

# 开元投资 (000516.SZ) 百货零售行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

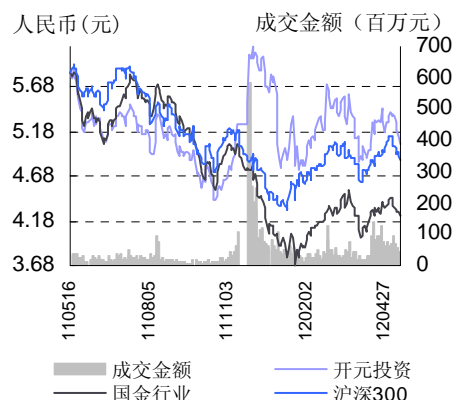
市价(人民币): 5.03 元

## “商业+医院”双翼共展，展翅腾飞；

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)	713.22
总市值(百万元)	3,588.50
年内股价最高最低(元)	6.13/4.41
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)	0.211	0.178	0.228	0.322	0.421
每股净资产(元)	1.50	1.57	1.80	2.00	2.42
每股经营性现金流(元)	0.40	0.66	0.24	0.72	0.83
市盈率(倍)	26.69	27.64	22.38	15.85	12.12
行业优化市盈率(倍)	54.94	49.61	49.61	49.61	49.61
净利润增长率(%)	107.85%	-15.58%	27.75%	41.25%	30.72%
净资产收益率(%)	14.10%	11.38%	12.69%	16.08%	17.36%
总股本(百万股)	713.42	713.42	713.42	713.42	713.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 本文是我们《医疗服务专题分析报告 20111128》的细化。伴随着“医改”进程，我们认为医疗服务未来会是医药板块投资热点。我们会围绕这一主题，陆续覆盖其中不同模式的上市医疗服务公司，寻找投资机会。
- 公司实现“商业+医院”双翼发展，由商业提供稳定现金流，医院进行对外复制。目前商业发展稳健，2013 年有高增长；高新医院已进入盈利水平提升期；高新国际医院正在筹备，将推进公司向大型医疗集团发展。
- 高新医院已进入快速发展期，盈利提升空间大。高新医院是公司实际控制人和医院管理层一手建造并组建队伍、培育市场，并最终获批第一家民营三甲医院。于 2011 年改制为营利性医院后，依靠灵活机制将显著提高盈利水平。通过“软投入”增加“硬收入”，预计净利率将由 5% 逐渐提高到 10% 以上；高新医院 2012 年开始向高端化改造，预计未来将为医院多贡献 2000-3000 万净利润。
- 利用高新医院累计的民营大型医院复制能力，计划新建高新国际医院，进一步推进公司向大型医疗集团发展。高新国际医院计划进一步发展高端业务，与高新医院形成协同效应。
- 商业主业 2012 年是底部，预计 2013 年增速高于 40%，之后提供稳健现金流。主要门店钟鼓店于 2012 年装修，可能影响今年业绩，装修后提档将显著提升该店的盈利能力；新开门店西旺店与宝鸡店已度过市场培育期，预计于 2012 年实现盈亏平衡，2013 年后盈利高速增长。

### 投资建议

- 我们认为公司具有投资价值，主要考虑到医院牌照的稀缺性。预计 2012 年-2014 年商业 EPS 为 0.18 元、0.26 元、0.33 元，医院 EPS 为 0.04 元、0.06、0.09 元，加上西安银行股权转让，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 为 0.23 元、0.32 元、0.42 元，同比增长 27.8%、39.1%、31.2%。

### 估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 6.10 元目标价位，相当于商业绝对估值 4.9 元加 30 倍 12 年医院 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险

- 经济低迷导致商业门店盈利低于预期；高新医院盈利增长低于预期；高新国际医院进程低于预期。

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

郭妮妮 联系人  
(8621)61038315  
guonini@gjzq.com.cn

文瑶 分析师 SAC 执业编号: S1130511080001  
(8621)61038260  
wenyao@gjzq.com.cn

## 内容目录

“医院”业务实现高盈利，向大型医疗集团发展.....	4
民营医疗机构，发展时机正好 .....	4
短期：高新医院进入快速发展期，将逐步实现高盈利 .....	5
长期：高新国际医院实现盈利，发展大型医疗集团 .....	9
“商业”提供稳定现金流，2012 年业绩拐点 .....	11
商业业务稳健发展，可为医院业务提供稳定现金流.....	11
商业 2012 年业绩拐点，2013 年业绩将大幅增长。 .....	11
盈利预测 .....	13
医院业务：高于大股东业绩承诺，近三年将高速增长 .....	13
商业业务：2013 年业绩增长达 40% .....	14
整体盈利：2012 年拐点 .....	16
风险提示 .....	16
附录：三张报表预测摘要 .....	17

## 图表目录

图表 1：政策扶持民营医疗机构 .....	4
图表 2：近两年，民营医院数量显著增长 .....	4
图表 3：民营医院床位数量显著增长 .....	4
图表 4：民营医疗机构优势突出，发展潜力巨大 .....	4
图表 5：高新医院优势明显，发展空间大 .....	5
图表 6：西安高新医院进入快速发展期，盈利将逐步提升 .....	5
图表 7：高新医院资质优秀，具有发展高端医疗和特色专科基础优势 .....	6
图表 8：高新医院盈利提升空间大 .....	6
图表 9：增加“软投入”——改善门诊，增强服务意识 .....	7
图表 10：高新医院地理位置优越，高消费人群优势明显 .....	7
图表 11：西安高新区适合高端医疗和特色专科发展 .....	8
图表 12：西安经济环境优越，适合高端医疗和特色专科发展 .....	8
图表 13：西安高新医院建筑风格大气，适合高端医疗 .....	8
图表 14：公司实际控制人和医院管理层具有开办和管理医院的能力及经验 .....	9
图表 15：Parkway holdings 进入医院领域后，市值高速增长 .....	10
图表 16：Parkway Holdings 股价随收购医院高速增长 .....	10
图表 17：Raffles 市值高速增长 .....	11
图表 18：净利润稳健增长 .....	11
图表 19：现金流稳健增长 .....	11
图表 20：各门店经营情况 .....	12

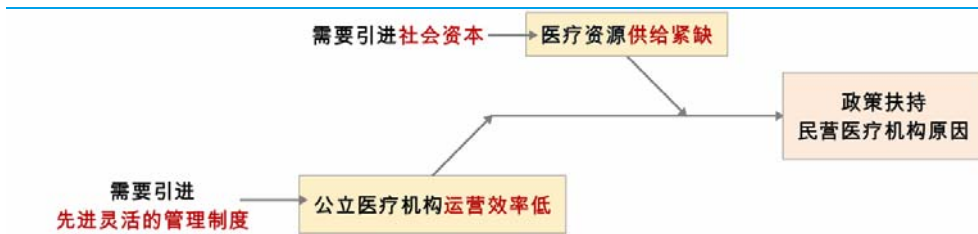
图表 21: 门店资产优良, 主要为自有资产 .....	12
图表 22: 钟路店是公司的主力门店 .....	12
图表 23: 西稍门店是未来三年高速增长的门店 .....	13
图表 24: 宝鸡店将提供公司未来商业业务高速发展的主要动力 .....	13
图表 25: 高新医院业务盈利预测 .....	14
图表 26: 高新医院净利润预测 .....	14
图表 27: 商业业务盈利预测 .....	15
图表 28: 公司商业业务的绝对估值预测 .....	15
图表 29: 整体业务盈利预测 .....	16

## “医院”业务实现高盈利，向大型医疗集团发展

### 民营医疗机构，发展时机正好

- 国家政策扶持民营医疗机构。在老龄化及新医改等因素推动下，刚性医疗需求可能井喷式释放，公立医院资源紧缺且运营效率偏低，给民营医疗机构广阔的发展空间。

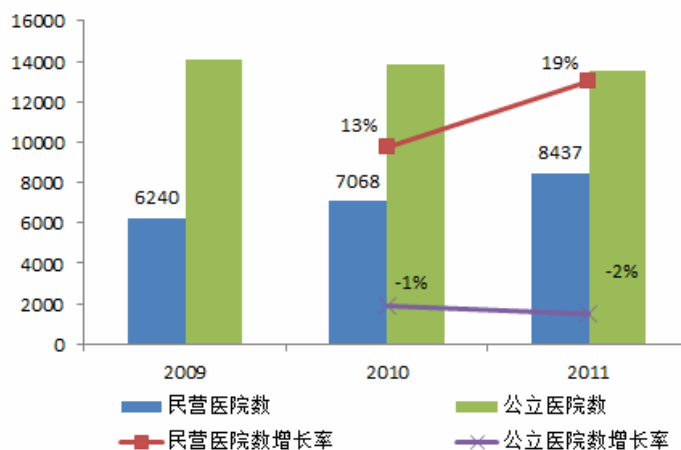
图表1：政策扶持民营医疗机构



来源：国金证券研究所

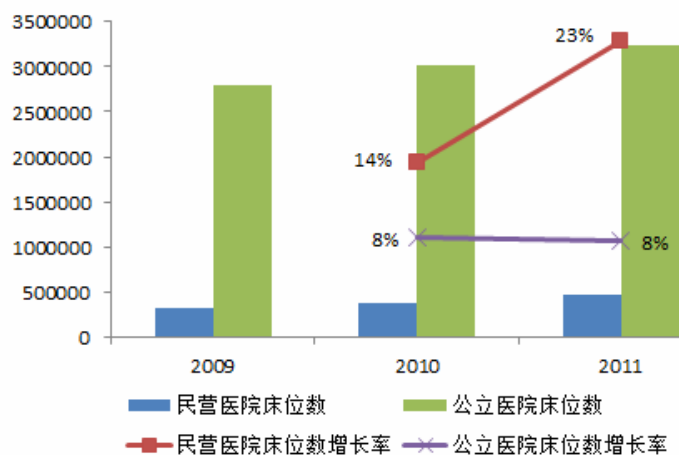
- 近两年，民营医疗机构发展迅速，数量和床位数均显著增长。但民营医院发展良莠不齐，平均床位数低，规范后空间巨大。

图表2：近两年，民营医院数量显著增长



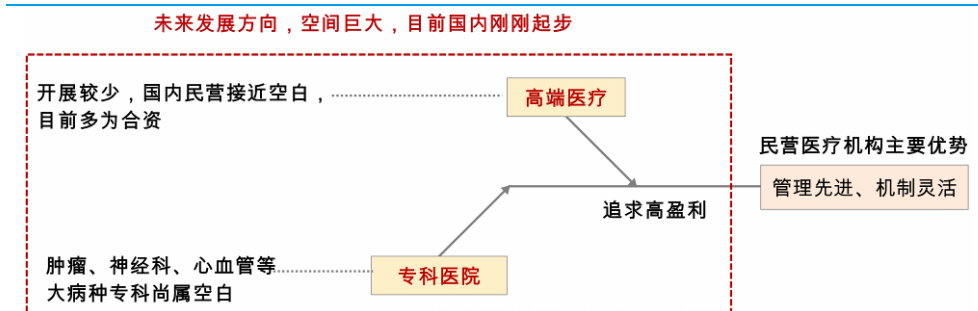
来源：国金证券研究所

图表3：民营医院床位数显著增长



- 民营医疗机构优势突出，依靠先进管理和灵活机制，高端医疗和专科医院是未来发展方向。同时，医疗产业业务属“稀有牌照”，先进入的民营资本具有先发优势。

图表4：民营医疗机构优势突出，发展潜力巨大

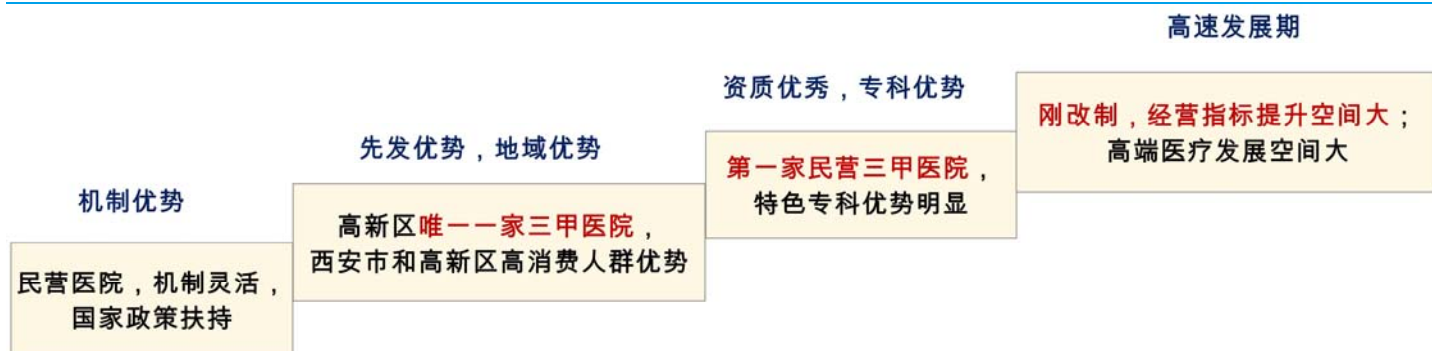


来源：国金证券研究所

短期：高新医院进入快速发展期，将逐步实现高盈利

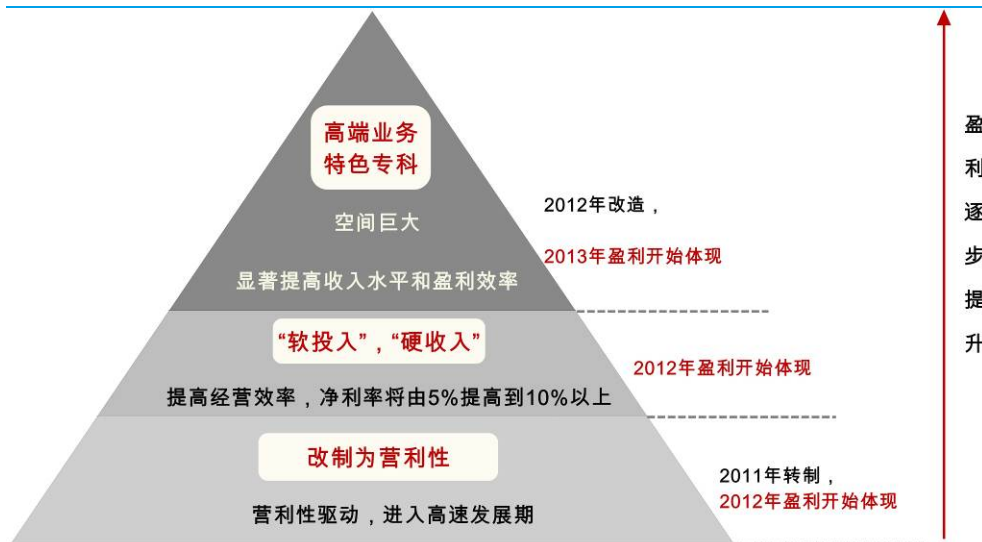
- 高新医院优势明显，发展空间大，依靠灵活机制、发展高端业务和特色专科，将逐步实现高盈利。

图表5：高新医院优势明显，发展空间大



来源：国金证券研究所

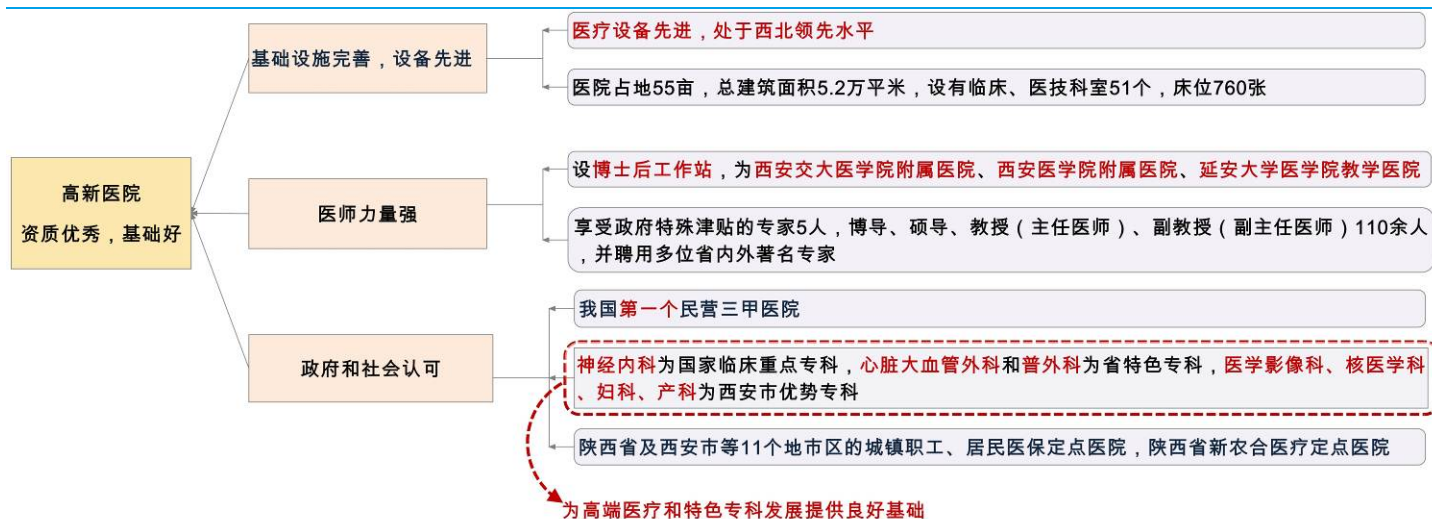
图表6：西安高新医院进入快速发展期，盈利将逐步提升



来源：国金证券研究所

- 高新医院进入快速发展期，盈利提升空间大，依靠“软投入”增加“硬收入”，净利率将由5%提高到10%以上。
  - 高新医院作为国内第一家民营三甲医院，资质优秀。设博士后工作站，为西安交大等三所大学医学院的附属医院，有效解决民营医院的医师晋职问题。医疗设备先进、专家优势以及特色专科优势明显，为高端医疗和特色专科业务发展提供良好基础。

图表7: 高新医院资质优秀, 具有发展高端医疗和特色专科基础优势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 高新医院盈利提升空间大, 高新医院作为第一家民营三甲医院和高新区唯一一家三甲医院, 2011年七月刚完成非营利性向营利性转变。相比行业平均水平, 高新医院的入院人数、病床使用率以及住院人均费用三项住院指标明显偏低。药收入占比仅30%, 相比国家规定不超过45%和大部分三甲医院占比45%, 高新医院不依靠药品收入, 将依靠服务和特色医疗进行盈利, 走差异化路线。

图表8: 高新医院盈利提升空间大

医院	床位数	门诊人数(人次)	入院人数(人次)	病床使用率	门诊人均费用(元)	住院人均费用(元)	药收入占比
西京医院	3200	200万	10万				
唐都医院	1200	71万	7万				
西交附一	2300	120万					
全国三级医院	>500	93万	3.8万	103%	220	10442	40-45%
高新医院	760	60万	2.4万	87%	196	7281	30%

相对均值偏低, 具改善空间

药收入占比低, 受药价政策影响小

来源: 公司公告, 医院网站, 国金证券研究所

- 高新医院进入快速发展期, 依靠“软投入”增加“硬收入”, 预计净利率将由5%提高到10%以上。例如, 通过改善门诊流程减少等待时间, 改善门诊大厅环境, 并同时提高门诊费用(公立医院1元, 专家6元, 高新医院10元), 门诊人数和相应收入迅速增加, 2010年门诊人数53.3万人次, 到2011年60万人次, 2012年预计将达到70万人次。

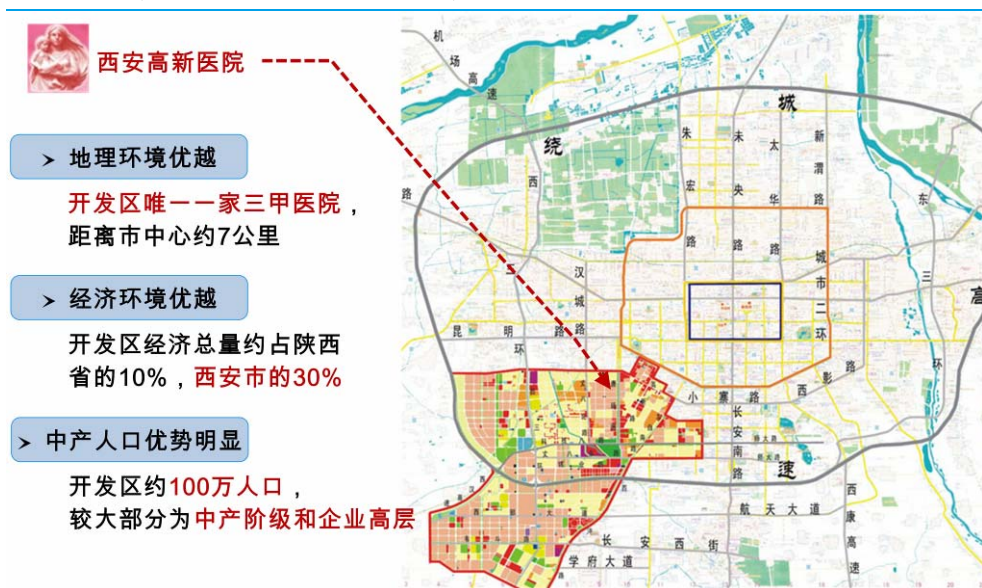
图表9: 增加“软投入”——改善门诊, 增强服务意识



来源: 国金证券研究所

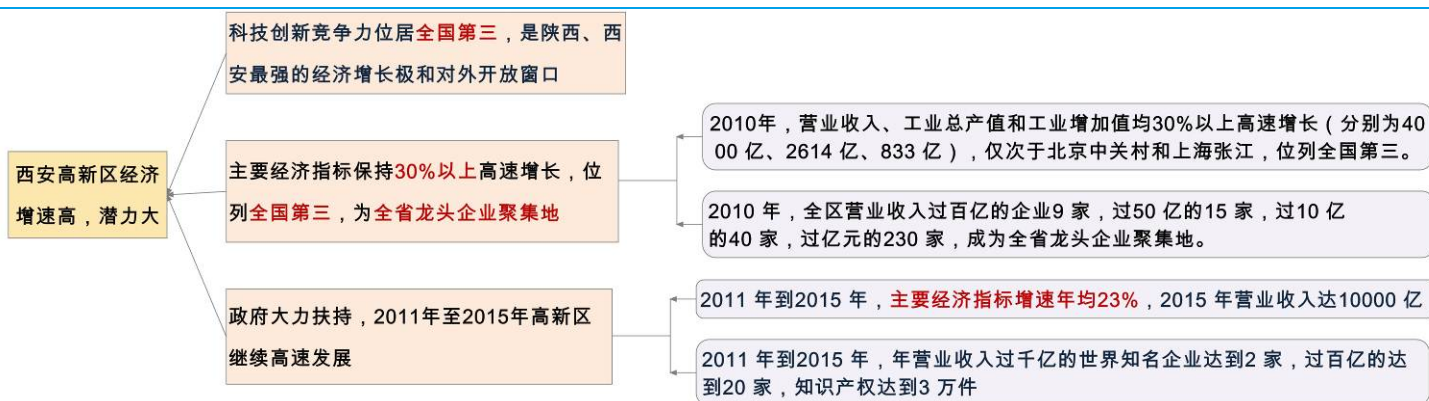
- 高新医院发展高端业务和特色专科, 将进一步提升盈利能力。目前高端业务和特色专科为近空白领域, 供给严重不足, 高新医院利用高新区独有的高消费人群优势, 在自身优秀的硬件设施和医疗专科基础上进行改造, 开展高端业务和特色专科, 紧跟医疗产业发展趋势, 进一步提升盈利能力。
- 高新医院地理位置优越, 高消费人群优势明显。西安高新区和西安经济环境优越, 高新区主要经济指标均保持 30% 以上增长, 西安市乃至整个西北高端医院为近空白领域, 适合开展高端医疗和特色专科业务。

图表10: 高新医院地理位置优越, 高消费人群优势明显



来源: 医院网站, 国金证券研究所

图表11: 西安高新区科技创新和主要经济指标位列全国第三, 适合高端医疗和特色专科发展



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表12: 西安经济环境优越, 适合高端医疗和特色专科发展



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 高新医院具备高端业务和特色专科基础, 医疗设备先进、专家优势以及特色专科优势明显 (如图6所述)。医院环境大气, 为欧式建筑风格, 走廊宽阔, 层高和通风较好。

图表13: 西安高新医院建筑风格大气, 适合高端医疗



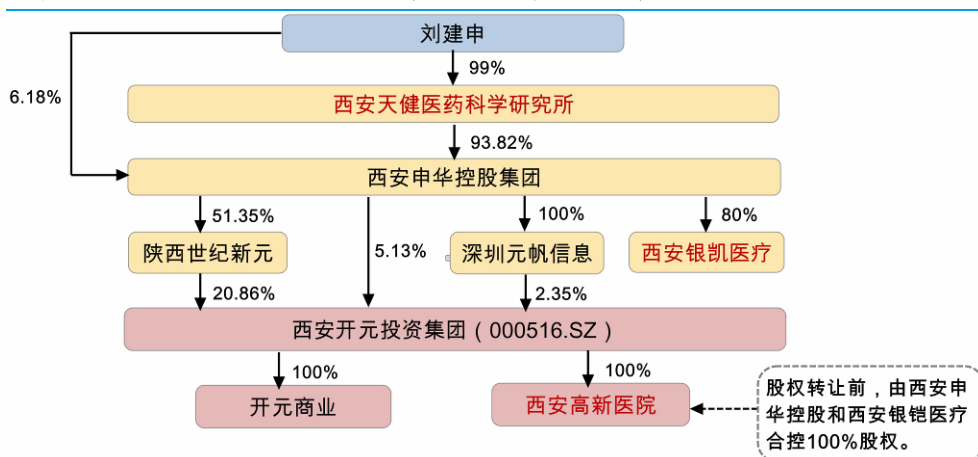
来源: 医院网站, 国金证券研究所

- 高端化医疗逐步展开, 将重点发展产科和儿科等优势领域, 可能在2012年将原有病房的一半改造成高端病房。目前, 国际部高端门诊已开始运营, 门诊费由普通门诊的10元提高到100元, 同时提高病房费及护理费, 未来诊疗费可能进一步提高。当高端病房改造完毕并投入使用, 将进一步明显提高医院盈利水平。
- 特色专科待逐步展开, 将利用肿瘤、血液科、心脏科等专科优势, 开展特色专科, 与综合化诊疗进行差异化经营, 提高医院盈利水平。

### 长期：高新国际医院实现盈利，发展大型医疗集团

- **高新国际医院正在筹备，预计今年形成最终方案的可能性较高。**高新国际医院计划进一步发展高端业务，与高新医院形成协同效应，但实现盈利可能需要较长时间。
  - 为充分利用西安高新医院有限公司的良好平台，顺应国家扶持民营资本进入医院领域的政策，拟在西安高新区创意研发园区内新建一座集医疗、康复、体检、保健、教学、科研为一体的三甲国际医院。初步预计约 150 亩地（约 3 个高新医院面积），离高新医院十多公里，易形成协同效应。
- **高新医院具有几乎国内最强的民营大型医院复制能力，开办新的大型综合医院，发展大型医疗集团，公司已具备先发优势。**收购和整合三甲医院难度业内公知，而高新医院却具有几乎国内最强的民营大型医院复制能力，高新医院是公司实际控制人和医院管理层一砖一瓦一手建造，并一手招聘组建队伍，培育市场，并最终获批第一家民营三甲医院。
  - 刘建申先生为公司的实际控制人，股权转让实际是将西安高新医院由大股东进入上市公司。高新医院由刘建申先生及医院管理层一手建造并管理至今，说明公司实际控制人和医院管理层具有开办和管理医院的能力及经验。

图表 14：公司实际控制人和医院管理层具有开办和管理医院的能力及经验



来源：公司年报，国金证券研究所

- **未来十年，发展大型医疗集团大有可为。**借鉴国外医疗产业的发展经验，医院资源紧缺和利用不均是一经之路，几乎都是依靠管办分开、引进民营资本、发展大型医疗集团方式进行解决。因此，考虑到我国目前医院产业的发展形势，未来十年大型医疗集团的发展是大势所趋。
  - 以新加坡两大医院产业巨头 Parkway Holdings（百汇控股）和 Raffles Medical Group（莱福士）为例，两大医疗机构业绩及市值在近 20 年内均高速增长。尤其是 Parkway Holdings 由小型房地产商进入医院产业，24 年市值增加 47 倍。
  - 新加坡 Parkway Holdings（百汇控股）是亚洲市值最大的民营医疗机构，在亚洲经营 16 家医院，提供的床位超过 3290 个。2009 年度，百汇销售额达到 9.79 亿新币，同比增长 7%；净利润达到 1.18 亿新币，同比增长高达 29%。截至 2010 年 8 月，市值达到 46 亿新币，由 1986 年进入医院领域 24 年，市值增加 47 倍。

图表15: Parkway holdings 进入医院领域后, 市值高速增长



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- Parkway Holdings 前身是一家小型房地产商, 1987 年至 1995 年相继收购了鹰阁医院、马来西亚槟城医疗中心、伊丽莎白医院和东海岸医院, 成为东南亚最大的私人医疗机构。自 1986 年至 1997 年的 11 年期间, Parkway Holdings 的市值由 0.96 亿新币大幅提升至 19.87 亿新币, 增加近 20 倍。

图表16: Parkway Holdings 股价随收购医院高速增长

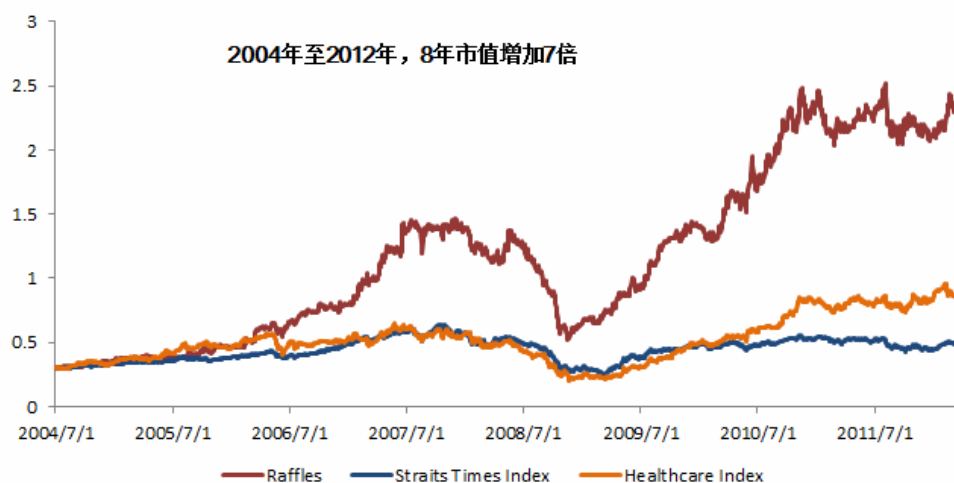


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- Parkway holdings 的成功除收购因素之外, 还在于充分发挥地产和医院业务的协同作用, 合作伙伴制给予医生最大的激励。医生租用房间开办诊所, 并共享医院提供的先进检测及化验设备, 护理以及病房服务等, 这种合作伙伴制为医院汇聚大批优秀医生。

- Raffles Medical Group 也是新加坡上市的大型私人医疗机构，拥有 80 家诊所，以及一家 380 张床位的医院。由 2004 年至 2012 年，8 年市值增加 7 倍。

图表17: Raffles 市值高速增长

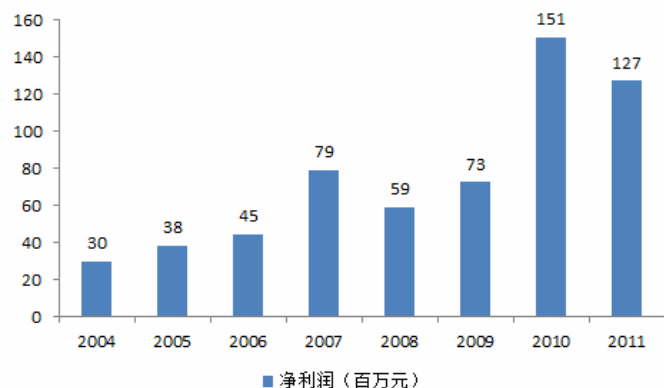


来源：Bloomberg，国金证券研究所

### “商业”提供稳定现金流，2012 年业绩拐点

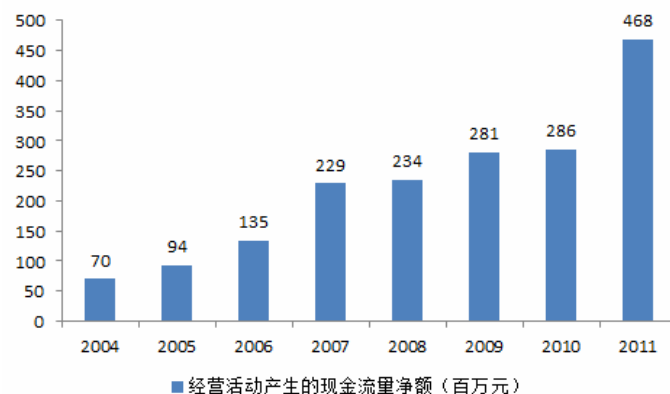
商业业务稳健发展，可为医院业务提供稳定现金流

图表18: 净利润稳健增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表19: 现金流稳健增长



### 商业 2012 年业绩拐点，2013 年业绩将大幅增长。

- 商业主业于 2012 年拐点，之后大幅增长，预计 2013 年增速为 40%。
  - 主力门店钟鼓店于 2012 年装修，可能影响今年业绩负增长，装修后提档将显著提升该店的盈利能力。
  - 新开门店西旺店与宝鸡店已度过市场培育期，预计将于 2012 年实现盈亏平衡，2013 年后盈利高速增长。西旺店与宝鸡店物业面积大，为自有物业，开业时间短，增长潜力大。

图表20: 各门店经营情况

门店	收入 (百万元)		净利润 (百万元)		2012年预计	2013年预计
	2011	2010	2011	2010		
钟楼店	2388.35	2145.63	157.26	123.34	少量负增长	
西稍门店	386.82		-17.74		盈亏平衡	盈利高增长
宝鸡店	343.62	232.48	-9.46	-6.86	盈亏平衡	
安康店	57.42	54.54	0.69	0.89		
咸阳店	115.91	91.91	2.66	-0.98		

来源: 公司年报, 国金证券研究所

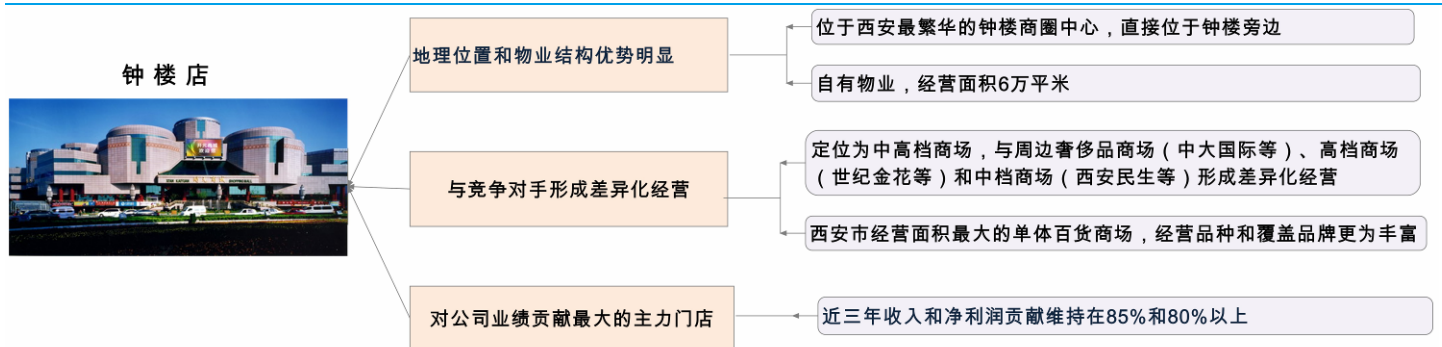
图表21: 门店资产优良, 主要为自有资产

门店	物业面积 (万平米)	性质	开业时间	所属商圈
钟楼店	10.3	自有	1996.6	西安钟楼
西稍门店	8.6	自有	2011.7	西安西稍门
宝鸡店	12.1	自有	2009.11	宝鸡
安康店	1	租赁	2007.9	安康
咸阳店	2	租赁	2008.1	咸阳

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 钟楼店是公司的主力门店, 地理位置优越, 收入和利润贡献最多。2012 年装修影响该店收入和利润, 预计装修后盈利能力将明显提升。

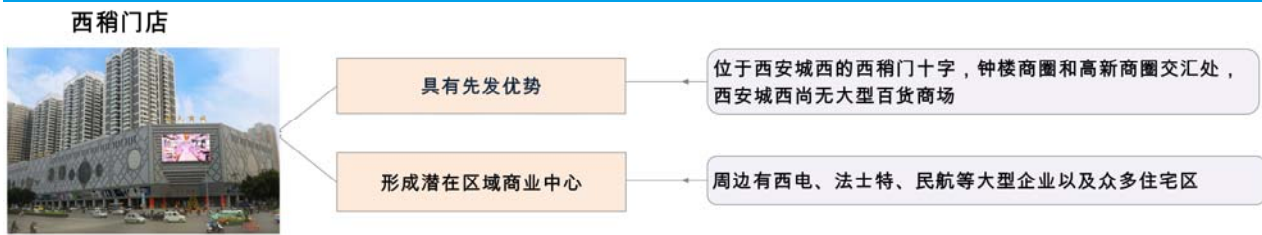
图表22: 钟楼店是公司的主力门店



来源: 公司网站, 国金证券研究所

- 西旺店是未来三年高速增长门店, 具有区域先发优势。该店位于西安西城区, 周边有西电、法士特和民航等大型企业 and 大型居民区, 但尚无其他大型百货商城。西旺店于 2011 年 7 月开始营业, 6 个月便实现 3.8 亿的营业收入。

图表23：西稍门店是未来三年高速增长的门店



来源：公司网站，国金证券研究所

- 宝鸡店将提供公司未来商业业务高速发展的主要动力，位于陕西第二大城市宝鸡的最繁华商圈，是目前宝鸡市规模最大和设施最先进的大型购物中心，随着该店进入盈利期，未来增长潜力较大。

图表24：宝鸡店将提供公司未来商业业务高速发展的主要动力



来源：公司网站，国金证券研究所

- 咸阳店和安康店体量小，盈利能力有限，收入和利润增长较慢。

## 盈利预测

### 医院业务：高于大股东业绩承诺，近三年将高速增长

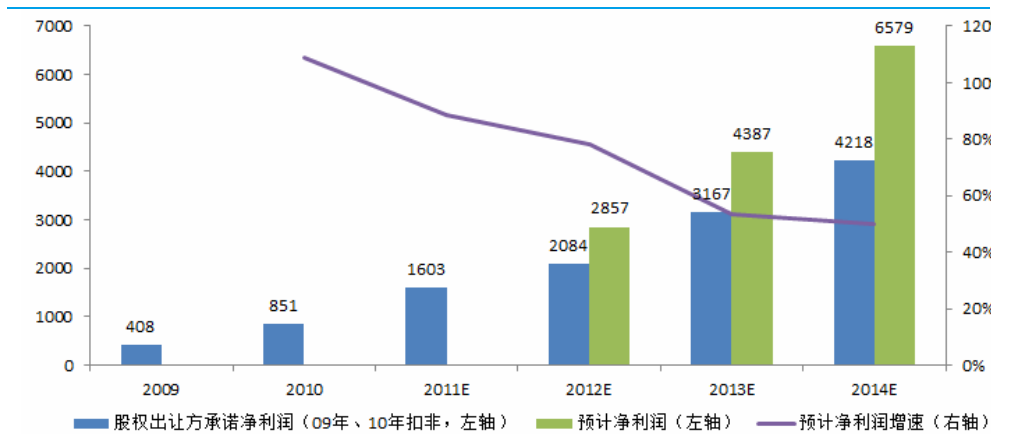
- 高新医院正在高速发展期，利用“软投入”增加“硬收入”，预计将医院净利率由 5% 提高到 10% 以上。
- 高端病房改造可能为医院多贡献 2000-3000 万净利润。医院目前有 20 多套高端病房（2000 元/套为 4 套，1000 元/套为 4 套，500 元/套为 10 多套），其余 700 多张床位为 3 张床位/间病房。假设再增加 100 间高端病房，即病房费将多贡献收入为 1200 万-3000 万，其他护理费及诊疗费也相应提高，预计将多贡献 2000-3000 万净利润。
- 基于以上假设，我们预计高新医院 2013 年-2014 年收入增速为 15.17%、24.97%，净利润增速为 53.6%、50.0%，净利润增速高于收入增速是由公司管理改善及开展高端业务影响，对应 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.040 元、0.062 元和 0.092 元。

图表25: 高新医院业务盈利预测

西安高新医院	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	84.35	380.93	438.71	548.25
增长率		351.61%	15.17%	24.97%
毛利率	26.65%	27.93%	29.65%	30.78%
注: 2011年, 高新医院仅计算三个月收入。				

来源: 国金证券研究所

图表26: 高新医院净利润预测



来源: 国金证券研究所

#### 商业业务: 2013 年业绩增长达 40%

- 我们对各门店的收入假设如下表所示, 预计商业 2012 年-2014 年收入增长 3.90%、19.5%和 15.4%, 对应 2012-2014 年净利润增长 1.5%、44.4%和 26.9%, 净利润增长高于收入增长, 主要是由钟楼店装修提档后毛利率提高以及西旺店和宝鸡店减少亏损开始盈利影响。2012 年-2014 年 EPS 为 0.18 元、0.26 元、0.33 元。

**图表27: 商业业务盈利预测**

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>钟楼店</b>					
营业收入(百万元)	2145.63	2388.35	2061.38	2459.02	2796.9
增长率	-0.03%	11.31%	-13.69%	19.29%	13.74%
毛利率	17.00%	17.50%	17.00%	18.50%	18.50%
<b>安康店</b>					
营业收入(百万元)	54.54	57.42	58.54	59.54	60.49
增长率	-1.52%	5.28%	1.95%	1.71%	1.60%
毛利率	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%
<b>咸阳店</b>					
营业收入(百万元)	91.91	115.91	120.4	124.97	128.74
增长率	3.06%	26.11%	3.87%	3.80%	3.02%
毛利率	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%
<b>宝鸡店</b>					
营业收入(百万元)	232.48	343.62	445.6	521.5	609.38
增长率	899.48%	47.81%	29.68%	17.03%	16.85%
毛利率	14.50%	15.50%	16.50%	16.50%	16.50%
<b>西旺商城</b>					
营业收入(百万元)		386.82	736	925	1125
增长率			90.27%	25.68%	21.62%
毛利率		12.00%	14.00%	16.00%	16.00%
<b>总体</b>					
销售总收入(百万元)	2524.56	3292.12	3421.92	4090.03	4720.51
销售总成本(百万元)	2106.32	2751.08	2870.76	3376.15	3896.99
毛利(百万元)	418.24	541.04	551.16	713.88	823.52
平均毛利率	16.57%	16.43%	16.11%	17.45%	17.45%

来源: 国金证券研究所

- 2012 年为公司商业业务拐点年, 用相对估值来预测公司股价并不合理, 因此我们采用绝对估值进行预测, 结果为公司的合理每股价值为 4.90 元。

**图表28: 公司商业业务的绝对估值预测**

假设	数值	FCFE估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第二阶段(2012-2019)年数	8	第一阶段	435.17	12.44%
第二阶段增长率	12.00%	第二阶段	1,263.25	36.12%
第三阶段增长率	6.00%	第三阶段	896.97	25.64%
永续增长率	3.50%	后续阶段(终值)	902.39	25.80%
无风险利率Rf	3.50%	总资本的价值	3,497.78	100.00%
$\beta$	0.83	股本(百万股)	713.42	
Rm	23.71%	每股价值(元)	4.90	
WACC	13.50%			
Kd	5.71%			
Ke	20.27%			

来源: 国金证券研究所

**整体盈利：2012 年拐点**

- 预计 2012 年-2014 年商业 EPS 为 0.18 元、0.26 元、0.33 元，医院 EPS 为 0.04 元、0.06、0.09 元，加上西安银行股权转让，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 为 0.23 元、0.32 元、0.42 元，同比增长 27.8%、39.1%、31.2%。

**图表29：整体业务盈利预测**

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>西安高新医院</b>					
营业收入（百万元）		84.35	380.93	438.71	548.25
增长率			351.61%	15.17%	24.97%
毛利率		26.65%	27.93%	29.65%	30.78%
<b>商业</b>					
营业收入（百万元）	2524.56	3292.12	3421.92	4090.03	4720.51
营业成本（百万元）	2106.32	2751.08	2870.76	3376.15	3896.99
平均毛利率	16.57%	16.43%	16.11%	17.45%	17.45%
<b>总体</b>					
营业收入（百万元）	2524.56	3376.47	3802.85	4528.74	5268.76
营业成本（百万元）	2106.32	2773.56	3145.30	3684.79	4276.49
毛利（百万元）	418.24	602.91	657.55	843.95	992.27
平均毛利率	16.57%	17.86%	17.29%	18.64%	18.83%

来源：国金证券研究所

**风险提示**

- 经济低迷导致商业门店盈利低于预期
- 高新医院盈利增长低于预期
- 高新国际医院进程低于预期

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,315	2,525	3,378	3,803	4,529	5,269
增长率		9.1%	33.8%	12.6%	19.1%	16.3%
主营业务成本	-1,956	-2,050	-2,774	-3,145	-3,685	-4,276
%销售收入	84.5%	81.2%	82.1%	82.7%	81.4%	81.2%
毛利	359	475	604	658	844	992
%销售收入	15.5%	18.8%	17.9%	17.3%	18.6%	18.8%
营业税金及附加	-27	-31	-56	-38	-45	-53
%销售收入	1.2%	1.2%	1.7%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-65	-89	-104	-133	-159	-174
%销售收入	2.8%	3.5%	3.1%	3.5%	3.5%	3.3%
管理费用	-127	-181	-222	-240	-290	-327
%销售收入	5.5%	7.2%	6.6%	6.3%	6.4%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	140	174	222	247	350	439
%销售收入	6.0%	6.9%	6.6%	6.5%	7.7%	8.3%
财务费用	-26	-25	-29	-36	-28	-16
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-4	-1	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	0	64	5	20	5	5
%税前利润	0.0%	31.3%	2.7%	8.6%	1.5%	1.2%
营业利润	111	212	186	231	327	428
营业利润率	4.8%	8.4%	5.5%	6.1%	7.2%	8.1%
营业外收支	-3	-7	-2	1	1	1
税前利润	108	205	184	232	328	429
利润率	4.7%	8.1%	5.5%	6.1%	7.2%	8.1%
所得税	-33	-54	-57	-70	-98	-129
所得税率	30.3%	26.4%	30.9%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	75	151	127	163	230	300
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	73	151	127	163	230	300
净利率	3.1%	6.0%	3.8%	4.3%	5.1%	5.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	79	152	127	163	230	300
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	47	65	93	94	93	103
非经营收益	32	-33	36	48	39	29
营运资金变动	123	101	212	-130	151	159
经营活动现金净流	281	286	468	174	512	591
资本开支	-310	-67	-106	-78	93	-509
投资	-116	133	-459	-1	0	0
其他	-15	14	3	20	5	5
投资活动现金净流	-441	80	-562	-59	98	-504
股权募资	303	0	0	0	-82	0
债权募资	190	-17	-105	-101	-292	3
其他	-65	-45	-54	-52	-45	-35
筹资活动现金净流	428	-62	-159	-153	-418	-32
现金净流量	268	304	-252	-38	192	55

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	676	980	732	694	886	941
应收款项	27	50	70	64	76	88
存货	129	161	47	95	111	129
其他流动资产	19	36	40	48	53	59
流动资产	851	1,227	888	900	1,126	1,217
%总资产	35.0%	45.3%	28.2%	28.8%	35.6%	33.2%
长期投资	143	109	272	273	272	272
固定资产	1,279	1,244	1,728	1,689	1,502	1,906
%总资产	52.6%	46.0%	54.9%	54.1%	47.5%	52.0%
无形资产	121	115	237	259	263	266
非流动资产	1,579	1,480	2,257	2,224	2,039	2,446
%总资产	65.0%	54.7%	71.8%	71.2%	64.4%	66.8%
资产总计	2,430	2,707	3,145	3,124	3,165	3,663
短期借款	575	449	736	660	368	370
应付款项	680	816	1,019	957	1,130	1,311
其他流动负债	32	65	90	69	82	95
流动负债	1,287	1,330	1,846	1,686	1,580	1,777
长期贷款	199	308	157	157	157	158
其他长期负债	0	0	24	0	0	0
负债	1,486	1,638	2,027	1,844	1,737	1,935
普通股股东权益	939	1,069	1,118	1,281	1,428	1,729
少数股东权益	5	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,430	2,707	3,145	3,124	3,165	3,663

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.193	0.211	0.178	0.228	0.322	0.421
每股净资产	2.501	1.498	1.567	1.795	2.002	2.423
每股经营现金净流	0.749	0.401	0.656	0.244	0.718	0.829
每股股利	0.000	0.100	0.060	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.72%	14.10%	11.38%	12.69%	16.08%	17.36%
总资产收益率	2.98%	5.57%	4.05%	5.20%	7.25%	8.19%
投入资本收益率	5.68%	7.01%	7.63%	8.24%	12.55%	13.62%
增长率						
主营业务收入增长率	13.39%	9.08%	33.80%	12.57%	19.09%	16.34%
EBIT增长率	14.79%	24.14%	27.84%	11.10%	41.92%	25.33%
净利润增长率	22.56%	107.85%	-15.58%	27.75%	41.25%	30.72%
总资产增长率	38.58%	11.40%	16.19%	-0.66%	1.31%	15.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	0.0	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转天数	15.0	25.9	13.7	11.0	11.0	11.0
应付账款周转天数	43.7	43.2	43.9	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	170.4	142.3	185.9	161.5	120.6	131.7
偿债能力						
净负债/股东权益	10.38%	-20.82%	13.15%	8.43%	-26.30%	-24.74%
EBIT利息保障倍数	5.5	6.9	7.7	6.9	12.4	27.0
资产负债率	61.14%	60.52%	64.45%	59.01%	54.87%	52.81%

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	1	5	9	9	14
买入	1	3	5	5	7
持有	0	1	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.55	1.56	1.56	1.53

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