

处置低效资产，增厚 2013 年 EPS0.06 元

——项目股权转让及资产出售点评

民生精品——点评报告/房地产行业

2013 年 02 月 05 日

一、事件概述

公司及全资子公司北京亿城、亿城山水与非关联方国泰创业投资、嘉泽股权投资公司签订《关于股权转让、房屋买卖以及债券转让的协议书》：以 2.21 亿元出售北京亿城山水 100% 股权，交易对方接受北京亿城山水全部债务 8.59 亿元；北京亿城以 1.5 亿元向交易对方出售颐园会所和配套房产；北京亿城山水将其对公司全资子公司北京西海龙湖置业有限公司持有的 1.5 亿元债权转让给北京亿城。

二、分析与判断

➤ 处置低效资产，利于公司资源向优势资产集中，提高效率

此次出售的资产主要为公司已开发项目西山华府、万城华府以及颐园配套的会所，该项目住宅已销售完毕，会所盈利情况甚微，公司继续持有对未来业绩贡献不大，公司将其处置利于资源向优势资产集中，提高公司资金效率。同时捆绑销售的还有西山华府综合楼项目，该项目占地面积 1.00 万平，规划建筑面积 3.38 万平，土地用途为综合、地下商业。处置低效资产共可获得货币资金 3.71 亿元。

➤ 2012 年销售额超 30 亿元，2013 年可售资源约 60 亿，销售额仍有提升空间

公司项目以中高端项目为主，受调控政策限制，西山公馆因售价较高推迟开盘，影响公司 2011 年业绩，随着调控政策的边际效应递减，2012 年之后对公司的影响逐渐变小，2012 年公司销售额超 30 亿元，较 2011 年的 19.3 亿元大幅上涨。按照公司的开工进度，2013 年可售资源约 60 亿元，包括北京燕西华府，秦皇岛 Aranya，苏州胥口 51 及 62 号地项目等，预计销售额仍有增长空间。

➤ 陶粒生产线建设正在积极推进，近两年利润贡献主要来自房地产业务

公司陶粒生产线建设工作正在积极推进，前期工作包括与当地政府洽谈土地及税收优惠事宜，采购设备，组建团队等等。预计 3 月底一期工程开工，一期产能约 10 万吨，预计所需资金 1-2 亿元，公司三季度末货币资金 14 亿元，一期建设所需资金相对公司货币储备并不算多。假设一期生产线 2014 年达产，预计将为公司贡献每股收益 0.06 元，因此近两年公司利润贡献主要仍然来自房地产业务。

➤ 出售股权及资产约增厚 2013 年每股收益 0.06 元

本次亿城山水 100% 股权转让及颐园会所等资产出售，预计增加 2013 年净利润 7900 万元，合每股收益 0.06 元，占我们原本预计的公司净利润 5.5 亿元的 14%。

三、盈利预测与投资建议

调整公司 2013 年净利润至 6.10 亿元，预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.39 元，0.51 元和 0.65 元。若不考虑陶粒支撑剂业务，仅房地产业务 NAV 估值 6.75 元，目前股价 3.90 元，具有较高安全边际。给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

调控加码，公司中高端项目销售低于预期。陶粒支撑剂投产时间和质量低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	2156.27	2544.15	3710.19	4824.06
增长率 (%)	-29.86%	17.99%	45.83%	30.02%
归属母公司股东净利润 (百万元)	362.41	465.41	609.85	775.59
增长率 (%)	-33.70%	28.42%	31.04%	27.18%
每股收益 (元)	0.30	0.39	0.51	0.65
PE	12	10	7	6
PB	1	1	1	1

强烈推荐

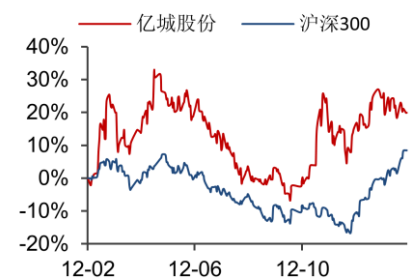
维持

目标价： 6.00 元

交易数据 (2013-02-04)

收盘价 (元)	3.90
近 12 个月最高/最低	4.44/3.01
总股本 (百万股)	1,191.86
流通股本 (百万股)	1,191.86
流通股比例 (%)	100.00%
总市值 (亿元)	46.48
流通市值 (亿元)	46.48

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：肖肖
 执业证书编号：S1000510120050
 电话：(86755) 2266 2097
 Email: xiaoxiao@mszq.com

分析师：赵若琼
 执业证书编号：S0100511010006
 电话：(8610)8512 7648
 Email: zhaoruojiong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	2156	2544	3710	4824
减: 营业成本	1163	1365	2173	2697
营业税金及附加	292	327	416	529
销售费用	85	51	74	122
管理费用	96	102	148	214
财务费用	52	81	100	108
资产减值损失	31	11	0	0
加: 投资收益	86	14	0	0
二、营业利润	525	621	799	1155
加: 营业外收支净额	(10)	0	79	0
三、利润总额	515	621	878	1155
减: 所得税费用	156	155	220	289
四、净利润	359	465	659	866
归属于母公司的利润	362	465	610	776
五、基本每股收益 (元)	0.30	0.39	0.51	0.65
主要财务指标				
项目	2011	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	12.35	10.30	8.06	5.76
成长能力:				
营业收入同比	-29.9%	18.0%	45.8%	30.0%
营业利润同比	-34.2%	18.3%	28.8%	44.5%
净利润同比	-33.7%	28.4%	31.0%	27.2%
营运能力:				
应收账款周转率	40.10	48.97	68.97	65.72
存货周转率	0.16	0.17	0.25	0.28
总资产周转率	0.23	0.25	0.34	0.39
盈利能力与收益质量:				
毛利率	46.1%	46.3%	41.4%	44.1%
净利率	16.8%	18.3%	16%	16%
总资产净利率ROA	3.8%	4.6%	5.6%	6.3%
净资产收益率ROE	10.1%	11.5%	13.1%	14.2%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.42	2.97	3.28	3.40
资产负债率	0.62	0.59	0.58	0.57
长期借款/总负债	0.21	0.33	0.30	0.35
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.39	0.51	0.65
每股经营现金流量	-1.07	0.26	0.20	0.39
每股净资产	3.02	3.40	3.92	4.57

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	860	763	1160	2022
应收票据	0	0	0	0
应收账款	60	44	64	83
预付账款	317	317	317	317
其他应收款	458	407	407	407
存货	7721	8238	9062	9968
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	9411	9765	11005	12790
长期股权投资	31	31	31	31
固定资产	302	313	313	307
在建工程	43	22	11	5
无形资产	53	53	53	53
其他非流动资产	74	52	41	36
非流动资产合计	460	450	439	428
资产总计	9872	10215	11444	13218
短期借款	200	1386	1697	1561
应付票据	0	0	0	0
应付账款	622	622	622	622
预收账款	804	1313	1046	1359
其他应付款	202	202	202	202
应交税费	25	0	0	0
其他流动负债	663	663	663	663
流动负债合计	3,893	3,283	3,353	3,760
长期借款	1,297	1,797	2,297	2,797
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	2,231	2,731	3,231	3,731
负债合计	6,124	6,014	6,584	7,492
股本	1,192	1,192	1,192	1,192
资本公积	463	463	463	463
留存收益	1,846	2,300	2,910	3,685
少数股东权益	143	143	192	283
所有者权益合计	3,748	4,201	4,860	5,726
负债和股东权益合计	9,872	10,215	11,444	13,218
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	-1274	309	241	469
投资活动现金流量	135	14	0	0
筹资活动现金流量	124	(419)	156	392
现金及等价物净增加	(1016)	(97)	397	862

分析师与联系人简介

肖肖，房地产行业分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，中国人民大学哲学学士，2011年加入民生证券。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008年加入民生证券。

段然，北京大学汇丰商学院金融学及经济学硕士，北京大学城市规划学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。