



中报下滑，项目结算集中下半年

买入 维持

目标价格：11.50 元

投资要点：

公司 2013 年上半年实现营业收入 8.49 亿元，同比下降 52.25%；实现营业利润 2.51 亿元，同比下降 48.63%；净利润 2.35 亿元，同比下降 40.51%；归属于母公司所有者的净利润 2.39 亿元，同比下降 5.25%；EPS 0.24 元。2013 年半年度的利润分配方案，每 10 股送红股 9 股，同时每 10 股派发现金 2.25 元人民币（含税）。

报告摘要：

- **2013 年上半年公司营业收入整体下降。**上半年公司收入主要来源于北京及海南地区的存量房销售。公司未来布局重点依赖的北京夏各庄新城和全国旅游地产项目还处于开工准备阶段，因而导致上半年销售收入的下降，预计这些项目进入销售阶段时会有收入大规模的反弹。
- **成立网络公司，涉足手游网游等移动互联领域。**公司于 2013 年 7 月 25 日公告投资 1 亿元成立杭州威震江湖网络有限公司，主营是手机游戏和网络游戏的开发、策划及推广，目的是拓展公司文化地产产业链。公司之后将会进军主题公园，影视娱乐等方面，这些都是布局整合旅游文化地产项目产业链的重要举措。
- **行业利好，公司主营地产项目受益。**近日，市场关注的新湖中宝拟定增募资 55 亿标志着地产再融资开闸概率增大。政府对待城镇化、旧城改造等专项房地产的态度对公司的平谷区夏各庄新城的项目是利好消息。同时夏各庄新城一期约 30 万平米按计划于 2013 年下半年即可实现销售，预期下半年房产销售收入大增。下半年公司营业收入主要来源为：“非中心”项目销售收入预计 8 亿元，夏各庄一期销售收入和西岸首府。
- **盈利预测与投资建议。**我们维持 4 月份年报和一季报点评对公司业绩的预测，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，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1854.05	3755.75	4568.00	5253.00	6150.00
增长率(%)	-49.36	102.57	21.60	15.00	17.10
归母净利润(百万)	559.36	1071.44	1166.80	1340.00	1569.70
增长率(%)	-39.26	91.55	14.60	14.80	17.10
每股收益	0.55	1.06	1.18	1.35	1.58
市盈率	11.16	5.83	6.3	5.5	4.7

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

新财富中小市值最佳分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

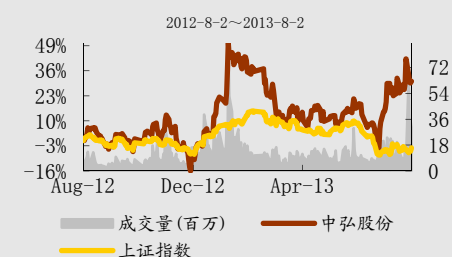
研究助理：

岳苗

电话：010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	8.17
总股本(千股)	1,012,000
总市值(百万)	8,269,000
流通市值(百万)	8,269,000
12 个月最高价	9.40
12 个月最低价	5.19

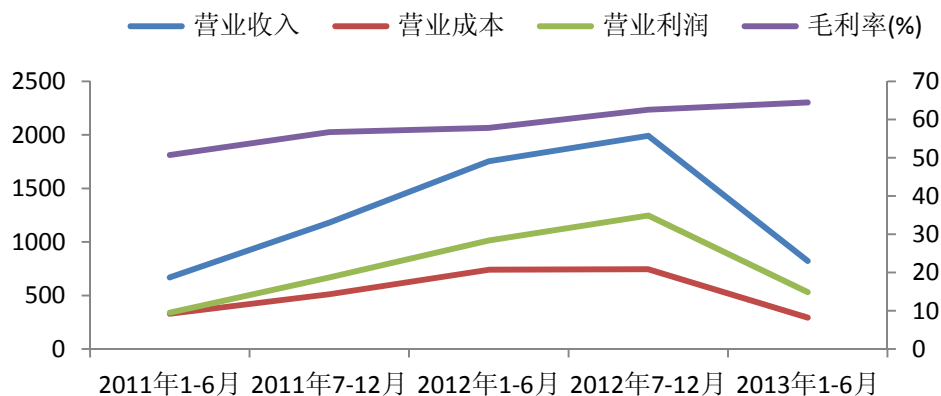
相关研究

《中弘股份：聚焦城镇化，得土地者为王》

2013-1-9

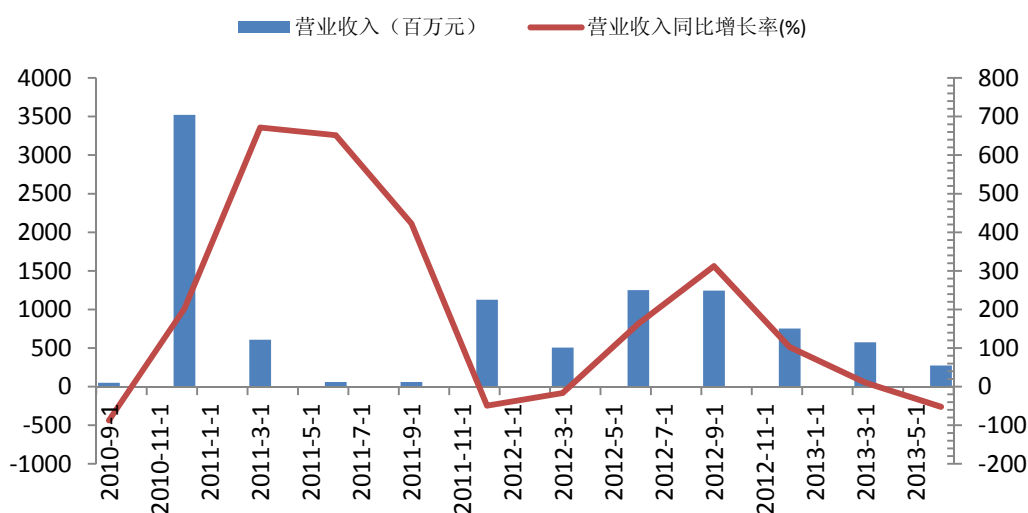
《中弘股份：布局全国旅游地产、预期增强》

2013-4-25

图 1：近三年营业收入、营业成本、营业利润半年度分析


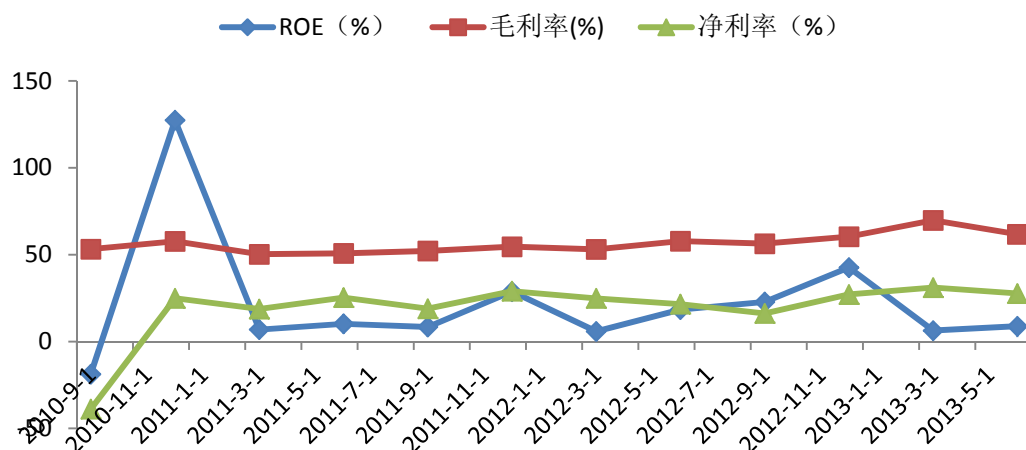
资料来源：宏源证券

报告期内营业收入为 8.49 亿元,同比下降 52.25%,主要是本期销售收入减少的缘故,由此导致营业成本同比下降 56.4%, 营业利润同比下降 48.63%, 所得税费用下降 47.14% 及经营现金流量净额下降 67.86%,但是这些指标同时下降的同时毛利率不降反升,表明企业成本控制能力上升。

图 2：营业收入季度分析


资料来源：宏源证券

从营业收入季度分析来看,营业收入的季度波动较大,这主要是与房地产项目的开发、建设与销售时间有关,当房地产项目处于开发阶段时,销售收入较少;当项目进入销售回款的阶段时,营业收入增长较快。报告期营业收入较少的原因是本期销售的都是前期开发的存量房,而夏各庄新城和全国旅游地产项目正处于规划建设中没有销售收入,预期项目可以销售阶段,销售收入将大幅增长。

图 3：盈利能力季度分析


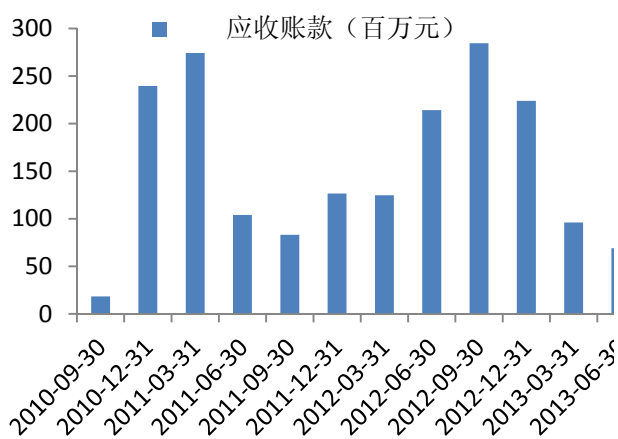
资料来源：宏源证券

毛利率和净利率变动幅度不大，分别在处于 50% 和 25%，ROE 的变动幅度较大，净利润变动的同时，由于现金股利和送股的原因，所有者权益变动也较大，因此造成 ROE 波动幅度较大。公司近几年实施了很“慷慨”的利润分配方案，见下表：

表 4：近 3 年公司股利分配方案

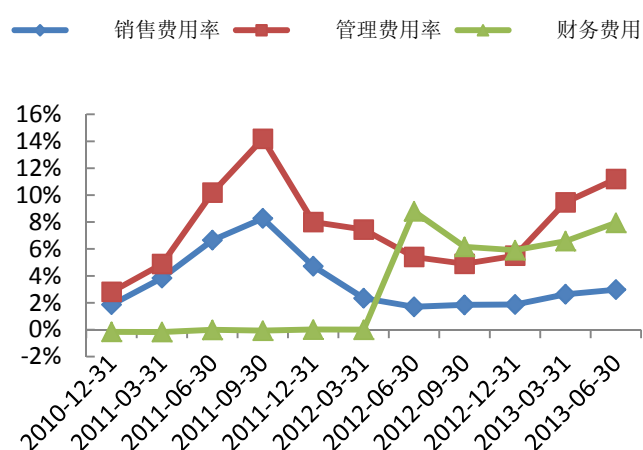
年度	分配方案
2010A	每 10 股转增 8 股
2011A	每 10 股分配现金股利 1 元（含税）
2012A	每 10 股分配现金股利 3 元（含税）
2013H	每 10 股送红股 9 股，同时每 10 股派发现金 2.25 元人民币（含税）

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 5：应收账款季度分析


资料来源：宏源证券

报告期内，应收账款较期初余额相比下降 69.15%，同比下降 67.73%，表明公司存量项目到了收款阶段。财务费用大幅增加，是由公司近期质押股权等一系列融资活动造成。

图 6：期间费用率趋势分析


资料来源：宏源证券

表 2: 财务报表预测

利润表	2012	2013E	2014E	2015E	财务指标	2012	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	2012	2013E	2014E	2015E	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					
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					
预付款项	1950	1562	1795	2102	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
存货	4151	4295	4488	5254	盈利能力				
其他流动资产	6	0	0	0	ROE%	35.50	28.90	24.90	22.60
流动资产合计	7050	8736	10132	11729	净利率%	27.10	25.50	25.50	25.50
固定资产	97	102	105	107	毛利率%	60.40	57.00	57.00	57.00
在建工程	1	2	3	4	营业费用率	1.90%	2.00%	2.00%	2.00%
无形资产	13	21	29	36	管理费用率	5.50%	5.80%	5.80%	5.80%
非核心资产	1813	1800	1800	1800	财务费用率	5.90%	3.70%	3.10%	2.40%
非流动资产合计	1924	1926	1938	1947	资本结构				
资产总计	8974	10662	12070	13676	资产负债率	68.10%	62.30%	55.60%	49.30%
负债权益乘数	3.13	2.64	2.25	1.97					
短期借款	500	558	583	683	流动资产/总资产	78.60%	81.90%	83.90%	85.80%
应付款项	859	1171	1346	1576	流动负债/总负债	54.30%	56.90%	59.40%	64.10%
预收款项	15	46	53	62	偿债能力				
其他应付款	90	100	100	100	流动比率	2.12	2.31	2.54	2.71
其他流动负债	1857	1900	1900	1900	速动比率	0.87	1.18	1.42	1.5
流动负债合计	3320	3775	3982	4321	产权比率	2.13	1.65	1.25	0.97
长期借款	2790	2865	2726	2424	归属母公司股东权益/负债	0.46	0.6	0.8	1.03

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2012 年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, 10 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。

主要研究覆盖公司: 科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、开尔新材、超华科技、探路者、滨江集团、永新股份、山大华特等。

机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。