



上市公司调研简报

证券研究报告
房地产行业

买入 首次

莱茵置业 (000558)

2014年3月3日

积极开拓新能源，转型业务第二战场

房地产行业核心分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747房地产行业分析师：贾亚童
SAC 执业证书编号：S0850512080005
jjayt@htsec.com
021-23219421

投资建议：

地产业务提供丰厚资金垫。公司地产业务累计项目储备 15 个，涉及建筑面积达到 190.32 万平。我们预计公司后续地产业务将以保持规模为主。目前公司房地产项目土地成本合理，未来将成为增厚公司业绩，提供转型必要资金的丰厚现金来源。

积极开拓新能源，转型业务第二战场。

1) 收购洛克能源，正式进入天然气领域。公司于 1 月 2 日公告正式收购浙江洛克能源有限公司 51% 股权，正式进军新能源产业。洛克能源虽处于起步阶段，但公司资质价值显著。从公开资料看，洛克能源是目前浙江省内唯一具有民营危化品经营，尤其是天然气以及液态天然气业务的公司。2014 年 1 月底洛克能源已经与壳牌签订战略合作协议。本次合作协议的签署是对洛克能源未来前景的进一步肯定。

2) 天然气业务具有广阔市场空间。根据浙江省政府的规划，到 2020 年要求建设天然气加气站 320 座，力争在 50% 的公交车以及 80% 的出租车上使用天然气能源。杭州市政府同样对于新能源汽车发展明确规划，计划在 2013 年底已经形成 6 个加气站，1000 辆油气两用双燃料出租车和 LNG 公交；到 2015 年底，还要形成 12-15 个加气站规模，同时发展油气两用出租车 4000—5000 辆，LNG 公交车至 2000 辆。整体杭州市和浙江省的天然气市场存在着巨大的成长空间。此外，环保压力也是促成新能源被地方政府高度重视的重要原因。

洛克能源 LNG 业务情况分析。目前洛克能源 LNG 加气业务主要为 LNG 加气站和杜瓦瓶业务。

1) LNG 加气业务。目前公司加气站业务主要立足 B2B 加气站。相比 B2C 类型加气站，B2C 加气站客源主要集中大型物流企业、工程机械和长途客运。目前 B2B 加气站，站点土地需要通过招拍挂来获得，建设成本明显偏高。而 B2B 加气站不需要通过招拍挂来获取土地，只需直接与用气单位沟通选择合适地块即可完成建设。按照一个完整加气站配置六枪六臂，年内新增 10 个加气站假设，在满负荷运营时可产生税后净利润约 1.8 亿元。

2) 杜瓦钢瓶业务。我们预计公司年内有望完成 1000 个 LNG 分装钢瓶销售。我们假设 1000 个杜瓦瓶 1 年完整运转可产生 6800 万收入。

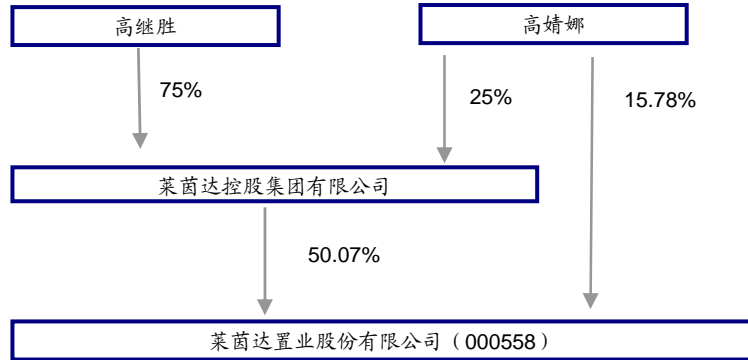
3) 整体盈利能力。预计洛克能源年内有望完成 10 个加气站点，1000 个杜瓦钢瓶业务，累计可以产生 1.94 亿元的净利润。考虑莱茵置业占 51% 股权，对应 0.99 亿元的利润。按照莱茵置业目前 6.3 亿的股本测算，预计稳定到期约可以为公司每年贡献 0.12 元业绩。考虑目前加气站业务还在铺开建设中，我们预计 2014 年业绩贡献 0.07 元左右。

投资建议：首次给予“买入”评级。目前公司总市值为 28.49 亿元，与同样向油气业务转型的正和（收购油田，市值 120 亿）、美都（收购油田，市值 91 亿）相比较市值偏小，预售账款最高（莱茵每股预收 4.23 元，正和 0.21 元，美都 1.1 元），估值最低（14 年动态市盈率看，莱茵 13 倍，正和 54 倍，美都 26 倍）。我们预计公司 2013、2014 年每股收益分别是 0.10 元和 0.35 元。截至 2 月 28 日，公司收盘于 4.52 元，对应 2013 年 PE 为 45.2 倍，2014 年 PE 为 12.91 倍。我们认为公司的转型极具增长潜力，给予 2014 年 20 倍 PE，目标价 7 元，首次给予“买入”评级。

主要内容:

1. 地产业务提供丰厚资金垫: 公司原始业务立足房地产、贸易, 属杭州本地较为有影响力的中型开发商。房地产目前发展稳健, 项目主要集中在杭州, 同时辐射江浙沪。公司目前实际控制人是高继胜先生及其女儿高婧娜女士。

图 1 公司目前股权情况



资料来源: 公司 2012 年报、海通证券研究所

公司地产业务累计项目储备 15 个, 涉及建筑面积达到 190.32 万平。2013 年公司再次杭州出手, 共耗资 12.35 亿元增加 16.77 万平土地储备, 其中权益可结转建筑面积 69 万平。考虑到公司现有市场地位, 我们预计公司后续地产业务将以保持规模为主。目前公司房地产项目土地成本合理, 未来将成为增厚公司业绩, 提供转型必要资金的丰厚现金来源。

表 1 公司目前土地储备情况

项目	股权比例	占地面积 (万平)	可售面积 (万平)	权益可结转面积 (万平)
扬州莱茵苑、莱茵北苑	100%	16.19	23.24	0.75
扬州瘦西湖唐郡	100%	13.56	7.59	2.64
泰州莱茵东郡	100%	13.29	14.45	8.60
南通凤凰莱茵苑、莱茵雅苑	90%	23.10	31.42	3.24
南通莱茵濠庭(莱茵国际)	100%	1.36	2.58	1.71
南京莱茵东郡	100%	39.83	44.37	8.14
上海莱茵美墅	100%	7.27	3.55	0.98
上海东林坊	100%	1.33	1.31	0.38
杭州都市春天	65%	6.00	8.44	0.00
杭州莱德绅华府	51%	3.58	9.84	5.02
杭州莱茵矩阵国际	70%	1.79	5.35	3.74
杭州泊悦府	51%	4.78	9.45	4.82
杭州莱茵知己	100%	4.98	11.96	11.96
余政储备出【2013】7号地	100%	2.74	6.85	6.85
萧政储备出【2013】26号地	100%	4.51	9.92	9.92
合计		144.31	190.32	68.76

资料来源: 公司 2012 年报、海通证券研究所

2. 积极开拓新能源，转型业务第二战场

2.1 收购洛克能源，正式进天热气领域

自 2013 年开始，除传统地产业务外，公司开始积极向新能源产业探索转型。公司于 1 月 2 日公告正式收购浙江洛克能源有限公司 51% 股权，正式进军新能源产业。公开资料显示，洛克能源专注于中国能源领域研究、经营和发展，与世界著名能源企业、中国国家能源企业有着广泛而深入的合作。公开资料显示，洛克能源业务发展主要包括：加气站业务、天然气贸易业务、大宗商品贸易业务、LNG 产业合作业务以及天然气运输业务。其中加气站业务是洛克能源近期内发展重点。公司主要通过直接建设 CNG 加气站、LNG 加气站以及 LNG 分装站来实现天然气销售。

图 2 洛克能源业务构成



资料来源：洛克能源网站，海通证券研究所

通过本次收购，莱茵置业正式成为公司大股东。目前莱茵置业和洛克能源双方合作顺利，经营理念相互认同。收购完成之后，洛克能源各项业务积极有序发展。

表 2 洛克能源股权变化

收购前洛克能源的股权关系					
序号	股东名称	出资额	出资比例	实收资本	持股比例
1	赵青松	4500 万元	90%	4500 万元	90%
2	许敏	500 万元	10%	500 万元	10%
收购后洛克能源的股权关系					
序号	股东名称	出资额	出资比例	实收资本	持股比例
1	莱茵达置业股份有限公司	2550 万元	51%	2550 万元	51%
2	赵青松	1950 万元	39%	1950 万元	39%
3	许敏	500 万元	10%	500 万元	10%

资料来源：公司收购公告，海通证券研究所

2.2 洛克能源，起步虽小但潜力可观

洛克能源虽处于起步阶段，但公司资质价值显著。从公开资料看，洛克能源是目前浙江省内唯一具有民营危化品经营，尤其是天然气以及液态天然气业务的公司。

表 3 洛克能源目前主要财务指标（单位：万元）

资产	9216
其中流动资产	646
负债	4126
其中流动负债	4126
净资产	5090
主营业务收入	21205
主营业务成本	20742
净利润	90

资料来源：公司收购公告，海通证券研究所

考虑到洛克能源业务符合国家政策方向，其在技术和人脉层面拥有较好基础，我们认为企业后期有望迎来更快成长。目前洛克能源已经与 5 家供气商签订气源合同，并与 4 家下游用户签订用气合同，完成业务初步拓展。

表 4 洛克能源目前的签约单位

已签约的气源单位	已签约的用气单位
南京南合新能源有限公司	嘉兴市燃气集团有限公司
宁波绿源天然气电力有限公司	浙江中油龙昌能源有限公司
陕西众源绿能天然气有限责任公司	浙江苏泊尔股份有限公司
山西晋煤集团旗下晋城市诚安物流有限公司	平阳县福领天然气有限公司
深圳市燃气集团股份有限公司	

资料来源：公司收购公告，海通证券研究所

2.3 洛克能源，渠道价值已开始得到市场认可

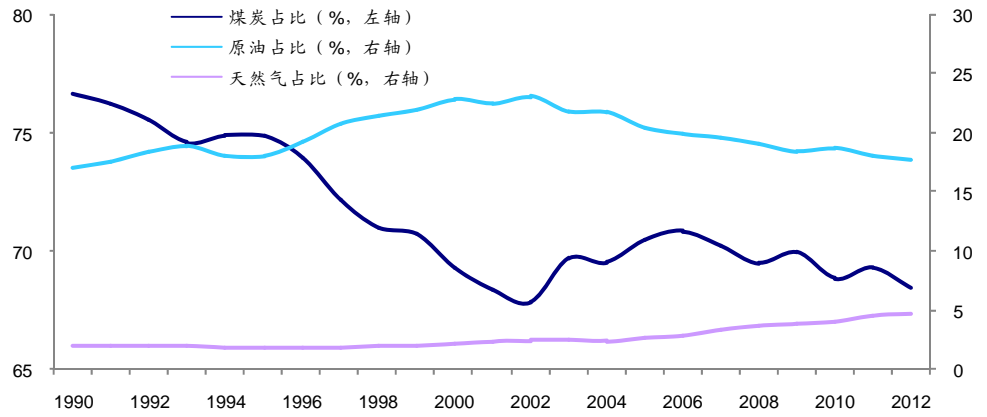
公开数据显示，2014 年 1 月底洛克能源已经与壳牌签订战略合作协议。壳牌公司将其新研发、专用于天然气发动机车辆的润滑油通过洛克能源旗下的加气站等平台来进行销售。这是壳牌石油首次将该产品推向市场。壳牌石油之所以与洛克合作一方面是因为洛克作为民营企业，体制更加灵活、高效；另一方面更是因为看好洛克能源未来成长前景。本次合作协议的签署是对洛克能源未来前景的进一步肯定。

3. 公司 LNG 业务发展前景

3.1 天然气业务具有广阔市场空间

我国煤炭资源相对丰富，在一次能源消费结构中占比较高，但是煤炭作为一次能源污染较大，环保要求较高。因此，我们认为其将逐渐让位于清洁环保的天然气。同时在我国原油对外依存度不断提高情况下，从国家能源安全战略角度出发，原油在我国一次能源中占比将会保持稳定。天然气作为清洁、环保、高效能源，在目前我国一次能源消费结构中占比较低，将是替代煤炭和原油的优良能源之一。

图 3 我国一次能源消费量结构中天然气占比逐渐增加



资料来源: BP 能源统计, 海通证券研究所

同世界其他国家相比,我国天然气消费占比仍很低。2012年天然气在我国一次能源消费结构中占比为 4.7%,而同一时期亚太地区这一比例为 11.3%,全球平均水平达到 23.9%。未来看,我国天然气一次能源消费结构比有望提升。相关市场具有广阔发展前景。

表 5 我国天然气消费占比同全球相比仍很低(百万吨油当量)

	天然气消费量	一次能源消费总量	天然气在一次能源中占比
中国	129.5	2735.2	4.7%
亚太地区	562.5	4992.2	11.3%
美国	654.0	2208.8	29.6%
全球	2987.1	12476.6	23.9%

资料来源: BP 能源统计, 海通证券研究所

未来天然气消费继续增加。根据《天然气发展“十二五”规划》,预计到 2015 年,我国天然气供应结构为国产气 1700 亿立方米,进口气 900 亿立方米,天然气消费 2600 亿立方米,占一次能源消费比重则将从目前的 4~5%上升至 7~8%。

表 6 未来天然气消费量大(亿立方米)

项目	2011 年	2015 年
天然气产量	102	1700
其中:煤制气		150~180
煤层气		160
页岩气		65
进口量	282	900
消费量	1307	2600

资料来源: 天然气发展“十二五”规划, 海通证券研究所

3.2 产业发展符合政府方向

从国家层面看,能源领域改革已成气候。根据《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,国家能源局已抓紧研究落实能源领域民间投资政策,解决民营企业反映的突出问题,努力消除民间资本参与能源建设的政策障碍,为民营企业营造公平竞争环境。与此同时,《国家能源局落实民间投资政策工作方案》中对民间资本进入油气勘探开发领域、拟定准许进口和使用原油的炼油企业资质标准等工作任务给予明确任务分工和时间表。作为先期进入该领域的民营企业,公司有望乘改革之东风,受益未来产业放开之机遇。




表 7 能源局未来可能改革方向

常规油气开采	合作开发、产品分成。在确保国家对石油天然气等重要能源实现绝对控股的大背景下，三大石油石化公司与民营企业合作，共同勘探开发油气区块。
非常规油气开采	允许民企进入。目前包括页岩气、页岩油在内的非常规油气已向民企开放，通过引入民间资本，促进我国非常规油气的快速发展。
油气管网	开采与管输分离。我国天然气管网还处于初级阶段，还需要大量投入。国家将以新疆煤制气外输管道为试点，探索天然气管输与供应分离的有效途径。
油气进口权	逐步放开。目前我国原油进口基本由三大石油石化公司完成，其他企业基本没有原油进口。为了推动我国原油期货的发展、促进国内炼油业务健康发展，我国原油进口配额有望逐步增加，给予三大石化公司之外的其他企业一定的进口配额，从而逐步改善原油的垄断局面。
原油仓储基地	引入民间资本。我国正在进行原油储备基地建设，在此过程中，可充分引入民间资本，来加快我国原油储备基地的建设。

资料来源：海通证券研究所

从浙江省和杭州市地方政府角度看，积极引导天然气产业发展已是当前要务。根据浙江省政府的规划，到 2020 年要求建设天然气加气站 320 座，力争在 50% 的公交车以及 80% 的出租车上使用天然气能源。杭州市政府同样对于新能源汽车发展明确规划，计划在 2013 年底已经形成 6 个加气站，1000 辆油气两用双燃料出租车和 LNG 公交；到 2015 年底，还要形成 12-15 个加气站规模，同时发展油气两用出租车 4000—5000 辆，LNG 公交车至 2000 辆。整体杭州市和浙江省的天然气市场存在着巨大的成长空间。

图 4 天然气和新能源产业杭州和浙江省相关规划

	加气站	公交车	出租车
			
2013杭州	6	1000	1000
2015杭州	12-15	2000	4000-5000
2020浙江	320	全省50%公交	全省80%出租车

资料来源：浙江省环保厅网站、海通证券研究所

此外，环保压力也是促成新能源被地方政府高度重视的重要原因。在今年 1 月份召开的浙江省环保工作会议上，相关领导表示到 2017 年，浙江全省 PM2.5 浓度要求下降 20%，预计每年的 PM2.5 将要下降 4%-5%。我们认为发展新能源机动车，尤其是天然气能源机动车是未来实现该目标的重要手段。

3.3 LNG（液化天然气）推广具备前景

LNG（液化天然气）是洛克能源目前主要销售产品。LNG 目前是政府积极推荐的车用替代燃料。相比柴油，LNG 具有名校经济性、低污染性特点。假设重卡、客车每百公里耗柴油分别为 40、30 升，年行驶距离均为 20 万公里，按每升柴油相当于 1.33 立方米天然气计算，在柴油价格 7.5 元/升时，使用 LNG 能源的 LNG 盈亏平衡价格为 5.6 元/立方米，较目前 LNG 价格（4.0 元/立方米）溢价 40.6%，LNG 重卡、LNG 客车每年节省的费用分别达到 17.3、13.0 万元。即使柴油价格下降至 6.5 元/升，使用 LNG 能源的盈亏平衡价格为 4.9 元/立方米，较目前 LNG 价格仍有 21.9% 的溢价。在行驶距离相同的情况下，以 LNG 为动力比以柴油为动力成本减少，具备经济性。

表 8 LNG 汽车相比于柴油车具备经济性

0#柴油均价 (元/升)	改烧 LNG 时 LNG 的盈亏平衡 价格(元/立方米)	平衡价格较目前 LNG 价格 (4.0 元/立方米)溢价率	改用 LNG 每年节省 费用(万元)
重卡			
8.0	6.0	50.0%	21.3
7.5	5.6	40.6%	17.3
7.0	5.3	31.3%	13.3
6.5	4.9	21.9%	9.3
6.0	4.5	12.5%	5.3
客车			
8.0	6.0	50.0%	16.0
7.5	5.6	40.6%	13.0
7.0	5.3	31.3%	10.0
6.5	4.9	21.9%	7.0
6.0	4.5	12.5%	4.0

资料来源：同花顺 iFind，隆众石化商务网，海通证券研究所

4. 洛克能源 LNG 业务情况分析

目前洛克能源 LNG 加气业务主要为 LNG 加气站和杜瓦瓶业务。

4.1 公司 LNG 加气站优势

目前市场上加气站分为 LNG 加气站和 CNG 加气站两种类型。以上两种加气站各自针对不同客户，且各自具有其前景。相比 CNG，除能效更高外，LNG 在液化过程中可直接脱硫，环保性能更好。此外，LNG 加气站占地面积小，储气瓶可以外置。目前只是受限于国内液化厂较少以及对应车辆较少而导致加气价格较贵。但无论是国家还是浙江省对于 LNG 汽车采购均有一定政策引导和优惠，相关产业具有广阔发展前景。

表 9 CNG 加气站和 LNG 加气站比较

	CNG 加气站	LNG 加气站
优点	加气方便，便宜 对应车辆较多，可以和加油站同时设立	效能更高，更环保 加气时间短、加气站建设占地面积小
缺点	加气时间较长，需要高压设备 效能略低，适合短途运输的车辆	价格较贵，国内液化工厂相对较少 目前对应的车辆相对较少，以大型车辆为主

资料来源：公司收购公告，海通证券研究所

4.2 公司加气业务立足 B2B

目前公司加气站业务主要立足 B2B 加气站。相比 B2C 类型加气站，B2C 加气站客源主要集中大型物流企业、工程机械和长途客运。目前 B2B 加气站，站点土地需要通过招拍挂来获得，建设成本明显偏高。而 B2B 加气站不需要通过招拍挂来获取土地，只需直接与用气单位沟通选择合适地块即可完成建设。此外，公司所建设 LNG 加气站不涉及地下工程，直接用加气罐在地上即可实现加气作业。以上特点使得 B2B 加气站建设周期短，仅 2-3 个月就可以到位。投资回报明显快于 B2C 类加气站。

图 5 洛克能源 LNG 加气站



资料来源：洛克能源网站，海通证券研究所

4.3 对公司加气业务的经济效益分析

我们预计按照目前业务推进速度，洛克能源年内有望建设完成 8-10 个加气站。考虑整体加气站建设周期相对较短（大约 2-3 个月），预计该业务下半年会即会有相对收入。目前公司已经开始 2 个加气站的建设。我们假设每个加气站配置“一枪一臂”，为 100 辆汽车进行加气运营满一年可产生营收 2000 万元，税后利润大约 300 万元。按照一个完整加气站配置六枪六臂，年内新增 10 个加气站假设，在满负荷运营时可产生税后净利润约 1.8 亿元。加气站业务盈利能力敏感性分析如下：

表 10 加气站业务盈利能力敏感性分析

加气站年净利润 (单位：亿元)	加气站数量变化 (单位：个)						
	4	5	6	7	8	9	10
5%	0.24	0.30	0.36	0.42	0.48	0.54	0.60
10%	0.48	0.60	0.72	0.84	0.96	1.08	1.20
15%	0.72	0.90	1.08	1.26	1.44	1.62	1.80
20%	0.96	1.20	1.44	1.68	1.92	2.16	2.40
25%	1.20	1.50	1.80	2.10	2.40	2.70	3.00
30%	1.44	1.80	2.16	2.52	2.88	3.24	3.60

资料来源：海通证券研究所

除直接加气站以外，洛克能源还通过 LNG 分装杜瓦钢瓶业务来为距离加气站较远用户提供服务。我们预计公司年内有望完成 1000 个 LNG 分装钢瓶销售。我们假设 1000 个杜瓦瓶 1 年完整运转可产生 6800 万收入，预计净利率 20% 情况下年税后净利润在 1400 万。杜瓦钢瓶业务盈利能力敏感性分析如下：

表 11 杜瓦钢瓶业务盈利能力敏感性分析

杜瓦钢瓶业务年净利润 (单位：亿元)	杜瓦钢瓶个数 (单位：个)				
	600	800	1000	1200	1400
10%	0.04	0.05	0.07	0.08	0.10
15%	0.06	0.08	0.10	0.12	0.14
20%	0.08	0.11	0.14	0.16	0.19
25%	0.10	0.14	0.17	0.20	0.24
30%	0.12	0.16	0.20	0.24	0.29

资料来源：海通证券研究所

综上所述，在假设洛克能源完成 10 个加气站点，1000 个杜瓦钢瓶业务基础上，天然气业务每年保守估计可以产生 1.94 亿元的净利润。考虑莱茵置业占 51% 股权，对应 0.99 亿元的利润。按照莱茵置业目前 6.3 亿的股本测算，预计稳定到期约可以为公司每年贡献 0.12 元业绩。考虑目前加气站业务还在铺开建设中，我们预计 2014 年业绩贡献 0.07 元左右。

此外，目前公司气源价格大约为 5200 元/吨到 5800 元/吨之间。伴随公司未来业务规模逐步扩大，气源价格有望进一步下调。届时项目毛利率还有进一步上行的空间。

5. 非公开增发为公司后续发展助力：公司于 2013 年 9 月董事会通过非公开发行计划，拟以 3.00 元/股的价格向十位特定对象发行 3.4 亿股，计划募集资金投入公司现有两块项目发展，同时也可以有效的补充公司的资金需求。

表 12 公司非公开增发的资金投向

项目名称	预计总投资 (亿元)	募集现金投资金额 (亿元)
余政挂出 (2013) 7 号地块	6.80	3.20
余政挂出 (2010) 128 号地块	11.40	2.80
合计	18.20	6.00

资料来源：公司非公开发行预案、海通证券研究所

在本次非公开发行中，大股东拟以其持有的莱骏投资 100% 股权和嘉禾北京城商铺参与认购。其中莱骏投资核心资产是杭州市武林广场附近甲级写字楼莱茵达大厦。资产嘉禾北京城商铺则是以中高档居家市场为主要的综合性商铺。

表 13 公司大股东拟注入公司的资产

项目	资产总额 (亿元)	2012 年营业收入 (亿元)	净资产 (亿元)
莱骏投资 100% 的股权	3.55	0.16	3.55
嘉禾北京城商铺	0.67	0.01	0.67
标的资产合计	4.22	0.17	4.22
莱茵置业 2012 年度/年末	58.78	11.76	8.70
比例	7.18%	1.47%	48.49%

资料来源：公司非公开发行预案、海通证券研究所

6. 估值和投资建议

6.1 与同业相比公司市值偏低。目前公司总市值为 28.49 亿元，与同样向油气业务转型的地产公司比较市值偏小；而从应收账款来看公司目前每股预收账款达到 4.23 元，将有助于公司转型期后续业绩的稳定。整体来看，公司目前的安全边际较高。

表 14 与同业相比公司市值偏低

公司名称	股价 (2月28日)	14 EPS (元)	15 EPS (元)	14 PE	15 PE	市值 (亿元)	1-3Q2013 每股预收 (元)	转型方向
正和股份	9.85	0.18	0.52	54.72	18.94	120.17	0.21	通过收购哈萨克斯坦马腾石油 95% 的股权，将转型做石油开采业务，该油田剩余储量约 7200 万桶
美都控股	6.62	0.25	0.37	26.48	17.89	91.36	1.10	通过收购美国 WAL 油气公司 100% 的股权，将转型做石油开采业务，该油田剩余储量约 5040 万桶
莱茵置业	4.64	0.35	0.51	13.26	9.10	29.23	4.23	通过收购洛克能源 51% 的股权，将转型做天然气业务

资料来源：公司非公开发行预案、海通证券研究

6.2 投资建议。我们预计公司 2013、2014 年每股收益分别是 0.10 元和 0.35 元。截至 2 月 28 日，公司收盘于 4.64 元，对应 2013 年 PE 为 46.4 倍，2014 年 PE 为 13.26 倍。我们认为公司的转型极具增长潜力，给予 2014 年 20 倍 PE，目标价 7 元，首次给予“买入”评级。

风险提示：房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内采取更加严厉的调控措施将直接影响行业发展。

损益表(单位:百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1,824	993	1,176	1,840	3,024	3,962
增长率(%)	64.6	-45.5	18.4	56.5	64.3	31.0
营业成本	-1,300	-725	-920	-1,450	-2,241	-2,879
营业成本/销售收入(%)	71.3	73.0	78.3	78.8	74.1	72.7
毛利	524	268	255	390	783	1,083
毛利率(%)	28.7	27.0	21.7	21.2	25.9	27.3
营业税金及附加	-194	-66	-113	-122	-171	-194
营业税金及附加/销售收入	10.6	6.6	9.6	6.6	5.6	4.9
营业费用	-35	-46	-43	-51	-73	-119
营业费用/销售收入(%)	1.9	4.7	3.7	2.8	2.4	3.0
管理费用	-63	-70	-63	-72	-151	-198
管理费用/销售收入(%)	3.4	7.0	5.4	3.9	5.0	5.0
息税前利润(EBIT)	232	86	36	144	388	572
EBIT/销售收入(%)	12.7	8.7	3.1	7.8	12.8	14.4
财务费用	-8	-21	-15	-46	-90	-105
财务费用/销售收入(%)	0.4	2.1	1.3	2.5	3.0	2.7
资产减值损失	6	6	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	20	10	0	0
投资收益/税前利润(%)	0.9	3.4	47.9	9.2	0.0	0.0
营业利润	232	74	37	108	298	467
营业利润率(%)	12.7	7.4	3.1	5.9	9.9	11.8
营业外收支	3	-2	5	0	0	0
税前利润	235	71	42	108	298	467
利润率(%)	12.9	7.2	3.6	5.9	9.9	11.8
所得税	-69	-20	-11	-35	-75	-120
所得税率(%)	29.6	27.3	25.7	32.3	25.2	25.7
净利润	166	52	31	73	223	347
少数股东损益	-3	-10	-13	11	12	41
归属于母公司的净利润	169	62	44	62	211	306
净利率(%)	9.3	6.2	3.8	3.4	7.0	7.7

现金流量表(单位:百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	166	52	31	73	223	347
少数股东损益	0	0	0	0	12	41
非现金支出	3	4	14	28	75	32
非经营收益	10	3	-41	54	136	-154
营运资金变动	-472	-499	285	-675	-837	-638
经营活动现金净流	-292	-440	289	-519	-391	-372
资本开支	9	3	1	2	-72	50
投资	0	9	1	0	-50	-66
其他	23	-96	-11	335	0	330
投资活动现金净流	13	-89	-10	333	22	214
股权募资	101	100	78	0	0	0
债权募资	672	473	341	532	745	995
其他	-166	-357	-456	-598	-142	-181
筹资活动现金净流	607	216	-37	-66	603	814
现金净流量	328	-313	241	-252	235	656

资料来源:公司2010-2012年报、海通证券研究所

资产负债表(单位:百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	581	383	503	698	755	873
应收款项	1	12	13	4	6	8
存货	2,615	3,709	4,583	5,051	5,157	6,173
其他流动资产	181	127	291	873	874	874
流动资产	3,377	4,230	5,390	6,626	6,792	7,928
流动资产/总资产(%)	89.8	91.5	91.7	85.0	82.2	86.6
长期投资	531	223	240	1,076	1,376	1,076
固定资产	284	278	38	49	49	49
固定资产/总资产(%)	7.6	6.0	0.6	0.6	0.6	0.5
无形资产	33	32	30	15	19	25
非流动资产	879	606	469	1,269	1,573	1,279
非流动资产/总资产(%)	23.4	13.1	8.0	16.3	19.0	14.0
资产总计	3,760	4,622	5,878	7,794	8,267	9,156
短期借款	305	741	495	1,221	1,016	1,157
应付款项	1,354	1,755	2,956	2,030	2,456	2,757
其他流动负债	358	229	436	184	21	21
流动负债	2,017	2,725	3,887	3,435	3,493	3,935
长期贷款	607	638	853	2,094	2,303	2,587
其他长期负债	250	250	0	19	19	10
负债	2,873	3,613	4,740	5,547	5,815	6,532
普通股股东权益	763	795	870	1,764	1,865	2,021
少数股东权益	124	214	268	483	587	603
负债股东权益合计	3,760	4,622	5,878	7,794	8,267	9,156

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标(元)						
每股收益	0.283	0.103	0.099	0.104	0.353	0.511
每股净资产	2.058	1.264	1.264	2.948	3.117	3.378
每股经营现金净流	-0.488	-0.735	0.483	-0.868	-0.653	-0.622
每股股利	0.000	0.080	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率(%)						
净资产收益率	22.2	7.8	5.1	3.5	11.3	15.1
总资产收益率	4.5	1.3	0.8	0.8	2.6	3.3
投入资本收益率	14.2	13.1	16.0	18.3	17.3	16.9
增长率(%)						
营业总收入增长率	64.6	-45.5	18.4	56.5	64.3	31.0
EBIT增长率	58.3	-62.8	-58.0	298.5	168.7	47.5
净利润增长率	31.9	-63.6	-28.4	41.7	237.9	44.9
总资产增长率	4.3	22.9	27.2	32.6	15.6	16.6
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	0.0	0.0	1.3	1.2	0.0	0.0
存货周转天数	781.0	750.0	833.0	843.0	844.0	845.0
应付账款周转天数	32.0	40.0	50.0	46.7	47.8	0.0
固定资产周转天数	4.5	87.2	53.5	3.9	4.8	4.7
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	47.3	122.9	50.2	59.3	62.0	65.4
EBIT利息保障倍数(倍)	3.7	1.2	0.6	2.0	2.6	2.9
资产负债率	76.4	78.2	80.6	71.2	70.3	71.3

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。