

销售开启快增模式，或为未来三年成长黑马

——2015年中报点评

民生精品---简评报告/房地产行业

2015年8月27日

报告摘要：

一、事件概述

公司公告上半年实现营业收入2.18亿，同比下降68%；归属于母公司所有者的净利润0.88亿，同比增长131%，EPS0.10元。

二、分析与判断

➤ 公司业绩符合预期，财务指标健康，净利润实现大幅增长

1) 受结算节奏影响，公司上半年营业收入有所下降；2) 结算毛利率46%，较2014年全年上升10个百分点，资产负债率75%，属业内中低水平，扣除预收款后的真实资产负债率仅55%；3) 受深圳项目部分股权转让影响，净利润大幅增长131%。

➤ 销售实现爆发式增长，我们判断未来三年公司销售将进入快速增长轨道

1) 公司上半年销售爆发式增长：累计实现销售金额17.64亿，已经超过去年全年销售（15.92亿）；2) 公司项目开发节奏明显提速，保障未来充足货源：上半年公司购买商品接受劳务现金支出32.8亿，14年全年仅20亿，受此影响公司存货水平攀升至111亿，较14年年底增长约45%；3) 资金实力大幅增强，为规模扩张奠定基础：公司14年完成非公开发行10亿，15年拟并购观印象并配套募资9.5亿，拟发行公司债10亿，我们认为公司资金实力的大幅增强为下一步规模扩张奠定良好基础；4) 我们判断，未来三年公司销售将进入快速增长轨道。目前公司项目储备约232万平，随着上海张江及前滩项目、燕郊项目的顺利推进，未来三年三湘销售将进入快速增长轨道。

➤ 并购观印象进展顺利，未来协同效应有望逐渐显现，同时仍存外延扩展可能

1) 双主业协同效应有望逐渐显现：随着观印象业务规模和运营模式的升级，公司并不排除文化演艺与房地产开发的深度结合，以及与国际文化项目开展合作的可能性。

2) 未来仍存外延扩展可能。公司明确指出，未来有望继续借助资本市场，持续对文化、旅游、演艺等相关行业资源进行整合，或将并购具有业务优势且有协同效应的标的物，不断延长产业链，扩展价值链。

三、股价催化剂及风险提示

催化剂：(1) 观印象并购顺利推进；(2) 房地产销售超预期

风险提示：(1) 并购进展不顺利；(2) 房地产销售不及预期

四、盈利预测与投资建议

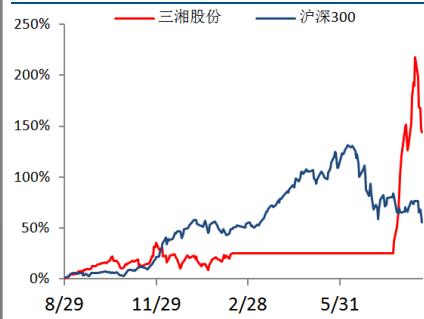
我们认为三湘股份未来三年地产销售将进入快速增长轨道，并购观印象有利于未来双主业发挥协同效应，提升估值水平，我们预计公司2015-17年EPS分别为0.41/0.47/0.56元，维持“强烈推荐”投资评级。

强烈推荐

交易数据 (2015-08-27)

收盘价(元)	11.97
近12个月最高/最低	20.60/6.01
总股本(百万股)	956
流通股本(百万股)	739
流通股比例%	77.3%
总市值(亿元)	114
流通市值(亿元)	88.4

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：温阳
 执业证号：S0100515040001
 电话：021-60876731
 邮箱：wenyang@mszq.com

研究助理：张全国
 执业证号：S0100115080007
 电话：010-85127678
 邮箱：zhangquanguo@mszq.com

相关研究

1. 《收购张艺谋观印象，文化演艺新星升起》 2015.07.22

表 1：盈利预测与财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1,271	2,474	3,285	3,901
增长率 (%)	-54.24%	94.69%	32.78%	18.75%
归属母公司股东净利润 (百万元)	146	380	433	517
增长率 (%)	-69.56%	159.70%	14.17%	19.34%
每股收益 (摊薄后, 元)	0.16	0.41	0.47	0.56
毛利率 (%)	36.05%	38.89%	39.52%	39.52%

资料来源：民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	1271	2474	3285	3901
减：营业成本	813	1512	1987	2360
营业税金及附加	126	223	329	390
销售费用	56	62	99	117
管理费用	149	99	148	176
财务费用	111	104	121	141
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	139	0	0	0
二、营业利润	154	474	602	718
加：营业外收支净额	27	0	0	0
三、利润总额	181	474	602	718
减：所得税费用	62	95	169	201
四、净利润	119	380	433	517
归属于母公司的利润	146	380	433	517
五、基本每股收益 (元)	0.16	0.41	0.47	0.56

主要财务指标

项目	2014A	2015E	2016E	2017E
EV/EBITDA	42.4	11.8	10.7	9.3
成长能力:				
营业收入同比	-54%	95%	33%	19%
营业利润同比	-80%	358%	25%	19%
净利润同比	-70%	160%	14%	19%
营运能力:				
应收账款周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
盈利能力与收益质量:				
毛利率	36.0%	38.9%	39.5%	39.5%
净利率	11.5%	15.3%	13.2%	13.3%
总资产净利率 ROA	1.3%	2.7%	2.7%	2.8%
净资产收益率 ROE	4.9%	11.3%	11.4%	12.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.3	0.4	0.4	0.5
资产负债率	18.3%	21.6%	22.3%	23.7%
长期借款/总负债	0.1	0.1	0.1	0.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.41	0.47	0.56
每股经营现金流量	-3.3	0.1	-1.3	0.6
每股净资产	2.4	2.7	3.0	3.4

资料来源：民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1970	2457	2493	3243
应收票据	0	0	0	0
应收账款	15	25	29	25
预付账款	6	12	15	18
其他应收款	609	829	1081	1187
存货	7683	9300	11387	12532
其他流动资产				
流动资产合计	10283	12622	15005	17005
长期股权投资	402	402	402	402
固定资产	55	57	59	60
在建工程	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1235	1240	1241	1243
资产总计	11518	13862	16246	18248
短期借款	366	0	0	0
应付票据	11	21	27	32
应付账款	362	466	514	391
预收账款	1659	2474	3285	3901
其他应付款	1151	1255	1340	1326
应交税费	-142	0	0	0
其他流动负债	12	0	0	0
流动负债合计	3788	4766	5717	6202
长期借款	4543	5543	6543	7543
其他非流动负债	14	0	0	0
非流动负债合计	4659	5645	6645	7645
负债合计	8447	10411	12362	13847
股本	426	426	426	426
资本公积	810	810	810	810
留存收益	109	109	109	109
少数股东权益	86	86	86	86
所有者权益合计	3071	3451	3884	4401
负债和股东权益合计	11518	13862	16246	18248

现金流量表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流量	-1425	52	-540	243
投资活动现金流量	155	-5	-5	-5
筹资活动现金流量	2789	440	581	512
现金及等价物净增加	1519	487	36	750

分析师与研究助理简介

温阳，中国人民银行研究生部金融学硕士。2011年4月加入国泰君安证券，从事房地产行业研究工作，2015年3月加入民生证券。

张全国，南开大学经济学学士、美国夏威夷大学理学硕士。2011年12月加入链家地产，从事房地产市场研究，2015年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。