

# 期待公司二次转型

## 买入 首次

目标价格：4.00 元

### 事件：

公司公布了2012年财务数据，公司实现营业收入77.54亿元（YOY19.58%），其中房地产销售收入55.96亿元。实现净利润1.12亿元（YOY-45.87%），EPS为0.06元，公司分配方案是每10股派发现金红利0.25元（含税）。同日公司公布2013年一季报。公司一季度实现营业收入9.44亿元（YOY48.59%），公司净利润为-0.45亿元（YOY76.07%），每股EPS为-0.03元。

### 对此，我们点评如下：

- 销售符合预期，资金回笼加速。**2012年，公司实现合同销售面积44.6万平方米，合同销售金额78.2亿元，回笼资金66.1亿元。实际建设工程项目13个，施工面积196.5万平方米，2012年新开工项目6个，新开工面积75.6万平方米；完成交付项目5个，交付面积27.3万平方米。2013年，公司计划实现合同销售面积40万平方米，合同销售金额75亿元。
- 毛利率和ROE均有所下滑。**房地产销售毛利率为35.49%，较11年下降6.86%，毛利润下降的主要原因在于公司下调销售价格。此外，公司净资产收益率为2.67%，下滑2.41%。
- 财务结构改善。**截至2012年末，公司持有货币资金31.65亿元，占总资产比为11.18%，而11年末占比为8.24%。短期借款25.18亿元，占总资产比为8.89%，11年末占比为14.93%，而长期借款占总资产比由11年末的29.34%下降至18.88%。公司预收账款由11年底的18.22亿元增长至34.28亿元，为未来的业绩体现奠定了良好基础。
- 公司经营计划。**公司计划大力发展体验式消费型城镇商业资产管理业务，建设好长三角三个城镇商业运营的平台公司，2013年拓展城镇商业项目不低于5个样板店。

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	6485	7754	9305	11166	13400
增长率	-29.35%	19.58%	20.00%	20.00%	20.00%
归母净利润(百万)	206	112	413	482	597
增长率	-81.52%	-45.87%	270.34%	16.77%	23.66%
每股收益	0.11	0.06	0.23	0.27	0.33
当前市盈率	29.68	54.83	14.81	12.68	10.25

### 房地产研究组

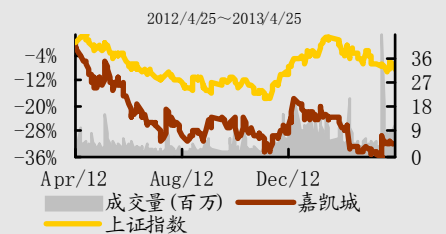
#### 分析师：

**洪俊骅 CFA (S1180513030001)**

电话：021-51782232

Email: hongjunhua@hysec.com

### 市场表现

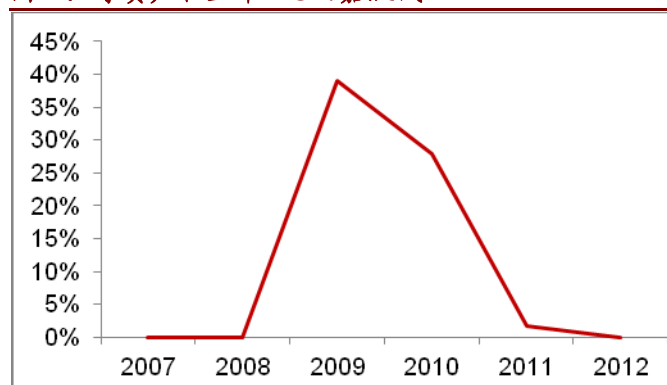


### 相关研究

- 华夏幸福：从未让投资者失望  
 2013/4/18
- 保利地产：3月份销售情况点评  
 2013/4/10
- 万科：3月份销售数据点评  
 2013/4/10
- 华夏幸福：一季度经营数据点评  
 2013/4/10
- 华夏幸福：模式优异的城镇化实践者  
 2013/4/2
- 地方版新国五条细则点评  
 2013/4/1
- 数据周报(20130325-0331)  
 2013/4/1
- 保利地产2012年投资者交流会纪要  
 2013/3/28
- 数据周报(20130318-0324)  
 2013/3/25
- 数据周报(20130311-0317)  
 2013/3/18

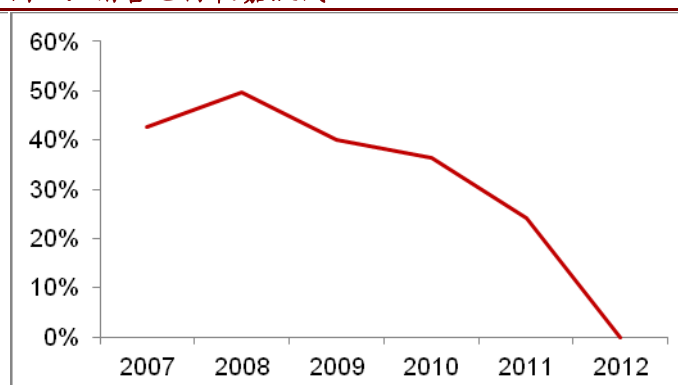
- **盈利预测及投资建议。**公司目前看在三家整合公司的管理上还存在的问题，管理费用过高，公司的产品结构偏高端，在市场调控下销售不畅，未来公司面临产品结构的调整和内部管理的进一步完善。公司进军商业地产目前看还需要观察公司对商业地产四大核心——“融、投、管、退”的运作能力。
- 我们预计公司 2013/14/15 业绩为 0.23/0.27/0.33 元。公司重估净资产为 6.69 元，目前股价折让较多，已经充分反映出市场对公司业绩的预期，首次给予“买入”评级，目标价格 4.00 元。
- **风险提示。**宏观调控、公司产品定位、商业地产风险。

图 1: 净资产收益率 ROE/嘉凯城



资料来源: WIND、宏源证券

图 2: 销售毛利率/嘉凯城



资料来源: WIND、宏源证券

## 公司财务报表预测

## 资产负债表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	23523	26819	29466	34959	41550
现金	2085	3165	2000	2000	2000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	23	0	0	0
应收款项	656	1008	1298	1557	1868
其它应收款	945	1035	1396	1675	2010
存货	18361	20537	23754	28505	34206
其他	1450	1051	1018	1222	1466
<b>非流动资产</b>	1778	1499	2361	2291	2229
长期股权投资	234	207	207	207	207
固定资产	732	599	534	473	420
无形资产	103	21	19	17	15
其他	709	673	1602	1594	1588
<b>资产总计</b>	<b>25301</b>	<b>28318</b>	<b>31827</b>	<b>37249</b>	<b>43780</b>
<b>流动负债</b>	11574	16642	18534	23092	28666
短期借款	3777	2518	6420	9314	12893
应付账款	1389	1911	2240	2688	3225
预收账款	1822	3428	4072	4887	5864
其他	4587	8784	5802	6203	6684
<b>长期负债</b>	7906	5828	7129	7629	8129
长期借款	7424	5346	5846	6346	6846
其他	482	482	1283	1283	1283
<b>负债合计</b>	<b>19480</b>	<b>22470</b>	<b>25663</b>	<b>30720</b>	<b>36795</b>
股本	1804	1804	1804	1804	1804
资本公积金	(920)	(920)	(920)	(920)	(920)
留存收益	3234	3346	3759	4242	4838
少数股东权益	1702	1618	1520	1403	1262
母公司所有者权益	4119	4231	4644	5126	5723
<b>负债及权益合计</b>	<b>25301</b>	<b>28318</b>	<b>31827</b>	<b>37249</b>	<b>43780</b>

## 现金流量表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	(3438)	1634	(1114)	(3209)	(3849)
净利润	206	112	413	482	597
折旧摊销	0	0	80	70	62
财务费用	0	0	144	186	230
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(2450)	(3831)	(4598)
其它	(3644)	1522	699	(116)	(139)
<b>投资活动现金流</b>	(442)	(4)	(939)	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(442)	(4)	(939)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	3325	(638)	888	3209	3849
借款变动	0	0	1032	3395	4079
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	3325	(638)	(144)	(186)	(230)
<b>现金净增加额</b>	<b>(555)</b>	<b>992</b>	<b>(1165)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## 利润表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	6485	7754	9305	11166	13400
营业成本	4919	5656	6787	8144	9773
营业税金及附加	454	636	782	938	1079
营业费用	258	276	372	447	536
管理费用	496	584	744	893	1072
财务费用	144	309	144	186	230
资产减值损失	29	58	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	141	(2)	0	0	0
<b>营业利润</b>	326	233	476	559	710
营业外收入	7	83	80	80	80
营业外支出	21	31	30	30	30
<b>利润总额</b>	311	285	526	609	760
所得税	124	255	210	243	304
<b>净利润</b>	187	30	315	365	456
少数股东损益	(19)	(81)	(98)	(117)	(141)
<b>母公司所有者净利润</b>	206	112	413	482	597
<b>EPS (元)</b>	<b>0.11</b>	<b>0.06</b>	<b>0.23</b>	<b>0.27</b>	<b>0.33</b>

## 主要财务比率

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-29%	20%	20%	20%	20%
营业利润	-81%	-29%	104%	17%	27%
净利润	-82%	-46%	270%	17%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%
净利率	3.2%	1.4%	4.4%	4.3%	4.5%
ROE	5.0%	2.6%	8.9%	9.4%	10.4%
ROIC	1.6%	0.3%	1.9%	1.9%	2.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.0%	79.3%	80.6%	82.5%	84.0%
净负债比率	46.4%	43.2%	41.7%	44.7%	47.4%
流动比率	2.0	1.6	1.6	1.5	1.4
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转率	10.0	9.3	8.1	7.8	7.8
应付帐款周转率	4.9	3.4	3.3	3.3	3.3
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.11	0.06	0.23	0.27	0.33
每股经营现金	-1.91	0.91	-0.62	-1.78	-2.13
每股净资产	2.28	2.34	2.57	2.84	3.17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	29.7	54.8	14.8	12.7	10.3
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	22.7	19.6	17.6	15.1	12.3

**作者简介:**

**洪俊骅:** CFA、FRM: 宏源证券研究所房地产行业研究员, 复旦大学管理学硕士, 上海交通大学房地产经营管理与能源工程动力机械双学士, 2013年加盟宏源证券研究所, 曾任职于保利房地产股份有限公司、湘财证券研究所、招商证券研究发展中心, 期间曾经在泽熙投资工作过一年半。

**重点覆盖公司:** 保利地产、万科 A、招商地产、金地集团、华夏幸福、苏宁环球、荣盛发展、金科股份、中茵股份等。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源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。