

布局全国旅游地产，增长预期强

事件：

公司公布2012年年报和2013年一季报：2012年营业收入37.56亿元，同比增长102.57%；归属于上市公司股东净利润10.71亿元，同比增70.95%；基本每股收益1.06元，同比增70.97%。利润分配预案：10派3元。2013年一季度营业收入5.74亿元，同比10.64%，归属上市公司股东净利润1.82亿元，同比增44.96%。

报告摘要：

- **公司年报和一季报业绩符合预期。**2012年受益北京像素销售大幅增加，公司营业收入和净利润均大幅增长；与此同时，毛利率也明显提升。今年一季度，公司毛利率达到69.77%，超过去年全年60.37%的平均水平；同时营业外收入大幅增加，也为净利润增速做出贡献。
- **2013年内公司可以结算的项目包括：**西岸首府（9.2万平）、北京像素（5万平）、夏各庄新城（30万平）、御马坊国际生态度假城（2万平）。
- **夏各庄项目将成为未来几年业绩增长的关键。**夏各庄新城顺应新型城镇化的趋势，有望成为北京城镇化的代表。该项目将打造以居住、商业、度假为主的精品小镇，项目规划总用地规模为2384亩，建筑面积约为213万平方米。夏各庄新城一期地块预计有30万平米于2013年3、4月份开工。这一部分以联排、洋房为主，施工阶段周期较短，项目进展速度较快。预计2013年下半年即可实现销售。
- **公司对于旅游地产的布局具备前瞻性：**通过项目储备公司未来成为全国旅游地产领军企业的战略规划十分清晰。除北京的夏各庄西城和御马坊国际生态度假城项目以外，公司2011年以来在全国各地签署了多个旅游项目合作协议，积极布局全国的旅游地产项目。由于旅游地产开发规模大，投资金额高，并且这些项目都将集中在未来3-5年内实施，预计公司总投资金额600亿左右。
- **投资建议：**我们维持1月份深度报告对公司的业绩预测，预计公司未来三年净利润分别为11.66/13.40/15.69亿元，EPS分别为1.18/1.35/1.58元，对应PE分别为6.3/5.5/4.7倍，继续给与“买入”评级。

数据摘要	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1854.1	3755.7	4568.0	5253.0	6150.0
YoY	-49.4%	102.6%	21.6%	15.0%	17.1%
毛利率	54.6%	60.4%	57.0%	57.0%	57.0%
净利润	537.8	1018.1	1166.8	1340.0	1569.7
YoY	-41.0%	89.3%	14.6%	14.8%	17.1%
EPS(元/股)	0.55	1.06	1.18	1.35	1.58
P/E(x)	13.4	7.0	6.3	5.5	4.7
P/B(x)	3.4	2.7	1.9	1.4	1.1

买入 维持

目标价格：11.5

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



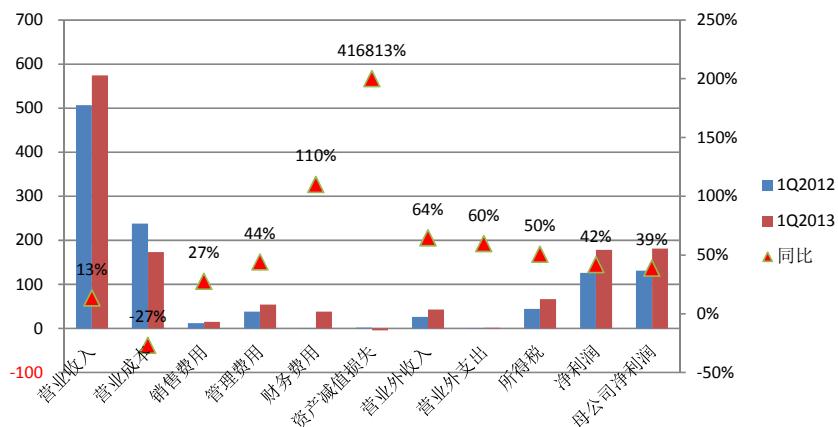
相关研究

《新湖中宝：土地储备充足，业绩稳定增长》 2013/4/25

《银河磁体：短期业绩下滑，全年迎来增长》 2013/4/24

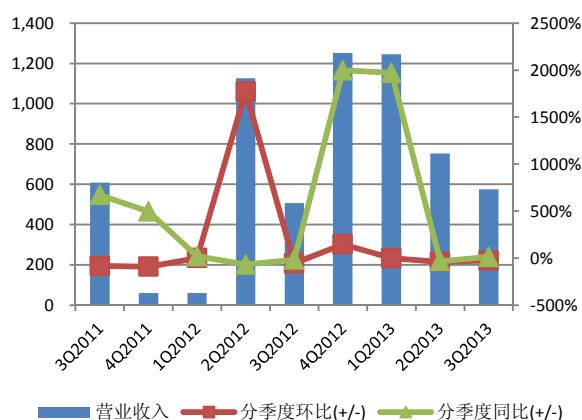
《山大华特：依托渠道和品牌，伊可新模式可复制》 2013/4/18

图 1：2013 年一季报业绩驱动力分析



资料来源：宏源证券,公司公告

图 2：营业收入季度分析



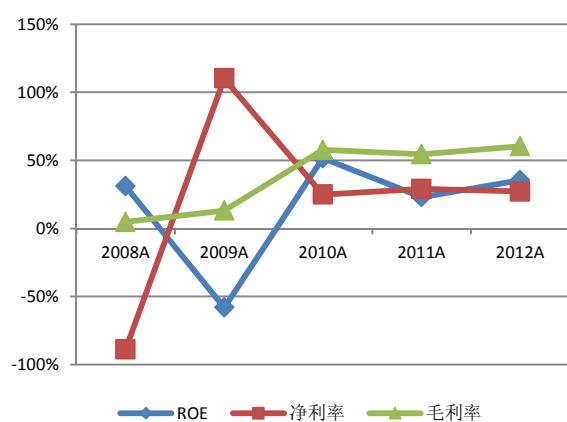
资料来源：宏源证券,公司公告

图 3：净利润季度分析



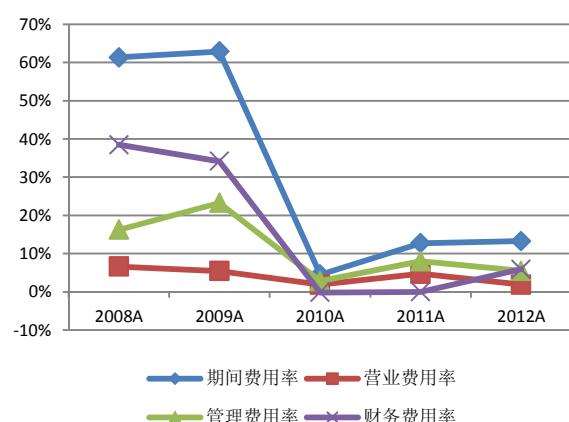
资料来源：宏源证券,公司公告

图 4：公司盈利能力趋势分析



资料来源：宏源证券,公司公告

图 5：公司期间费用率趋势分析



资料来源：宏源证券,公司公告

表1：公司财务预测表

单位:百万元				
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3756	4568	5253	6150
YoY	103%	22%	15%	17%
营业成本	1488	1964	2259	2645
营业税金及附加	621	754	867	1015
销售费用	70	91	105	123
管理费用	207	265	305	357
EBITDA	1384	1506	1733	2029
YoY	144%	9%	15%	17%
EBIT	1370	1494	1718	2011
财务费用	222	168	161	148
非经营性/经常性损益	221	230	230	230
利润总和	1369	1556	1787	2093
所得税费用	351	389	447	523
净利润	1018	1167	1340	1570
YoY	89%	15%	15%	17%
少数股东损益	(53)	(30)	(30)	(30)
归属母公司所有者净利润	1071	1197	1370	1600
YoY	92%	12%	14%	17%
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
资产				
货币资金	316	2103	2956	3328
应收款项	627	777	893	1046
预付款项	1950	1562	1795	2102
存货	4151	4295	4488	5254
其他流动资产	6	0	0	0
流动资产合计	7050	8736	10132	11729
固定资产	97	102	105	107
在建工程	1	2	3	4
无形资产	13	21	29	36
非核心资产	1813	1800	1800	1800
非流动资产合计	1924	1926	1938	1947
资产总计	8974	10662	12070	13676
负债				
短期借款	500	558	583	683
应付款项	859	1171	1346	1576
预收款项	15	46	53	62
其他应付款	90	100	100	100
其他流动负债	1857	1900	1900	1900
流动负债合计	3320	3775	3982	4321
长期借款	2790	2865	2726	2424
长期经营性负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	2790	2865	2726	2424
负债合计	6109	6640	6708	6744
股本	1012	1012	1012	1012
资本公积金	0	0	0	0
留存收益	1797	2993	4363	5963
归属母公司股东权益	2809	4005	5375	6975
少数股东权益	56	26	-4	-34
股东权益合计	2865	4031	5371	6941
负债和股东权益合计	8974	10671	12080	13685

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流				
净利润	1018	1167	1340	1570
折旧与摊销	14	12	15	18
财务费用	222	168	161	148
非经常性/非经营性损益	-54	-230	-230	-230
营运资金的减少	-827	498	-361	-986
长期经营性负债的增加	0	0	0	0
经营活动现金流净额	373	1614	925	519
投资活动现金流				
固定资产购建	-12	-17	-17	-17
无形资产购建	0	-10	-10	-10
非经常性或非经营性损益	-1048	230	230	230
非核心资产的减少	-67	13	0	0
投资活动现金流量净额	-1126	216	203	203
筹资活动现金流				
短期借款增加	1702	58	25	100
长期借款增加	0	75	-139	-302
股本及资本公积增加	20	0	0	0
财务费用及红利等	-937	-168	-161	-148
筹资活动现金流量净额	785	-35	-275	-351
现金及现金等价物净增加额	32	1796	853	371
现金及现金等价物期末余额	307	2103	2956	3328

主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
盈利能力				
ROE	35.5%	28.9%	24.9%	22.6%
净利润率	27.1%	25.5%	25.5%	25.5%
毛利率	60.4%	57.0%	57.0%	57.0%
营业费用率	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	5.5%	5.8%	5.8%	5.8%
财务费用率	5.9%	3.7%	3.1%	2.4%
资本结构				
资产负债率	68.1%	62.3%	55.6%	49.3%
权益乘数	3.13	2.64	2.25	1.97
流动资产/总资产	78.6%	81.9%	83.9%	85.8%
流动负债/总负债	54.3%	56.9%	59.4%	64.1%
偿债能力				
流动比率	2.12	2.31	2.54	2.71
速动比率	0.87	1.18	1.42	1.50
产权比率	2.13	1.65	1.25	0.97
归属母公司股东权益/负债	0.46	0.60	0.80	1.03
营运能力				
存货周转率	0.33	0.47	0.51	0.54
应收账款周转率	7.93	6.51	6.29	6.35
流动资产周转率	0.59	0.58	0.56	0.56
固定资产周转率	46.15	46.00	50.79	57.90
总资产周转率	0.50	0.47	0.46	0.48
每股和估值指标				
EPS(元)	1.06	1.18	1.35	1.58
BPS(元)	2.78	3.96	5.31	6.89
P/E(x)	7.01	6.27	5.48	4.69
P/B(x)	2.67	1.87	1.40	1.08

资料来源：宏源证券

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师，中小市值上市公司研究组组长，《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历，曾在多家券商任职，任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

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
华南区域	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	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
QFII	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	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范围包括证券投资咨询业务。