



Research and
Development Center

储备丰富、成长可期的城市综合体新秀

—— 新华联（000620.sz）深度报告

2012年8月7日

崔娟
房地产行业分析师

证券研究报告

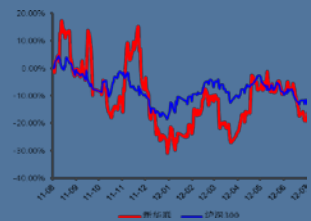
公司研究——调研报告

新华联 (000620.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

新华联相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-8-6)

收盘价 (元)	5.43
52 周内股价波动区间 (元)	4.23-8.12
最近一月涨跌幅 (%)	3.23
总股本 (亿股)	15.98
流通 A 股比例 (%)	16.08
总市值 (亿元)	86.77

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层研究开发中心

邮编: 100031

崔娟 房地产行业分析师
执业编号: S1500512050002
联系电话: +86 10 63081103
邮箱: cuijuan1@cindasc.com

储备丰富、成长可期的城市综合体新秀

新华联深度报告

2012 年 08 月 07 日

本期内容提要:

- ◆ **公司当前去库存压力小, 抗调控能力强。** 公司存货占总资产比重仅为 51.4%, 低于板块中位数 60.2%, 在 137 家上市地产公司中由低到高排位 39, 去库存压力较小, 抗调控能力较强。
- ◆ **土地和项目储备丰富、成本低。** 目前公司共有土地储备规划建筑面积约 701 万平方米, 分布于一线城市 (北京)、二线省会城市 (武汉、西宁、呼和浩特等), 三线城市 (大庆、株洲等) 以及旅游景区 (黄山); 平均楼面地价仅为 774 元/平米; 锁定低成本的丰富储备为公司业绩扩张提供了基础。
- ◆ **城市综合体+商业住宅的成功开发经验。** 公司成功开发的项目包括北京核心商业区的新华联国际、丽景珊瑚湾以及位于北京市通州区的新华联运天河湾。在一线城市的成功开发经验有利于公司向区域中心城市的拓展。
- ◆ **未来几年可结算货源充足。** 公司 2013 年起将进入集中结算期, 唐山新华联广场项目、西宁市城市综合体项目、惠州新华联广场项目等位于城市核心商业区的综合体项目都将参与结算。未来三年均有充足的优质货源供结算, 业绩扩张可期。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 预计公司 2012 至 2014 年每股收益分别为 0.38、0.49、0.66 元, 对应 PE 分别为 14.2、11.0 和 8.2 倍; 公司每股 NAV 为 7.49 元, 公司当前股价相对于每股 NAV 有 27.5% 的折让, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。
- ◆ **风险因素:** 行业调控政策的力度和持续程度超预期。

公司主要财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入 (百万元)	1,721.46	2,335.65	2,485.43	3,697.29	4,804.31
增长率 YoY %	-26.18%	35.68%	6.41%	48.76%	29.94%
净利润 (百万元)	515.31	606.70	611.76	788.82	1,054.09
增长率 YoY %	42.37%	17.74%	0.83%	28.94%	33.63%
毛利率 %	63.97%	61.61%	56.32%	49.63%	49.48%
净资产收益率 ROE %	31.49%	28.08%	22.09%	22.73%	24.00%
每股收益 EPS (元)	0.40	0.41	0.38	0.49	0.66
市盈率 P/E (倍)	14	13	14	11	8
市净率 P/B (倍)	4.7	3.5	2.8	2.3	1.8

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 8 月 6 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
估值与投资评级	1
公司概况：立足北京、开拓二三线城市的中型地产公司	2
行业分析：深度调控时期，库存压力和资金状况成为地产公司试金石	3
公司分析：经营稳健，土地成本低廉	4
前期经营稳健，去库存压力较小	4
项目储备丰富，土地成本低廉	5
一线城市的成功开发经验	7
公司规划：商业驱动住宅，销售兼顾自持	8
公司对于战略方向的规划和调整	8
受益城镇化趋势转变，三线城市综合体项目具有较强的潜在需求	8
新华联综合体项目：从北京到区域中心城市的复制模式	9
盈利预测：毛利率略下降，结算面积大幅增加	10
2013年起进入集中结算期，公司业绩将大幅增长	10
预计未来三年净利润复合增长率为 20.2%	11
投资评级	11
公司 NAV 为 7.49 元/股	11
首次覆盖，给予公司“增持”评级	13
风险因素	14

图 目 录

图 1：新华联股权结构	2
图 2：商品房销售面积同比增速	3
图 3：房屋新开工面积同比增速	3
图 4：地产上市公司存货/总资产比率变动情况	4
图 5：地产上市公司货币资金/总资产比率变动情况	4
图 6：公司“库存/总资产”比例在所有地产上市公司中排位	5
图 7：公司项目储备分布城市	7
图 8：北京新华联国际效果图	8
图 9：北京新华联丽港效果图	8
图 10：公司主营业务收入预测	11
图 11：公司净利润预测	11

表 目 录

表 1：公司项目储备情况	6
表 2：公司在北京地区开发的代表性项目	7
表 3：新华联在建综合体项目及所在城市概况	9
表 4：公司项目收入预测	10
表 5：加权成本计算	12
表 6：NAV 敏感性分析	13
表 7：NAV 按项目分解	13

投资聚焦

去库存压力小：在当前行业整体面临去库存压力的背景下，公司存货占总资产比重仅为 51.4%，低于板块中位数 60.2%，在 137 家上市地产公司中由低到高排位 39，去库存压力较小，抗调控能力较强；

项目储备丰富且成本低：公司共有土地储备规划建筑面积约 701 万平方米，分布于一线城市（北京）、二线省会城市（武汉、西宁、呼和浩特等），三线城市（大庆、株洲等）以及旅游景区（黄山）；平均楼面地价仅为 774 元；低成本的丰富储备为公司业绩扩张提供了基础；

未来三年业绩可期：公司 2013 年起将进入集中结算期，除黄山纳尼亚小镇项目、大庆阿兰小镇项目等住宅项目外，唐山新华联广场项目、西宁市城市综合体项目、惠州新华联广场项目等位于城市核心商业区的综合体项目都将参与结算。未来三年均有充足的优质货源供结算，业绩扩张可期。

行业判断：本轮地产调控将对行业的状况及今后的格局形成深刻影响。目前行业依然处于调控时期，前期扩展力度过于迅猛，资金链压力大的企业将产生较大的经营风险；而对于扩张速度稳健、资金周转节奏清晰的企业，受到的影响相对较小。行业调控政策一旦回归常态，具有优质储备并且财务稳健的企业有望实现业绩的大幅增长。

有别于市场的认识：市场普遍认为，在行业整体调控时期，配置一线龙头地产企业是首选；而我们认为，在这一时期，可重点布局经营稳健、现金流相对充足、前期储备较为丰富的优质二三线企业，以期在行业政策回归常态时，业绩有更为充足的释放空间。

股价催化剂：货币政策进入降息通道；地产政策逐步回归常态；公司获得新的优质储备。

风险因素：行业调控政策的力度和持续程度超预期。

估值与投资评级

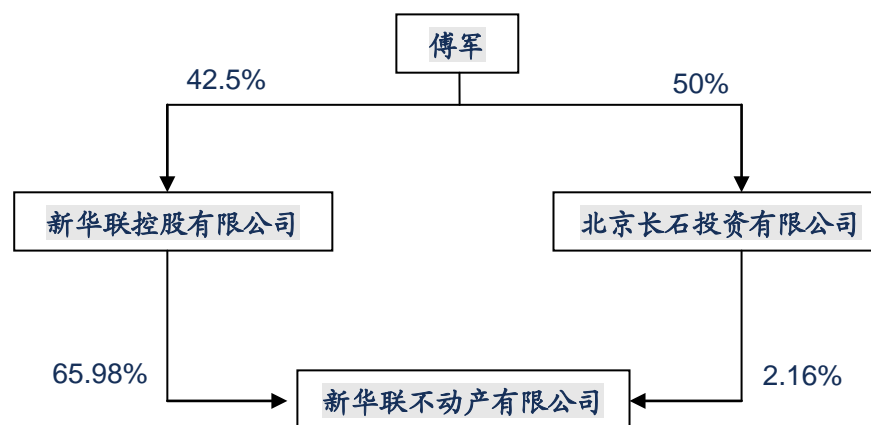
预计公司 2012 至 2014 年每股收益分别为 0.38、0.49、0.66 元，对应 PE 分别为 14.2、11.0 和 8.2 倍；公司每股 NAV 为 7.49 元，公司当前股价相对于每股 NAV 有 27.5% 的折让，给予公司“增持”评级。

公司概况：立足北京、开拓二三线城市的中型地产公司

新华联不动产股份有限公司是一家以房地产开发为主营业务的上市公司，公司注册资本为 15.97 亿。公司于 2011 年 6 月通过反向购买股份的方式借壳 ST 圣方上市，成为 2010 年地产调控以来证监会核准借壳上市的首家地产公司。

新华联不动产股份有限公司隶属于新华联集团。新华联集团是一家包含化工、矿业、地产等业务的多元化集团公司，连续 7 年位居中国企业 500 强和中国民营企业 100 强，2011 年在民营企业 100 强中排名第 44 位。新华联不动产有限公司的前身即为新华联集团有限公司下属的地产业务板块。截至 2011 年末，公司总资产为 67.63 亿元，2011 年实现主营业务收入 23.36 亿元，实现净利润 6.04 亿元。

图 1：新华联股权结构



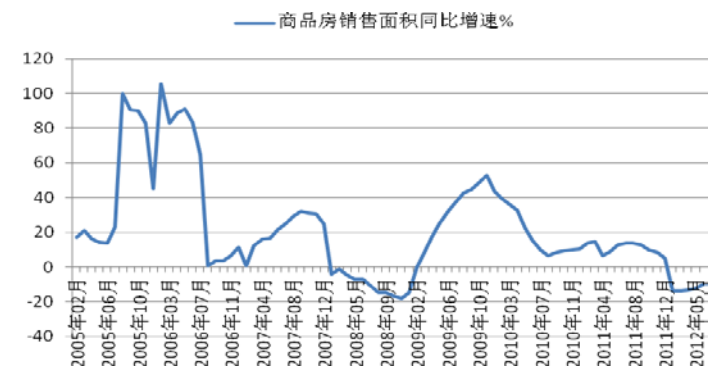
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

公司项目分布在北京、唐山、呼和浩特、黄山、西宁等地。在北京地区，公司成功开发了包括新华联国际、新华联丽景湾、新华联运河湾等畅销楼盘。从 2011 年起，公司对主营业务进行战略调整：在现有业务基础上，逐渐加大商业地产的投入，加大自持业务的比例，寻求单纯的房地产开发商与城市综合项目运营商相结合、住宅和商业地产相结合的模式。此外，公司明确提出开拓二三线城市的战略方向。公司现有储备项目规划建筑面积约 701 万平方米，分布于一线城市（北京）、二线省会城市（武汉、西宁、呼和浩特等），三线城市（大庆、株洲等）以及旅游景区（黄山），平均楼面地价仅为 774 元/平方米，成本锁定较低，未来具有较好的业绩增长潜力。

行业分析：深度调控时期，库存压力和资金状况成为地产公司试金石

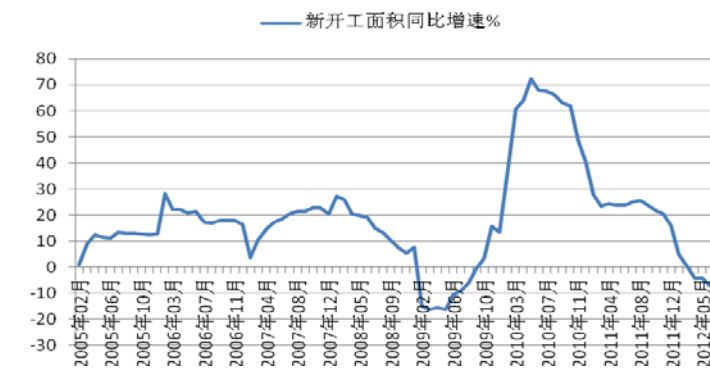
本轮地产调控无论是在政策力度上还是持续时间上都超过了前几轮，而这也使得行业整体进入了一个“寒冬”时期。从行业层面来看，房屋新开工面积同比增速从最高点（2010年6月）的67.88%一直下滑到2012年6月的-7.1%；商品房销售面积同比增速从最高点（2009年11月）的53.01%一直下滑到2012年2月的-13.99%。

图 2：商品房销售面积同比增速



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 3：房屋新开工面积同比增速



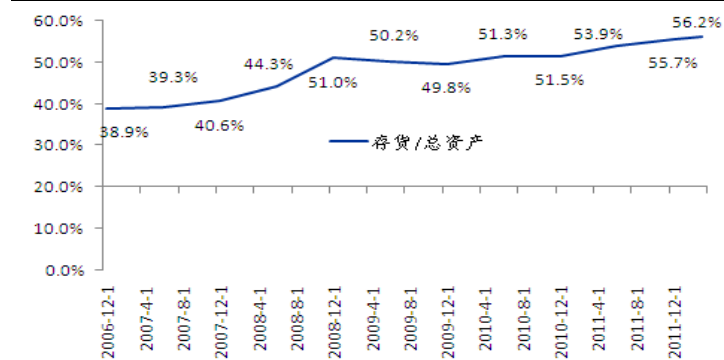
资料来源：wind，信达证券研发中心

从前述行业层面数据可以看出，商品房销售增速的最高点出现在2009年11月，而房屋新开工面积增速的最高点出现在2010年7月，晚于房屋销售最高点约8个月。这一数据在很大程度上反映出由房屋量价齐升而驱动的房地产投资大幅增加；而之后随着销量的下滑，房地产企业的扩张也逐渐减缓；截至2012年4月，房地产新开工面积累积同比增速成为负值。

从2009年至今的这一轮急速扩张——政策调控——急速收缩的过程对行业的现状以及未来格局产生了重大和深远的影响。我们统计了所有房地产开发类上市公司（以申万二级行业为标准，共136家公司）的存货以及货币资金在总资产中的平均占比情况，发现：

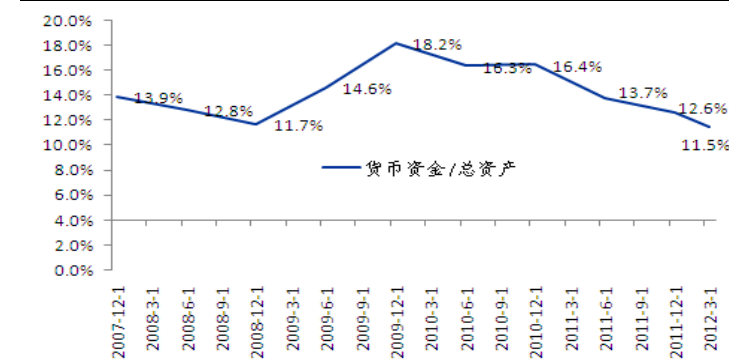
2009年底至2012年一季度，地产公司存货占总资产比重由38.9%上升至56.2%。从这一数据变化中可以看出，对于上市公司而言，调控前的这一轮扩张使得资产中的存货比率迅速增加。另外，货币资金在上市地产公司总资产中的平均比重由最高点2009年末的18.2%下降到了2012年一季度的11.5%。两组数据的结合说明，2009年的投资和新开工的急剧扩张以及随后的严厉调控政策使得地产公司的资产构成状况发生了极大的变化，变化的结果是库存的大量积压以及资金状况的紧张。

图 4: 地产上市公司存货/总资产比率变动情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 5: 地产上市公司货币资金/总资产比率变动情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

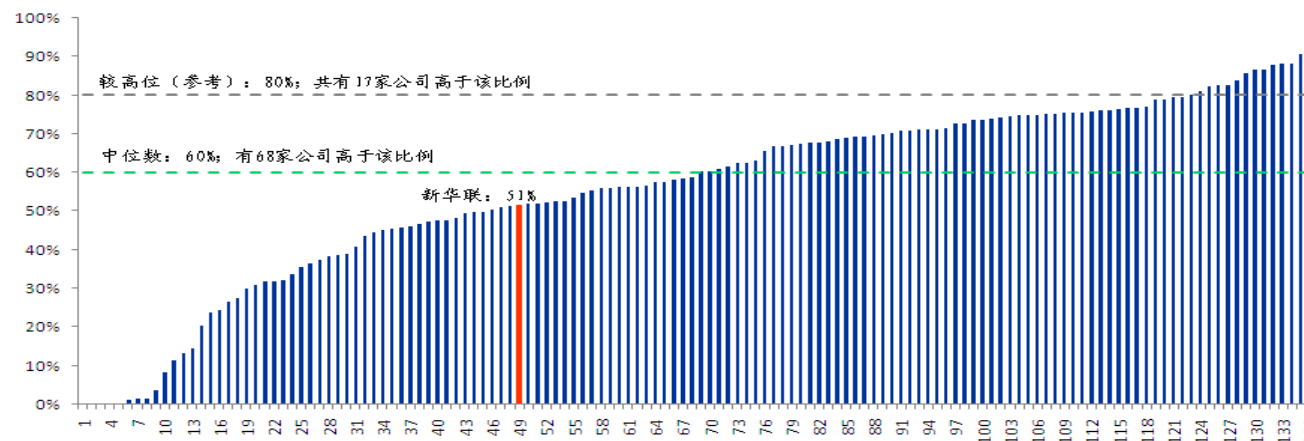
在这样的行业状况和政策背景下，地产公司的资金链断裂被作为投资者的一个重要考虑风险因素。也正是基于这一因素，市场普遍认为，在调控的背景下，配置地产股的最佳选择是购买一线龙头地产公司。而我们认为，在政策调控的纵深时期，挑选资金链安全、产品库存压力不大、项目储备丰富、具有可供复制的成功开发经验的中型地产公司是一种很好的策略选择。一方面，此类地产公司现金周转压力不大，库存比重不高，抵御调控的能力较强，风险较小；另一方面，一旦行业调控政策开始重新回归常态，此类公司将具有更强的反弹能力，业绩将迅速释放。

公司分析：经营稳健，土地成本低廉

前期经营稳健，去库存压力较小

公司当前去库存压力较小。截至 2011 年年末，公司库存占总资产比重为 46.9%，在全部 137 家地产上市公司（按照申万二级行业分类）由低到高排列为 39；截至 2012 年一季度末，公司库存占总资产比重略有上升，为 51.4%，在全部 137 家地产上市公司中的排列为 49 位（图 5），处于中位数水平以下，依然处于去库存压力较小的地产公司。

图 6: 公司“库存/总资产”比例在所有地产上市公司中排位



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司当前库存压力较小的状况得益于公司前期经营较为稳健，拿地和开发的节奏把握恰当。在 2009 年的行业扩张中，公司并未急剧扩大开工数量。2009 年至今，公司依次竣工的项目主要有新华联商业大厦（新华联国际）、新华联运河湾、黄山纳尼亚小镇（一期），其中新华联商业大厦已销售结转完毕；新华联运河湾销售过半，剩余存货预计 2012 年基本销售完毕。

截至 2012 年一季度末，公司资产负债率为 65%，在 137 家上市地产公司中由低到高排位 71，处于中游水平。公司承担的有息负债主要是银行开发贷款。项目销售回款和银行开发贷款是公司现金流的主要来源，截至 2012 年一季度，公司尚未采取过地产信托等其他长期融资方式。

截至 2012 年一季度末，公司无短期借款。一年以内到期的长期负债为 1.31 亿元；货币资金为 7.56 亿元，货币资金与短期有息负债（短期借款+一年以内到期的长期借款）比例为 578%；公司速动资产（流动资产-存货）为 29.87 亿元，速动比率为 1.11，短期偿债压力较小。

公司 2011 年年末预收款项为 6.06 亿元，占 2011 年全年销售收入的比率为 23.3%。从预收款项的量来看，公司 2012 年的业绩锁定程度并不算高。

项目储备丰富，土地成本低廉

在完成了新华联丽港、新华联商业大厦、北京青年城等多个北京市区的项目之后，公司明确提出开拓二三线潜力城市的经营计划。公司逆周期拿地的节奏把握较好，在调控开始后反而加快了取得地块的速度。目前公司的项目储备分布于北京、唐山、呼和浩特、黄山、西宁等地，土地储备规划建筑面积 701 万平方米，按照目前的开发进度，已足够未来 4 至 5 年的开发。

表 1: 公司项目储备情况

序号	项目名称	类型	公司权益	规划建筑面积 (平方米)	计划竣工时间
1	北京新华运河湾	住宅	100%	310306	2012 年
2	唐山新华联广场	城市综合体	90%	387137	2012 年
3	唐山丽景湾酒店	商业酒店	90%	54047	2014 年
4	唐山南湖国花园	住宅	90%	573423	2016 年
5	呼和浩特新华联雅园	住宅	100%	498898	2014 年
6	黄山纳尼亚小镇	住宅	100%	405695	2016 年
7	惠州新华联广场	城市综合体	100%	949458	2017 年
8	醴陵新华联广场	城市综合体	60%	407196	2015 年
9	大庆阿斯拉小镇	住宅	100%	1201554	2016 年
10	武汉大花山	住宅	100%	550629	2016 年
11	西宁城市综合体	城市综合体	100%	728601	2014 年
12	株洲北欧小镇	城市综合体	100%	944274	2016 年

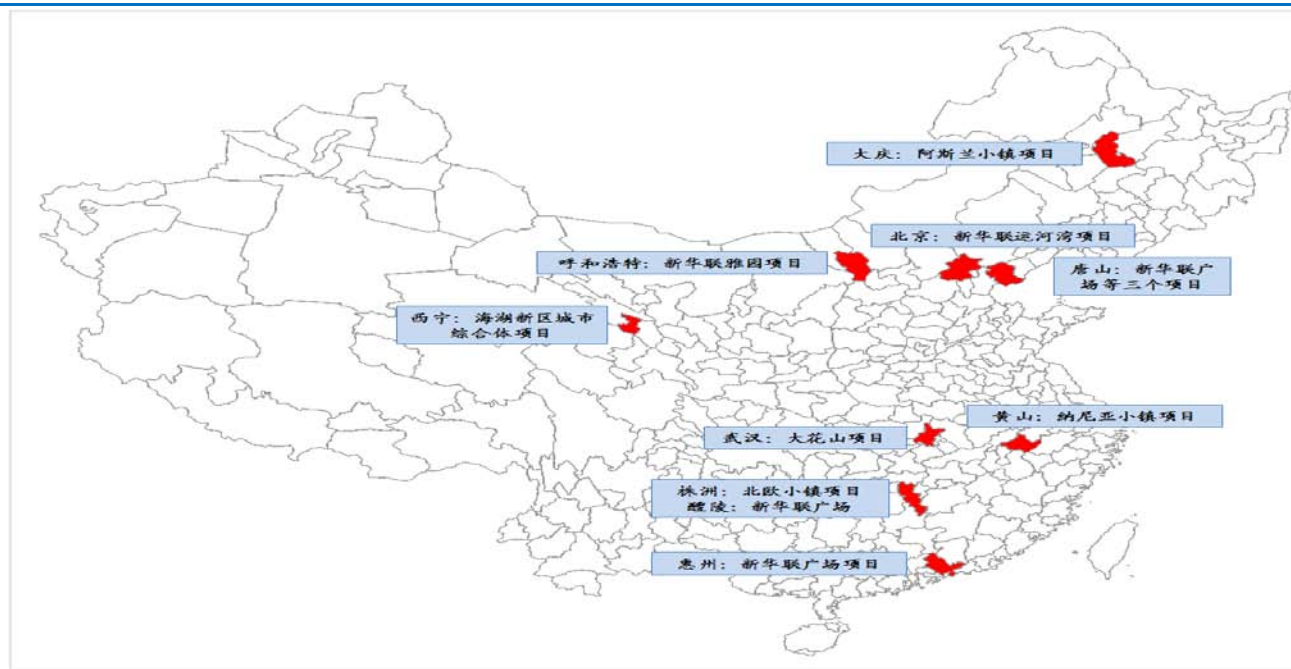
资料来源: 公司年报、信达证券研发中心

公司目前土地储备的楼面成本仅为 774 元/平方米, 土地成本锁定在较低水平。立足于现有项目, 公司具备进一步在项目周边进行扩张、获得新的储备的能力和可能性。

在现有项目储备中, 北京新华运河湾项目、大庆阿斯拉小镇项目、呼和浩特新华联雅园、醴陵新华联广场项目主要是商业住宅类型, 包括高档住宅和普通住宅两类。黄山纳尼亚小镇项目、唐山南国湖花园项目是以高档社区住宅类为主、兼有部分商业类, 其中黄山纳尼亚小镇位于黄山风景区, 距离黄山高铁站仅 5 公里。唐山新华联广场项目、惠州新华联广场项目、西宁市海湖新区城市综合体项目以及株洲北欧小镇项目是城市中心地区的商业+住宅的综合体。唐山丽景湾酒店为商业酒店类。

从竣工时间和结算进度来看, 公司 2012 年的结算来源以北京新华运河湾项目、唐山新华联广场项目以及黄山纳尼亚小镇项目为主; 2013 年至 2014 年结算除唐山项目以及黄山项目以外, 增加呼和浩特新华联雅园项目、大庆阿斯拉小镇项目、西宁城市综合体项目等, 未来三年均有充足的货源供结算。

图 7: 公司项目储备分布城市



数据来源: 公司年报、信达证券研发中心

一线城市的成功开发经验

在公司明确提出开拓二三线城市以前, 公司的项目主要位于北京市区, 包括以新华联锦园、新华联家园、北京青年城为代表的住宅项目, 以新华联丽港、新华联国际为代表的商业+住宅模式(城市综合体), 以及以新华联丽景湾为代表的酒店+住宅模式。因此, 公司团队对于各类地产模式均有较丰富的开发经验以及成功的案例。公司北京市的项目分布于朝阳区、海淀区、通州区等各区, 除 2012 年竣工的新华联运河湾项目目前处于销售中外, 其余项目均已售罄。

表 2: 公司在北京地区开发的代表性项目

项目名称	类型	建筑面积(平方米)	所在区域	参考价格(元/平方米)	销售状态
北京青年城	住宅	35 万	朝阳区	23000	售完
新华联丽港	住宅、商业	7.5 万	朝阳区	21000	售完
新华联丽景湾	住宅、酒店	13 万	朝阳区	24000	售完
新华联国际	住宅、商业	15 万	海淀区	40000	售完
当代城市家园	住宅	34 万	海淀区	26500	售完
新华联家园	住宅	55 万	通州区	16000	售完

新华联锦园	住宅	30 万	通州区	15500	售完
新华联运河湾	住宅	25 万	通州区	18000	销售中

数据来源：公司年报、信达证券研发中心

图 8：北京新华联国际效果图



资料来源：搜狐焦点网,信达证券研发中心

图 9：北京新华联丽港效果图



资料来源：搜狐焦点网,信达证券研发中心

公司规划：商业驱动住宅，销售兼顾自持

公司对于战略方向的规划和调整

根据公司年报披露以及调研情况，公司对于未来几年的经营重点方向有以下两个方面的调整

第一，除了继续坚持住宅开发销售的业务外，要增加商业地产的比重，特别是以商业零售项目驱动同区住宅项目的城市综合体模式。这一规划也从公司的拿地和项目储备中有所体现。在公司的项目储备中，唐山新华联广场、西宁城市综合体项目、惠州新华联广场、株洲北欧小镇均是地处城市核心地带的城市综合体模式。

第二，在增加商业地产开发的同时，增加自持物业的比重。目前公司自持物业比例较小，主要的自持物业项目仅有新华联大厦和新华联丽景湾 2 个。在未来的项目中增加自持比重，一方面反映出公司对未来商业地产出租市场的看好，另一方面也传递出公司对项目未来增值空间的信心。

受益城镇化趋势转变，三线城市综合体项目具有较强的潜在需求

城市综合体是指将商业、住宅、办公、餐饮、会议、文化娱乐等城市功能中的三项以上进行组合，使各部分之间建立相互助益的关系，从而形成一个多功能、高效率的城市空间利用形式。城市综合体这一概念在近年来迅速在行业内扩展。以各城市

开发“万达广场”为主要形式，万达地产成为国内城市综合体项目的领头羊。

综合体项目具有集约、多功能、高效率的优点，是城市空间利用发展的必然结果；但综合体项目的获利需要具备诸多条件，例如要求城市具有足够的终端消费能力、项目所在地具有优越的地段和交通、开发商具有成熟的经验和较强的能力等。因此，城市综合体只能在城市发展的中高阶阶段产生。

在中国城镇化的前期阶段，由于教育、医疗、产业等资源的集中，大城市的人口急速膨胀，例如北京、上海、广州等地；此外二线省会城市由于集中了各省资源，也得到急速扩张。相应的，现有的城市综合体项目也大多分布在一二线城市。例如，在万达地产已建的 52 个万达广场中，有 29 个位于北京、上海、武汉等直辖市、省会城市；另外 23 个非直辖市、省会城市中，也有相当部分位于大连、厦门、青岛等二线发达城市。

我们认为，在大城市的人口、面积、交通的限制因素使其发展进入负边际效益的阶段之后，中国的城镇化进程将主要体现为中等城市的发展，表现为三线城市为代表的区域中心城市人口数量增加、商业集中度提高。相应的，随着过去数年的开发，一线城市的综合体项目处于基本饱和的整体状态，而区域中心城市的综合体项目还有较大的挖掘潜力。

新华联综合体项目：从北京到区域中心城市的复制模式

在公司现有 12 个项目储备中，有 4 个项目为城市综合体，综合体项目数量占比为三分之一；但从可结算面积来看，4 个综合体项目的可结算面积为 297 万平方米，占总可结算面积（675 万平方米）的比重为 44%。

现有的四个综合体项目分别位于唐山市、西宁市、惠州市和株洲市，四个城市的总人口分别为 735 万、223 万、463 万、390 万，其中市区人口分别为 307 万、146 万、199 万、102 万，人均 GDP 分别为 4.8 万元、3.5 万元、5.4 万元、3.4 万元。从经济发展程度来看，四个城市都具备了较强的商业消费能力；从市区人口规模来看，四个城市市区人口均在 100 万以上，在三线城市中经济总量靠前。

表 3：新华联在建综合体项目及所在城市概况

项目名称	所在城市	总人口 (万人)	市区人口 (万人)	人均 GDP (万元人民币)	项目所在区域
唐山新华联广场	唐山	735	307	4.8	路南区，靠近工人体育馆、市政府
西宁城市综合体	西宁	223	146	3.5	西宁市海湖新区
惠州新华联广场	惠州	463	199	5.4	大亚湾中心区（靠近大亚湾体育馆）
株洲新华联广场	株洲	390	102	3.4	云龙区云峰大道以北，长株高速以西

资料来源：公司资料，wind，政府网站及公告

公司四个综合体项目均位于所在城市的核⼼地带或产业新区。其中唐山新华联广场位于唐山市路南区，距离唐山市工人体育馆仅百米，距离唐山市政府 1.4 公里；西宁市城市综合体项目位于西宁市海湖新区核⼼商业地带；惠州新华联广场位于大亚湾

中心区，靠近大亚湾体育馆；株洲新华联广场位于株洲“两型”社会首个生态示范社区-云龙示范区。

我们认为，公司具有一线城市综合体、酒店、住宅等不同业态的成功开发经验，有利于公司对二三线城市的开拓；同时，公司销售、自持并举的开发战略，有助于公司盈利模式的改善以及长期现金流的稳定。

盈利预测：毛利率略下降，结算面积大幅增加

公司 2011 年营业收入 80% 以上来源于北京新华联运运河湾项目。预计 2012 年公司营业收入中，运河湾项目仍将占有金额的主要部分，同时黄山纳尼亚小镇项目、唐山新华联广场项目将部分参与结算；2013 至 2014 年，唐山新华联广场项目、呼和浩特新华联雅园项目、西宁城市综合体项目、大庆阿斯拉小镇项目等多个项目都将参与结算。因此我们预计，由于运河湾项目逐年退出结算，2012 年至 2014 年公司毛利率较 2011 年将有所下降，但另外多个京外项目参与结算，因此结算面积和营业收入都将明显增加。

2013 年起进入集中结算期，公司业绩将大幅增长

我们预计，随着高毛利运河湾项目在 2012 年结算中比例减少，从 2013 年起逐渐退出结算，公司总体毛利率将相对 2011 年有所下降，预计公司 2012 年至 2014 年的毛利率分别为 56%、50%、49%。同时，随着黄山纳尼亚小镇、唐山新华联广场等多个京外项目将在 2012 年起部分参与结算，从 2013 年起集中参与结算，公司结算面积将从 2012 年起有较大幅度增长，结算收入从 2013 年起将有较大幅度增长。

我们预计公司 2012 至 2014 年的结算面积分别为 23.4 万平方米、55.5 万平方米、72.1 万平方米，营业收入分别为 24.9 亿元、37 亿元和 48 亿元。

表 4：公司项目收入预测

项目名称	结算面积 (平方米)			结算收入 (万元)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
北京新华联运运河湾	8800	1100	550	140800	17600	8800
唐山新华联广场	3120	4679	9359	22772	34159	68317
黄山纳尼亚小镇	7321	3660	3660	54904	27452	27452
惠州新华联广场	4197	16786	12590	22242	88968	66726
西宁城市综合体	0	10677	5338	0	64060	32030
大庆阿斯拉小镇	0	9038	18076	0	63267	126533
呼和浩特新华联雅园	0	6046	12092	0	48368	96736

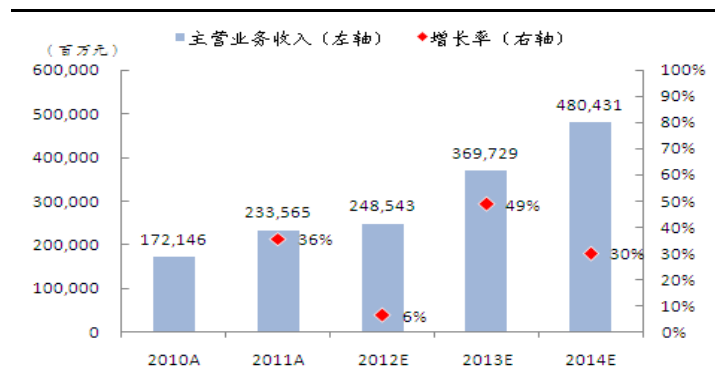
株洲北欧小镇	0	3528	5880	0	17640	29400
醴陵新华联广场	0	0	4517	0	0	15810
开发项目合计	23437	55515	72062	240718	361514	471805
物业出租收入				7825	8216	8627
营业收入合计				248543	369729	480431

资料来源：公司资料，信达证券研发中心

预计未来三年净利润复合增长率为 20.2%

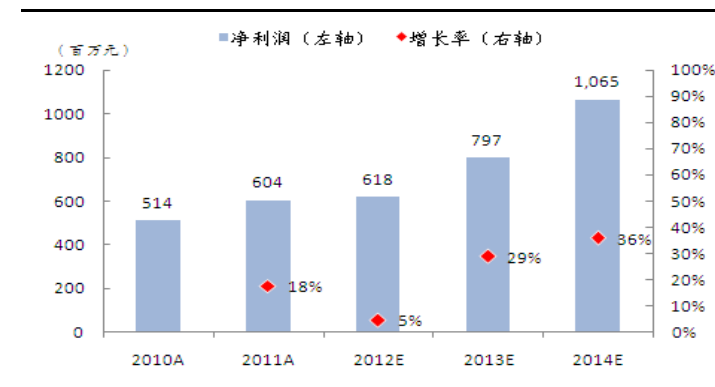
2012 年公司京外项目仅有黄山纳尼亚小镇、唐山新华联广场等几个项目将部分参与结算，我们预计 2012 年的营业收入仍将以运河湾为主，毛利率较高，净利润在去年基础上略有上升；2013 年起京外多个项目进入集中结算期，虽然毛利率相对 2012 年将有所下降，但由于结算面积增幅较大，净利润仍然有较大幅度的增长。预计 2012 年至 2014 年的净利润分别为 6.12 亿元、7.89 亿元和 10.54 亿元，未来三年净利润复合增长率为 20.2%；对应 EPS 分别为 0.38 元、0.49 元和 0.66 元。

图 10：公司主营业务收入预测



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：公司净利润预测



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

投资评级

公司 NAV 为 7.49 元/股

我们所计算的股权净资产包含了以下几个部分：

- 1、每个开发物业项目的净资产价值，通过对公司所有在建的和储备的项目的未来净现金流折现得到；

- 2、投资物业的净资产价值，通过对投资物业的年收益按照资本化率折算得到；
- 3、扣除公司当前承担的净债务。

其中主要的假设为：

- 1、未来五年内房价无变化，既无上涨也无下跌；
- 2、开发物业未来现金流折现率即加权平均资本成本（WACC），为 9.25%；

其中加权平均资本成本 WACC 的计算过程为：

- 1、股权资本成本由 CAPM 模型计算： $Re=Rf+\beta*(Rm-Rf)$ ， Rf （无风险利率）按照国债利率取值为 3.7%， Rm 按照信达证券研究部标准市场收益率取值为 10.7%， β 按照 WIND 数据库 β 计算器计算为 1.49，由此计算出公司股权资本成本 Re 为 14.1%；
- 2、债券成本 Rd 取公司承担的平均长期借款利率 8.5%；
- 3、股权成本和债权成本权重由公司当前资产负债率决定；
- 4、公司加权平均资本成本计算过程为 $8.5%*63%*(1-25\%)+14.1%*(1-63\%)=9.25\%$

表 5：加权成本计算

加权资本成本计算		（其中）股权资本成本计算	
税前债务成本	8.5%	无风险收益率	3.7%
股权资本成本	14.1%	beta	1.49
负债率	63%	市场收益率	10.7
税率	25%		
加权资本成本	9.25%	股权资本成本	14.10%

数据来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

根据我们的测算，在未来五年维持当前房价不变、公司加权资本成本为 9.25% 的假设下，公司 2012 年年中对应的每股 NAV 为 7.29 元。根据对房价和折现率的敏感性分析，在维持折现率不变的情况下，房价若上涨 5%，公司每股 NAV 为 7.48 元。

表 6: NAV 敏感性分析

每股 NAV		折现率 (WACC) 取值			
		9.0%	9.25%	9.50%	10.00%
房价变动	10%	8.83	8.76	8.68	8.54
	5%	8.19	8.12	8.05	7.92
	0%	7.55	7.49	7.43	7.30
	-5%	6.92	6.86	6.80	6.69
	-10%	6.28	6.23	6.17	6.07

资料来源: wind, 公司年报, 信达证券研发中心

首次覆盖, 给予公司“增持”评级

基于我们的净资产值测算, 公司 2012 年年中每股 NAV 为 7.49 元, 公司当前股价 (8 月 6 日收盘价 5.43 元) 相对于每股 NAV 有 27.5% 的折让; 基于我们的盈利预测, 公司 2012 至 2014 年每股收益分别为 0.38 元、0.49 元和 0.66 元, 当前公司股价对应 2012 至 2014 年的市盈率分别为 14.2 倍、11.0 倍、8.23 倍。给予“增持”评级。

表 7: NAV 按项目分解

开发项目名称	项目所在地	产品类型	权益	建筑面积 (平方米)	未结算比例	权益净资产值 (万元)
新华联运河湾	北京	住宅	100%	310306	43%	112544
唐山新华联广场	唐山	综合体	90%	387137	100%	87262
唐山南湖国花园	唐山	住宅	90%	573423	100%	14183
黄山纳尼亚小镇	黄山	住宅	100%	405695	92%	107466
惠州新华联广场	惠州	综合体	100%	949458	100%	163382
海湖新区城市综合体	西宁	综合体	100%	728601	100%	141545
阿斯拉小镇	大庆	住宅	100%	1201554	100%	261870
新华联雅园	呼和浩特	住宅	100%	498898	100%	148711
北欧小镇	株洲	住宅	100%	944274	100%	65874
武汉大花山	武汉	住宅	100%	550629	100%	138375
唐山丽景湾酒店	唐山	酒店	90%	54047	100%	10582

新华联广场	醴陵	住宅	60%	407196	100%	23554
开发物业合计				7011218		1275349
投资物业净资产值 (万元)						28,573
净债务 (万元)						107,003
净资产值 (万元)						1196918
发行在外股数 (万股)						159,797
每股净资产 (元)						7.49

资料来源: wind, 公司年报, 信达证券研发中心

风险因素

宏观经济增速持续下滑。商业地产租售和宏观经济增速密切相关。如果宏观经济持续低迷，公司商业项目的租售将会受到一定影响。

行业调控力度和持续强度超预期，导致销售收入不能如期实现。当前，本轮调控进入深度时期，从开工、销售、价格等方面来看市场的景气程度均处于较低位。若在未来三年内市场调控强度持续超出预期，公司的销售将受到影响，此外开发商融资难度也将加大，业绩预期将难以实现。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	5,160.64	6,036.03	5,645.33	7,377.86	9,564.57
现金	1,405.23	540.67	783.06	2,071.29	1,470.55
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其它应收款	6.33	76.82	497.09	739.46	960.86
预付账款	992.82	1,825.82	759.91	1,303.71	1,698.85
存货	2,352.31	3,173.52	3,256.74	2,793.67	4,853.87
其他	403.95	419.21	348.54	469.73	580.43
非流动资产	589.02	726.96	1,200.74	1,313.04	1,417.92
长期投资	149.55	148.85	520.00	520.00	520.00
固定资产	187.09	180.37	217.92	244.55	256.90
无形资产	42.47	41.55	41.95	42.23	41.88
其他	209.91	356.19	420.86	506.26	599.15
资产总计	5,749.66	6,762.99	6,846.07	8,690.89	10,982.48
流动负债	3,060.67	2,670.06	2,651.90	3,916.61	4,960.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	651.06	783.92	379.95	651.86	849.43
其他	2,409.61	1,886.14	2,271.95	3,264.76	4,110.71
非流动负债	786.65	1,586.53	1,069.82	853.15	1,036.49
长期借款	760.00	1,550.00	1,033.33	816.67	1,000.00
其他	26.65	36.53	36.49	36.49	36.49
负债合计	3,847.32	4,256.59	3,721.72	4,769.77	5,996.62
少数股东权益	44.66	42.27	48.45	56.42	67.07
归属母公司股东权益	1,857.68	2,464.13	3,075.89	3,864.71	4,918.80
负债和股东权益	5749.66	6762.99	6846.07	8690.89	10982.48

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,721.46	2,335.65	2,485.43	3,697.29	4,804.31
同比	-26.18%	35.68%	6.41%	48.76%	29.94%
归属母公司净利润	515.31	606.70	611.76	788.82	1,054.09
同比	42.37%	17.74%	0.83%	28.94%	33.63%
毛利率	63.97%	61.61%	56.32%	49.63%	49.48%
ROE	31.49%	28.08%	22.09%	22.73%	24.00%
每股收益(元)	0.40	0.41	0.38	0.49	0.66
P/E	13.58	13.24	14.18	11.00	8.23
P/B	4.67	3.52	2.82	2.25	1.76
EV/EBITDA	13.29	12.05	10.71	8.57	6.76

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,721.46	2,335.65	2,485.43	3,697.29	4,804.31
营业成本	620.20	896.74	1,085.58	1,862.44	2,426.94
营业税金及附加	296.54	468.54	372.81	554.59	720.65
营业费用	42.02	59.01	49.71	73.95	96.09
管理费用	62.24	92.04	99.42	147.89	192.17
财务费用	16.96	14.55	98.98	62.96	35.78
资产减值损失	-8.47	3.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.45	-0.70	0.00	0.00	0.00
营业利润	691.52	800.23	778.93	995.45	1,332.69
营业外收入	1.11	23.18	49.71	73.95	96.09
营业外支出	0.03	6.21	4.72	7.02	9.12
利润总额	692.59	817.20	823.92	1,062.38	1,419.65
所得税	178.84	212.88	205.98	265.59	354.91
净利润	513.75	604.32	617.94	796.78	1,064.74
少数股东损益	-1.56	-2.39	6.18	7.97	10.65
归属母公司净利润	515.31	606.70	611.76	788.82	1,054.09
EBITDA	728.97	853.64	943.65	1,154.68	1,491.69
EPS (摊薄)	0.40	0.41	0.38	0.49	0.66

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	497.70	-1,291.62	1,352.56	1,709.50	-607.16
净利润	513.75	604.32	617.94	796.78	1,064.74
折旧摊销	14.78	14.67	20.75	29.33	36.25
财务费用	21.60	21.77	98.98	62.96	35.78
投资损失	0.00	0.45	0.70	0.00	0.00
营运资金变动	13.32	-1,886.59	1,387.83	820.42	-1,743.94
其它	-66.20	-46.49	-772.94	0.00	0.00
投资活动现金流	-337.60	-104.43	-494.52	-141.63	-141.13
资本支出	-1.88	-100.71	-23.37	-22.26	-21.76
长期投资	149.55	-0.70	-371.15	0.00	0.00
其他	-485.27	-3.02	-100.00	-119.38	-119.38
筹资活动现金流	674.17	524.14	-615.64	-279.63	147.55
短期借款	105.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	610.00	600.00	-516.67	-216.67	183.33
其他	-40.83	-75.86	-98.98	-62.96	-35.78
现金净增加额	834.27	-871.91	242.39	1288.24	-600.75

分析师简介

崔娟，先后毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，7年证券从业经验，能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。

房地产行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
万科 A	000002	滨江集团	002244	宁波富达	600724
保利地产	600048	首开股份	600376	张江高科	600895
招商地产	000024	苏宁环球	000718		
金地集团	600383	世联地产	002285		

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。