

公司经营稳健，可转债即将进入转股期

2015年1月14日

投资要点

- ❖ 公司公告从 2015 年 1 月 19 日起，前期发行的可转债将进入转股期，转股期截止日为 2020 年 7 月 18 日。届时投资者随时可以将持有的可转债转股，转股价格为 6.20 元/股。
- ❖ 公司经营层面看，越早转股对公司越有利，而促成早期转股的催化剂为有条件赎回条款。若能促成尽早转股，则公司权益资本将扩大。一方面改善了负债结构，另一方面还可以继续利用这一部分权益资本加杠杆经营。从可转债的相关规定看，在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130% (含 130%)，则公司有权利以转债面值加相应利息赎回可转债。一旦触发此情况，可转债的持有人转股收益将要远大于被赎回收益，投资者可能会尽早转股。公司转股价为 6.20 元/股，目前公司股价距离 130% 的有条件赎回条款 8.06 元/股还有 11.2% 空间。
- ❖ 非经常性损益导致 2014 年业绩负增长，全年看预计 2014 年扣非后净利润增速将达 10%-30%。公司三季报实现营业收入 46.3 亿元，同比下降 21.65%；实现归属上市公司股东净利润 3.4 亿元，同比下降 73.81%。公司 2013 年上半年项目转让带来的大额一次性投资收益导致 2014 年的利润同比出现下降。太阳星城 C 区结算对 2014 年业绩应有贡献，这也是公司在京开发的一个高毛利项目。公司也公告预计全年扣非后的净利润增速将达到 10%-30%，合 EPS 约为 0.62 元至 0.73 元。展望未来，预计公司在北京/南京等地的项目仍然可以支持公司销售和业绩稳健成长。西北旺区域逐渐进入结算周期，有利于公司在 2015 年之后维持稳健成长。
- ❖ 公司非地产业务具备成长的可能性：公司的房地产业务有 ROE 较高、现金回流波动性较大的特点，而公司的漆包线业务则有 ROE 较低、现金回流波动相对小的特点。这两者在现金流和盈利能力方面互为补充，也成了公司重要的安全垫。除此之外，公司漆包线业务存在结构升级的预期，不断深入军工等领域。公司公告拟入股创鑫科技，积极介入锂离子电池等新能源领域。目前来看，我们认为公司的非地产业务具备成长的可能性。
- ❖ 风险提示。公司土地储备规模略显不足的风险；房价大幅下跌的风险。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。我们认为，公司可转债发行成功给公司的安全性以及业务拓展弹性带来了实质性的提升空间。地产业务安全边际较高，而非地产业务成本较低，且具备继续外延扩张和成长的可能性，对估值提升有正面作用。我们认为，由于可转债转股的特殊规定，公司可能在未来具备高安全边际，低弹性的特征，有利于追求绝对收益的投资者重点关注。由于公司结算节奏变化及一次性投资收益的减少，我们维持公司 2014/15/16 年盈利预测为 0.70/0.87/0.98 元/股，NAV6.80 元/股。我们给予公司 2015 年 10 倍 PE 估值，目标价 8.7 元/股，维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	6256	8225	7416	10098	11992
增长率 YoY%	-32.9	31.5	-9.8	36.2	18.8
净利润 (百万元)	831	1278	829	1036	1172
增长率 YoY%	4.4	53.8	-35.1	25.0	13.1
每股收益 EPS (基本) (元)	0.70	1.07	0.70	0.87	0.98
毛利率%	25.4	23.6	24.5	24.1	23.2
净资产收益率 ROE%	23.2	30.9	16.4	17.6	17.0
PE	10.4	6.8	10.4	8.3	7.4
PB	2.4	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 13 日收盘价



买入 (维持)

当前价：7.25 元

目标价：8.70 元

中信证券研究部

陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

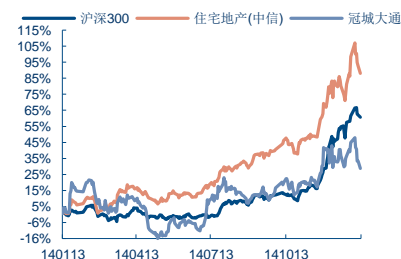
付瑜

电话：010-60836707

邮件：yufu@citics.com

执业证书编号：S1010512080008

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3514.04 点
总股本/流通股本	1193.3/1193.3 百万股
近 12 月最高/最低价	8.27 元/4.74 元
近 1 月绝对涨幅	-3.36%
近 6 月绝对涨幅	18.25%
今年以来绝对涨幅	-11.24%
12 个月日均成交额	145.49 百万元

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,256	8,225	7,416	10,098	11,992	货币资金	2,000	908	2,493	4,081	3,986
营业成本	4,670	6,283	5,602	7,669	9,208	存货	9,256	10,888	10,083	9,970	12,891
毛利率	25.36%	23.61%	24.47%	24.05%	23.21%	应收账款	680	668	368	502	596
营业税金及附加	338	595	400	540	591	其他流动资产	1,021	1,277	1,032	1,421	1,691
营业费用	98	126	104	151	131	流动资产	12,957	13,741	13,976	15,974	19,165
营业费用率	1.57%	1.53%	1.40%	1.50%	1.09%	固定资产	1,004	1,004	1,019	946	854
管理费用	138	175	148	185	203	长期股权投资	491	535	535	535	535
管理费用率	2.20%	2.13%	2.00%	1.83%	1.69%	无形资产	60	58	58	58	58
财务费用	115	55	34	24	22	其他长期资产	283	380	380	380	380
财务费用率	1.84%	0.67%	0.46%	0.23%	0.18%	非流动资产	1,838	1,977	1,992	1,919	1,827
投资收益	-11	2	0	0	0	资产总计	14,795	15,718	15,968	17,893	20,991
营业利润	1,123	1,628	1,130	1,524	1,833	短期借款	1,199	1,506	1,000	1,100	1,300
营业利润率	17.95%	19.79%	15.24%	15.09%	15.28%	应付账款	2,416	2,351	784	1,074	1,289
营业外收入	11	9	0	0	0	其他流动负债	5,206	4,236	5,794	6,290	7,715
营业外支出	1	9	0	0	0	流动负债	8,821	8,092	7,578	8,464	10,304
利润总额	1,132	1,628	1,130	1,524	1,833	长期负债	801	1,382	1,382	1,382	1,382
所得税	282	341	282	381	458	其他长期负债	142	157	157	157	157
所得税率	24.91%	20.97%	25.00%	25.00%	25.00%	非流动性负债	943	1,539	1,539	1,539	1,539
少数股东损益	31	7	18	107	203	负债合计	9,764	9,631	9,117	10,003	11,843
归属于母公司股东的净利润	831	1,278	829	1,036	1,172	股本	1,177	1,191	1,905	1,905	1,905
净利率	13.28%	15.53%	11.18%	10.26%	9.77%	资本公积	60	131	131	131	131
每股收益(元)(摊薄)	0.70	1.07	0.70	0.87	0.98	股东权益合计	3,578	4,692	5,438	6,370	7,425
						少数股东权益	1,453	1,395	1,414	1,521	1,723
						负债股东权益总计	14,795	15,718	15,968	17,893	20,991
现金流量表						主要财务指标					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	831	1,278	829	1,036	1,172	增长率(%)					
少数股东损益	31	7	18	107	203	营业收入	-32.9	31.5	-9.8	36.2	18.8
折旧和摊销	42	65	193	193	193	营业利润	-1.8	45.0	-30.6	34.9	20.2
营运资金变动	216	-1,115	1,343	372	-1,649	净利润	4.4	53.8	-35.1	25.0	13.1
其他	-70	-497	33	28	26	利润率(%)					
经营现金流	1,050	-262	2,416	1,736	-55	毛利率	25.4	23.6	24.5	24.1	23.2
资本支出	-62	-109	-208	-121	-101	EBIT Margin	16.2	12.7	15.7	15.4	15.5
投资收益	-11	2	0	0	0	EBITDA Margin	16.8	13.5	18.3	17.3	17.1
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率	13.3	15.5	11.2	10.3	9.8
其他	393	-1,138	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	319	-1,245	-208	-121	-101	净资产收益率	23.2	30.9	16.4	17.6	17.0
发行股票	0	85	0	0	0	总资产收益率	6.2	9.2	5.7	6.7	6.6
负债变化	70	930	-506	100	200	其他(%)					
股息支出	-317	-583	-83	-104	-117	资产负债率	66.0	61.3	57.1	55.9	56.4
其他	13	81	-34	-24	-22	所得税率	24.9	21.0	25.0	25.0	25.0
融资现金流	-235	512	-623	-27	61	股利支付率	9.7	12.2	9.8	9.1	8.5
现金净增加额	1,134	-995	1,585	1,588	-95						

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。