



# 定向增发方案点评

## 买入 维持

目标价格: 4.8 元

### 事件:

公司公告定向增发方案, 公司拟以 3 元的增发价向不超过 9 名战略投资者增发 2 亿股作为募投资金, 另外公司大股东通过注入杭州莱骏投资管理有限公司(暂定名) 100% 的股权及嘉禾北京城资产(两个项目评估值合计为 4.2 亿元) 认购另外的 1.4 亿股。

### 我们点评如下:

- **再融资符合公司长远发展需求, 资产注入评估值合理偏低。** 目前已经有 20 家地产公司公告了再融资增发方案, 公司此时公告符合大家预期。从大股东资产注入来看, 一方面显现目前股价明显低估, 大股东愿意变相增持。另外一方面杭州莱茵大厦楼面价 21000 元, 嘉禾北京城项目楼面价 4100 元, 评估价格合理偏低, 显示出了大股东良好的诚意。当然, 这两项资产收益率不高, 这对公司如何应对 ROE 下滑提出了挑战。
- **公司上半年销售 13 亿元, 业绩低点已经显现。** 公司 2012 年销售额 28 亿元, 今年上半年全系统实现预售金额 12.93 亿元。下半年公司莱茵知己项目即将开盘, 我们预计今年全年预售金额将在 35 亿左右。公司今年陆续获得了余政储出[2013]7 号地块和萧山区 26 号地块, 为未来发展进一步打下基础。
- **多元化业务开始加速起航。** 今年 5 月份, 公司成立了“浙江莱茵达新能源发展有限公司”, 公司中报明确点出意在培育新的业务增长点和拓展盈利渠道, 我们预计公司后续可能会有相应动作。
- **投资建议。** 公司 12 年为业绩的低点。公司重估净资产为 4.23 元。我们预计公司 2013、2014、2015 年每股收益分别是 0.24、0.28、0.33 元(暂不考虑增发的摊薄)。考虑到公司的多元化战略清晰明确, 看点众多, 维持公司 4.8 元的目标价位, 对应 30 亿元的市值, 维持“买入”评级。

### 房地产研究组

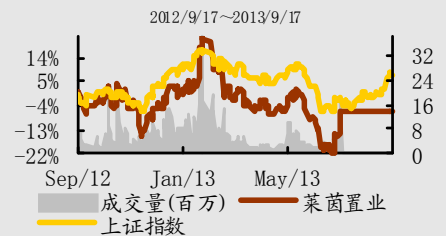
#### 分析师:

洪俊骅 CFA (S1180513030001)

电话: 021-51782232

Email: hongjunhua@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

三湘股份: 绿色地产 蓄势待发

2013/9/13

《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

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

**表 1: 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	-0.01
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	1.49
泰州莱茵东郡	江苏省	泰州	海陵区	商住	13.29	14.45	8.6	100%	7500	0.98
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	23.1	31.42	3.6	90%	8500	0.61
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	0.87
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	0.33
上海东林坊	上海市	上海	金山区	商业	1.33	1.31	0.38	100%	22000	0.07
杭州都市春天	浙江省	杭州	萧山临 浦	普通住宅	6	8.44	0	65%	19000	0.00
杭政储[2009]8号莱德绅华府	浙江省	杭州	申花板 块	商住	3.58	9.84	9.84	51%	20000	1.86
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	0.61
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	0.96
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	5.6	5.6	50%	24000	1.37
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	7.6	8.3	8.3	50%	24000	2.22
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	1.81
【2013】26号	浙江省	杭州	萧山临 浦	普通住宅	4.51	9.92	9.92	36%	20000	0.82
合计(亿)										17.21
股本(亿)										6.3
每股净资产										1.38
其他项目(亿)										0.75
重估净资产										4.23

资料来源:公司公告、宏源证券(莱茵知己项目和余 201307 号地是募投项目)

另外从表 2 可以看出,注入资产按照 ROE 或者利润率来估值,并不低估,但如果按照重估价值计算,评估价还是较为合理的。

表 2: 大股东注入资产一览表

项目名称	建筑面积 ( m <sup>2</sup> )	评估价格 ( 万元 )	楼面单价	目前租金水平 ( 元/		
				平方日 )	出租率	周边商业均价
杭州莱茵达大厦	16,852.62	35500	21064.97	2.83	100%	30000
嘉禾北京城项目	15,917.65	6500	4083.52	0.73	61%	8000
合计	32770.27	42000				

资料来源: 公司公告、宏源证券

表 3: 募投项目一览表

序号	项目名称	预计总投资 ( 万元 )	
1	余政挂出 ( 2013 ) 7 号地块	68000	32000
2	余政挂出 ( 2010 ) 128 号地块	114000	28000
合计		182000	60000

资料来源: 公司公告、宏源证券

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

## 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

类别	姓名	手机号	座机号	邮箱	
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	zhouidi@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。