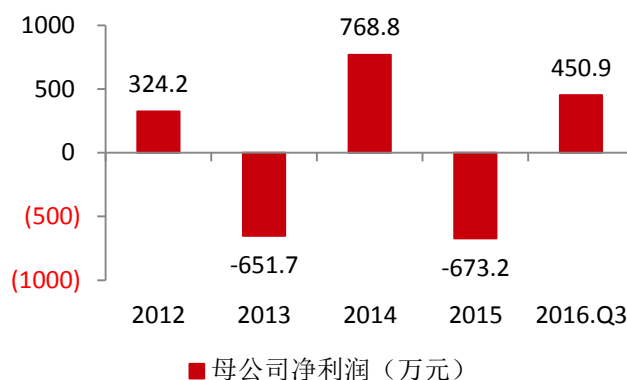
2015 年度，公司实现营业收入 5.0 亿元，同比下降 28.1%；母公司净利润实现亏损 673 万元。2016 年前三季度，公司实现营业收入 4.6 亿元，同比增长 17.3%；母公司净利润实现 451 万元，同比下降 77.5%。

图表18: 2016 年前三季度, 公司实现总营收 4.6 亿元, 同比+17.3%



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表19: 2016 年前三季度, 母公司净利润实现 450.9 万元

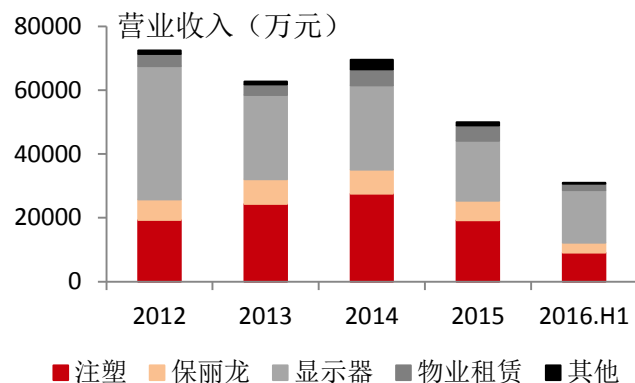


资料来源: Wind、华泰证券研究所

公司主要有 4 大业务板块: 注塑、保丽龙、液晶屏、物业租赁

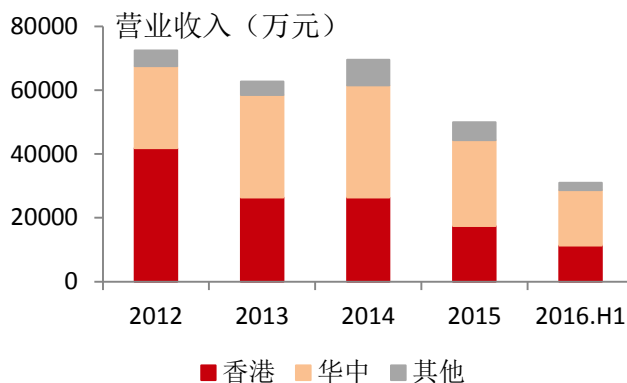
深华发 A 是家电行业配套产品供应制造企业, 目前旗下有四大业务板块, 分别为注塑业务、保丽龙业务、液晶显示器整机业务、物业租赁业务。公司在深圳华强北和光明新区的自有物业进入旧改实施阶段, 未来将提升公司的资金实力, 回迁物业自主经营也将成为公司新的利润增长点。当前公司业务领域主要集中在香港和华中地区。2015 年, 公司实现总营收 5.0 亿元, 母公司净利润亏损 673 万元; 2016 年半年度, 公司实现总营收 3.1 亿元, 母公司净利润实现 727 万元。

图表20: 公司当前 4 大主营业务, 其中液晶显示器为第一大主营



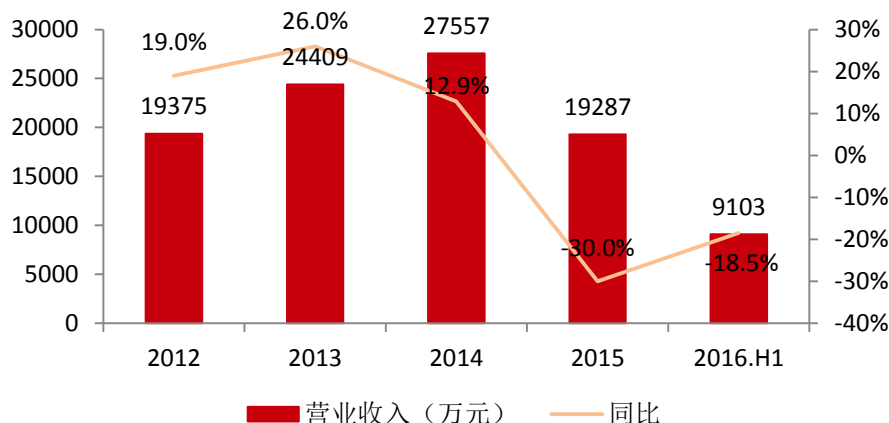
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表21: 公司业务分布在香港和华中地区, 并以华中为主



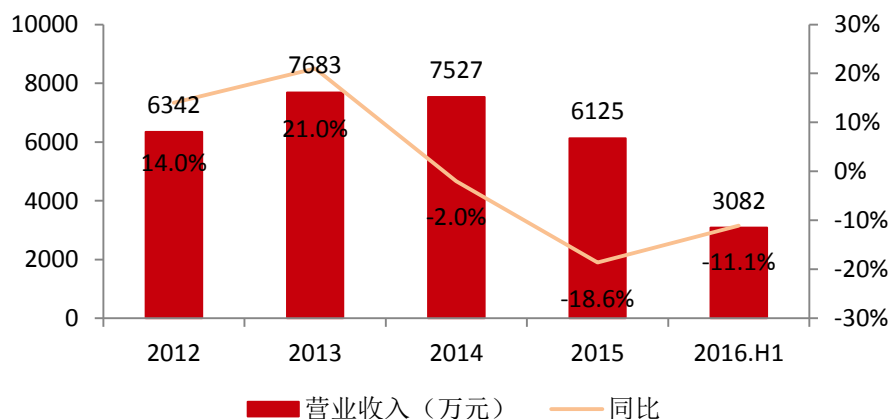
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

注塑业务主要为注塑件的制造和加工, 公司现在是湖北省白色家电注塑件加工的龙头企业。2015 年, 注塑业务全年实现营业收入 1.9 亿元; 2016 年半年度, 实现营业收入 9103 万元, 同比下降 18.5%。公司建有近 3 万平方米的车间和仓库, 拥有 90 台注塑机, 配有 62 台先进的机械手设备、UV 光油喷涂线 1 条、组装线及印刷线共 6 条, 年产注塑件达 1.5 万吨。目前合作客户有武汉海尔、格力、TCL 和银泰科技等大型企业。

图表22： 2016 年半年度注塑业务实现营收 9103 万元，同比下降 18.5%

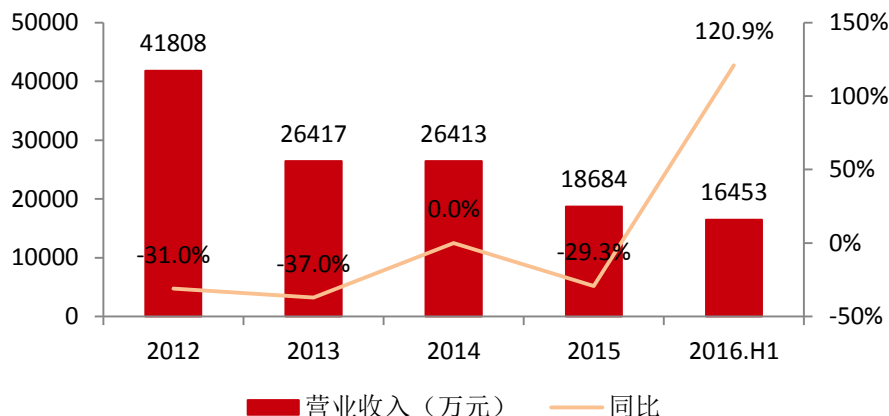
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

保丽龙业务即是泡沫业务，是可发性聚苯乙烯包装制品（Expandable polystyrene，简称“EPS”，俗称“保丽龙”）的制造和加工。公司现在是湖北省武汉地区生产 EPS、EPO 泡沫塑料制品的龙头企业，中国塑料加工协会 EPS 专业委员会常务理事单位。2015 年，保丽龙业务全年实现营业收入 6125 万元；2016 年半年度，实现营业收入 3082 万元，同比下降 11.1%。公司拥有生产性建筑面积大约 1.5 万平方米，拥有天然气及生物质锅炉 2 吨、4 吨、10 吨各 1 台，10~16 立方米空气压缩机 8 台，台湾 EPS、EPO 全自动成型机 36 台，间歇式预发泡机组 4 台。EPS、EPO 包装制品及结构件年产量可达 7200 吨。目前合作客户有武汉海尔、冠捷、美的、TCL、苏泊尔和中国劲酒等大型企业。

图表23： 2016 年半年度注塑业务实现营收 3082 万元，同比下降 11.1%

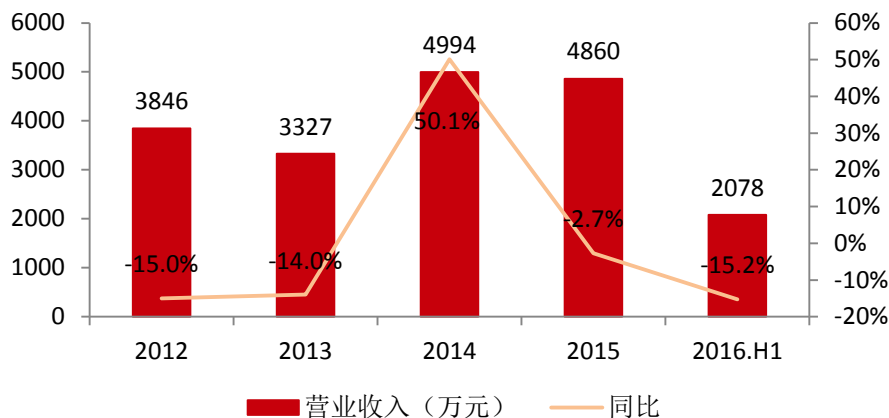
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

液晶显示器业务主要是电子显示产品的制造和加工，公司是武汉市 TFT-LCD 产业的示范基地之一。2015 年，液晶显示器业务实现营业收入 1.9 亿元；2016 年半年度，实现营业收入 1.6 亿元，同比增长 120.9%。目前，公司将更多精力投向了新产品设计和研发，新增多种尺寸及更具成本优势的显示器新品系列并实现量产，由过去单一的产品尺寸发展到多系列多尺寸的产品线，同时，视讯事业部注重产品创新，现已拥有 LIF 系列、G 系列等多种完全自主设计开模的产品。2015 年下半年，视讯事业部顺利与国际品牌“viewsonic 优派国际”达成合作协议，由过去单一的客户向多元化客户发展，为公司的长远发展再次夯实了基础。

图表24： 2016 年半年度注塑业务实现营收 1.6 亿元，同比增长 120.9%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司物业租赁业务主要来自于自有物业华发大厦和公明华发电子城。当前华发电子城进入更新改造的拆迁阶段，租户陆续搬离，对公司租金收入带来一定的影响。2015 年，物业租赁实现营业收入 4860 万元；2016 年半年度，实现营业收入 2078 万元，同比下降 15.2%。其中，华发大厦位于深圳福田区华发北路与振兴路交汇处，华强北中心点。公明华发电子城位于宝安区公明镇。公司曾于 2015 年 11 月，尝试以 2.0 亿元收购控股股东旗下的誉天东诚 51% 的股权，后者主要资产为位于武汉市汉阳区江城大道一综合体地块，面积为 4.0 万方，建设规划主要为商业及办公物业，具备保值及可持续租赁经营等优势，后因为在实际操作中遇到制度障碍，决定取消。2015 年 12 月，公司完成购买控股股东武汉中恒集团旗下“誉天·幸福海”地产项目一期商铺，并过户到子公司武汉恒发科技旗下。

图表25： 2016 年半年度物业租赁业务实现营收 2078 万元，同比下降 15.2%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司旗下主要 5 家子公司

深华发旗下主要有 5 家子公司：恒发科技公司、华发物业公司、华发租赁公司、华发恒天公司、华发恒泰公司。其中除了恒发科技属于生产销售外，其他都是自有物业租赁管理业务。恒发科技公司，主营业务为注塑件的加工及保丽龙成型，目前为湖北省规模最大的注塑件及保丽龙（EPS 泡沫）加工厂，其中注塑厂现有注塑机 71 台，喷漆线体 3 条，喷油线体 1 条，组装线体 1 条，集注塑、喷漆、丝印、烫印为一体，客户全部为出口加工区乃至武汉经济技术开发区的一流企业，如冠捷、海尔、美的等，产品品质过硬，客户资信良好，全年订单稳定。截止 2016 年半年度，恒发科技公司总资产为 4.6 亿元，净资产 2.1 亿元。2015 年度，恒发科技营业收入为 4.4 亿元，净利润为 228 万元。

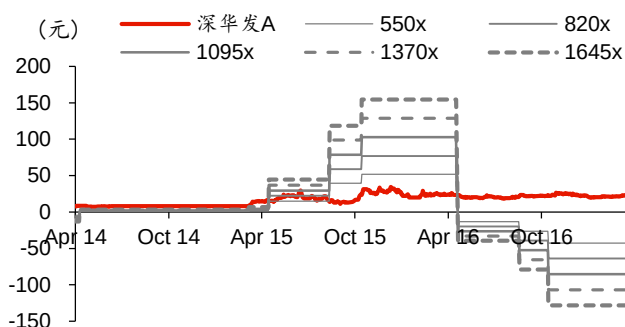
图表26: 截止 2015 年底, 深华发旗下有 5 家子公司, 主要是自己发起设立, 其中以恒发科技规模最大

序号	被参控公司	持股比例	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	净资产 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	主营业务
1	武汉恒发科技有限公司	100%	18164	45861	21343.6	44314	227.6	生产销售
2	深圳中恒华发物业有限公司	100%	100	81	4.1	226	43.4	物业管理
3	深圳市华发物业租赁管理有限公司	60%	100	190	-502.7			物业管理
4	深圳市华发恒天有限公司	100%	100	100	99.8		-0.08	物业管理
5	深圳市华发恒泰有限公司	100%	100	100	99.9		-0.01	物业管理
合计				46332	21044.8			

资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表27: 深华发 A 历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表28: 深华发 A 历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	887.71	960.76	468.79	3,846	9,386
现金	28.82	662.12	196.41	3,540	9,040
应收账款	112.43	109.97	128.66	141.53	155.68
其他应收账款	609.09	9.41	11.01	12.11	13.32
预付账款	5.67	3.09	3.72	4.04	4.44
存货	30.88	27.13	32.62	35.49	38.97
其他流动资产	100.82	149.04	96.38	113.05	133.80
非流动资产	275.03	194.33	180.29	165.93	152.04
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	186.44	110.61	100.87	90.94	80.92
无形资产	47.87	46.37	43.49	40.54	37.60
其他非流动资产	40.73	37.35	35.93	34.45	33.52
资产总计	1,163	1,155	649.08	4,012	9,538
流动负债	293.32	286.38	328.81	1,011	2,273
短期借款	138.11	119.48	139.91	810.19	2,059
应付账款	65.55	54.24	65.21	70.95	77.91
其他流动负债	89.66	112.66	123.69	129.50	136.53
非流动负债	588.07	557.30	2.60	2.60	2.60
长期借款	585.30	554.70	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.77	2.60	2.60	2.60	2.60
负债合计	881.39	843.68	331.41	1,013	2,276
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	283.16	283.16	283.16	283.16	283.16
资本公积	109.50	146.28	146.28	146.28	146.28
留存公积	(111.31)	(118.04)	(111.78)	2,569	6,833
归属母公司股	281.35	311.41	317.66	2,999	7,262
负债和股东权益	1,163	1,155	649.08	4,012	9,538

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	119.49	173.49	85.72	(869.25)	(1,403)
净利润	7.69	(6.73)	6.26	2,681	4,264
折旧摊销	18.66	16.89	12.48	12.34	12.17
财务费用	39.78	48.39	17.63	(41.86)	(153.25)
投资损失	(0.98)	(25.25)	0.00	(3,500)	(5,500)
营运资金变动	51.47	134.68	44.85	(24.02)	(28.52)
其他经营现金	2.88	5.50	4.51	3.04	3.36
投资活动现金	(4.60)	(27.71)	0.47	3,501	5,501
资本支出	6.48	28.61	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1.88	0.90	0.47	3,501	5,501
筹资活动现金	(145.15)	459.65	(551.90)	712.14	1,402
短期借款	(24.03)	(18.64)	20.43	670.28	1,249
长期借款	422.88	(30.60)	(554.70)	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	36.79	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(544.00)	472.10	(17.63)	41.86	153.25
现金净增加额	(28.31)	610.45	(465.71)	3,344	5,500

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	694.84	499.46	584.36	642.80	707.08
营业成本	594.00	418.00	502.50	546.74	600.40
营业税金及附加	5.66	9.24	6.76	8.19	10.09
营业费用	11.51	11.43	10.80	12.41	14.30
管理费用	39.20	42.59	39.79	44.95	52.63
财务费用	39.78	48.39	17.63	(41.86)	(153.25)
资产减值损失	0.93	1.35	1.45	1.24	1.34
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.98	25.25	0.00	3,500	5,500
营业利润	4.75	(6.30)	5.43	3,571	5,682
营业外收入	6.49	3.16	4.08	4.58	3.94
营业外支出	0.59	0.33	1.16	0.70	0.73
利润总额	10.64	(3.47)	8.34	3,575	5,685
所得税	2.96	3.26	2.09	893.75	1,421
净利润	7.69	(6.73)	6.26	2,681	4,264
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	7.69	(6.73)	6.26	2,681	4,264
EBITDA	63.19	58.99	35.53	3,542	5,540
EPS (元)	0.03	(0.02)	0.02	9.47	15.06

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	10.85	(28.12)	17.00	10.00	10.00
营业利润	162.33	(232.74)	186.11	65,721	59.10
归属母公司净利润	217.96	(187.56)	192.94	42,758	59.01
获利能力 (%)					
毛利率	14.51	16.31	14.01	14.94	15.09
净利率	1.11	(1.35)	1.07	417.12	602.98
ROE	2.73	(2.16)	1.97	89.41	58.71
ROIC	3.43	28.61	7.79	1,157	1,728
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.80	73.04	51.06	25.25	23.86
净负债比率 (%)	82.08	79.91	42.22	79.96	90.46
流动比率	3.03	3.35	1.43	3.81	4.13
速动比率	2.91	3.25	1.32	3.77	4.11
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.43	0.65	0.28	0.10
应收账款周转率	4.67	4.05	4.38	4.26	4.26
应付账款周转率	10.09	6.98	8.41	8.03	8.07
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.03	(0.02)	0.02	9.47	15.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.61	0.30	(3.07)	(4.95)
每股净资产(最新摊薄)	0.99	1.10	1.12	10.59	25.65
估值比率					
PE (倍)	987.50	(1,128)	1,213	2.83	1.78
PB (倍)	26.98	24.38	23.90	2.53	1.05
EV_EBITDA (倍)	119.85	128.40	213.13	2.14	1.37

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

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

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com