

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120021

联系人： 乐加栋 (8621)68751692 lej@cjsc.com.cn

旅游地产持续推进，关注新领域

事件描述与点评

中弘股份今日发布 2011 年年报，公司实现营业收入 18.54 亿元，同比下降 49.36%；实现营业利润 5.57 亿元，同比下降 54.14%；实现归属母公司净利润 5.59 亿元，同比下降 39.26%，每股收益 0.55 元。分红方面每 10 股分配现金股利 1 元（含税）。

北京销售不畅是影响业绩的主要因素

公司 11 年营业收入下滑较大，其主要原因是北京像素结算低于去年，根据网上房地产的数据北京像素 11 年全年销售额在 18 亿多，而 10 年此项目销售额在 34 亿左右。营业利润下滑大于营业收入主要是由于销售毛利率下降，公司在 11 年的销售价格有所下降，而净利润下滑幅度小于营业利润的主要原因是公司本期收到政府补助两个多亿。本期政府补助主要来自北京市平谷马坊物流基地管理委员会企业扶持资金，其他部分来自税费的返还。12 年的销售方面，北京像素有三十多亿的货值，非中心也有可能出售整栋的办公楼，因此北京的可售量估计在 40 亿左右。海口项目 12 年也是公司的重点项目，其前期定价过高销售不甚理想，预计公司 12 年在调整销售策略后将加快去化，海口项目的可售金额在 15 亿左右。因此不计算公司其他项目整售的可能性，公司 12 年可售金额在 55 亿左右。

公司未来专注旅游地产，审慎开拓新业务

公司在开发完北京像素后，未来主要还是专注于旅游地产开发，报告期内公司分别与济宁市人民政府、长白山保护开发区管委会、景洪市人民政府签署了合作框架协议，拟与当地政府部门合作，利用政府能够给予的政策优势逐步进行旅游地产项目开发及配套建设，未来这部分有望成为公司新的利润增长点。这也印证了我们前期关于公司未来专注旅游地产的判断。在其他投资方面，公司在 2011 年有一些拓展，公司 2011 年起参与基金投资，并审慎决定在矿产资源领域开拓新的业务渠道，致力将矿产投资业务逐步打造成公司新的利润增长点，收购了汪清鑫兴矿业有限公司 49% 股权及北京中弘矿业投资有限公司 61.54% 的股权。

维持“谨慎推荐”评级

自从我们关注公司以来，多次提示了公司在住宅开发业务上可能面临下降，目前来看是印证了我们的判断。从主业上来讲 12 年的业绩将会出现下滑，但是公司投资项目较多，不排除将会有投资收益的可能。另外公司在 11 年年初获取的三能达置业有限公司持有的东区国际项目 6 号楼的土地使用权升值明显，如果未来出售将带来较大收益。在不考虑投资收益的情况下，我们预计公司 12、13 年 EPS 分别为 0.32 元，0.47 元，维持“谨慎推荐”评级。

第一，北京销售不畅是影响业绩的主要因素

公司 11 年营业收入下滑较大，其主要原因是北京像素结算低于去年，根据网上房地产的数据北京像素 11 年全年销售额在 18 亿多，而 10 年此项目销售额在 34 亿左右。营业利润下滑大于营业收入主要是由于销售毛利率下降，公司在

11 年的销售价格有所下降，而净利润下滑幅度小于营业利润的主要原因是公司本期收到政府补助两个多亿。本期政府补助主要来自北京市平谷马坊物流基地管理委员会企业扶持资金，其他部分来自税费的返还。

表：北京像素销售情况

月份	成交面积(㎡)	成交套数(套)	成交均价(元/㎡)	成交金额(万元)
2012 年 2 月	3415	68	14370	4908
2012 年 1 月	2940	59	13282	3904
2011 年 12 月	14825	298	13771	20416
2011 年 11 月	10975	221	14360	15759
2011 年 10 月	1415	26	19798	2801
2011 年 9 月	3671	68	19159	7034
2011 年 8 月	5805	108	19122	11101
2011 年 7 月	5565	105	19419	10807
2011 年 6 月	7195	72	15738	11324
2011 年 5 月	8064	145	18348	14797
2011 年 4 月	7509	134	18506	13895
2011 年 3 月	9611	176	18868	18134
2011 年 2 月	9312	197	19772	18411
2011 年 1 月	19398	407	19489	37804

资料来源：网上房地产，长江证券研究部

表：西岸首府销售情况

月份	成交面积(㎡)	成交套数(套)	成交均价(元/㎡)	成交金额(万元)
2012 年 1 月	250	2	13599	340
2011 年 12 月	141	1	16179	227
2011 年 11 月	141	1	14112	198
2011 年 10 月	677	7	15957	1080
2011 年 9 月	756	7	15777	1193
2011 年 7 月	547	6	17398	952
2011 年 6 月	2,052	19	15329	3146
2011 年 5 月	392	4	16603	651
2011 年 4 月	182	2	16261	296
总计	5,138	49		8084

资料来源：网上房地产，长江证券研究部

12 年的销售方面，北京像素有三十多亿的货值，非中心也有可能出售整栋的办公楼，因此北京的可售量估计在 40 亿左右。海口项目 12 年也是公司的重点项目，其前期定价过高销售不甚理想，预计公司 12 年在调整销售策略后将加快去化，海口项目的可售金额在 15 亿左右。因此不计算公司其他项目整售的可能性，公司 12 年可售金额在 55 亿左右。

第二，公司未来专注旅游地产，审慎开拓新业务

公司在开发完北京像素后，未来主要还是专注于旅游地产开发，报告期内公司分别与济宁市人民政府、长白山保护开发区管委会、景洪市人民政府签署了合作框架协议，拟与当地政府相关部门合作，利用政府能够给予的政策优势逐步进行旅游地产项目开发及配套建设，未来这部分有望成为公司新的利润增长点。这也印证了我们前期关于公司未来专注旅游地产的判断。

表：公司近期最新开拓的旅游地产项目

日期	事项	简介
----	----	----

2011年8月18日	关于与济宁市人民政府签署战略合作框架协议的公告	合作内容包括微山湖旅游地产开发（重点围绕南阳古镇或鱼台滨湖新城等项目）、微山岛旅游开发及北湖新区地产项目的开发
2011年10月22日	关于与长白山保护开发区管委会签署投资合作协议的公告	合作开发“长白山望天鹅国际旅游度假区”项目。该项目选址在池南区（漫江镇区）规划区内，规划建设用地约180公顷，规划用途为商业用地、文化设施用地和旅游设施用地
2012年1月7日	关于与景洪市人民政府签署开发框架协议的公告	合作开发西双版纳景洪市嘎洒镇路南山项目。项目占地面积约97500亩

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表：公司原有旅游地产项目

名称	权益	区域	预计可获取建筑面积（万平）
御马坊度假村项目	100%	北京平谷	150.00
宿州金江路项目	100%	安徽宿州	21.46 土地面积
西海岸华府项目	100%	海南海口	30.00
平房农业博览项目	100%	北京五环	100.00
海南荔枝园项目	53%	海南海口	4000 亩土地
时尚创意岛项目	100%	海南海口	未定
西游记文化产业创业园	100%	北京怀柔	70.00

资料来源：公司公告，长江证券研究部

在其他投资方面，公司在2011年有一些拓展，公司2011年起参与基金投资，并审慎决定在矿产资源领域开拓新的业务渠道，致力将矿产投资业务逐步打造成公司新的利润增长点，收购了汪清鑫兴矿业有限公司49%股权及北京中弘矿业投资有限公司61.54%的股权。

表：公司2011年新领域投资情况

日期	事项	简介
2011年7月13日	设立中信夹层投资基金	目标规模50亿元，不超过60亿元，该基金重点关注并购融资、企业股权质押融资、矿产能源和房地产等权属可登记的资源资产抵押融资等领域的投资机会
2011年8月13日	收购了汪清鑫兴矿业有限公司49%股权	鑫兴矿业49%股权，转让总价款为6000万元
2011年12月2日	收购北京中弘矿业投资有限公司61.54%的股权	相对于持有28.9%的安源股份

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，维持“谨慎推荐”评级

自从我们关注公司以来，多次提示了公司在住宅开发业务上可能面临下降，目前来看是印证了我们的判断。从主业上来讲12年的业绩将会出现下滑，但是公司投资项目较多，不排除将会有投资收益的可能。另外公司在11年年初获取的三能达置业有限公司持有的东区国际项目6号楼的土地使用权升值明显，如果未来出售将带来较大收益。在不考虑投资收益的情况下，我们预计公司12、13年EPS分别为0.32元，0.47元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1854	2025	2780	3930	货币资金	243	203	278	393
营业成本	842	1028	1463	2116	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1012	997	1318	1814	应收账款	321	351	482	682
% 营业收入	54.6%	49.2%	47.4%	46.1%	存货	4999	6560	9411	13693
营业税金及附加	219	203	278	393	预付账款	223	297	426	620
% 营业收入	11.8%	10.0%	10.0%	10.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	87	0	0	0	流动资产合计	5786	7411	10598	15389
% 营业收入	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	148	172	236	334	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.0%	8.5%	8.5%	8.5%	长期股权投资	111	111	111	111
财务费用	0	107	170	275	投资性房地产	82	82	82	82
% 营业收入	0.0%	5.3%	6.1%	7.0%	固定资产合计	69	70	74	82
资产减值损失	-1	0	0	0	无形资产	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	8	8	8	8
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	13	0	0	0
营业利润	557	515	634	812	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	30.1%	25.5%	22.8%	20.7%	资产总计	6074	7686	10877	15675
营业外收支	175	0	0	0	短期贷款	1268	2223	4059	6910
利润总额	733	515	634	812	应付款项	468	622	892	1298
% 营业收入	39.5%	25.5%	22.8%	20.7%	预收账款	86	95	131	185
所得税费用	195	129	158	203	应付职工薪酬	5	7	9	14
净利润	538	387	475	609	应交税费	163	129	170	232
归属于母公司所有者的净利润	559.4	386.5	475.2	608.8	其他流动负债	1218	1417	2018	2922
少数股东损益	-22	0	0	0	流动负债合计	3209	4493	7280	11561
EPS (元/股)	0.55	0.38	0.47	0.60	长期借款	530	530	530	530
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-321	-820	-1506	-2349	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	3739	5023	7810	12091
收回现金					归属于母公司	2224	2552	2956	3474
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	111	111	111	111
固定资产投资	-13	-10	-14	-20	股东权益	2335	2663	3067	3585
其他	-253	0	0	0	负债及股东权益	6074	7686	10877	15675
投资活动现金流净额	-266	-10	-14	-20	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	30	0	0	0	EPS	0.553	0.382	0.469	0.602
银行贷款增加 (减少)	-171	955	1836	2850	BVPS	2.20	2.52	2.92	3.43
筹资成本	185	-165	-241	-366	PE	11.02	15.95	12.97	10.12
其他	-130	0	0	0	PEG	3.85	5.57	4.53	3.53
筹资活动现金流净额	-86	790	1595	2484	PB	2.77	2.41	2.08	1.77
现金净流量	-673	-40	76	115	EV/EBITDA	13.63	13.80	12.87	12.03
					ROE	25.2%	15.1%	16.1%	17.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。