

**宏源证券**
HONGYUAN SECURITIES

证券研究报告/三湘股份(000863)/公司深度报告

2013年09月13日

绿色地产 蓄势待发

增持 首次

目标价格: 7.50 元

报告摘要:

- **上海本地知名开发商, 历史业绩稳定。**公司为老牌上海本地开发商, 开发的三湘海尚系列、四季花城系列有很高的知名度。近四年公司实现营业收入 7.04 亿元、11.16 亿元、9.11 亿元和 18.87 亿元, 分别增长 59%、-18%和 107%。2013 年半年度实现预售金额 11.69 亿元, 全年计划完成销售额估计应该在 12 年的 18 亿基础上有所增长。截止今年 6 月底公司的预收账款为 23.16 亿, 业绩锁定性较强。
- **科技节能地产是核心竞争力。**公司在建筑节能领域不断探索, 首创“太阳能与建筑一体化”技术解决了传统太阳能的弊端, 使每户居民都能使用热水, 拥有 6 项国家专利, 获得上海市科技进步三等奖等荣誉。
- **与中鹰置业强强联手。**今年 7 月 31 日, 公司与上海中鹰投资管理有限公司达成协议, 拟斥资 5.99 亿元收购上海中鹰置业有限公司 99%股权。中鹰置业旗下的中鹰黑森林项目属于闸北区的高端楼盘, 通过上述交易公司将增加近 10 万平的未结算资源, 并且有效整合中鹰置业在绿色建筑上的各项优势, 未来将重点发展绿色地产业务。
- **公告定向增发 12.5 亿元。**继多家地产融资预案公告后, 公司拟非公开发行不超过 23674 万股股份, 增发价格 5.28 元, 募集的资金将投入两项绿色地产项目, 顺应国家发展绿色建筑的政策。
- **投资建议。**我们预计公司 2013、2014、2015 年每股收益分别是 0.65、0.85、1.25 元, 当前股价对应 PE 为 10 倍、8 倍、5 倍。目前公司地产业务的 RNAV 为 7.54 元, 目前股价有约 15% 折让。考虑到公司的绿色地产战略顺应国家政策导向, 未来发展空间较大, 公司属于上海本地地产股, 随着自贸区概念的延伸, 有可能会有进一步快速发展的契机, 给予公司 7.5 元的目标价位, 首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	911	1887	2358	2948	3832
增长率	46102.61%	107.05%	25.00%	25.00%	30.00%
归母净利润(百万元)	235	433	478	625	920
增长率	4120.62%	84.53%	10.40%	30.78%	47.06%
每股收益(元)	1.00	1.84	0.65	0.85	1.25
P/E(倍)	6.73	3.65	10.34	7.91	5.38

房地产行业研究组

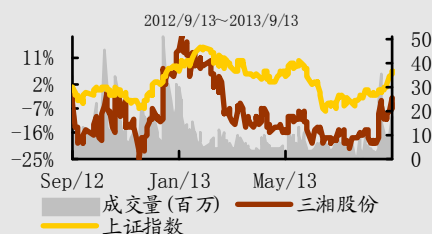
分析师:

洪俊骅 CFA (S1180513030001)

电话: 021-51782232

Email: hongjunhua@hysec.com

市场表现



相关研究

8 月份行业数据点评

2013/9/12

2013 年半年报行业财务指标分析

2013/9/10

保利地产: 8 月份公司动态情况点评

2013/9/9

万科: 8 月份公司动态情况点评

2013/9/6

苏宁环球: 项目注入, 彰显诚意

2013/8/28

华夏幸福: 向 500 亿市值快步迈进

2013/8/27

新华都长沙项目调研纪要

2013/8/18

7 月份行业数据点评

2013/8/18

一、公司概况

三湘股份有限公司前身为“沈阳北方商用技术设备股份有限公司”，于 1997 年成立，同年 8 月发行人民币普通股 1300 万股，9 月在深圳证券交易所上市。2001 年北商技术由沈阳迁址深圳，更名为“深圳和光现代商务股份有限公司”。2011 年公司收购上海三湘股份有限公司 100% 的股权。2012 年 2 月 3 日，公司更名为“三湘股份有限公司”。截止 2012 年 8 月 3 日，公司总股本为 738,690,925 股。

表 1：公司历史沿革及发展历程

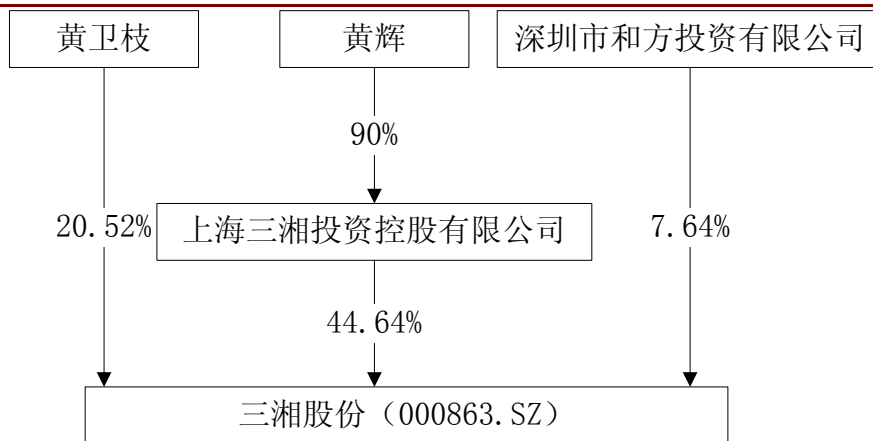
序号	时间	内容
1	1996 年 9 月	上海湘桃房地产发展有限公司成立
2	1998 年 8 月	上海三湘建筑材料加工有限公司成立
3	1999 年 12 月	上海湘海房地产发展有限公司成立
4	2000 年 8 月	参股公司长沙力元新材料股份有限公司成立
5	2001 年 1 月	上海湘桃房地产发展有限公司更名为上海三湘房地产发展有限公司
6	2002 年 1 月	上海三湘装饰设计有限公司成立
7	2002 年 2 月	上海三湘置业投资咨询有限公司成立
8	2002 年 6 月	上海三湘房地产发展有限公司更名为上海三湘（集团）有限公司，成立了上海三湘集团
9	2002 年 8 月	上海三湘物业管理有限公司成立
10	2002 年 10 月	上海湘大房地产开发有限公司成立
11	2003 年 4 月	上海三湘生物科技有限公司成立、参股公司上海哈贝餐饮有限公司成立、参股公司同仁医疗产业集团有限公司成立
12	2003 年 9 月	参股公司长沙力元新材料股份有限公司在上海证券交易所成功上市
13	2005 年 7 月	湖南艾克星生物工程有限公司成立
14	2007 年 2 月	上海湘宸置业有限公司成立
15	2007 年 6 月	上海三湘房地产经纪有限公司成立
16	2007 年 7 月	上海三湘投资控股有限公司成立
17	2007 年 10 月	上海三湘股份有限公司成立
18	2007 年 12 月	上海三湘祥腾湘麒投资有限公司成立
19	2009 年 11 月	上海湘源房地产发展有限公司成立
20	2009 年 12 月	上海三湘广告传播有限公司成立
21	2011 年 10 月	借壳深圳和光现代商务股份有限公司上市申请获中国证监会正式批文核准

22	2011 年 12 月	控股股东变更为深圳和光现代商务股份有限公司, 名称变更为上海三湘(集团)有限公司
23	2012 年 8 月	三湘股份有限公司在深圳证券交易所恢复上市
24	2012 年 12 月	上海湘南置业有限公司成立
25	2013 年 7 月	收购上海中鹰投资管理有限公司持有的上海中鹰置业有限公司 99%股权

资料来源: 公司主页, 宏源证券

公司实际控制人黄辉, EMBA, 有加拿大居留权。先后担任上海三湘房地产开发经营公司董事长兼总经理, 上海三湘(集团)有限公司董事长兼总裁, 上海三湘投资控股有限公司董事长兼总裁, 上海三湘股份有限公司董事长, 上海市湖南商会第五届理事会会长, 深圳和光现代商务股份有限公司董事长、法定代表人。

图 1: 公司股权结构图



资料来源: 宏源证券, 公司资料

二、房地产业务介绍

公司房地产项目主要集中在上海, 主要业态为住宅, 也涉及商业、办公、酒店式公寓等业态。公司在深圳也有参股公司, 公司股权占比为 19.5%, 主要业绩体现在财务报表的投资收益一栏, 估计该参股公司还可以在今明两年持续提供业绩。2011 年公司还将业务拓展到了河北燕郊, 但进展较慢。

1、房地产历史销售业绩

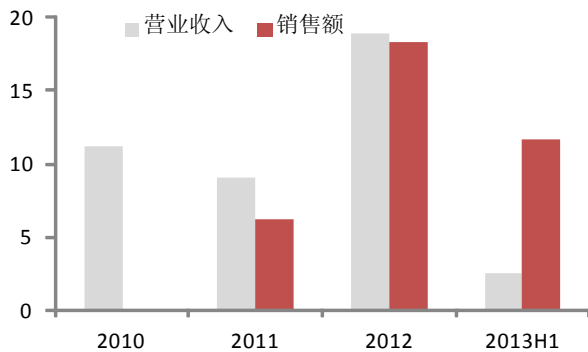
2011 年公司实现销售金额 6.21 亿元, 2012 年公司完成销售面积 7.42 万平方米, 合同销售金额 18.32 亿元, 同比增长 195%。2009 至 2012 年, 公司分别实现营业收入 7.04 亿元、11.16 亿元、9.11 亿元和 18.87 亿元, 分别增长 59%、-18%和 107%。四年营业收入复合增长率高达 28%, 尤其是 2012 年公司业绩实现较高增长(主要为上海三湘海尚城高层及三湘财富广场的销售和结转)。

2013 年上半年公司实现营业收入 2.52 亿元、净利润 0.69 亿元, 分别同比增长 173%和-37%。地产结算收入 2.09 亿元, 同比增长 860.81%, 结算毛利率 54.28%, 同比下滑 18.57%。

2013 年上半年公司合计完成销售面积 4.78 万平方米, 合同销售金额 11.69 亿元。按照我们了解的情况, 今

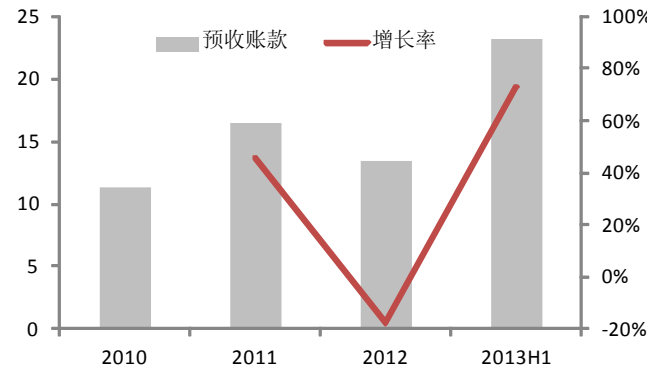
年公司全年计划完成销售额应该在 12 年 18 亿基础上有一定增长, 目前公司在售的主要是上海的“上海三湘海尚城”、“三湘未来海岸”、“三湘七星府邸”, 具体项目可以见表 2。

图 2: 营业收入及销售情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 预收账款余额及增长率



资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 2: 三湘股份地产项目一览表 (未结算面积和预收账款截止至 2013 年 6 月 30 日)

项目名称	城市	城市所在区域	物业类型	竣工时间	土地面积 (万平)	规划建筑面积 (万平)	未结算面积 (万平)	结算预测均价 (元/平)	期末预收账款余额 (万元)	预售比例 (%)
三湘财富广场	上海	松江区	普通住宅	2012 年 9 月	26	52	已结算	20,000	252.51	97.65
上海三湘海尚城	上海	宝山区	别墅、商业、普通住宅	2012 年 12 月至 2014 年上半年	10	20	12.8	20,000	100,720.2	82
三湘未来海岸	上海	杨浦区	普通住宅	2013 年 12 月	1.4	4.1	5.3	30,000	85,163.55	93.71
三湘七星府邸	上海	杨浦区	别墅	2013 年 12 月	2.3	2.3	3.7	45,000	39,745.09	60.64
虹桥三湘广场	上海	闵行区	普通住宅	2014 年 12 月	1.5	3.78	3.78	30,000	/	/
三湘海尚名邸	上海	嘉定区	商业	2015 年 12 月	8.5	22.1	22.1	20,000	/	/
三湘森林海尚城	河北	燕郊	普通住宅	待定	36.2	117.9	117.9	6,000	/	/
三湘财富广场三号楼	上海	松江区	商业	待定	0.6	2.4	2.4	30,000	/	/
崇明项目	上海	崇明县	别墅	待定	20.0	20.2	20.2	3,0000	/	/

资料来源: 公司公告, 宏源证券 (有些项目未结算面积超过建面, 主要是建面为地上建面, 而未结算面积包括地下面积; 深圳项目因为不并表, 没有并入项目表; 燕郊因出让方尚未按约交地, 公司应支付的 3.44 亿元土地出让金尚未支付)

2、重点项目介绍

1) 三湘七星府邸

三湘七星府邸地处上海市新江湾城核心区位, 靠近五角场商圈, 地铁双轨双站, 享受杨浦区高校林立的教育优势。项目双面环水, 近临湿地公园, 绿化率约为 35%, 容积率仅 1.0。占地约 22700 平方米, 规划总建面约 36929.02 平方米, 由 7 幢独栋别墅, 14 席双拼别墅, 70 席平墅大宅组成。项目目前正在预售中, 大平层平均售价 3.5 万元/平方米, 双拼别墅平均售价 5-6 万元/平方米, 独栋别墅平均售价 9-10 万元/平方米。新江湾城虽然高端物业林立, 但拥有独栋产品的项目却屈指可数。

图 4: 三湘七星府邸区位图



资料来源: 搜房网

图 5: 三湘七星府邸效果图



资料来源: 搜房网

2) 三湘未来海岸

三湘未来海岸位于新江湾城, 距离五角场城市副中心 1.5 公里, 步行 200 米即达 10 号线三门路站, 紧邻铁狮门商务中心, 周边有原生态湿地公园。项目总建筑面积近 6 万平方米, 由一幢时尚 MINISOHO、一幢创意 LOFTSHOHO 和一幢科技生态住宅组成。目前住宅已基本售罄, 商铺和酒店式公寓正在预售中, 商铺均价 4 万元/平方米, 酒店式公寓均价 2.3 万元/平方米。

图 6: 三湘未来海岸外部效果图



资料来源: 搜房网

图 7: 三湘未来海岸内部效果图



资料来源: 搜房网

3) 上海三湘海尚城

上海三湘海尚城项目位于上海宝山区长江西路南侧, 占地近 10 万平方米, 总建筑面积 20 余万 m², 由 23 栋创新型别墅、7 栋板式高层组成, 是集商业、办公、幼儿园及高标准综合健身中心于一体的地标高档复合住宅区。首期推出的高层住宅已基本销售完毕, 并已结转, 目前推出叠拼别墅, 均价 4 万元/平方米, 预计今年年底或明年上半年可竣工。

图 6: 三湘海尚区位图



资料来源: 搜房网

图 7: 三湘海尚小区效果图



资料来源: 搜房网

4) 三湘海尚名邸 (募投项目)

项目地块位于上海市嘉定区南翔镇, 地处上海西北, 嘉定西南。项目四期占地面积 85,588.5 平方米, 土地用途为居住用地, 四期总建筑面积 220,549.16 平方米, 其中地上建筑面积 148,449.16 平方米, 地下建筑面积 72100 平方米; 总户数 1136 户。产品有多层、高层、地下室等多种规划形态。项目整体容积率为 1.6, 建筑密度 26%, 预计绿化率达 35%。一期开发项目主要多层住宅为主, 建筑面积 65,102.91 平方米; 二期和三期开发项目为高层, 建筑面积分别 56,266.47 平方米和 41,680.01 平方米; 四期开发项目为地下室, 建筑面积 57,499.77 平方米。该项目将采用一系列绿色建筑技术手段, 以节能省地型住宅建设为目标。本项目已于 2013 年 5 月开工建设, 有望在今年下半年预售, 预计 2015 年底竣工。

5) 虹桥三湘广场 (募投项目)

本项目位于上海市虹桥商务区核心区一期, 地块南侧紧邻舟虹路, 北临锡虹路, 东侧为申滨南路, 西侧为新角浦河和嘉闵高架。项目占地总面积为 15,052.60 平方米, 平均容积率 2.3, 土地用途为商服用地, 地上规划建筑面积 34498 平方米, 地下建筑面积 31739 平方米。整个方案采用多层次的屋顶绿化, 形成都市中的“空中花园”, 为都市商务区和交通枢纽提供生态空间。项目已于 2012 年 5 月开工建设, 预计竣工日期为 2014 年 12 月。

6) 中鹰黑森林项目

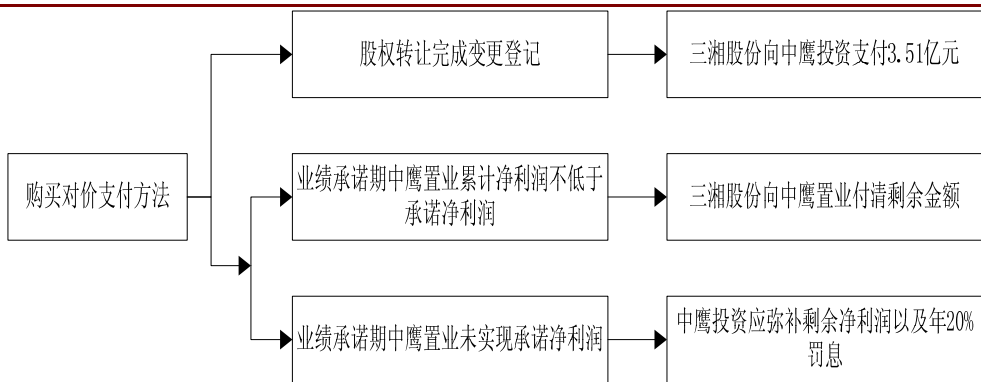
今年 7 月 31 日, 公司与上海中鹰投资管理有限公司达成协议, 拟斥资 5.9895 亿元收购中鹰投资持有的上海中鹰置业有限公司 99% 股权。同时, 大股东承诺未来 (2016 年 6 月 30 日, 如果业绩符合要求, 将会把 6000 万股股份转让给中鹰投资, 占总股份的 8.12%, 转让对价为 5.85 元/股)。中鹰置业成立于 2005 年, 注册资本 6.05 亿元人民币, 去年净利润为 1.17 亿元, 今年上半年净利润则亏损 195.55 万元 (结算原因)。在业绩承诺期 (2013 年 6 月 30 日-2016 年 12 月 31 日) 内, 中鹰置业需要完成承诺的净利润, 否则须由中鹰投资进行弥补和罚息, 如图 8 所示。

中鹰置业旗下的住宅项目“中鹰黑森林”, 为上海知名的集节能、环保、生态于一体的德系简约住宅标志性楼盘之一。项目位于上海新村路于真华路交界地段, 紧邻 12 万平方米中央森林带, 北部和东部分别被横港河和龙珍港包围, 容积率不到 1, 单位面积树木量是普通小区的 5 倍, 氧离子密度全区最高, 绿化区域和外界温差可达 2-5 摄氏度。项目总建筑面积 27 万平方米, 其中地上 20.7 万平方米, 地下 6.7 万平方米, 整个社区由 5 栋叠加别墅, 11 栋小高层及高层组成, 共分三期开发。截至 2013 年 6 月 30 日, 中鹰黑森林项目预计尚可供销售的住宅面积约 9 万平方米 (含已预售未结转收入部分约 2 万平方米), 商铺面积约 5600 平方米, 车位 800 多个。目前在售的是三期房源, 销售均价约 5 万元/平方米。

公司希望通过上述交易更好地引入中鹰置业在节能环保上的成功经验, 整合中鹰置业在绿色建筑上的技术优

势、品牌优势和人才优势，打造绿色低碳科技特色的地产上市公司，同时增加企业后续发展的项目储备。

图 8：对赌协议图



资料来源：宏源证券、公司资料

图 9：中鹰黑森林项目一览图



资料来源：网络

图 10：中鹰黑森林项目一览图



资料来源：网络

三、核心优势看点

1、走出上海，布局环首都经济圈

2011 年 10 月 31 日，公司的子公司三河市湘德房地产开发有限公司通过公开竞标方式于获得了燕郊国家级高新技术开发区六块宗地国有建设用地使用权，占地面积 361,631 平方米，规划建筑面积 1,179,303 平方米，土地金额 8.59 亿元。该地块将用于京东三湘森林海尚城高档社区的开发，通过此次项目拓展，公司打破了业务仅局限在上海的格局，市场集中度较高的风险得以降低。

燕郊高新区西距天安门 30 公里，西北距首都机场 25 公里，是全国离北京市中心最近的产业园区之一。拥有多条高速、国道等进京通道，实现了与北京交通的全面对接，在正常行驶状态下，到北京国贸中心 30 分钟，到首都机场 15 分钟。截至目前，燕郊开发区已吸引国内外各类投资项目 700 余家，投资总规模 500 多亿元。

公司拿地时的楼板价仅为 728 元，而燕郊开发区周边毛坯房售价在 6000~7000 元左右，未来公司可能采用毛坯加精装的产品结构，预计该项目将实现较高毛利率。由于高新区目前还处于基础设施建设阶段，配套道路、

水、电等未跟上, 由于种种原因, 公司的燕郊土地至今还未正式交付, 项目的业绩要 4、5 年后才能显现。

图 11: 燕郊高新区区位图图



资料来源: 宏源证券, 公开资料

2、建筑节能先行者

近年来公司在建筑节能领域不断探索, 强调“科技节能地产”的核心竞争力。其中最具代表性的当属公司首创的“太阳能与建筑一体化”技术, 将太阳能集热器挂设在每层楼的阳台外, 利用照射在阳台外立面上的太阳能将蓄水箱中的水加热, 使得每户均能用太阳热, 解决了传统太阳能仅能满足部分住户需求的问题。该太阳能技术将集热器统一设在阳台上, 循环管道施工时就预埋在结构中, 不会影响室内外美观。应用该装置后, 夏天基本能解决整个家庭的生活用水, 冬天则可将水加热到一定温度(约 30 度), 再利用燃气进行辅助加热。该装置的单位面积造价约 100 元, 这项成本对于房价来说是寥寥无几, 但每户每年可节约电能约 1389 千瓦时, 减排二氧化碳约 315.07 公斤, 按上海第一段电量的峰时段电价来计算, 每年可节省 857 元。同时该技术减少了大量二次装修和二次改造的可能性, 为单独安装的业主节约了约 15% 的成本。该发明已在三湘四季花城和三湘海尚 2000 多户高层住宅中使用, 并拥有 6 项国家专利, 获得上海市科技进步三等奖等荣誉。

除此之外, 公司还在住宅中率先采用了其他一系列节能环保技术。如建筑外围护保温与新型门窗系统, 能够起到隔热、隔湿、隔声作用, 实现低能耗低开销; 金属外遮阳系统, 在实现遮阳效果的同时, 还具备隔声与防盗的功能; 节能节水型 24 小时卫生热水系统, 实现即开即热即用; 低温热水地面辐射采暖系统, 能通过地面均匀地向室内辐射散热。

图 12：三湘股份“太阳能与建筑一体化”技术

资料来源：宏源证券、公开资料

3、再融资东风，助力绿色地产业务起航

今年 8 月 9 日，三湘股份发布公告称，拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行不超过 23674 万股股份，发行价格不低于 5.28 元/股，募集资金总额不超过 12.5 亿元，用于三湘海尚名邸、虹桥三湘广场的开发建设和补充流动资金。此次融资投入的两个项目均属绿色节能建筑范畴。如果可以募集成功，则将迅速提升公司的资本金，公司发展也将上新的台阶。

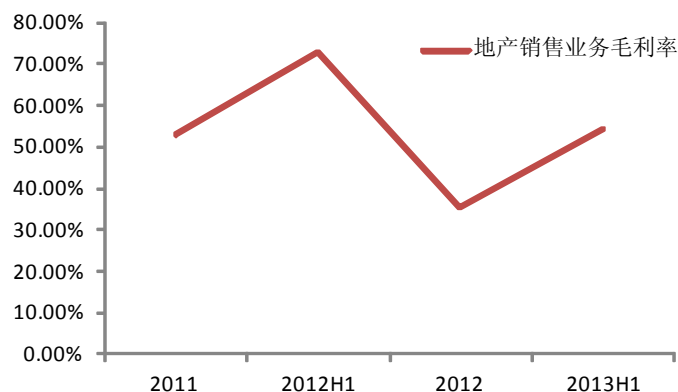
表 3：三湘股份股权融资资金投入项目

项目	地理位置	建设期	规划面积(万平方米)	产品	预计总投资额(亿元)	已投资金额(亿元)	募集资金拟投资额(亿元)
三湘海尚名邸	嘉定区南翔镇	2013.5-2015.12	22.1	多层、高层、地下室	23.36	12.54	7.00
虹桥三湘广场	虹桥商务区核心区	2012.5-2014.12	6.7	商业服务	12.32	6.24	3.00
补充流动资金					2.00		2.00
合计					37.68	18.78	12.00

资料来源：宏源证券、公开资料

4、高附加值保证高回报率

公司的项目大多定位在中高端，注重精细化开发，处处体现高品质的居住环境，因此公司开发的住宅往往比区域同类型楼盘定价高 10%-20% 左右，公司地产销售业务的毛利率常年维持在 50% 以上，远高于行业平均水平。但受到目前行业调控的影响，预计未来毛利率将有所下降。

图 13：公司地产销售业务毛利率

资料来源：宏源证券

5) 上海三湘控股旗下的湖南炎帝生物公司旗下拥有“炎农神”保健品系列、“维楚”化妆品系列、“绿捷雅”生活用品系列和“维恒”医药系列。其具有很强的研发实力，2009 年 10 月被中科院授予“虫草产业化炎帝示范基地”及“生物技术炎帝研发基地”。在蛹虫草和葛仙米的培植与开发方面处于国内领先地位。另外公司也是为数不多的拥有直销牌照的公司。资本市场一直关注该湖南炎帝生物公司未来是否会和上市公司有更加进一步的合作甚至资产运作。

四、投资建议与盈利预测

我们预计公司 2013、2014、2015 年每股收益分别是 0.65、0.85、1.25 元，当前股价对应 PE 为 10 倍、8 倍、5 倍。目前公司地产业务的 RNAV 为 7.54 元，目前股价有约 15% 折让。考虑到公司的绿色地产战略顺应国家政策导向，未来发展空间较大，公司属于上海本地地产股，随着自贸区概念的延伸，有可能会有进一步快速发展的契机，给予公司 7.5 元的目标价位，首次给予“增持”评级。

表 4：三湘股份 RNAV 计算（单位：亿元，元）

地产项目重估增值（亿元）	40.13
股本（亿）	7.39
每股净资产	1.84
其他业务增值（亿元）	2.00
重估净资产	7.54

资料来源：宏源证券

五、风险提示

- 1) 中鹰置业业绩不达预期
- 2) 定向增发方案夭折
- 3) 地产政策调控进一步趋严

公司财务报表预测

资产负债表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	4145	4546	6802	8180	9769
现金	390	823	2123	1602	2147
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	10	57	67	84	109
其它应收款	80	244	236	295	383
存货	3651	3418	4361	6182	7109
其他	13	4	15	18	20
非流动资产	624	671	673	668	663
长期股权投资	194	218	218	218	218
固定资产	47	44	46	41	36
无形资产	0	0	0	0	0
其他	383	409	409	409	409
资产总计	4769	5217	7475	8848	10432
流动负债	2338	2675	4295	4874	5376
短期借款	19	12	10	10	10
应付账款	221	344	436	530	609
预收账款	1641	1343	2180	2649	3047
其他	457	975	1668	1685	1710
长期负债	1453	1151	1337	1537	1737
长期借款	1434	1137	1337	1537	1737
其他	19	14	0	0	0
负债合计	3792	3826	5632	6411	7113
股本	236	236	738	738	738
资本公积金	2	0	0	0	0
留存收益	691	1123	1602	2227	3146
少数股东权益	49	32	6	(26)	(63)
母公司所有者权益	929	1359	1837	2463	3382
负债及权益合计	4769	5217	7475	8848	10432

现金流量表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	(241)	593	1121	(837)	352
净利润	235	433	478	625	920
折旧摊销	0	0	1	5	5
财务费用	0	0	10	4	6
投资收益	0	0	(120)	(120)	0
营运资金变动	0	0	784	(1321)	(542)
其它	(475)	160	(32)	(31)	(37)
投资活动现金流	40	51	0	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	40	51	0	0	0
筹资活动现金流	358	(210)	179	316	194
借款变动	0	0	83	200	200
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	358	(210)	96	116	(6)
现金净增加额	158	434	1300	(521)	545

利润表

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	911	1887	2358	2948	3832
营业成本	470	1211	1454	1766	2031
营业税金及附加	122	190	234	280	322
营业费用	37	40	71	88	115
管理费用	78	85	118	147	192
财务费用	6	22	10	4	6
资产减值损失	(2)	1	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	(0)	0	0	0
投资收益	80	123	120	120	0
营业利润	279	462	592	782	1166
营业外收入	16	11	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	295	473	602	792	1176
所得税	64	61	151	198	294
净利润	232	411	452	594	882
少数股东损益	(3)	(22)	(26)	(32)	(38)
母公司所有者净利润	235	433	478	625	920
EPS (元)	1.00	1.84	0.65	0.85	1.25

主要财务比率

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	46103%	107%	25%	25%	30%
营业利润	-1159%	65%	28%	32%	49%
净利润	4121%	85%	10%	31%	47%
获利能力					
毛利率	48.4%	35.8%	38.4%	40.1%	47.0%
净利率	25.8%	23.0%	20.3%	21.2%	24.0%
ROE	25.3%	31.9%	26.0%	25.4%	27.2%
ROIC	9.1%	15.3%	13.7%	14.4%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	79.5%	73.3%	75.3%	72.5%	68.2%
净负债比率	31.0%	26.1%	19.4%	18.6%	17.7%
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.2	0.4	0.6	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4
存货周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转率	33.1	56.2	38.1	39.0	39.7
应付帐款周转率	3.1	4.3	3.7	3.7	3.6
每股资料(元)					
每股收益	1.00	1.84	0.65	0.85	1.25
每股经营现金	-1.02	2.52	1.52	-1.13	0.48
每股净资产	3.94	5.77	2.49	3.34	4.58
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	6.7	3.6	10.3	7.9	5.4
PB	1.7	1.2	2.7	2.0	1.5
EV/EBITDA	16.9	9.8	8.0	6.1	4.1

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。

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、阳光城、中茵股份、莱茵置业、大名城、泰禾集团、三湘股份、滨江集团、华业地产、国兴地产、荣丰控股等。

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
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@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
	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。