



布局全国旅游地产，增长预期强

买入 维持

目标价格：11.5

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 万平方米于 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。

中小市值研究组

首席分析师：

王风华(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

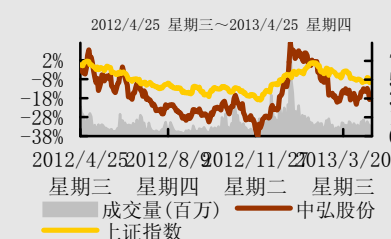
Email: yuemiao@hysec.com

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

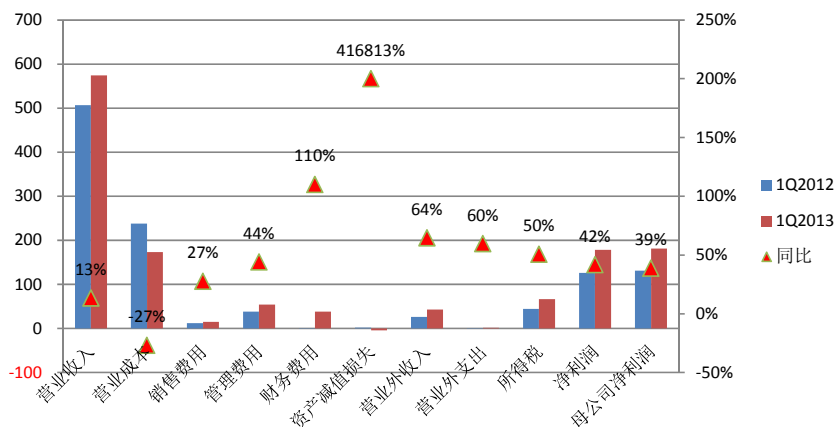
《山大华特：依托渠道和品牌，伊可新模式可复制》

2013/4/18

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

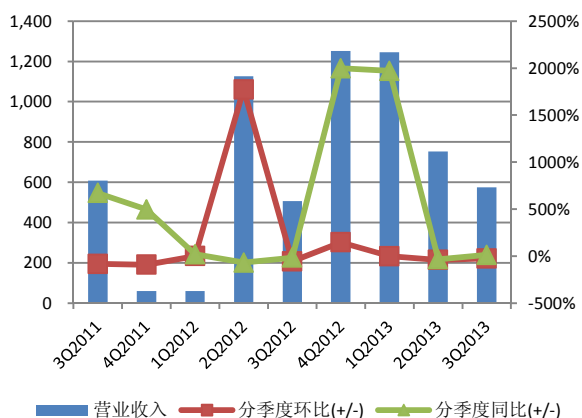
。

图 1: 2013 年一季报业绩驱动力分析



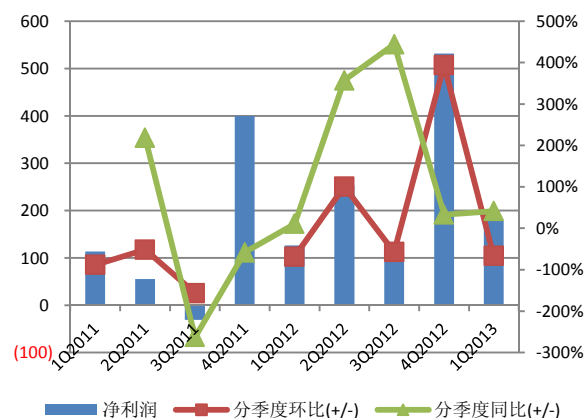
资料来源: 宏源证券,公司公告

图 2: 营业收入季度分析



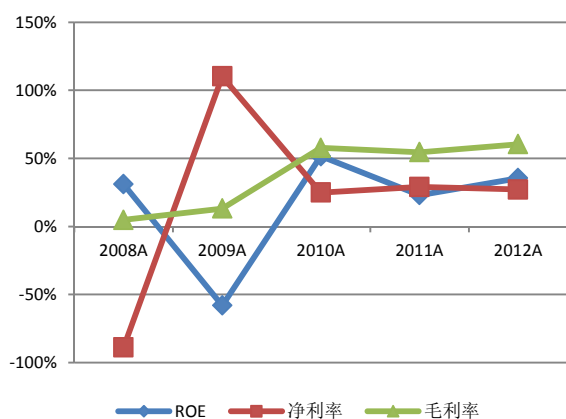
资料来源: 宏源证券,公司公告

图 3: 净利润季度分析



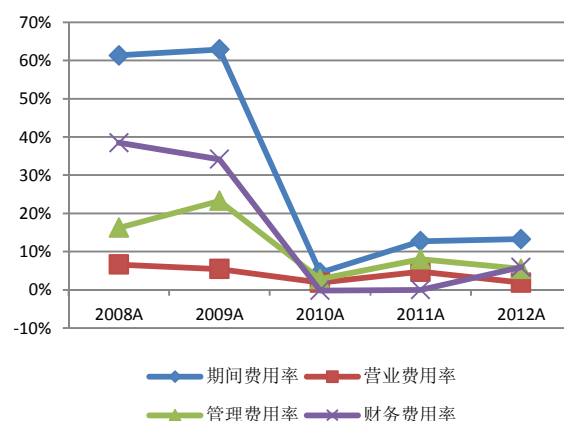
资料来源: 宏源证券,公司公告

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	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3756	4568	5253	6150	经营活动现金流				
YoY	103%	22%	15%	17%	净利润	1018	1167	1340	1570
营业成本	1488	1964	2259	2645	折旧与摊销	14	12	15	18
营业税金及附加	621	754	867	1015	财务费用	222	168	161	148
销售费用	70	91	105	123	非经常性/非经营性损益	-54	-230	-230	-230
管理费用	207	265	305	357	营运资金的减少	-827	498	-361	-986
EBITDA	1384	1506	1733	2029	长期经营性负债的增加	0	0	0	0
YoY	144%	9%	15%	17%	经营活动现金流净额	373	1614	925	519
EBIT	1370	1494	1718	2011	投资活动现金流				
财务费用	222	168	161	148	固定资产购建	-12	-17	-17	-17
非经营性/经常性损益	221	230	230	230	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	1369	1556	1787	2093	非经常性或非经营性损益	-1048	230	230	230
所得税费用	351	389	447	523	非核心资产的减少	-67	13	0	0
净利润	1018	1167	1340	1570	投资活动现金流量净额	-1126	216	203	203
YoY	89%	15%	15%	17%	筹资活动现金流				
少数股东损益	(53)	(30)	(30)	(30)	短期借款增加	1702	58	25	100
归属母公司所有者净利润	1071	1197	1370	1600	长期借款增加	0	75	-139	-302
YoY	92%	12%	14%	17%	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
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	筹资活动现金流量净额	785	-35	-275	-351
资产					现金及现金等价物净增加额	32	1796	853	371
货币资金	316	2103	2956	3328	现金及现金等价物期末余额	307	2103	2956	3328
应收款项	627	777	893	1046	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
预付款项	1950	1562	1795	2102	盈利能力				
存货	4151	4295	4488	5254	ROE	35.5%	28.9%	24.9%	22.6%
其他流动资产	6	0	0	0	净利率	27.1%	25.5%	25.5%	25.5%
流动资产合计	7050	8736	10132	11729	毛利率	60.4%	57.0%	57.0%	57.0%
固定资产	97	102	105	107	营业费用率	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	1	2	3	4	管理费用率	5.5%	5.8%	5.8%	5.8%
无形资产	13	21	29	36	财务费用率	5.9%	3.7%	3.1%	2.4%
非核心资产	1813	1800	1800	1800	资本结构				
非流动资产合计	1924	1926	1938	1947	资产负债率	68.1%	62.3%	55.6%	49.3%
资产总计	8974	10662	12070	13676	权益乘数	3.13	2.64	2.25	1.97
负债					流动资产/总资产	78.6%	81.9%	83.9%	85.8%
短期借款	500	558	583	683	流动负债/总负债	54.3%	56.9%	59.4%	64.1%
应付款项	859	1171	1346	1576	偿债能力				
预收款项	15	46	53	62	流动比率	2.12	2.31	2.54	2.71
其他应付款	90	100	100	100	速动比率	0.87	1.18	1.42	1.50
其他流动负债	1857	1900	1900	1900	产权比率	2.13	1.65	1.25	0.97
流动负债合计	3320	3775	3982	4321	归属母公司股东权益/负债	0.46	0.60	0.80	1.03
长期借款	2790	2865	2726	2424	营运能力				
长期经营性负债	0	0	0	0	存货周转率	0.33	0.47	0.51	0.54
其他非流动负债	0	0	0	0	应收账款周转率	7.93	6.51	6.29	6.35
非流动负债合计	2790	2865	2726	2424	流动资产周转率	0.59	0.58	0.56	0.56
负债合计	6109	6640	6708	6744	固定资产周转率	46.15	46.00	50.79	57.90
股本	1012	1012	1012	1012	总资产周转率	0.50	0.47	0.46	0.48
资本公积金	0	0	0	0	每股和估值指标				
留存收益	1797	2993	4363	5963	EPS(元)	1.06	1.18	1.35	1.58
归属母公司股东权益	2809	4005	5375	6975	BPS(元)	2.78	3.96	5.31	6.89
少数股东权益	56	26	-4	-34	P/E(x)	7.01	6.27	5.48	4.69
股东权益合计	2865	4031	5371	6941	P/B(x)	2.67	1.87	1.40	1.08
负债和股东权益合计	8974	10671	12080	13685					

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 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
	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。