

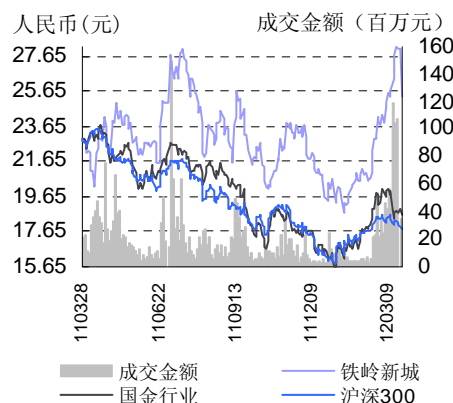
**铁岭新城 (000809.SZ)**      **房地产开发行业**
**评级: 买入      首次评级**
**公司研究**

市价 (人民币): 23.08 元

## 蓝海里游泳的鱼

**长期竞争力评级: 高于行业均值**
**市场数据 (人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	114.57
总市值(百万元)	9,266.99
年内股价最高最低(元)	28.17/18.69
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17


**公司基本情况 (人民币)**

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.025	1.656	2.426	3.074	3.381
每股净资产(元)	1.15	5.75	8.13	10.80	14.13
每股经营性现金流(元)	0.09	0.63	1.40	3.82	4.95
市盈率(倍)	610.15	12.49	9.51	7.51	6.82
行业优化市盈率(倍)	27.49	26.02	26.02	26.02	26.02
净利润增长率(%)	N/A	20703%	46.49%	26.71%	9.99%
净资产收益率(%)	2.21%	28.80%	29.85%	28.46%	23.93%
总股本(百万股)	114.57	366.57	366.57	366.57	366.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **资本市场唯一国有背景的城市综合运营商。**公司为铁岭财政局下属企业,负责铁岭新区内 22 平方公里土地一级开发,但相比其他一级开发企业,公司还是受铁岭市政府委托负责新区规划、基础设施、公用事业综合运营的**唯一主体**,蓝海战略和排他性业务成就了公司高于行业平均的盈利水平。
- **公司高盈利缘于其对地方经济的贡献,其产生具有区域基础和制度基础。**因为加快铁岭经济和城镇化水平必须有相应的空间载体,封闭式的发展很难保证增长速度,在地里位置上,铁岭新区与省内核心城市沈阳具有天然对接的地理位置优势;此外分税制改革后对经济欠发达地区的影响更为明显,对于土地一级开发这样投资回收期长的业务必须引入社会资本参与,这是铁岭新城产生的制度基础,这也是公司能够实现高盈利水平的原因。
- **新区建设进入收获期。**铁岭市近三年 GDP 平均增速保持在 18% 的水平,固定资产投资增速也实现了 48% 的增长。区域经济的快速发展与新城建设形成良性互动,新区土地价格新区内土地价格由 07 年的每亩 22 万元提升至 66 万,公司的毛利率也从 07 年的 22% 提升至 11 年的 66%。
- **盈利模式有望复制。**铁岭新区的成功开发将对铁岭市和其他地方政府产生较强说服力,铁岭被社科院评为 09 年中国综合增长竞争力第一名地级市。从其积累的开发经验和资本市场的融资窗口分析,公司将是未来更多新区建设最理想的开发主体。铁岭市政府也承诺在进行其他土地一级开发项目时将优先选择与公司合作;此外,铁岭新区的成功开发已经吸引省内外城市来学习经验,如果将业务拓展至省内或全国其他城市,公司业务空间将更为广阔。

**估值及投资建议**

- 预计公司 12、13 年每股收益分别为 2.43 和 3.07, 市盈率 9.5 和 7.5 倍,公司重估每股净资产 31.5 元,目前折价 27%。由于公司经营模式独特且排他性强,给予 12 年 13-14 倍市盈率,目标价格 31.6-34 元,建议买入。

**风险提示**

- 公司项目集中于铁岭新区,抵御系统性风险能力不强;公司土地出让的旺季一般为下半年,各季度业绩较难做到均衡。

**曹旭特**      分析师 SAC 执业编号: S1130511030006  
(8610)66211658  
caoxt@gjzq.com.cn

**张慧**      联系人  
(8610)66216760  
zhang\_hui@gjzq.com.cn

## 内容目录

资本市场唯一国有背景的城市综合运营商 .....	4
区域垄断的经营模式 .....	4
公司的产生具有区域和制度基础 .....	6
公司产生的区域基础 .....	6
分税制是制度基础 .....	7
新城建设进入收获期 .....	8
三大功能区成形 .....	9
区域经济与新城开发形成良性互动 .....	9
交通设施完善将进一步提升土地价值外部性 .....	10
盈利模式有望成功复制 .....	11
盈利预测及投资建议 .....	11
风险提示 .....	12
附录：三张报表预测摘要 .....	13

## 图表目录

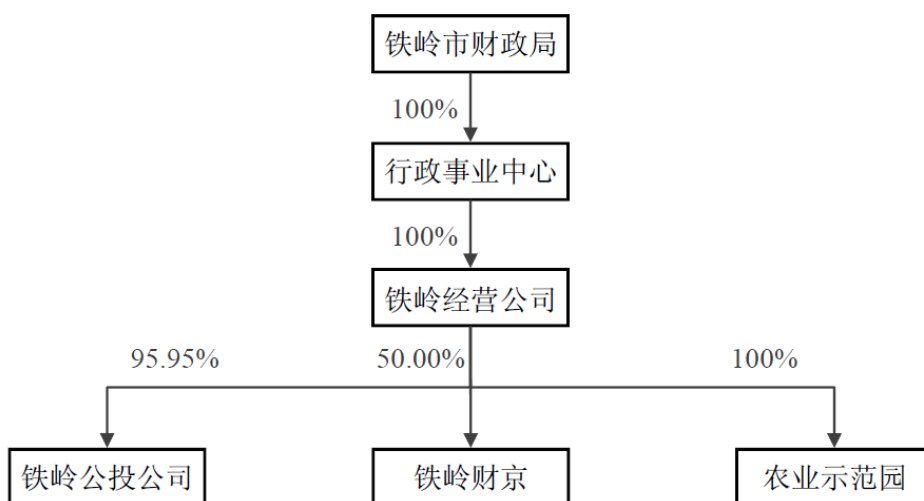
图表 1：公司股权结构 .....	4
图表 2：公司土地一级开发分成模式 .....	5
图表 3：土地分成比例估算 .....	5
图表 4：一级开发公司盈利模式比较 .....	5
图表 5：辽宁省和铁岭市城市化率水平 .....	6
图表 6：05 年辽宁省 12 个地级市城镇化率 .....	6
图表 7：铁岭凡河新区位置图 .....	6
图表 8：中央地方财政收入比例 .....	7
图表 9：中央地方财政支出比例 .....	7
图表 10：地方财政收入中营业税和所得税的占比 .....	7
图表 11：辽宁和广东营业税和所得税占财政收入比例 .....	7
图表 12：05 年辽宁省 12 个地级市人均 GDP 排名 .....	8
图表 13：05 年辽宁省 12 个地级市人均收入排名 .....	8
图表 14：铁岭新城及周边产业园区位图 .....	9
图表 15：铁岭新城功能区示意图 .....	9
图表 16：铁岭市 GDP 增速 单位：% .....	10
图表 17：铁岭固定资产投资增速 单位：% .....	10
图表 18：铁岭房地产开发投资增速 单位：% .....	10
图表 19：铁岭商品房销售面积 单位：万平方米 .....	10
图表 20：铁岭新区土地出让价格 单位：万元/亩 .....	10

图表 21: 公司毛利率变化 .....	10
图表 22: 铁岭新区实景 1 .....	11
图表 23: 铁岭新区实景 2 .....	11
图表 24: 主营收入预测 单位:亩 百万元 .....	12
图表 25: 重估净资产值 单位: 亩 .....	12
图表 26: 重估每股净资产 .....	12

## 资本市场唯一国有背景的城市综合运营商

- 铁岭新城系重组而来，原上市公司中汇医药（000809.sz）将全部资产和负债售出，并向重组方定向增发购买其持有的铁岭财京公司 100% 股权，公司由此成为铁岭新城内的城市综合运营商，主营业务为区域内 22 平方公里的土地一级开发和市政基础设施建设。
- 重组完成后，公司的控股股东变更为铁岭经营公司，铁岭经营公司是铁岭市财政局独资公司，主要负责由铁岭市财政和国有资产部门管理的国有资产经营工作，目前拥有上市公司 34.37% 的股权，，公司也成为目前资本市场唯一国有背景的城市综合运营商。

图表1：公司股权结构



来源：重组报告书 国金证券研究所

- 铁岭新城定位城市综合运营商，在进行土地一级开发业务的同时，**城市基础设施经营也是其未来稳定的利润来源。**
  - 公司在 08 年 5 月成立公用事业公司，目前已取得铁岭新城区内供水、出租车运营和污水处理的特许经营权，并对新区内垃圾处理等业务运营享有优先权。
  - 09 年 4 月公司成立传媒公司，初期业务主要为户外广告经营，随新区人口和基础设施的逐步完善，公司将展开媒体、桥身、车体和分众传媒等业务，为未来业绩增长提供新利润增长点。
- 09 年市政府等重要机关部门已经进驻新城，新城行政中心地位确立。未来随新区土地开发范围的拓展和基础设施的完善，将吸引更多人口流入，目前区内总人口约 9 万人，新区的规划是至 2020 年人口增长至 20 万，远景规划增长至 30 万，相当于目前老城区的人口规模，未来人口的集聚将为区内土地价值提升和公用事业业务发展提供最坚实的基础。

## 区域垄断的经营模式

- 与一般城投公司不同，铁岭新城依托其国有背景，垄断了铁岭新城内的土地一级开发权。
  - 06 年 3 月，铁岭市政府与铁岭财京签署了《铁岭市凡河新区土地一级开发项目合作协议》，公司的土地一级开发业务正式启动。
  - 07 年 12 月，政府与铁岭财京签订《关于铁岭市凡河区城市运营的框架协议书》，再次确定铁岭财京是受政府委托而具体负责铁岭新城规划和土地运营的唯一主体。

- 此外，铁岭市政府承诺：在铁岭市所取得的土地指标内优先满足上市公司的用地计划，并确保其可以按时获得相应土地指标以满足上市公司的建设和销售计划。如果市政府不能取得相应的土地指标，给铁岭财京造成损失，市政府将承担相应的赔偿责任。
- 由于在铁岭新区的土地一级开发业务具有排他性，也成就了公司的高盈利水平。
- 在土地出让完成后，地价款中扣除土地出让金、农业发展基金、国有土地收益基金后，再加上基础设施配套费即构成公司的主营业务收入。我们测算公司的土地分成收入接近九成，在城投类公司中的分成比例位列前茅。

**图表2：公司土地一级开发分成模式**

主营收入	=	土地使用权出让金	—	土地出让金	+	基础设施配套费
				农业发展基金		
				国有土地收益基金		

来源：重组报告书 国金证券研究所

**图表3：土地分成比例估算**

年份	2007	2008	2009	2010
土地使用权出让金（估算）	427	307	1018	937
土地分成收入	390	299	942	853
土地分成收入/土地使用权出让金	91%	97%	92%	91%
主营收入	486	370	951	1094
主营收入/土地使用权出让金	114%	120%	93%	117%

来源：重组报告书 国金证券研究所

**图表4：一级开发公司盈利模式比较**

云南城投	昆明市六甲乡	27.87 平方公里	土地出让总价款扣除全部土地一级开发总成本及按国家有关政策提取各项基金后的土地出让纯收益云南城投按 50% 的比例获得收益，收益不足总成本的 5% 时，昆明市人民政府将保证向云南城投另行支付差价款
中天城投	贵阳市云岩区渔安安井片区	9.5 平方公里	贵阳市云岩区政府以土地出让收益以及片区城市建设配套费支付华润贵阳的投资成本。投资成本支付完成后的剩余部分，由云岩区政府与投资人按照 3: 7 的比例进行分成
铁岭新城	铁岭市凡河新区	22 平方公里	政府在从土地使用权出让金中扣除土地出让金、农业发展基金、国有土地收益基金以及基础设施配套费以外的相关规费之后，将剩余收益全额返还铁岭财京。其中土地出让金按照 5000 元/亩计算，当铁岭新城的土地使用权出让金历年累计平均超出 45 万元/亩，从超出 45 万元/亩后的下一年度，对土地使用权出让金超出 45 万元/亩的，另需按超出 45 万元/亩部分的百分之三十五加收土地出让金。

来源：公司数据 重组报告书 国金证券研究所

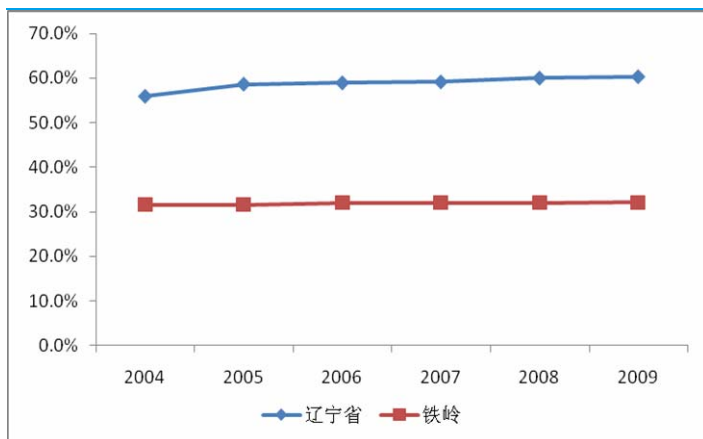
## 公司的产生具有区域和制度基础

- 铁岭新城的盈利水平缘公司对地方经济的贡献，其出现和生长具有区域基础和制度基础。

### 公司产生的区域基础

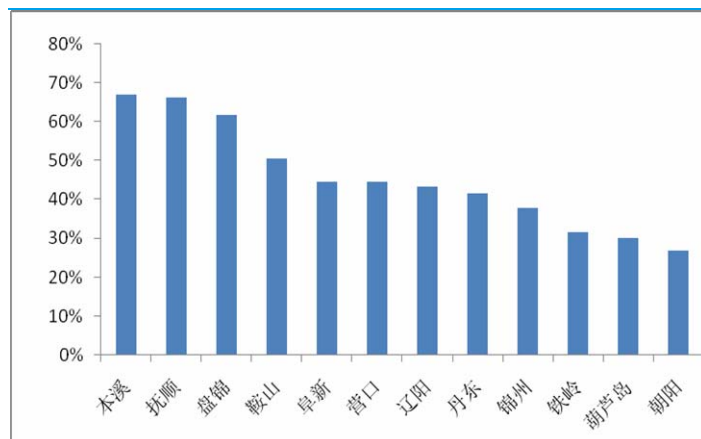
- 铁岭所在的辽宁省工业密度和城市化率在全国都位列较高水平，但铁岭市的城市化水平却比全省低 27 个百分点，在铁岭新区尚未启动开发的 2005 年，铁岭人均 GDP 在辽宁省 12 个地级市中仅位列第 10 名。
- 因此加速铁岭城镇化进程和推进产业结构高级化，是缩短与省内其他城市经济差距的唯一出路，但城镇化率的提升意味城镇人口的增长，需要拓展更广阔的区域，以提供新增人口工作和生活的载体，并且新区要能够在基础设施和交通配套等方面比传统居住区提供更便利的条件，才能吸引企业集聚并加速工业化进程，铁岭新区位于城市南端，从交通便利角度最能与核心城市沈阳实现一体化对接，新区建设是经济发展的自然选择，铁岭新城的成立具有区域基础。

图表5：辽宁省和铁岭市城市化率水平



来源：国家统计局 国金证券研究所

图表6：05 年辽宁省 12 个地级市城镇化率



图表7：铁岭凡河新区位置图



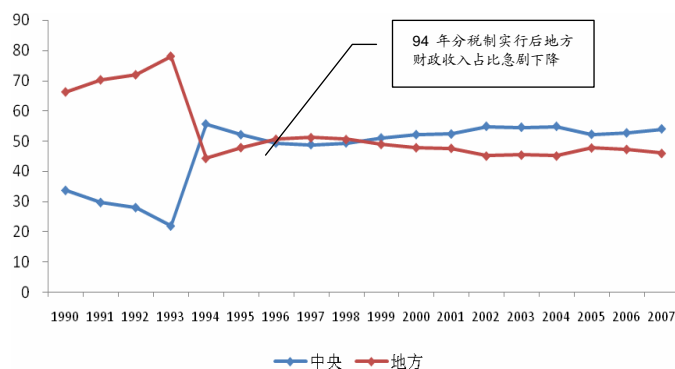
来源：重组报告书 国金证券研究所



### 分税制是制度基础

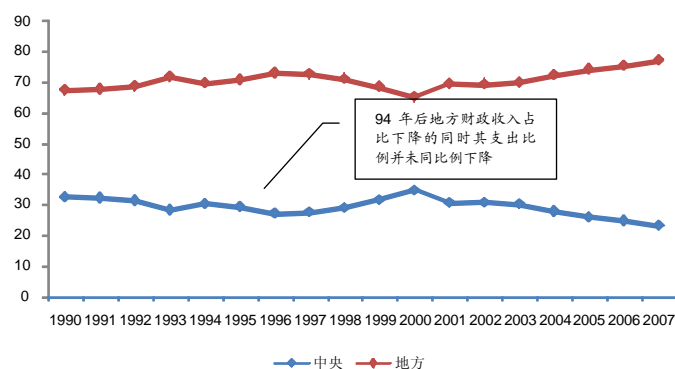
- 铁岭新城是政府资源和社会资本的結合，因为土地一级开发虽可享受较高的利润回报，但投资回收期长，前期资金投入量大，对土地一级开发主体的资金营运能力有较大考验。而在分税制改革后，地方政府的财政收入和支出更不匹配，对经济不发达地区影响更为明显，所以对于资金密集投入的一级开发业务，政府必须吸引社会资本参与，以市场化的形式成立开发主体，这是铁岭新城产生的制度基础。
- 分税制改革后地方政府财权和事权不对称是铁岭新城这类城投公司出现的重要原因。因为分税制降低了地方财政在收入分配中的比重，但地方财政支出比例并未从此对应下调。
- 中国的分税制改革始于 94 年。所谓分税制即是按照事权和财权相统一的原则，结合税种的特性，划分中央与地方的税收管理权限和税收收入。但在实际运行中，实际效果很难达到完美的初衷。可以看到 94 年实行分税制后，地方财政收入占比由 78% 下滑至 44%，但其支出反而由 69% 上升至 72%。

图表8：中央地方财政收入比例



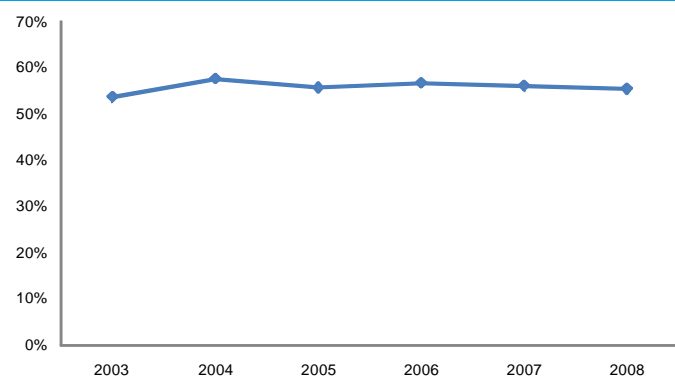
来源：国家统计局 国金证券研究所

图表9：中央地方财政支出比例



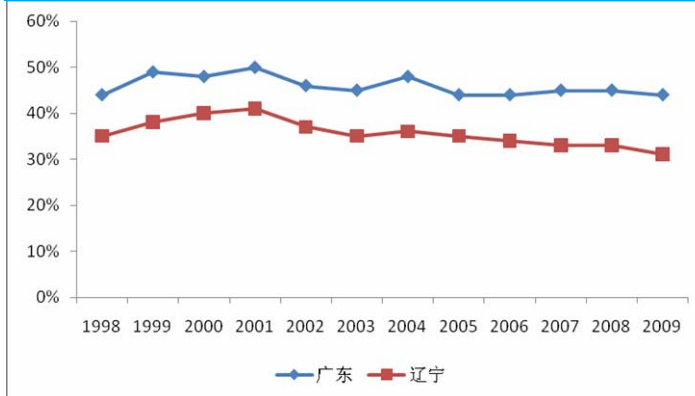
- 在实行分税制后，经济不发达地区的财政受到影响更为不利。因为虽然地方财政收入约有 21 项，但起到主要贡献作用的是营业税、企业所得税和个人所得税，这三项合计占比一般都已经超过财政收入的 50%。
- 但经济不发达地区的营业税和所得税的收入弹性会明显低于发达地区，因为缺少能够提供高效益的企业，分税制改革对欠发达地区负面影响会更深刻，所以这类城市的建设更需要民间资本的参与才能顺利完成。

图表10：地方财政收入中营业税和所得税的占比



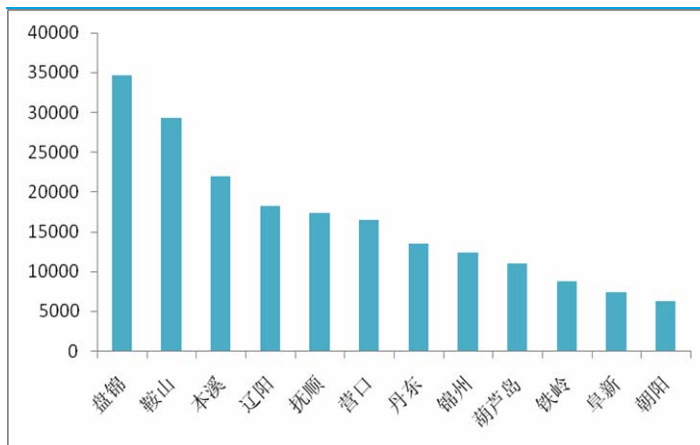
来源：国家统计局 国金证券研究所

图表11：辽宁和广东营业税和所得税占财政收入比例



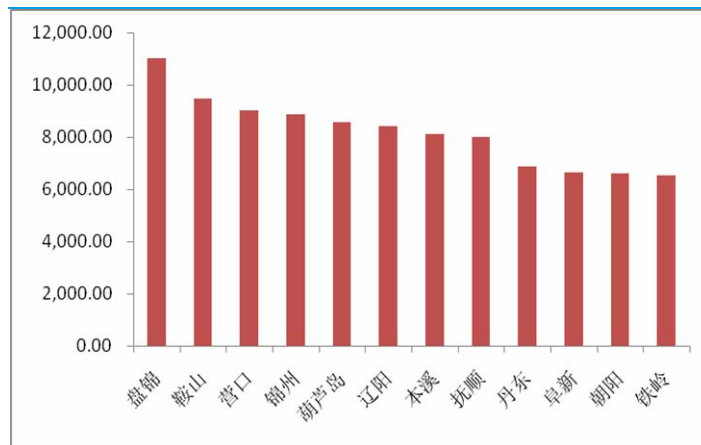
- 在铁岭新城开发未启动之前，铁岭在辽宁省内 12 个地级市中人均 GDP 位列第 10，人均收入位列倒数第一，所以分税制背景下，铁岭地方财政会更紧张，必须引入社会资本参与投资回收周期长的土地一级开发，这是铁岭新城产生的制度背景。
- 公司在 06 年开始启动新城开发到 09 年 5 月期间，公司的主营收入仅为 9 亿元，但土地开发投入却达到了 21 亿元。
- 当然，由于对区域经济的发展起到至关重要作用，公司也获得了高于行业平均水平的回报。

图表12: 05 年辽宁省 12 个地级市人均 GDP 排名



来源：国家统计局国金证券研究所

图表13: 05 年辽宁省 12 个地级市人均收入排名



### 新城建设进入收获期

- 铁岭新城规划面积 22 平方公里，城市功能定位为铁岭市行政中心、沈阳经济区的旅游度假中心、为沈阳 700 多万人口和沈铁工业走廊中的专用车生产基地、东北物流城、北方金融后台服务基地以及辽宁职业教育基地等 150 万产业区人口提供规模化、现代化和适宜人居的生活服务配套区域，目前随区域基础设施的完善，新城建设已进入收获期，土地价值和利税额度都明显提升。



图表14: 铁岭新城及周边产业园区位图

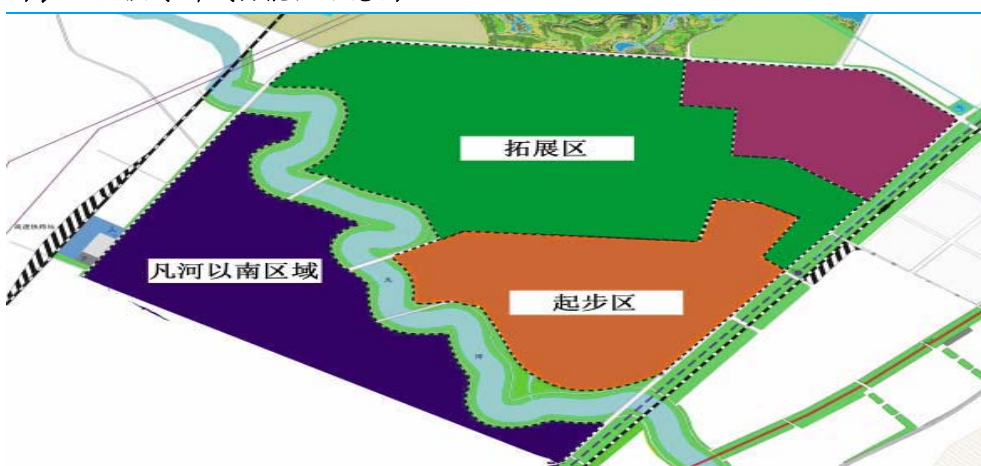


来源：重组报告书 国金证券研究

### 三大功能区成形

- 铁岭新区由起步区、拓展区和凡河以南三大功能区组成，目前起步区和拓展区的土地一级开发已基本完成，区内资金投入的高峰期也已经过去。恒基兆业、上海弘久、沈煤集团等大型地产企业已进入新区进行开发。
  - 起步区占地面积 4.4 平方公里，位于凡河以北，该区域的土地平整和配套设施建设已于 2007 年完成。
  - 拓展区面积为 11.9 平方公里，该区域内规划的用地性质主要为大型住宅区、综合性教育科研基地、商业与金融机构办公区以及社会福利设施。此范围内配套设施的建设已于 2010 年底全部完工。
  - 凡河以南区域面积为 5.7 平方公里，与铁岭新城远景规划中的开发区域相邻，是铁岭新城未来增值潜力最大的区域。因为该区域距离沈阳的距离较近，且有近 500 亩旅游用地以及约 1000 千亩商服务用地，将最受益于沈阳和周边休闲和消费需求的带动。

图表15: 铁岭新城功能区示意图



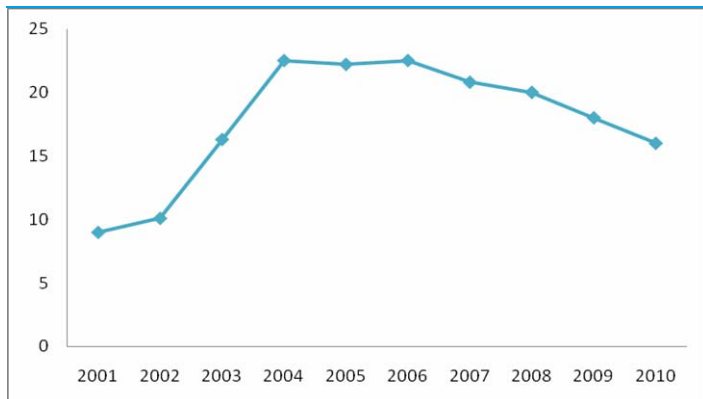
来源：重组报告书 国金证券研究所

### 区域经济与新城开发形成良性互动

- 铁岭市近三年 GDP 平均增速保持在 18% 的水平，固定资产投资增速也实现了 48% 的增长，明显超过全国和辽宁省平均水平。区域经济的快速发展与新城建设形成良性互动，新区土地价格新区内土地价格由 07 年的每亩

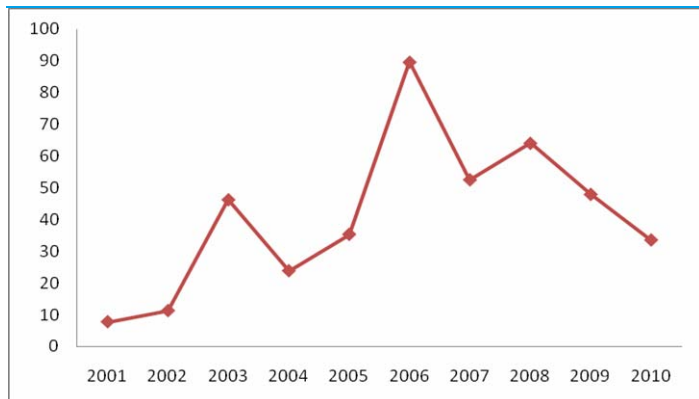
22 万元提升至 66 万，公司的毛利率也从 07 年的 22%提升至 11 年的 66%。

图表16: 铁岭市 GDP 增速 单位: %

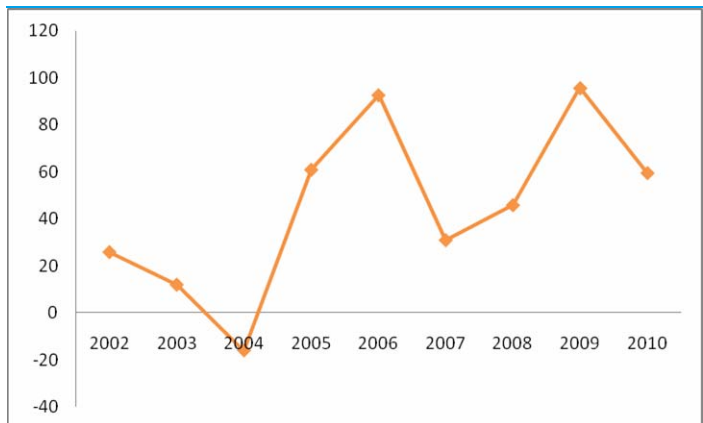


来源: 国家统计局 国金证券研究所

图表17: 铁岭固定资产投资增速 单位: %

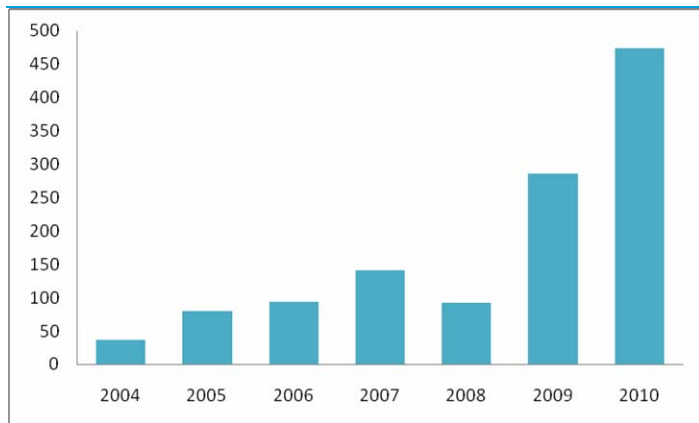


图表18: 铁岭房地产开发投资增速 单位: %

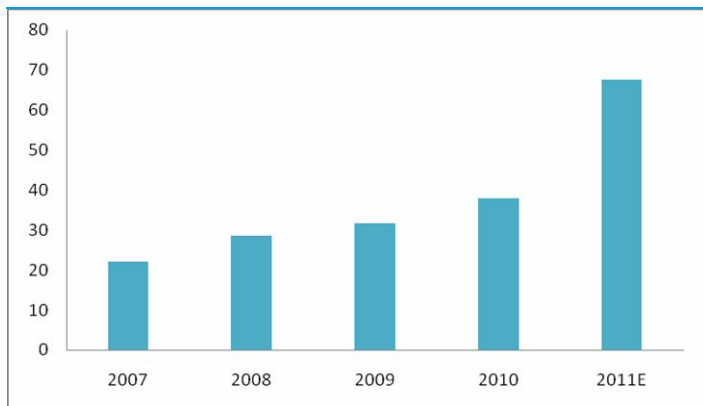


来源: 铁岭统计信息网 国金证券研究所

图表19: 铁岭商品房销售面积 单位: 万平方米

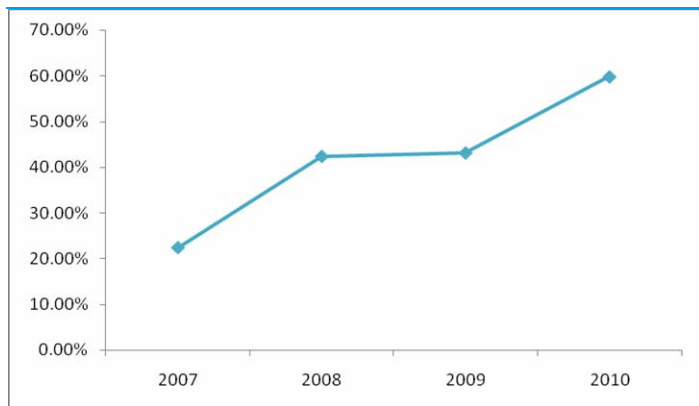


图表20: 铁岭新区土地出让价格 单位: 万元/亩



来源: 重组报告书 国金证券研究所

图表21: 公司毛利率变化



交通设施完善将进一步提升土地价值外部性

- 铁岭新区与外界的交通已较为便利，从新区到沈阳机场的车程只需 40 分钟，京哈电气化铁路、京哈高速公路和哈大公路纵贯全境，而连接沈阳和铁岭的沈铁轻轨正在建设过程中，并将于 2013 年正式通车，届时**铁岭新城将实现与沈阳同城化，完全融入沈阳 30 分钟经济圈。**

### 盈利模式有望成功复制

- 铁岭新区的规划有较高起点，并没有功利化追求城市空间在经济效益层面的拓展，而是突出城市的生态宜居特色，城市中 45%面积被水域和绿化地覆盖，是全国唯一在世博主题馆作为城市发展范例进行展出的城市。
- 公司通过合理的交通设施改善和区位选择，很好的借力沈铁工业走廊建设，提升城市工业化进程，09 年全市规模以上工业企业发展到 1459 户，工业水平提升到 51%，工业整体实力由较低排名跃居至辽宁省第 6 位，铁岭被中国社会科学院评为 2009 年中国综合增长竞争力第一名地级城市。
- 铁岭新区的建设和规划得到地方政府认可，铁岭市政府在《土地一级开发协议》中约定，在同等条件下，铁岭市在进行其他土地一级开发项目时将优先选择与铁岭财京合作，未来铁岭新区规划的拓展将给公司提供新增开发资源。
- 目前铁岭市仍是一个农业大市，根据国家振兴东北老工业基地和城乡一体化建设的大方针，铁岭市及其下属县区在未来的一段时间内仍有可能启动其他新区的整体建设，根据目前已具备的开发经验和资本市场的融资窗口分析，公司将是未来更多新区建设最理想的开发主体。
- 公司在省内其他城市也具有拓展资源的空间，因为鞍山、本溪、丹东等城市也有拓展城市空间，推进城市化进程的需求，而公司已取得成果无疑会对当地政府具有较强说服力，如果未来将业务拓展至省内或全国其他城市，公司业务空间将更为广阔。

图表22：铁岭新区实景 1



来源：重组报告书国金证券研究所

图表23：铁岭新区实景 2



### 盈利预测及投资建议

- 新区整体可出让用地 2.5 万亩，截止 11 年底可出让面积约为 1.7 万亩，而新区土地的出让价格已从 07 年的每亩 25 万元上涨至目前的 67 万元，随着人口密度的提升和土地稀缺性的凸显，新区土地出让价格会逐步提高，我们认为公司未来依然能够保持较高增速。而公司目前资产负债率只有 40%，相比同行业公司的举债经营空间也更高。

- 预计公司 12、13 年每股收益分别为 2.43 和 3.07，市盈率 9.5 和 7.5 倍，公司重估每股净资产 31.5 元，目前折价 27%。由于公司经营模式独特且排他性强，给予 12 年 13-14 倍市盈率，目标价格 31.6-34 元，建议买入。

**图表24：主营收入预测 单位：亩 百万元**

项目	出让面积			出让价格(万元/亩)			土地使用权出让金			土地一级开发收入			毛利率		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
住宅	1950	1955	1952	79	95	105	1544	1858	2041	1218	1407	1516			
商业	464	327	345	77	92	102	357	302	351	284	230	262			
商住	113	114	40	77	92	102	87	105	41	69	80	30			
旅游	0	0	0	35	42	46	0	0	0	0	0	0			
其他	275	410	421	40	48	57	109	195	240	101	182	225			
合计	2802	2806	2758	75	88	97	2098	2460	2672	1672	1899	2033	71%	75%	73%
基设配套费										103	202	202	90%	90%	90%
总计										1775	2101	2235	71%	75%	77%

来源：公司数据 国金证券研究所

**图表25：重估净资产值 单位：亩**

	未结算面积	均价	总价值	公司营收	毛利率	账面值	尚需投资	净现值	增值额	公司权益	权益增值额
铁岭新城 1	2142	68	14.624	13.102	68%	3.230	0.99	8.324	5.09	100%	5.09
铁岭新城 2	2802	75	20.976	17.751	71%	4.226	0.99	14.201	9.98	100%	9.98
铁岭新城 3	2806	88	24.603	21.012	75%	4.232	1.04	16.578	12.35	100%	12.35
铁岭新城 4	2758	107	29.393	22.354	73%	4.159	1.84	19.158	15.00	100%	15.00
铁岭新城 5	2526	130	32.742	23.850	78%	3.809	1.45	21.586	17.78	100%	17.78
铁岭新城 6	2208	143	31.482	22.931	80%	3.330	1.23	20.796	17.47	100%	17.47
铁岭新城 7	1899	157	29.789	19.418	78%	2.864	1.32	19.496	16.63	100%	16.63

来源：公司数据 国金证券研究所

**图表26：重估每股净资产**

总股本	账面每股净资产	每股增值额	重估每股净资产
369.6	5.750	25.722	31.472

来源：公司数据 国金证券研究所

## 风险提示

- 公司项目集中于铁岭新区，抵御系统性风险能力不强；公司土地出让的旺季一般为下半年，各季度业绩难做到均衡



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	142	149	1,403	1,775	2,101	2,235	货币资金	33	25	145	800	1,250	3,110
增长率		5.3%	840.1%	26.5%	18.4%	6.4%	应收款项	57	58	466	11	15	16
主营业务成本	-40	-40	-471	-522	-527	-508	存货	15	25	2,585	3,619	3,800	3,230
%销售收入	28.4%	27.0%	33.6%	29.4%	25.1%	22.7%	其他流动资产	8	2	37	2	2	2
毛利	101	109	932	1,253	1,574	1,728	流动资产	112	111	3,232	4,432	5,067	6,358
%销售收入	71.6%	73.0%	66.4%	70.6%	74.9%	77.3%	%总资产	46.8%	45.6%	92.4%	93.4%	93.9%	94.9%
营业税金及附加	-2	-2	0	-2	-2	-2	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	1.5%	1.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	90	100	246	284	289	294
营业费用	-75	-79	-3	-3	-3	-4	%总资产	37.6%	41.2%	7.0%	6.0%	5.4%	4.4%
%销售收入	53.1%	52.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	37	32	18	28	38	47
管理费用	-23	-22	-60	-63	-66	-69	非流动资产	128	132	265	314	328	343
%销售收入	16.0%	14.7%	4.3%	3.5%	3.1%	3.1%	%总资产	53.2%	54.4%	7.6%	6.6%	6.1%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	1	6	869	1,186	1,502	1,652	资产总计	240	243	3,497	4,747	5,396	6,701
%销售收入	0.9%	4.0%	61.9%	66.8%	71.5%	73.9%	短期借款	88	80	360	871	0	0
财务费用	-4	-5	-42	0	0	0	应付款项	11	21	369	665	1,121	1,105
%销售收入	3.1%	3.6%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	4	3	175	44	29	28
资产减值损失	-2	0	-3	0	0	0	流动负债	103	104	903	1,580	1,150	1,134
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	200	300	400
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	3	498	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	107	108	1,402	1,780	1,450	1,534
营业利润	-6	1	824	1,186	1,502	1,652	普通股股东权益	129	132	2,108	2,979	3,959	5,180
营业利润率	n.a	0.5%	58.8%	66.8%	71.5%	73.9%	少数股东权益	4	4	0	0	0	0
营业外收支	0	2	0	0	0	0	负债股东权益合计	240	243	3,510	4,759	5,408	6,713
税前利润	-5	3	825	1,186	1,502	1,652	比率分析						
利润率	n.a	1.7%	58.8%	66.8%	71.5%	73.9%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	0	0	-218	-296	-376	-413	每股指标						
所得税率	n.a	19.6%	26.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	-0.043	0.025	1.656	2.426	3.074	3.381
净利润	-5	2	607	889	1,127	1,239	每股净资产	1.128	1.153	5.750	8.126	10.799	14.130
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.089	0.090	0.632	1.396	3.824	4.946
归属于母公司的净利润	-5	3	607	889	1,127	1,239	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.050	0.050
净利率	n.a	2.0%	43.3%	50.1%	53.6%	55.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-3.82%	2.21%	28.80%	29.85%	28.46%	23.93%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	-2.06%	1.20%	17.30%	18.69%	20.84%	18.46%
净利润	-5	2	607	889	1,127	1,239	投入资本收益率	0.59%	2.25%	25.91%	21.96%	26.46%	22.21%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	12	10	13	19	20	20	主营业务收入增长率	13.74%	5.28%	840.09%	26.55%	18.37%	6.39%
非经营收益	4	5	41	0	0	0	EBIT增长率	-91.16%	390.08%	#####	36.46%	26.71%	9.99%
营运资金变动	-1	-7	-429	-396	255	553	净利润增长率	N/A	N/A	#####	46.49%	26.71%	9.99%
经营活动现金净流	10	10	232	512	1,402	1,813	总资产增长率	-1.09%	1.47%	#####	35.73%	13.68%	24.19%
资本开支	-11	-5	-98	-68	-34	-35	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	94.8	100.0	60.1	0.3	0.3	0.3
其他	0	0	148	0	0	0	存货周转天数	150.1	183.9	1,011.9	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-11	-5	50	-69	-34	-35	应付账款周转天数	58.4	94.8	135.1	300.0	300.0	300.0
股权募资	4	1	0	0	-129	0	固定资产周转天数	210.7	245.3	64.0	54.0	43.0	38.0
债权募资	-1	-8	-88	212	-771	100	偿债能力						
其他	-5	-5	-89	0	-18	-18	净负债/股东权益	41.58%	40.24%	10.22%	9.09%	24.00%	52.31%
筹资活动现金净流	-1	-12	-177	212	-918	82	EBIT利息保障倍数	0.3	1.1	20.7	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
现金净流量	-2	-7	105	655	450	1,860	资产负债率	44.61%	44.17%	39.94%	37.41%	26.80%	22.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。



**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B