



**谨慎  
买入**

**20%**

目标价格:人民币 11.24

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 12.35

600716.CH

价格: 人民币 9.39

目标价格基础: 21倍 14年市盈率

板块评级: 中立

# 凤凰股份

## 低基数下实现高增长, 养老产业缓缓推进

凤凰股份2014年上半年实现营业收入5.2亿元, 同比上升165.1%, 归母净利润5,545万元, 同比上升413.6%, 每股收益0.07元。上半年苏州文化广场项目集中结转, 贡献68%的收入; 而去年同期可交付项目较少, 低基数下实现大幅增长。公司上半年完成销售面积3万平方米, 主要来自高毛利的南京和熙项目。公司目前在建拟建项目6个, 在建面积约130万平方米, 库存去化压力仍然较大。在养老业务方面, 公司仍在积极探索合适的战略合作模式, 未来计划整合文化、医疗和地产的资源, 特色化布局养老地产。公司目前的养老产业推进慢于预期, 但我们仍然看好公司拥有的集团资源优势 and 养老产业的市场空间。由于公司未来销售压力较大, 业绩锁定率低, 我们下调2015-16年预测每股收益分别至0.66和0.79元, 而公司养老业务推进低于预期, 我们下调目标价格为11.24元, 相当于21倍2014年市盈率, 评级下调为谨慎买入。

### 支撑评级的要点

- **苏州文化广场项目集中结转, 低基数下收入大幅增长。** 上半年公司的凤凰山庄和苏州凤凰文化广场项目实现竣工交付, 后者结转收入3.5亿元, 贡献68%的业绩。该项目结算均价为18,269元, 毛利率为39.48%。去年同期由于可交付项目较少, 公司仅实现收入1.9亿元, 低基数背景下今年上半年收入和净利出现大幅增长。
- **上半年完成销售面积3万平方米, 下半年销售压力较大。** 上半年公司实现销售面积约3万平方米, 高毛利的南京和熙项目贡献占比65%。同时, 公司在合肥和镇江的项目开工, 目前在建拟建项目6个, 在建面积约130万平方米, 未来库存去化压力较大。而随着各地楼市政策松绑蔓延, 预计下半年销售会出现一定改善。期末公司预收账款仅6.6亿元, 对年度预测锁定率较低。
- **养老产业推进慢于预期, 继续探索战略合作模式。** 公司的进军养老产业仍处摸索阶段, 并表示希望与养生与养老产业链各个环节优秀企业共谋发展, 实现互惠共赢。3月公司与凤凰集团、江苏省人民医院、江苏仁医医院投资签订了战略合作协议, 但具体合作形式和内容尚未披露, 养老产业推进慢于预期。
- **“文化+医疗+地产”, 整合集团资源布局养老地产。** 虽然公司在养老产业的执行层面推进较慢, 但其拥有集团层面的支持和经营文化地产上的经验, 能有效整合文化、医疗、地产等资源, 实现养老地产的特色化布局, 未来公司在养老产业的推进仍值得期待。

### 评级面临的主要风险

- 地产销售压力较大, 养老地产投资回报期长。

### 估值

- 由于公司销售缓慢, 且养老业务推进低于预期, 我们下调2015-16年预测每股收益分别至0.66和0.79元, 同时将目标价格由12.35元下调为11.24元, 相当于21倍2014年市盈率, 将评级下调为谨慎买入。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,745	1,616	1,906	2,513	3,516
变动(%)	n.a.	(7)	18	32	40
净利润(人民币 百万)	76	228	396	490	587
全面摊薄每股收益(人民币)	0.102	0.307	0.535	0.661	0.793
变动(%)	n.a.	200.4	74.0	23.7	19.9
原先预测每股收益(人民币)			0.537	0.690	0.860
调整幅度(%)			(0.4)	(4.2)	(7.8)
全面摊薄市盈率(倍)	91.8	30.6	17.6	14.2	11.8
价格/每股现金流量(倍)	753.1	(16.7)	(20.3)	(21.8)	(11.3)
每股现金流量(人民币)	0.01	(0.56)	(0.46)	(0.43)	(0.83)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	21.0	13.9	11.9	10.6
每股股息(人民币)	0.000	0.137	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	33.2	18.1	4.7	70.4
相对上证指数	28.5	14.2	(3.9)	65.4

发行股数(百万)	741
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6,954
3个月日均交易额(人民币 百万)	66
净负债比率(%) (2014E)	52
主要股东(%)	
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	62

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究  
以2014年8月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

田世欣\*

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

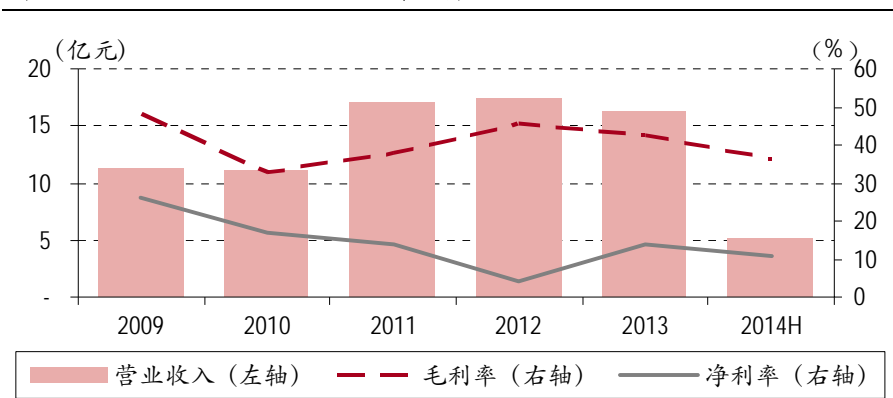
证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

\*卢骁峰为本报告重要贡献者

**图表 1. 凤凰股份 2014 年上半年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2013 年上半年	2014 年上半年	同比变动(%)
营业收入	196	520	165.0
营业成本	(134)	(330)	146.2
营业税	(18)	(42)	138.3
毛利润	44	148	232.8
其他收入	0	(11)	(10,382.9)
销售费用	(16)	(14)	(10.4)
管理费用	(15)	(16)	4.4
营业利润	14	107	667.5
投资收益	10	10	0.0
财务费用	(20)	(38)	92.7
营业外收支	1	(3)	(344.8)
税前利润	5	76	1299.7
所得税	5	(21)	(537.0)
少数股东权益	1	0	(40.1)
归属上市公司股东净利润	11	55	413.6
<b>主要比率(%)</b>			<b>百分点增减(%)</b>
毛利率(税后)	22.6	28.4	5.8
经营利润率	7.1	20.6	13.5
净利率	5.5	10.7	5.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 2. 凤凰股份营业收入和利润率走势**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 3. 凤凰股份 2014 年上半年分项目业绩情况**

分项目	营业收入(万元)	毛利率(%)
凤凰和鸣	143	64.1
凤凰和熙 A 区	159	49.5
凤凰和熙 B 区住宅	1,638	54.3
凤凰和美	74	55.3
凤凰山庄	8,664	28.6
凤凰和睿	5,833	21.2
苏州凤凰	35,087	39.5

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,745	1,616	1,906	2,513	3,516
销售成本	(1,198)	(1,173)	(1,229)	(1,677)	(2,476)
经营费用	(77)	(69)	(81)	(108)	(153)
息税折旧前利润	470	375	596	728	887
折旧及摊销	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
经营利润(息税前利润)	467	372	593	725	884
净利息收入/(费用)	(61)	(71)	(70)	(73)	(99)
其他收益/(损失)	(221)	9	10	7	6
税前利润	175	306	528	653	783
所得税	(103)	(82)	(132)	(163)	(196)
少数股东权益	4	4	0	0	0
净利润	76	228	396	490	587
核心净利润	76	228	396	490	587
每股收益(人民币)	0.102	0.307	0.535	0.661	0.793
核心每股收益(人民币)	0.102	0.307	0.535	0.661	0.793
每股股息(人民币)	0.000	0.137	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	(7)	18	32	40
息税前利润增长(%)	n.a.	(20)	59	22	22
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(20)	59	22	22
每股收益增长(%)	n.a.	200	74	24	20
核心每股收益增长(%)	n.a.	200	74	24	20

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	175	306	528	653	783
折旧与摊销	3	3	3	3	3
净利息费用	71	74	74	79	107
运营资本变动	(88)	(686)	(807)	(884)	(1,309)
税金	(103)	(82)	(132)	(163)	(196)
其他经营现金流	(49)	(33)	(10)	(7)	(6)
经营活动产生的现金流	9	(417)	(343)	(319)	(618)
购买固定资产净值	(3)	(1)	0	0	0
投资减少/增加	(436)	10	4	6	8
其他投资现金流	0	0	(27)	(44)	(64)
投资活动产生的现金流	(439)	9	(22)	(38)	(56)
净增权益	33	0	0	0	0
净增债务	(219)	712	646	892	1,546
支付股息	(231)	(232)	0	0	0
其他融资现金流	573	(0)	(27)	(44)	(64)
融资活动产生的现金流	156	480	619	848	1,482
现金变动	(273)	72	254	490	809
期初现金	1,488	1,218	1,304	1,538	2,028
公司自由现金流	(430)	(408)	(365)	(358)	(673)
权益自由现金流	(649)	305	281	534	872

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,218	1,304	1,538	2,028	2,837
应收帐款	2	31	37	49	68
库存	4,568	5,247	6,187	8,160	11,414
其他流动资产	182	373	380	524	785
流动资产总计	5,970	6,955	8,142	10,761	15,105
固定资产	16	14	16	19	21
无形资产	237	234	234	233	233
其他长期资产	493	492	635	676	749
长期资产总计	847	866	885	928	1,003
总资产	6,817	7,821	9,027	11,689	16,108
应付帐款	2,952	2,736	2,794	3,852	5,769
短期债务	1,012	794	1,440	2,332	3,878
其他流动负债	307	593	700	923	1,291
流动负债总计	4,271	4,124	4,934	7,107	10,938
长期借款	500	1,430	1,430	1,430	1,430
其他长期负债	111	107	107	107	107
股本	741	741	741	741	741
储备	1,073	1,301	1,697	2,187	2,774
股东权益	1,814	2,041	2,437	2,927	3,515
少数股东权益	122	118	118	118	118
总负债及权益	6,817	7,821	9,027	11,689	16,108
每股帐面价值(人民币)	2.45	2.76	3.29	3.95	4.75
每股有形资产(人民币)	2.13	2.44	2.98	3.64	4.43
每股净负债/(现金)(人民币)	0.40	1.24	1.80	2.34	3.34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	26.9	23.2	31.2	29.0	25.2
息税前利润率(%)	26.8	23.0	31.1	28.8	25.2
税前利润率(%)	10.0	19.0	27.7	26.0	22.3
净利率(%)	4.3	14.1	20.8	19.5	16.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.7	1.7	1.5	1.4
利息覆盖率(倍)	5.7	4.8	7.5	8.6	7.7
净权益负债率(%)	15.2	42.6	52.1	56.9	68.0
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	91.8	30.6	17.6	14.2	11.8
核心业务市盈率(倍)	91.8	30.6	17.6	14.2	11.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	109.8	36.6	21.0	17.0	14.2
市净率(倍)	3.8	3.4	2.9	2.4	2.0
价格/现金流(倍)	753.1	(16.7)	(20.3)	(21.8)	(11.3)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	21.0	13.9	11.9	10.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1,391.3	1,527.2	1,698.2	1,561.0	1,442.7
应收帐款周转天数	0.4	3.8	6.5	6.2	6.1
应付帐款周转天数	617.6	642.4	529.6	482.6	499.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	44.5	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	4.2	11.8	17.7	18.3	18.2
资产收益率(%)	2.8	3.7	5.3	5.2	4.8
已运用资本收益率(%)	13.8	9.6	12.2	11.9	11.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371