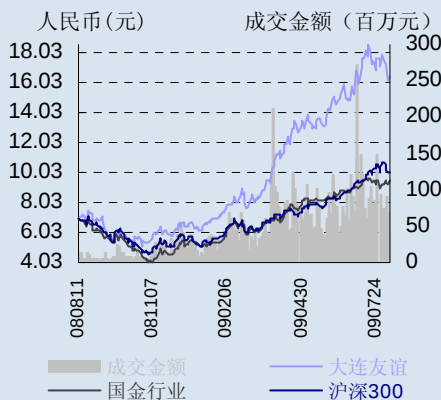


2009 年 08 月 10 日

市场数据(人民币)

市价(元)	16.45
已上市流通 A 股(百万股)	237.60
总市值(百万元)	3,908.52
年内股价最高最低(元)	18.56/5.16
沪深 300 指数	3544.54
深证成指	12973.65
2007 年股息率	0.73%



相关报告

- 1 《未来两年业绩已锁定 融资保证更长远发展》，2009.7.30
- 2 《成功转型 业绩确定》，2009.4.22

曹旭特

 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

大连友谊 (000679.SZ)

——预收款已达到上年收入 4.3 倍



公司基本情况(人民币)

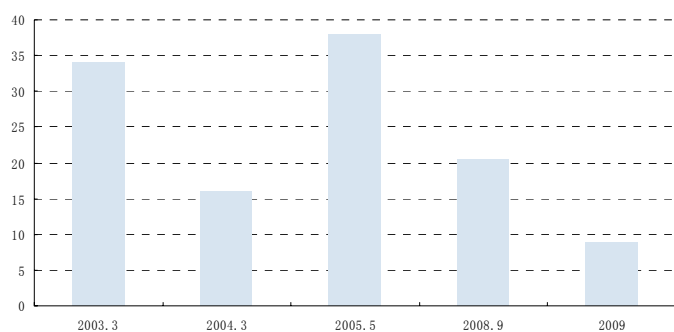
项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	-0.010	0.109	0.555	0.930	1.333	1.920
净利润增长率	-1.64%	-10.80%	411.17%	67.64%	43.26%	44.08%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.695	N/A	N/A
市盈率(倍)	-375.23	138.53	10.07	17.52	12.23	8.49
行业优化市盈率(倍)	39.04	72.68	36.48	36.48	36.48	36.48
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	228.40	-12.82	0.02	0.20	0.22	0.15
已上市流通 A 股(百万股)	137.16	137.16	137.16	137.16	137.16	137.16
总股本(百万股)	237.60	237.60	237.60	237.60	237.60	237.60

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

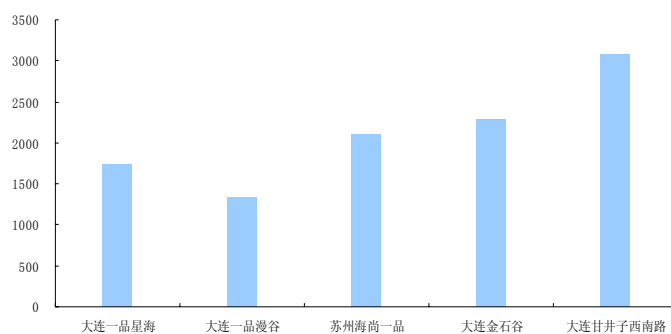
- 在报告期内公司净利润增长 2%，实现每股收益 0.19 元，符合预期。同时公告了三季度业绩预增公告，净利润增长 50%，约实现每股收益 0.53 元。
- 商业实现有质量的增长。商业是公司的传统业务，报告期内商业收入同比下降了 3%，但利润总额同比增长了 23%，实现了有质量的增长。主要原因是公司新拓展商业项目经过前期培育，已经进入收获期，而且期间费用控制比较得力，所以利润增速快于收入。
- 高毛利项目尚未参与结算。报告期地产结算面积约为 6 万平方米，毛利率水平为 31%，同比下降了 4 个百分点。毛利率下降主要是结算项目的变化，本报告期内主要竣工项目是苏州海尚一品和大连一品曼谷，并不是公司盈利水平最高的项目。预计年底大连一品星海将参与结算，该项目土地为 04 年获得，毛利率可达 50%以上，届时公司整体利率水平将会明显回升。
- 预收款已达到上年收入 4.3 倍。公司半年报显示预收款已经达到 25.5 亿，约为 08 年结算收入的 4.3 倍，我们预计上述预收款如果全部结算可实现 2.15 元每股收益，而公司的酒店和商业每年可贡献约 0.2 元每股收益，未来公司实现高增长十分确定。
- 预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.93、1.33、1.92 元，动态市盈率分别为 17.5、12.2 和 8.5 倍，明显低于行业 09 年 25-30 倍市盈率水平，而公司未来两年业绩已锁定，而商业经营也得到了明显改善，可为公司贡献稳定现金流，因此赋予公司 25 倍市盈率比较合理，目标价格 23.3 元，建议买入。

图表 1: 公司各时点新增项目建筑面积 单位: 万平方米



来源: 国金证券研究所 公司年报

图表 2: 各项目楼面地价 单位: 元/平方米



图表 3: 公司项目盈利预测 单位: 百万元

项目	结算面积			结算均价			毛利率			公司权益	土地增值税		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011		2009	2010	2011
大连一品星海	8.00	9.00	0.00	12000	12000	12000	56%	56%	56%	63%	58	66	0
大连一品漫谷	2.00	4.00	0.00	6200	6200	6200	35%	35%		63%	0	0	0
苏州海尚一品		3.00	15.00	7500	8000	8000	38%	42%	42%	80%	0	7	33
大连市上城			10.00		9000	9500		36%	40%	90%	0	0	21
金石谷别墅			2.00		16000	16000		55%	55%	70%	0	0	18
总计	10.00	16.00	27.00	10840	9800	9148	50%	49%	41%		58	72	73
商场							16%	16%	16%				
酒店							80%	80%	80%	60%			

来源: 国金证券研究所

图表1：公司财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,599	1,602	2,281	2,669	3,153	4,055
增长率		0.1%	42.4%	17.0%	18.1%	28.6%
主营业务成本	-1,139	-1,162	-1,612	-1,718	-1,980	-2,629
% 销售收入	71.2%	72.6%	70.7%	64.4%	62.8%	64.8%
毛利	460	439	668	951	1,173	1,426
% 销售收入	28.8%	27.4%	29.3%	35.6%	37.2%	35.2%
营业税金及附加	-35	-22	-69	-132	-172	-222
% 销售收入	2.2%	1.4%	3.0%	4.9%	5.5%	5.5%
营业费用	-124	-131	-151	-160	-173	-223
% 销售收入	7.7%	8.2%	6.6%	6.0%	5.5%	5.5%
管理费用	-212	-188	-200	-216	-234	-252
% 销售收入	13.3%	11.7%	8.8%	8.1%	7.4%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	90	98	248	443	594	728
% 销售收入	5.6%	6.1%	10.9%	16.6%	18.8%	18.0%
财务费用	-21	-19	-22	-8	-8	-5
% 销售收入	1.3%	1.2%	1.0%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	0	-20	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	8	8	0	0	0
% 税前利润	n.a	11.6%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	68	68	225	435	586	723
营业利润率	4.3%	4.2%	9.9%	16.3%	18.6%	17.8%
营业外收支	-4	0	-6	0	3	3
税前利润	65	68	218	435	589	726
利润率	4.0%	4.2%	9.6%	16.3%	18.7%	17.9%
所得税	-34	-33	-63	-109	-147	-182
所得税率	52.5%	49.0%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	31	35	156	326	442	545
少数股东损益	33	9	24	105	125	88
归属于母公司的净利	-2	26	132	221	317	456
净利率	n.a	1.6%	5.8%	8.3%	10.0%	11.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	29	40	156	326	442	545
少数股东损益	17	0	0	0	0	0
非现金支出	80	74	47	33	35	35
非经营收益	38	11	27	16	5	3
营运资金变动	-662	626	-452	-698	289	644
经营活动现金净流	-498	752	-223	-323	771	1,227
资本开支	-36	-8	-36	-38	-31	-32
投资	3	12	24	-1	0	0
其他	0	1	1	0	0	0
投资活动现金净流	-32	5	-11	-39	-31	-32
股权募资	0	0	7	0	-124	0
债权募资	547	358	-308	23	-496	-4
其他	-71	-116	-167	-8	-20	-18
筹资活动现金净流	476	242	-468	15	-640	-22
现金净流量	-54	998	-702	-347	100	1,173

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	435	1,449	747	400	500	1,673
应收款项	143	137	129	148	177	226
存货	661	2,260	3,175	3,016	2,865	2,722
其他流动资产	536	211	155	174	200	265
流动资产	1,776	4,057	4,205	3,738	3,742	4,886
% 总资产	74.5%	86.6%	86.5%	85.2%	85.2%	88.3%
长期投资	4	65	20	21	20	20
固定资产	591	485	564	587	578	568
% 总资产	24.8%	10.3%	11.6%	13.4%	13.2%	10.3%
无形资产	13	69	61	40	50	60
非流动资产	608	628	657	650	649	649
% 总资产	25.5%	13.4%	13.5%	14.8%	14.8%	11.7%
资产总计	2,384	4,685	4,862	4,388	4,391	5,535
短期借款	730	650	777	700	104	0
应付款项	381	2,414	2,905	1,832	2,076	2,687
其他流动负债	24	-86	-195	71	20	24
流动负债	1,135	2,978	3,487	2,603	2,199	2,711
长期贷款	437	875	440	540	640	740
其他长期负债	0	15	4	0	0	0
负债	1,572	3,868	3,931	3,143	2,839	3,451
普通股股东权益	598	651	733	942	1,123	1,568
少数股东权益	214	177	198	304	429	517
负债股东权益合计	2,384	4,696	4,862	4,388	4,391	5,535

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	-0.010	0.109	0.555	0.930	1.333	1.920
每股净资产	2.515	2.740	3.084	3.964	4.727	6.597
每股经营现金净流	-2.160	3.227	-0.938	-1.360	3.244	5.163
每股股利	0.100	0.050	0.000	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	4.84%	3.96%	18.00%	23.47%	28.20%	29.11%
总资产收益率	1.21%	0.55%	2.71%	5.04%	7.21%	8.24%
投入资本收益率	2.44%	2.11%	8.21%	13.37%	19.39%	19.34%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.28%	0.14%	42.41%	17.02%	18.13%	28.61%
EBIT增长率	-28.91%	-3.70%	152.83%	78.76%	33.95%	22.74%
净利润增长率	-1.64%	-10.80%	411.17%	67.64%	43.26%	44.08%
总资产增长率	18.90%	97.01%	3.53%	-9.74%	0.07%	26.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.8	7.4	1.4	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	149.5	458.6	615.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	72.4	63.6	56.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	134.2	110.5	72.8	62.5	49.5	35.8
偿债能力						
净负债/股东权益	90.21%	9.17%	50.49%	67.45%	15.71%	-44.75%
EBIT利息保障倍数	4.8	5.3	11.0	56.3	78.0	136.6
资产负债率	65.95%	82.36%	80.85%	71.62%	64.66%	62.34%

来源：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	二个月内	三月内	六月内
强买	0	2	3	4	4
买入	0	1	1	1	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.29	1.25	1.28

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-04-22	买入	12.95	N/A
2 2009-07-30	买入	17.13	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。