

# 莱茵置业：多元化战略起航

## 买入 首次

目标价格：4.8元

### 投资要点：

- 📖 2012年是公司业绩低点，今年开始业绩将加速释放
- 📖 2013年是公司的关键年，公司将加快销售，力争项目拿地后一年内预售
- 📖 2013年公司多元化战略将起航，看点众多

### 报告摘要：

- **公司2012年销售28亿元，业绩低点已经显现。**公司2012年销售额28亿元，一季度实现销售回笼5亿元左右。今年公司全年计划完成销售额为40亿元。目前公司地产业务的RNAV为3.82元，与目前股价基本持平。2013年公司可结算资源丰富，可结算金额接近18亿元，业绩呈现反转之势头。
- **多元化业务开始加速起航。**2011年，公司首次实施多元化战略。公司以175万元的价格收购了贵州黔南华益矿业有限公司35%的股权，获得了四个梯矿探矿证，今年4月，公司与瑞士狄信股份有限公司、泰州亨利房地产开发有限公司签署了《战略合作框架协议》。今年5月份，公司成立了“浙江莱茵达新能源发展有限公司”，我们估计公司后续在能源领域将有进一步的动作。大家可以关注后期的进展。
- **房地产企业定向增发是否获批值得关注。**公司地产业务发展受到政策的限制，发展趋缓，公司未来的看点是多元化的进展。随着中茵股份公告定向增发方案，地产公司多元化看到了一丝曙光，如果定向增发可以放开，对公司无疑是重大利好。
- **投资建议。**公司12年为业绩的低点。我们预计公司2013、2014、2015年每股收益分别是0.24、0.28、0.33元。考虑到公司的多元化战略清晰明确，看点众多，给予公司4.8元的目标价位，对应30亿元的市值，首次给予“买入”评级。

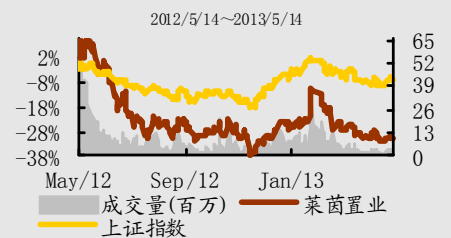
主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	993	1176	1646	1975	2281
增长率	-45.54%	18.36%	40.00%	20.00%	15.50%
归母净利润(百万)	62	63	149	173	209
增长率	-63.56%	2.06%	136.72%	16.50%	20.53%
每股收益	0.10	0.10	0.24	0.28	0.33
当前市盈率	37.84	37.08	15.66	13.45	11.15

### 房地产行业研究组

#### 分析师：

洪俊骅 CFA (S1180513030001)  
 电话：021-51782232  
 Email: hongjunhua@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 保利地产：4月份销售数据点评  
2013/5/10
- 万科：4月份销售数据点评  
2013/5/6
- 苏宁环球：今年销售翻倍，明年业绩翻倍  
2013/4/26
- 嘉凯城：期待公司二次转型  
2013/4/25
- 华夏幸福：从未让投资者失望  
2013/4/18
- 3月份行业数据点评  
2013/4/16
- 保利地产：3月份销售情况点评  
2013/4/10
- 万科：3月份销售情况点评  
2013/4/10

## 一、公司概况

莱茵达置业股份有限公司原为沈阳房天股份有限公司，公司于 1988 年在沈阳市工商行政管理局登记注册成立。1993 年 12 月 11 日至 1994 年 1 月 5 日公司公开发行人民币普通股 2000 万股，并在深圳证券交易所上市交易，注册资本变更为人民币 8000 万元。2002 年 3 月 26 日，公司更名为“莱茵达置业股份有限公司”。经过历次变更，截止 2012 年 12 月 31 日，公司总股本为 630,269,150 股。

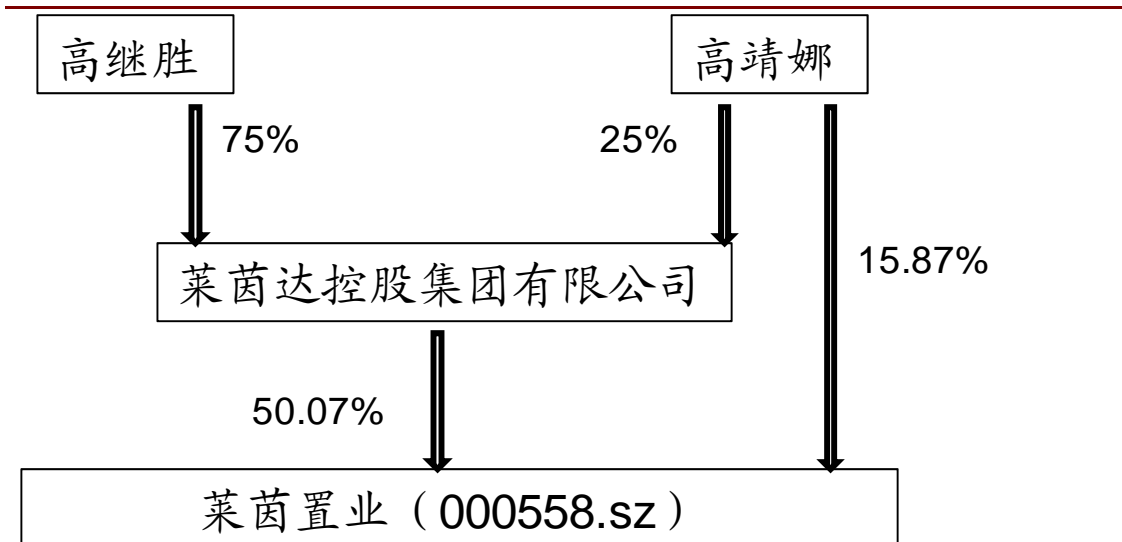
表 1: 公司历史沿革及发展历程

序号	时间	内容
1	2002 年 3 月 1 日	控股深交所上市公司“沈阳房天股份有限公司”，将其更名为“莱茵达置业股份有限公司”（股票代码：000558）
2	2002 年 8 月 1 日	沈阳新房天房产开发有限公司更名为沈阳莱茵达房产开发有限公司
3	2002 年 9 月 1 日	成立扬州莱茵达置业有限公司
4	2003 年 8 月 1 日	成立南通莱茵达置业有限公司
5	2004 年 12 月 1 日	成立杭州莱茵达恒建房地产开发有限公司
6	2006 年 3 月 1 日	成立扬州莱茵西湖置业有限公司
7	2007 年 2 月 1 日	成立上海莱德置业有限公司
8	2007 年 6 月 1 日	成立南通莱茵洲际置业有限公司
9	2007 年 12 月 1 日	莱茵达置业收购控股股东优质资产，完成资产重组
10	2008 年 2 月 1 日	成立泰州莱茵达置业有限公司
11	2008 年 3 月 1 日	莱茵达置业股份有限公司收购上海勤飞置业有限公司 100% 股权 成立浙江蓝凯贸易有限公司
12	2008 年 8 月 1 日	成立杭州中尚蓝达置业有限公司
13	2009 年 8 月 1 日	成立杭州莱德房房地产开发有限公司
14	2010 年 3 月 1 日	成立杭州莱茵达枫潭置业有限公司
15	2010 年 7 月 1 日	成立杭州莱骏置业有限公司
16	2011 年 6 月 23 日	成立贵州莱茵达矿业发展有限公司，涉及矿业领域
17	2013 年 4 月 26 日	浙江莱茵达新能源发展有限公司，涉及能源领域

资料来源：公司主页、宏源证券

公司目前的实际控制人是高继胜，本科学历，毕业于上海师范大学，现为清华大学房地产 EMBA 班特聘教授，浙江大学经济学院兼职教授，萧山作协名誉主席。高总当过兵，喜欢书法，属于全国有名的儒商。有兴趣的投资者可以登陆高总的主页一览其风采，网址为 <http://www.gaojisheng.net/index.asp>。

图 1: 公司股权结构图



资料来源: 宏源证券, 公司资料

## 二、地产业务主要集中在江浙沪一带, 主要货源集中在杭州

公司的地产业务主要集中在江浙沪一带, 近年来随着江苏、上海的项目进入尾声, 公司的项目主要集中在杭州。公司 2012 年预售了 28 亿元 (含合同认购, 非 100% 权益), 主要项目扬州“瘦西湖唐郡”、泰州“莱茵东郡”、南京“莱茵铂郡”、杭州“莱德绅华府”、杭州“泊悦府”项目均取得了较好的销售成绩。整体而言, 公司合并范围内各项目商品房合同成交额 23.3 亿元, 商品房销售回笼 21.88 亿元, 合营公司杭州中尚蓝达置业有限公司 (西溪玫瑰上庄项目, 公司占 50% 权益, 但不并表) 全年商品房合同成交额 3.14 亿元, 商品房销售回笼额 2.92 亿元。公司合并范围内尚有已认购但尚未签约的商品房合同总金额 1.24 亿元, 合营公司杭州中尚蓝达置业有限公司尚有已认购但尚未签约的商品房合同总金额 0.63 亿元。从公司一季报分析, 公司一季度实现销售回笼 5 亿元左右。

按照我们了解的情况, 今年公司全年计划完成销售额为 40 亿元左右, 主推项目为杭州的 5 大项目, 分别为莱德绅华府、莱茵矩阵国际、泊悦府、莱茵知己和西溪玫瑰上庄, 另外还有公司在扬州、上海、南通的一些尾盘, 具体项目可以见表 2。目前公司地产业务的 RNAV 为 3.82 元, 与目前股价基本持平。

客观的说, 历史上公司开发楼盘去化速度较慢, 还是走的高毛利率的老路子, 但是从去年开始, 公司开始主抓销售回笼, 加大了对销售的考核, 今年开始, 公司要求项目在获取后的一年就要求开盘, 公司今年拿的余政储出 [2013]7 号地块, 明年就要求开盘预售。

另外, 公司在地产调控不利的前提下, 充分利用合作拿地等方式获取项目, 一方面可以有效的利用外部资金实力, 另外一方面也可以适当控制风险。2012 年年报和 2013 年一季报可以看出, 公司损益表中少数股东权益为 6.7%, 而资产负债表的少数股东权益占比基本为 24.5%, 而公司近期披露的拿地中少数股东权益在 50% 左右。这就说明公司近年来一直在使用杠杆。

公司今年 2 月份公告, 将与南通沿海集团合作开发滨海园区。滨海园区位于通州东部沿海, 地处东部建制镇三余镇东侧, 园区总面积 585 平方公里, 其中陆域面积 292 平方公里, 滩涂可围垦面积 293 平方公里, 建设 20 万吨深水港口群。目前滨海园区已建成新海堤 14.3 公里, 匡围 2.75 万亩滩涂, 以“开发通州湾, 打造新港城”为总体目标, 加快推进港口、产业、新城三位一体互动发展, 努力把沿海地区建成产业集聚的新高地、城市建设的

新组团、经济腾飞的新引擎。

滨海园区规划土地面积 292 平方公里。公司和沿海集团双方将组建房地产开发项目公司，全面参与滨海园区规划土地的开发建设，首期完成滨海园区行政中心东侧地块的开发建设，该地块位于规划中学西侧和南侧，占地 360 亩。莱茵置业占比 40%，并且公司不直接负责融资和垫资，项目的全部开发贷由项目公司负责。该项目后期发展空间巨大，但短期业绩较难体现。

表 2: 莱茵置业地产项目一览表 (杭州都市春天已经开发完毕)

项目名称	省份	城市	城市所在区域	物业类型	土地面积 (万平)	规划建 筑面积 (万平)	2012 年末 结(万 平)	权益	结算预测 均价(元/ 平)	RNAV
扬州莱茵苑、莱茵北苑	江苏省	扬州	高桥路西侧	普通住宅	16.19	23.24	0.75	100%	6000	0.02
扬州瘦西湖唐郡	江苏省	扬州	维扬区	别墅	13.56	7.59	2.64	100%	25000	1.57
泰州莱茵东郡	江苏省	泰州	海陵区	商住	13.29	14.45	8.60	100%	7500	1.16
南通凤凰莱茵苑、南通市 R9014 号地块 (莱茵河畔)	江苏省	南通	崇川区	普通住宅	23.10	31.42	3.60	90%	8500	0.11
南通莱茵濠庭 (莱茵国际)	江苏省	南通	青年中路	商住	1.36	2.58	1.71	100%	15000	0.36
南京莱茵铂郡	江苏省	南京	江宁科学园	商住	39.83	44.37	8.14	100%	11000	1.71
上海莱茵美墅	上海市	上海	南六公路	别墅	7.27	3.55	0.98	100%	25000	0.58
上海东林坊	上海市	上海	金山区	商业	1.33	1.31	0.38	100%	22000	0.17
杭州都市春天	浙江省	杭州	萧山临浦	普通住宅	6.00	8.44	0.00	65%	19000	0.00
杭政储[2009]8号莱茵德绅华府	浙江省	杭州	申花板块	商住	3.58	9.84	9.84	51%	20000	1.35
杭政储[2010]4号地块莱茵矩阵国际	浙江省	杭州	申花板块	商住	1.79	5.35	5.35	70%	23000	1.51
余政挂出[2010]46号地块泊悦府	浙江省	余杭	余杭	商住	4.78	9.45	9.45	51%	9000	0.56
余政挂出[2010]128号地块莱茵知己项目	浙江省	杭州	临平	普通住宅	4.98	11.96	11.96	100%	12000	1.60
余政挂出(2009)37号地块西溪玫瑰上庄	浙江省	杭州	临平	普通住宅	5.18	5.60	5.60	50%	24000	1.19
余政挂出[2008]07号地块西溪玫瑰上庄	浙江省	杭州	临平	普通住宅	7.60	8.30	8.30	50%	24000	1.92
余政储出[2013]7号地块	浙江省	杭州	余杭	普通住宅	2.74	6.85	6.85	100%	10000	0.85
合计										15.40
股本										6.30
每股净资产										1.38
重估净资产										3.82

资料来源: 公司公告, 宏源证券

**表 3: 2013 年莱茵置业可结算地产项目一览表**

项目名称	已售面积		期末预收账款余额 (万元)	预计竣工时间	预售比 例
	(平)	总可售面积 (平)			
杭州莱德绅华府	49,064.22	89,467.24	98,379.71	2013 年 12 月	54.84%
杭州泊悦府	45,784.90	68,139.35	38,289.51	2014 年 4 月	67.19%
泰州莱茵东郡三期	32,641.48	58,314.09	14,649.07	2014 年 3 月	55.98%
扬州瘦西湖唐郡三期	2,698.11	2,698.11	8,095.39	2013 年 4 月	100.00%
南通莱茵雅苑	23,261.82	36,140.95	29,985.27	2013 年 3 月	64.36%
南京莱茵铂郡	36,499.80	37,410.17	39,116.81	2013 年 3 月	97.57%
上海莱茵美墅	7,373.90	11,971.86	12,124.79	2013 年 1 月	61.59%
合计	197324.23	304141.77	<b>187,701.97 (2013 年估计可结算额)</b>		

资料来源: 公司公告、宏源证券

### 三、多元化业务开始起航

2011 年, 公司首次实施多元化战略。公司以 175 万元的价格收购了贵州黔南华益矿业有限公司 35% 的股权, 获得了四个梯矿探矿证, 公司另外委托贷款 3000 万给贵州黔南华益矿业有限公司, 收取 19% 的年利率。目前该矿进展相对缓慢, 还没有实质性的进展。

鉴于矿业投资技术性强, 前期投资高、风险较高, 公司在矿业投资外也计划进入能源方面的业务。

今年 4 月, 公司与瑞士狄信股份有限公司、泰州亨利房地产开发有限公司签署了《战略合作框架协议》。三方本着平等互利的原则, 结成战略合作伙伴, 在城镇化开发和城市综合运营等领域展开项目合作。

**图 2: 瑞士狄信股份有限公司外方代表**



资料来源: 公司主页、宏源证券

**图 3: 协议达成**



资料来源: 公司主页、宏源证券

今年 5 月份, 为遵循公司适度多元化发展的战略方向, 优化公司的产业结构。公司成立了“浙江莱茵达新能源发展有限公司”, 我们估计公司后续在能源领域将有进一步的动作。大家可以关注后期的进展。

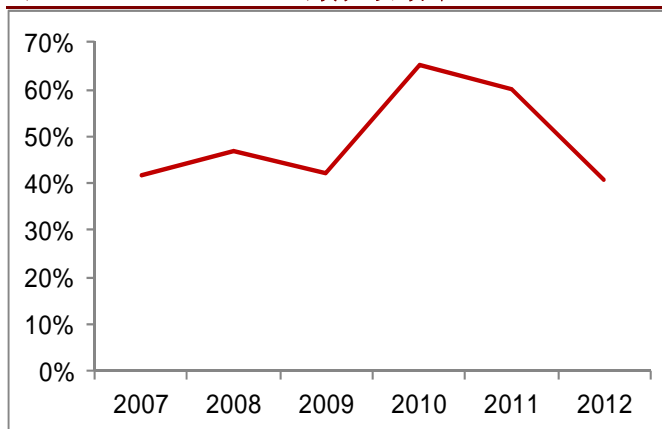


## 四、投资需要关注的关键点

### 1、公司的现金流和负债情况

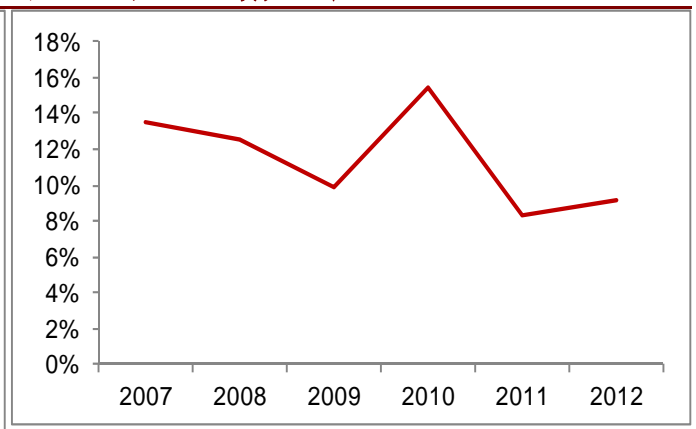
公司资产负债率较高，但是扣除预收账款后的负债率近年来还是呈现下降的态势。另外一方面，公司的现金并不宽裕，如何有效的获得长期的廉价优质资金是我们后期需要密切关注的。毕竟，多元化战略前期也需要相当一部分的资本投入。

图 4: 扣除预收账款后的资产负债率



资料来源: 宏源证券

图 5: 公司现金/总资产比率



资料来源: 宏源证券

### 2、股权激励有望再度展开

公司 2012 年的股权激励方案由于种种原因没有成功，目前距离上次股权激励已经过去了半年，又到了可以重启的时间窗口，而公司的业绩低点已经出现，今年如果重启股权激励，无论是对广大投资者还是公司中高管都是双赢的事情。

### 3、中茵股份定向增发的进展

公司房地产业务发展受到政策的限制，发展趋缓，公司未来的看点是多元化的进展。随着中茵股份公告定向增发方案，地产公司多元化看到了一丝曙光，如果定向增发可以放开，对公司无疑是重大利好。

## 四、投资建议与盈利预测

公司 12 年为业绩的低点。我们预计公司 2013、2014、2015 年每股收益分别是 0.24、0.28、0.33 元。考虑到公司的多元化战略清晰明确，看点众多，给予公司 4.8 元的目标价位，对应 30 亿元的市值，首次给予“买入”评级。

## 五、风险提示

1) 房地产调控进一步趋严。2) 多元化进程低于预期。3) 中茵股份定向增发方案夭折。

**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>	4230	5390	5661	6342	6547
现金	383	541	100	100	191
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	10	16	20	23
应收款项	3	3	2	2	2
其它应收款	28	192	329	395	456
存货	3709	4583	5140	5738	5774
其他	99	61	73	88	101
<b>非流动资产</b>	392	488	468	441	417
长期股权投资	9	36	36	36	36
固定资产	278	261	234	208	184
无形资产	1	1	1	0	0
其他	104	190	197	197	197
<b>资产总计</b>	<b>4622</b>	<b>5878</b>	<b>6128</b>	<b>6783</b>	<b>6964</b>
<b>流动负债</b>	2725	3887	4205	4905	5099
短期借款	741	495	290	368	3
应付账款	150	179	239	287	330
预收账款	835	2342	2991	3590	4128
其他	999	871	684	660	638
<b>长期负债</b>	888	853	653	453	253
长期借款	638	853	653	453	253
其他	250	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>3613</b>	<b>4740</b>	<b>4858</b>	<b>5358</b>	<b>5352</b>
股本	630	630	630	630	630
资本公积金	30	41	41	41	41
留存收益	135	198	347	521	730
少数股东权益	214	268	252	233	211
母公司所有者权益	796	870	1018	1192	1401
<b>负债及权益合计</b>	<b>4622</b>	<b>5878</b>	<b>6128</b>	<b>6783</b>	<b>6964</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>	(440)	308	87	97	622
净利润	62	63	149	173	209
折旧摊销	0	0	30	27	24
财务费用	0	0	13	14	7
投资收益	0	0	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	0	0	(40)	(60)	445
其它	(502)	245	(26)	(18)	(22)
<b>投资活动现金流</b>	(89)	(10)	1	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(89)	(10)	1	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	216	(104)	(529)	(97)	(532)
借款变动	0	0	(555)	(122)	(565)
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	216	(104)	27	26	33
<b>现金净增加额</b>	<b>(313)</b>	<b>193</b>	<b>(441)</b>	<b>0</b>	<b>91</b>

**利润表**

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	993	1176	1646	1975	2281
营业成本	725	920	1197	1436	1651
营业税金及附加	66	113	139	166	191
营业费用	46	43	66	79	91
管理费用	70	63	99	119	137
财务费用	21	15	13	14	7
资产减值损失	(6)	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	39	40	40	40
<b>营业利润</b>	74	56	173	201	244
营业外收入	0	6	7	7	7
营业外支出	3	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	71	61	178	206	249
所得税	20	11	44	52	62
<b>净利润</b>	52	50	133	155	186
少数股东损益	(10)	(13)	(16)	(19)	(23)
<b>母公司所有者净利润</b>	62	63	149	173	209
<b>EPS (元)</b>	<b>0.10</b>	<b>0.10</b>	<b>0.24</b>	<b>0.28</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	-46%	18%	40%	20%	16%
营业利润	-68%	-24%	210%	17%	21%
净利润	-64%	2%	137%	16%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.0%	21.7%	27.3%	27.3%	27.6%
净利率	6.2%	5.3%	9.0%	8.8%	9.2%
ROE	7.7%	7.2%	14.6%	14.6%	14.9%
ROIC	2.6%	1.9%	5.3%	6.1%	8.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.2%	80.6%	79.3%	79.0%	76.9%
净负债比率	35.1%	32.3%	21.9%	18.0%	9.4%
流动比率	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收帐款周转率	496.7	379.5	742.0	1090.9	1071.9
应付帐款周转率	3.8	5.6	5.7	5.5	5.3
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.10	0.10	0.24	0.28	0.33
每股经营现金	-0.70	0.49	0.14	0.15	0.99
每股净资产	1.26	1.38	1.62	1.89	2.22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	37.8	37.1	15.7	13.4	11.2
PB	2.9	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	57.8	74.3	27.4	24.5	21.6

**分析师简介:**

**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。

重点覆盖公司：保利地产、万科、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、大名城、莱茵置业等。

**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
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@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。