



新时代证券

Newtimes Securities

2012年7月12日

首次关注

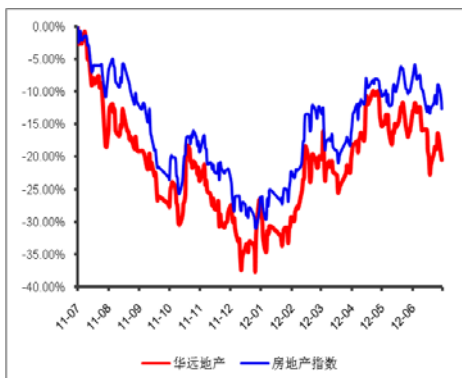
投资评级：增持

当前价：3.12元

基础数据 2012年3月31日

每股收益(元)	0.08
每股净资产(元)	2.00
每股公积金(元)	0.03
每股未分配利润	0.86
目前流通股(万股)	85242.44
总股本(万股)	158057.48

股票近期相对地产行业指数走势图



证券分析师：裴明华

SAC执业证书编号：S0280511030001

电话：010-83561313

E-mail: peiminghua@xsdzq.cn

未来三年进入结算高峰期

——华远地产（600743.SH）调研报告

近期，我们对公司进行了实地拜访，深入了解公司目前的经营情况。

投资要点：

■ 重点项目上半年销售进展顺利

西安君城、西安海蓝城是公司2012年主要结算项目。目前，两大项目销售进展较为顺利。其中，西安君城二期B、C区去化率达到80%，三期A区仅存部分尾盘；西安海蓝城一期去化率达50%。预计年内上述项目去化率或将接近90%。

■ 未来三年进入结算高峰期

经过前期的积累，公司西安郡城、西安海蓝城、长沙华远中心、北京铭悦等项目累计约125余万平方米项目资源将在2012-2014年陆续结算，公司经营业绩将保持稳步增长态势。

■ 公司盈利能力显著优于行业平均水平

近年来，公司以项目收购的方式拓展储备资源，所获项目土地成本较低。2009年-2011年，公司ROE维持在20%左右的水平，显著高于行业平均水平。

■ 公司财务整体稳健

截止一季度，公司扣除预收账款后的其他负债占总资产的比例为45.7%，负债水平较低。账面现金12亿元，显著高于短期借款与一年内到期的非流动负债之和，财务状况整体稳健。

■ 投资建议

预计公司2012-2014年EPS分别为0.58元、0.68元和0.53元，对应当前股价3.12元的PE分别为5.4倍、4.6倍和5.8倍。每股NAV3.75元，较当前股价折价率为17%，估值具备一定吸引力。公司未来三年结算面积较多，具备一定业绩弹性，我们首次关注给予公司“增持”评级。

■ 风险提示

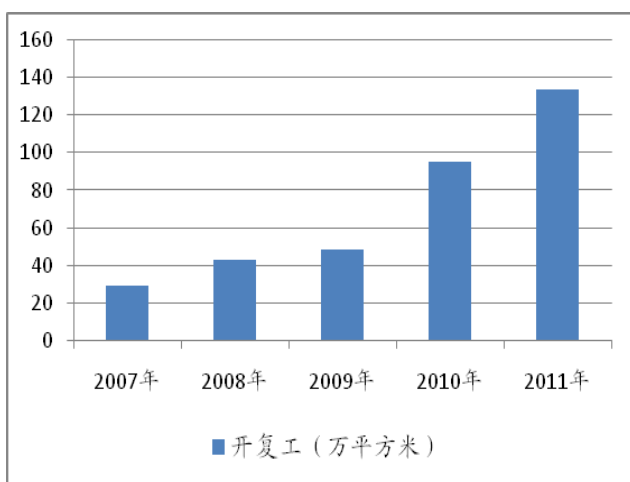
公司经营规模较小，政策与市场变化使公司经营业绩具备较大不确定性。

1. 公司主营业务简析

1.1 公司简介

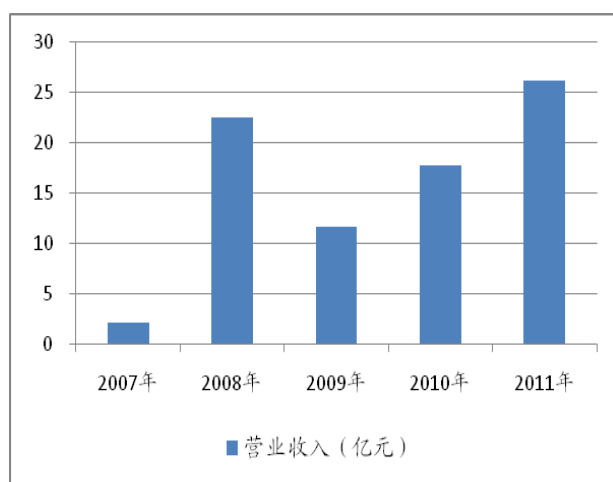
公司总部位于北京，是一家典型的中小型房地产开发商。公司多年来始终专注于房地产业务，近年来，公司开复工规模呈现稳步增长态势，公司 2009 年-2011 年销售毛利率始终维持在 50% 以上。目前公司项目储备约 250 万平方米，主要集中在长沙、西安、北京、青岛等城市。

图 1：公司开复工面积稳步增长



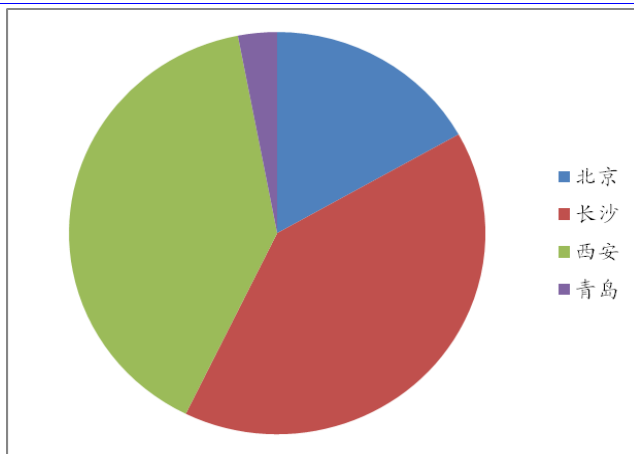
来源：公司公告 新时代证券研发中心

图 2：公司营业收入规模不断增加



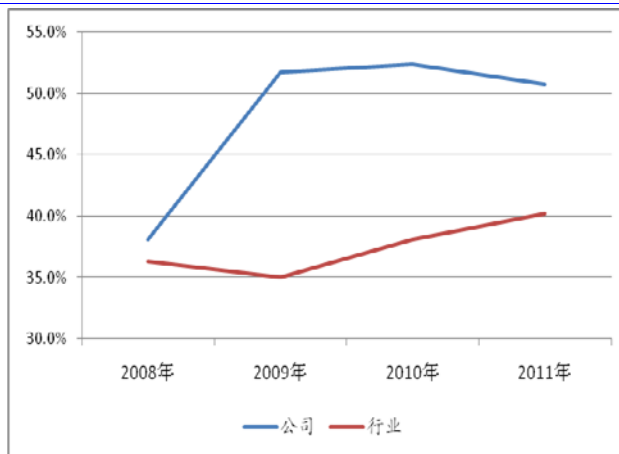
来源：公司公告 新时代证券研发中心

图 3：公司项目分布情况



来源：公司公告 新时代证券研发中心

图 4：公司毛利率与行业对比



来源：公司公告 新时代证券研发中心

1.2 公司上半年销售情况整体良好

公司目前主要在售项目是西安君城、西安海蓝城、长沙华远中心北区一期以及北京九都汇项目。目前，西安的两大项目销售进展较为顺利。其中，西安君城二期 B、C 区去化率达到 80%，三期 A 区仅存部分尾盘；西安海蓝城一期去化率达 50%。长沙华远中心一期今年 5 月开盘，目前已去化 15%。同时，受到限购政策影响，公司青岛汤米公馆和北京铭悦商品房项目销售进度低于预期，售价均有所不同程度下调。总体来看，尽管北京、青岛部分项目销售未及预期，但西安项目良好的销售表现将确保公司经营业绩稳步增长。

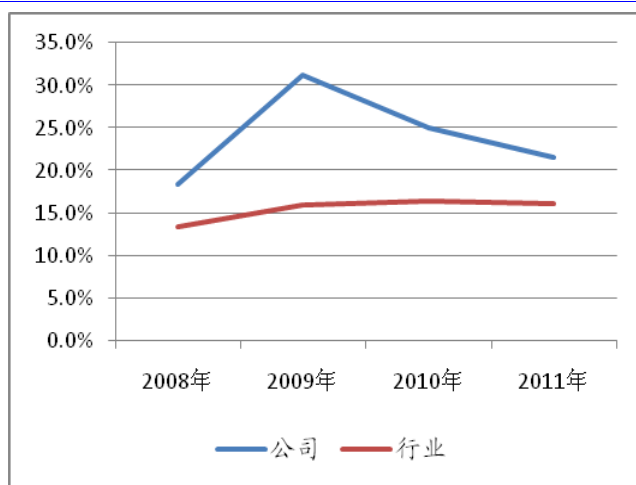
1.3 公司从今年开始进入结算高峰期

经过前期的积累,公司西安郡城、西安海蓝城、长沙华远中心、北京铭悦等项目累计约 125 余万平方米项目资源将在 2012-2014 年陆续结算,我们预计公司 2012-2014 年的结算面积分别为 36 万平方米、44 万平方米和 52 万平方米,呈现稳步增长态势。

2. 公司盈利能力显著优于行业平均水平

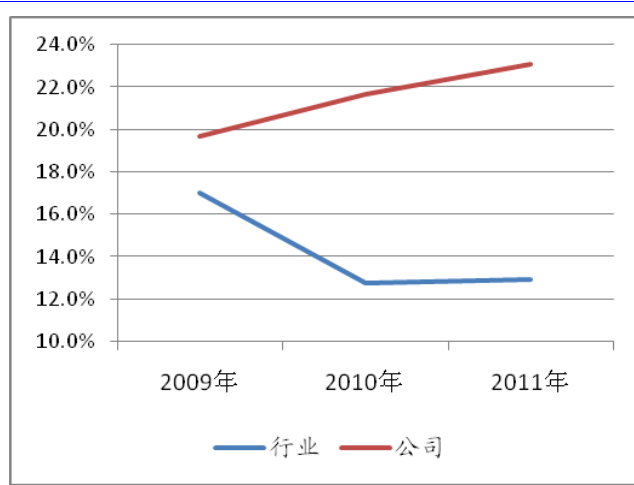
近年来,公司以项目收购的方式拓展储备资源,所获项目土地成本较低,公司西安君城项目、长沙华远中心拿地成本均显著低于周边同类项目。2009 年-2011 年,公司 ROE 维持在 20% 左右,显著高于行业平均水平。

图 5: 公司销售净利率高于行业水平



来源: 新时代证券研发中心 WIND 资讯

图 6: 公司 ROE 高于行业水平



来源: 新时代证券研发中心 WIND 资讯

3. 公司财务整体稳健

截止一季度,公司扣除预收账款后的其他负债占总资产的比例为 45.7%,较年初下降 1.5 个百分点,整体负债水平较低。同时,公司有货币资金 12 亿元,显著高于短期借款与一年内到期的非流动负债之和 1.5 亿元,财务状况整体稳健。

近年来,随着银行信贷对地产行业收紧,地产公司特别是中小开发商获取资金日益困难,公司背靠华远集团,可以获得贷款担保和融资方面的便利,有利于公司的长期可持续发展。

4. 盈利预测

4.1 预计公司 2012 年 EPS 为 0.58 元

公司 2012 年将主要结算西安君城二期 B、C 和西安海蓝城三期 A 项目,除此之外,北京九都汇以及青岛汤米公馆项目尾盘也将实现少量结算。预计上述楼盘 2012 年结算面积合计为 36.7 万平方米,对应的营业收入为 36.22 亿元,综合毛利率为 46.12%,EPS 为 0.58 元。

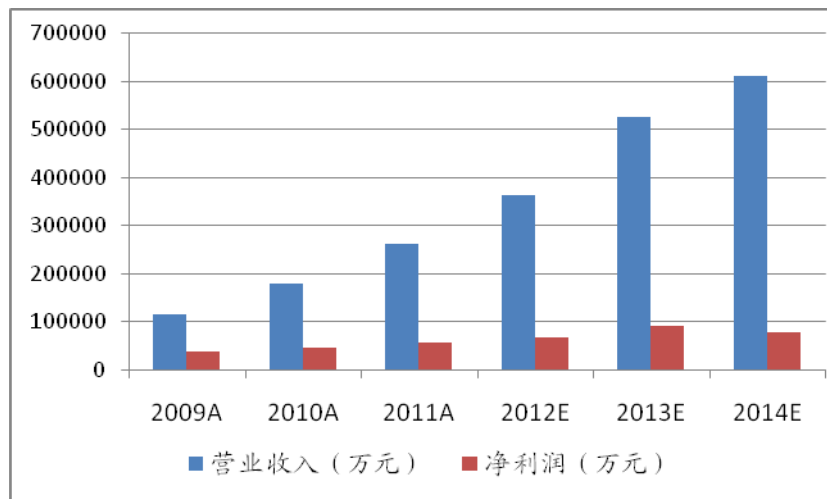
4.2 预计公司 2013 年 EPS 为 0.68 元

公司 2013 年将主要结算西安君城三期 B、长沙华远中心北区一期和北京铭悦保障房项目,除此之外,前期各项目尾盘预计也将结算完毕。预计公司 2013 年结算面积合计为 44 万平方米,对应的营业收入为 52.51 亿元,北京铭悦保障房项目拉低了整体毛利率,公司 2013 年综合毛利率为 44.64%,EPS 为 0.68 元。

4.3 预计公司 2014 年 EPS 为 0.53 元

公司 2014 年将主要结算西安海蓝城二期、长沙华远中心三-四期和北京铭悦商品房项目。考虑到长沙华远中心三、四期售价约为 14000 元，显著高于长沙房屋销售均价，我们对项目销售前景谨慎乐观。预计公司 2014 年结算面积合计为 52 万平方米，对应的营业收入为 61.21 亿元，北京铭悦商品房项目进一步拉低公司综合毛利率至 38.29%，EPS 为 0.53 元。

图 7：公司营业收入与净利润预测



来源：新时代证券研发中心

5. 投资建议

我们测算公司目前每股 NAV3.75 元，较当前股价折价率为 17%，估值具备一定吸引力。公司未来三年结算面积较多，具备一定业绩弹性，但后续项目储备稍显不足，我们首次关注给予公司“增持”评级。

图 8：公司 NAV 预测

股权回报率	12.85%
债权回报率	9.00%
资产负债率	60.00%
WACC (折现率)	10.54%
评估增值(亿元)	20.83
净资产账面值(亿元)	26.09
总股本(亿股)	12.64
每股 NAV(元)	3.75
股价(元)	3.12
溢价率	-17%

来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

风险提示：

公司经营规模较小，行业政策、市场变化使得公司经营业绩不确定性较大。



图 9：华远地产项目储备明细（2012 年 7 月）

单位：元/万平方米								
项目名称	权益(%)	建面	可结面积	售价	毛利率(估)	开工日期	开盘日期	竣工
北京九都汇	100	10.04	8	50000	58.0%	2009	2009.11	2011 年
西安君城	99	84	67					
二期 B、C（在建）		20.1	16	6500	40.0%	2010.4	2011.6	2012 年
三期 A（在建）		14	11	7500	45.0%	2010.6	2010.12	2012 年
三期 B（在建）		18	14	8000	50.0%	2011.6	2011.11	2013 年
青岛汤米公馆	100	8.7	6.9	16000	55.0%		2010.9	2011 年
西安海蓝城	100	44	34					
一期		17.9	12.9	7500	40.0%	2011.1	2011.9	2012 年
二期		26.1	21.1	8000	44.0%	2012.5	2012 四季度	2014 年
长沙华远华中心	93	120	82					
北区一期		12	9.7	16000	53.0%	2011	2012.5	2013 年
三、四期		46	32.7	14000	45.0%	2012	2013	2014 年
二、五期								
北京铭悦项目	99	40	30.9			2011 年底		
保障房			15.8	7300	15.0%		2011 年底	2013 年
普通商品房			15.1	15000	25.0%		2012.5	2014 年

来源：新时代证券研发中心整理



华远地产盈利预测表

(单位: 万元)						
	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	115978.95	177891.35	261475.40	362200.00	525090.00	612100.00
增长率	-48.59%	53.38%	46.99%	38.52%	44.97%	16.57%
减: 营业成本	55924.80	84654.99	128738.42	195165.00	290683.00	377723.00
毛利率	51.78%	52.41%	50.76%	46.12%	44.64%	38.29%
营业税金及附加	14728.84	25539.56	38660.00	52772.54	76505.61	89182.97
销售费用	4008.70	6537.87	6932.19	9598.30	13914.89	16220.65
管理费用	8646.89	7666.42	8250.38	11445.52	16592.84	19342.36
财务费用	1994.14	1644.05	-23.42	3622.00	5250.90	6121.00
期间费用率	12.63%	8.91%	5.80%	6.81%	6.81%	6.81%
资产减值损失	1416.15	-1468.22	2076.88	0.00	0.00	0.00
加: 公允价值变动收益	43.61	6.14	-32.90	0.00	0.00	0.00
投资收益	17086.06	6971.89	502.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	46389.08	60294.70	77310.27	89596.64	122142.76	103510.02
加: 营业外收入	609.15	206.51	2.70	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	386.64	362.46	212.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	46611.59	60138.75	77100.46	89596.64	122142.76	103510.02
增长率	-15.61%	29.02%	28.20%	16.21%	36.33%	-15.25%
减: 所得税	10404.60	15495.45	20554.57	22399.16	30535.69	25877.51
净利润	36206.99	44643.30	56545.89	67197.48	91607.07	77632.52
减: 少数股东损益	1772.64	4537.39	9887.77	671.97	916.07	776.33
归属于母公司的净利润	34434.35	40105.91	46658.12	73673.63	85468.22	67467.34
增长率	-14.77%	16.47%	16.34%	57.90%	16.01%	-21.06%
净利润率	31.22%	25.10%	21.63%	20.80%	16.73%	12.88%
总股本(万股)	77812.91	97266.14	126445.98	126445.98	126445.98	126445.98
每股收益(元)	0.44	0.41	0.37	0.58	0.68	0.53



投资评级界定：

行业评级：

推荐：预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数

中性：预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平

回避：预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

股票评级：

买入：预期未来6个月股价涨幅： $\geq 15\%$

增持：预期未来6个月股价涨幅： $10\% - 15\%$

中性：预期未来6个月股价涨幅： $-10\% - +10\%$

减持：预期未来6个月股价跌幅： $>10\%$

重要声明：

一、分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

二、免责声明

1、新时代证券有限责任公司具备证券投资咨询业务资格。

2、本报告仅供本公司客户使用。报告信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，投资者应自行关注本公司相应的更新或修改。

3、在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

4、本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“新时代证券公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券有限责任公司

地址：北京市海淀区北三环西路99号西海国际中心1号楼15层

电话：010-83561319