



珠江实业（600684）

所属行业：房地产

业绩高增长长期已过

投资要点：

- ◆ **公司是典型的中小开发商：**公司目前项目储备主要集中在广州和长沙地区，总货值约为100亿元左右。囿于资金实力等客观原因，2009年以来公司仅有两次公告拿地，后续项目储备资源较少。
- ◆ **13-14年销售“前高后低”：**2013年，公司在售项目主要有广州颐德公馆、长沙珠江花城尾盘和珠江郦城，预计2013年全年销售额为30亿元；2014年公司可售资源将显著减少，即使乐观估计华英地块于2014年实现部分销售，我们预计公司2014年销售额仍将显著下降，大约在21亿元左右。
- ◆ **13-14年盈利增速下滑态势：**2013年主要结算颐德公馆和珠江花城尾盘，预计公司2013年公司归属于母公司所有者净利润4.2亿元，同比增长23.5%；2014年主要结算颐德公馆尾盘和珠江郦城。如果广隆项目权益利润在2014年确认50%，则公司2014年净利润为4.8亿元，同比增长13.7%。

投资建议与评级：

预计公司2012-2014年的EPS分别为1.35元、1.53元。我们注意到公司管理层市场化改革的努力，但随着“土地红利”的消失，公司后续项目储备较为匮乏，而且公司面临着资金实力较弱的问题，未来经营业绩存在较大不确定性，我们首次关注给予“中性”投资评级。

盈利预测(百万元、元)

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率
2012	179,719	48.23%	34,434	55.16%	1.09	48.18%
2013E	204,792	13.95%	42,533	23.52%	1.35	46.39%
2014E	239,829	17.11%	44,636	13.76%	1.53	43.52%

来源：新时代证券研发中心预测

投资评级	中性
目标价格	
当前价格	12.79元

交易数据

52周股价区间(元)	8.67-12.79
总市值(亿元)	42
流通A股(万股)	31609.66
流通股比例(%)	100%
日均成交量(万股)	666
日均成交值(万元)	9226

股价表现



分析师：裴明华

执业证书：S0280511030001

Email: peiminghua@xsdzq.cn

Tel: 010-83561313



内容目录

一、公司主营业务介绍.....	4
(一) 公司是典型的中小型房企	4
(二) 项目储备集中在广州、长沙	5
(三) 坚持低成本扩张战略	5
二、2013-2014年销售“前高后低”	6
(一) 2013 年销售额有望突破 30 亿元大关	6
(二) 项目储备不足，2014 年销售额将出现下滑	6
三、盈利增速下滑风险加大.....	7
(一) 2013-2014 年净利润增速趋于下滑	7
(二) 高毛利率难以持续	7
(三) 物业、酒店业务将有所增长	8
四、业绩增速下滑风险加大，给予“中性”评级	8
五、风险提示：	9
(一) 公司项目销售、施工不达预期，预期结算收入无法实现	9
(二) 行业调控政策升级，导致公司股价承压	9



图目录

图 1: 公司主营业务占比分析 (2012 年度)	4
图 2: 公司与实际控制人产权及控制关系图	4
图 3: 公司成立以来的经营业绩走势 (亿元)	4
图 4: 公司项目储备地区分布 (2012 年度)	5
图 5: 公司毛利率走势预测 (2012 年度)	7
图 6: 公司持有物业收入预测 (万元)	8
图 7: 公司净利润增速走势预测	8

表目录

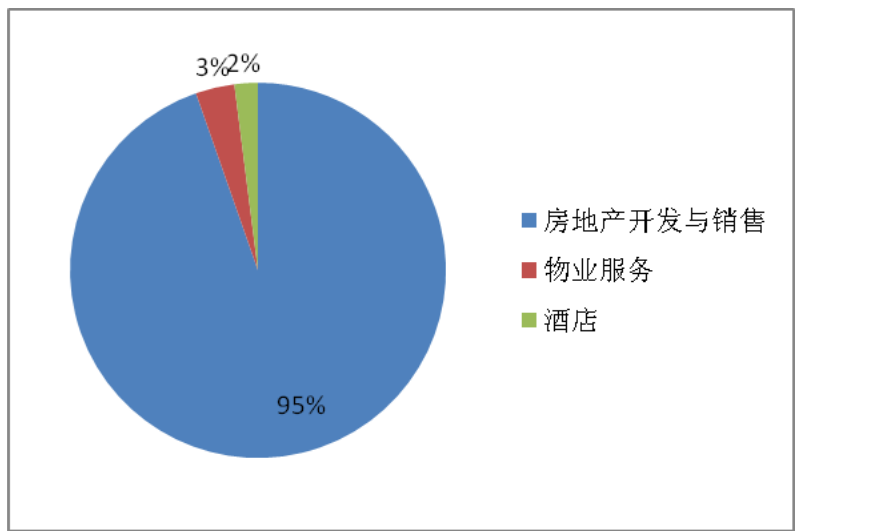
表 1: 公司项目明细 (单位: 万元、元、万平方米)	5
表 2: 公司 2013-2014 年销售预测 (单位: 万元、元、平方米)	6
表 3: 公司 2009 年以来公告拿地情况 (单位: 亿元、平方米)	6
表 4: 2013-2014 年项目结算预测表	7
表 5: 珠江实业盈利预测表	10

一、公司主营业务介绍

(一) 公司是典型的中小型房企

珠江实业成立于1992年，是广州市首家房地产上市公司，主营业务分为房地产开发销售、物业服务和酒店三大板块，其中房地产开发销售业务占比约为95%。

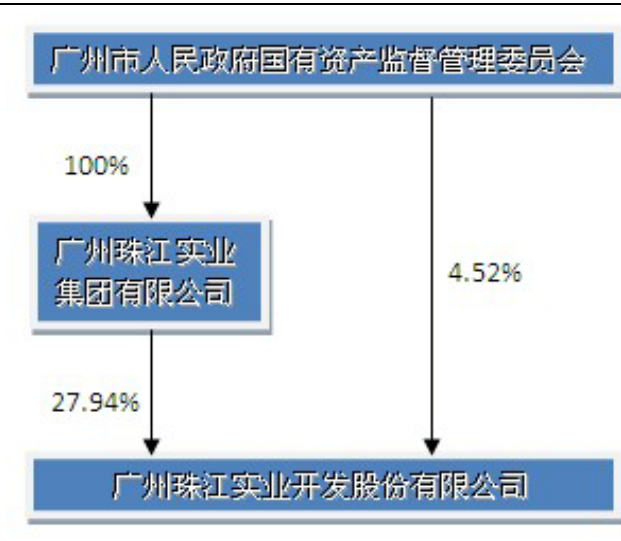
图 1：公司主营业务占比分析（2012 年度）



来源：公司公告、新时代证券研发中心

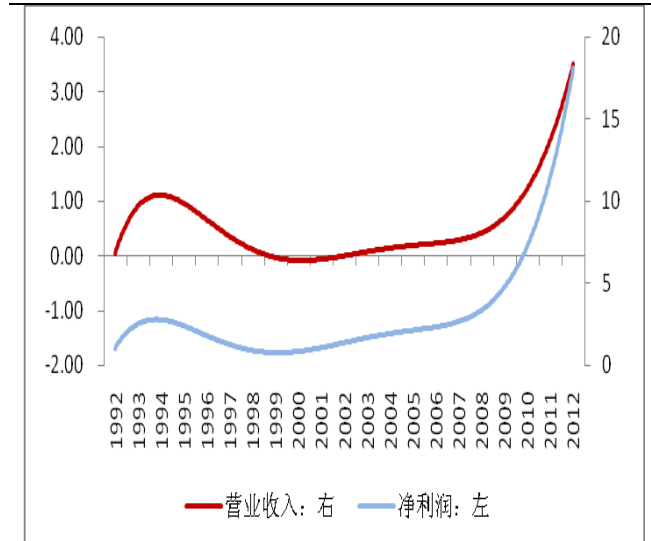
公司实际控制人是广州市国资委。由于历史遗留问题，公司自成立以来，经营业绩长期在低位徘徊。2009年以来，随着部分历史遗留问题的解决，公司经营业绩取得了较快发展，公司目前正积极推进市场化改革，进一步提升经营决策自主权。

图 2：公司与实际控制人产权及控制关系图



来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

图 3：公司成立以来的经营业绩走势（亿元）

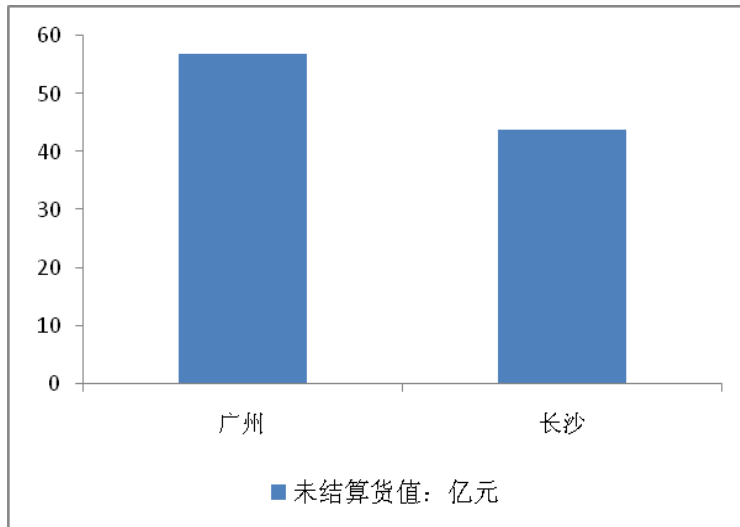


来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

（二）项目储备集中在广州、长沙

公司目前项目储备主要集中在广州和长沙地区。其中，广州地区项目未结算权益货值约为57亿元，长沙地区项目未结算权益货值约为44亿元。

图 4：公司项目储备地区分布（2012 年度）



来源：公司公告、新时代证券研发中心测算

表1：公司项目明细（单位：万元、元、万平方米）

序号	地区	项目名称	权益	项目定位	建筑面积	预计售价	毛利率	待结货值	竣工时间
1	广州	颐德公馆	100%	高端住宅	12.9	47,621	57.50%	210,000	2012 年
2	广州	广隆项目	30%	高端住宅	5.0	45,000	39.00%	41,850	2014 年
3	广州	S8 项目	100%	写字楼	5.8	48,000	45.00%	222,720	2016 年
4	广州	萝岗项目	80%	商住	9.8	15,000	50.00%	94,080	2016 年
5	长沙	珠江花城	100%	普通住宅	62.0	8,200	28.00%	6,578	2012 年
6	长沙	珠江郦城	100%	普通住宅	54.0	8,200	39.00%	309,960	2014 年
7	长沙	华英地块	100%	普通住宅	18.0	8,500	38.00%	122,400	2015 年

来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

（三）坚持低成本扩张战略

从目前行业发展态势看，广州等一线城市优质土地资源日益稀缺，地价不断上涨，土地竞争压力加大，中小房企，特别是资金实力弱的小型房企越来越处于不利地位。截止2012年底，公司总资产只有35亿元，货币资金15亿元，资金实力有限，由于很难通过招拍挂的形式大量拓展土地储备，公司目前采取“低成本扩张”的方式拓展项目储备，同时，研究尝试向房地产相关行业拓展，如老年地产、旅游地产等。

二、2013-2014年销售“前高后低”

(一) 2013年销售额有望突破30亿元大关

2013年，公司在售项目主要有广州颐德公馆、长沙珠江花城尾盘和珠江郦城，三个销售合计可售货值约为44.9亿元，给予68%的去化率，预计2013年全年销售额为30.5亿元：

- 1、颐德公馆南北区剩余可售面积合计4.1万平米，销售均价约51000元/平米，剩余可售货值21亿元。由于项目定位高端，目标客户范围相对较小，项目最近一个季度（3月8日到6月5日）累计售出39套，销售金额3.8亿元，销售进度低于常规房地产项目，我们预计项目今年去化率为65%，可实现并结转13.7亿元的销售收入；
- 2、珠江花城可售面积0.9万平米，售价约为8200元/平米，为尾盘销售。我们预计项目今年可基本售罄，可实现并结转0.73亿元的销售收入；
- 3、珠江郦城是公司新推楼盘，今年1月份推出的组团一“探香里”总建筑面积超过9万平方米，可销售面积近7万平方米。1-4月，累计销售430套，面积4.2平方米，去化率超过60%；组团二、三合计26万平米年内将陆续推盘，项目整体可售货值约为22.9亿元，我们预计项目今年去化率为70%，可实现16亿元的销售收入。

表2：公司2013-2014年销售预测（单位：万元、元、平方米）

序号	项目名称	售价	可售面积	可售金额	预计销售额	
					2013	2014
1	颐德公馆	51,943	41,021	213,075	138,499	74,576
2	珠江花城	8,200	9,041	7,380	7,380	0
3	珠江郦城	8,200	320,000	262,400	183,680	78,720
4	华英地块	8,400	144,000	120,960	0	60,480
合计			514,062	449,254	305,797	213,776

来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

(二) 项目储备不足，2014年销售额将出现下滑

土地储备匮乏是当前公司面临的重大课题。受制于资金实力等客观原因，2009年以来，公司在通过招拍挂取得两幅地块，土地储备的较为匮乏。随着颐德公馆、珠江郦城等项目的逐步去化完毕，2014年公司可售资源将显著减少，即使乐观估计华英地块于2014年实现部分销售，我们预计公司2014年销售额仍将显著下降，基本在21亿元左右。

表3：公司2009年以来公告拿地情况（单位：亿元、平方米）

拿地时间	项目名称	区位	土地用途	占地面积	容积率	土地资金
2012年10月	华英地块	长沙市开福区	住宅、商业	51,615	3.5	4.15
2009年10月	031号地块	长沙市开福区	住宅	180,231	2.5	4.29
合计				231,846		8.45

来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

三、业绩高增长长期已过

(一) 2013-2014 年净利润增速趋于下滑

2013年主要结算颐德公馆和珠江花城尾盘，其中，颐德公馆预计结转12.2亿元，珠江花城销售结转7.3亿元，合计19.6亿元，考虑到物业服务和酒店业务收入，预计公司2013年营业收入20.4亿元，归属于母公司所有者净利润4.3亿元，分别同比增长13.9%和23.5%；

2014年主要结算颐德公馆尾盘和珠江郈城，其中，颐德公馆预计结转8.6亿元，珠江郈城结转14.1亿元，合计22.7亿元。预计公司2014年营业收入23.9亿元，同比增长17.1%；考虑到广隆项目2014年竣工，总货值约为14亿元，给予18%的净利率，预计公司取得权利净利润约0.75亿元，假设这部分利润在2014年确认50%，则公司2014年净利润为4.8亿元，同比增长13.7%。

如果没有新增项目（广州萝岗项目、海南项目）及时跟进，公司2015年结算资源将进一步减少。

表4：2013-2014年项目结算预测表

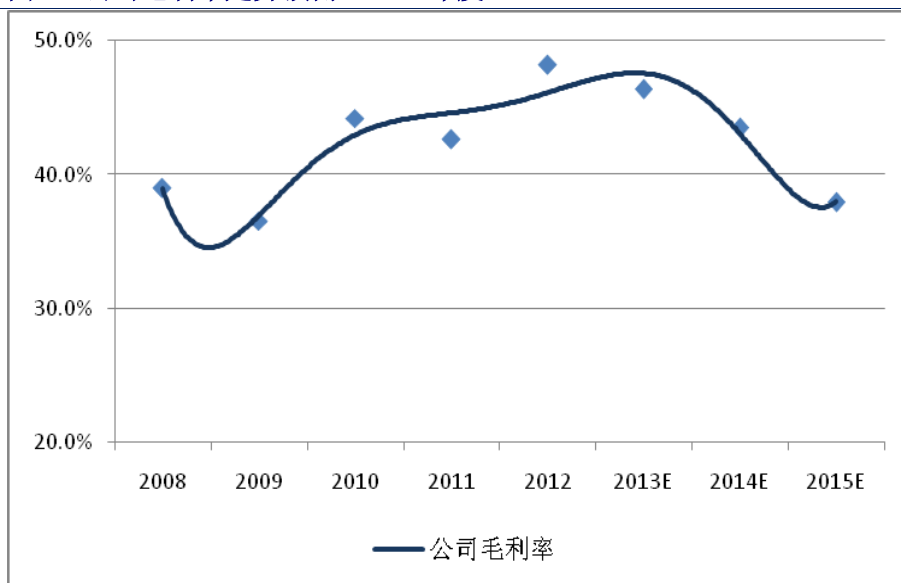
序号	项目名称	权益	毛利率	结算面积		结算收入	
				2013E	2014E	2013E	2014E
1	颐德公馆	100%	58%	2.40	1.70	122,400	86,700
2	珠江花城	100%	28%	9.00	0.00	73,800	0
3	珠江郈城	100%	38%	0.00	17.00	0	141,100
合计				11.40	18.70	196,200	227,800

来源：公司公告、新时代证券研发中心测算

(二) 高毛利率难以持续

由于历史原因，颐德公馆等广州重点项目是通过非市场化手段取得，土地成本较低，导致公司近年来毛利率显著高于行业平均水平，但随着上述项目未来逐步销售结转，未来走招牌挂为主的市场化拿地是公司的必然选择，公司项目成本优势将逐步消失。

图 5：公司毛利率走势预测（2012 年度）

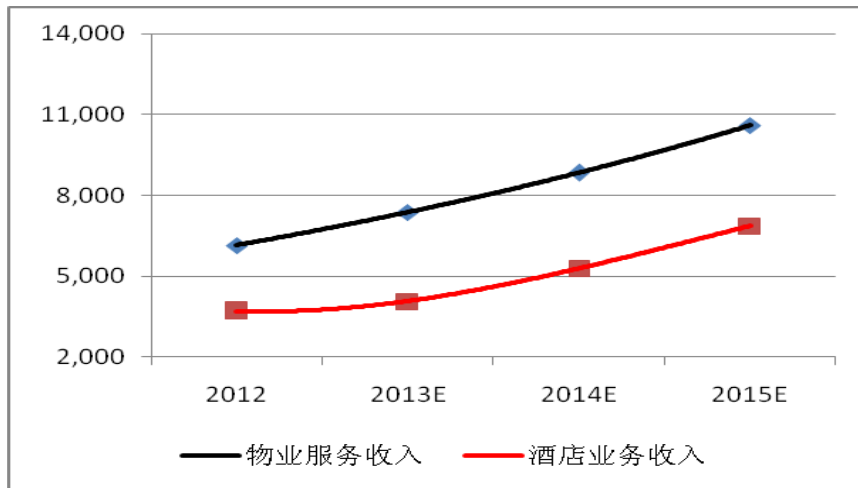


来源：公司公告、新时代证券研发中心测算

（三）物业、酒店业务将有所增长

公司的战略是逐步增加优质物业利润贡献比重，截止目前，珠江花城3万平米商业开始招租，珠江花城酒店将于今年7月份正式开业，我们预计公司2013-2014年物业服务、酒店收入将稳步提升。

图 6：公司持有物业收入预测（万元）

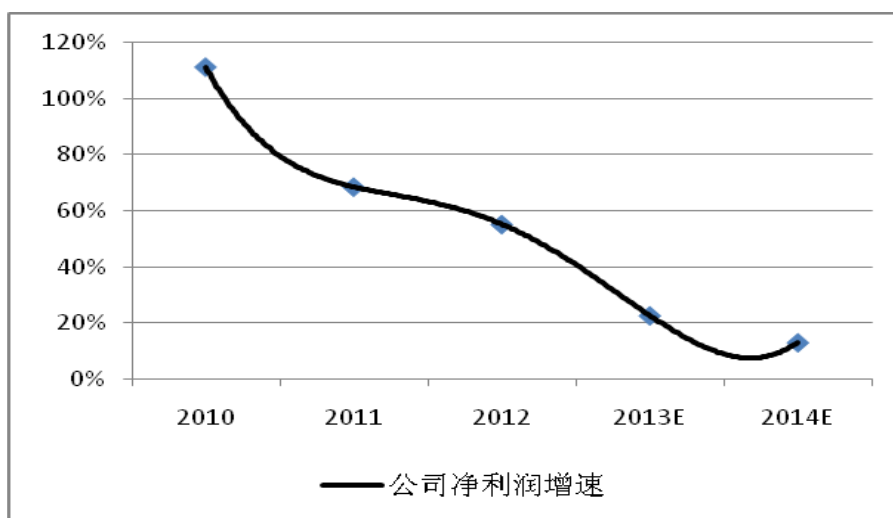


来源：WIND、新时代证券研发中心测算

四、业绩增速下滑风险加大，给予“中性”评级

预计公司2012-2014年的EPS分别为1.35元、1.53元，以2013年6月7日的12.79元收盘价计算，分别对应的PE为9.4倍、8.4倍。我们注意到公司管理层市场化改革的努力，但随着“土地红利”的消失，公司后续项目储备较为匮乏，而且公司面临着资金实力较弱的问题，未来经营业绩存在较大不确定性，我们首次关注给予“中性”投资评级。

图 7：公司净利润增速走势预测



来源：WIND、新时代证券研发中心测算



五、风险提示：

- （一）公司项目销售、施工不达预期，预期结算收入无法实现
- （二）行业调控政策升级，导致公司股价承压

表5: 珠江实业盈利预测表

资产负债表			
会计年度	2012	2013E	2014E
流动资产	343913	477043	707282
货币资金	145569	146005	229697
应收账款	0	0	0
其他应收款	1143	4800	7551
预付款项	13691	10131	14596
存货	183510	316108	455438
其他流动资产	0	0	0
非流动资产	6052	17063	26610
长期股权投资	5656	15010	23613
固定资产	310	1770	2549
无形资产	86	284	447
其他非流动资产	0	0	0
资产总计	353343	508306	732352
流动负债	583	2050	625835
短期借款	0	0	0
应付账款	583	2050	2954
其他流动负债	0	0	0
非流动负债	125175	244997	311441
长期借款	125175	244997	311441
其他非流动负债	0	0	0
负债合计	208498	326615	422818
少数股东权益	73	160	110
实收资本	31610	31610	31610
资本公积金	22816	23000	23000
留存收益	90346	126921	168392
归属于母公司所有者权益	144772	181531	223002
负债和所有者权益总计	353343	508306	645929

现金流量表			
会计年度	2012	2013E	2014E
经营活动现金流	40046	-21729	-69104
净利润	38470	43764	43265
折旧摊销	-15677	-2436	242
财务费用	-636	762	1098
投资损失	-221	0	0
营运资金变动	0	-126860	-131320
其他经营现金	18110	63040	17611
投资活动现金流	1956	10654	5967
固定资产投资	132	1460	780
长期投资	861	9194	5187
其他投资活动现金	962	0	0
筹资活动现金流	-313036	245181	311441
短期借款	0	0	0
长期借款	125175	244997	311441
普通股增加	0	0	0
资本公积增加	-5611	184	0
其他筹资活动现金	-432600	0	0
现金净增加额	20206	436	83693

利润表			
会计年度	2012	2013E	2014E
营业总收入	179719	204792	239829
营业成本	93130	109785	135467
营业税金及附加	31762	26623	31178
销售费用	4692	4692	4692
管理费用	4881	5734	6715
财务费用	(636)	762	1098
资产减值损失	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0
投资净收益	221	0	0
营业利润	46110	55265	57339
营业外收入	87	0	0
营业外支出	263	0	0
利润总额	45934	55265	57339
所得税	7465	11500	14074
净利润	38470	43764	43265
少数股东损益	3	4	4
归属母公司净利润	34431	42529	48381
EBITDA	45474	53591	58679
EPS (元)	1.09	1.35	1.53

主要财务比率			
会计年度	2012	2013E	2014E
成长能力			
营业收入增速	85.75%	13.95%	17.11%
营业利润增速	66.69%	22.99%	4.94%
净利润增速	68.52%	23.52%	13.76%
获利能力			
毛利率	42.61%	46.39%	43.52%
净利率	18.30%	20.77%	18.61%
ROE	25.14%	26.81%	21.38%
ROIC	10.12%	11.52%	9.85%
偿债能力			
资产负债率	78.43%	64.26%	57.73%
净负债比率	-14.08%	54.48%	36.64%
流动比率	1.91	6.08	7.02
速动比率	0.36	1.86	2.55
营运能力			
总资产周转率	0.27	0.35	0.35
应收账款周转率	57.19	—	—
应付账款周转率	4.00	83.39	54.14
每股指标 (最新摊薄\元)			
每股收益	0.70	1.35	1.53
每股经营现金流	(1.33)	0.01	2.65
每股净资产	5.93	5.75	7.06
估值比率			
P/E	11.74	9.51	8.36
P/B	2.16	2.23	1.81
EV/EBITDA	11.78	11.39	10.62

资料来源: 新时代证券研究发展中心

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级界定：

行业评级：

推荐：预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性：预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避：预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

股票评级：

买入：预期未来6个月股价涨幅： $\geq 15\%$
增持：预期未来6个月股价涨幅： $10\% - 15\%$
中性：预期未来6个月股价涨幅： $-10\% - +10\%$
减持：预期未来6个月股价跌幅： $>10\%$

免责声明：

本报告信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，投资者应自行关注本公司相应的更新或修改。

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“新时代证券公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券有限责任公司

地址：北京市海淀区北三环西路99号西海国际中心1号楼15层

电话：010-83561319