

2011 年 11 月 14 日

鲁商置业

大股东鼎力支持，优质土地储备丰富

鲁商置业 2011 年前三季度实现净利润 0.61 亿元，同比下降 37%，合每股收益 0.06 元，业绩低于预期；前三季度，公司实现认购销售金额约 50 亿元，总体销售表现良好；公司负债水平虽高，但财务压力不大。鉴于受到地产行业调控的影响，同时考虑到行业估值水平下移，我们下调公司 2011-12 年的业绩预测至 0.50 元和 0.70 元，目标价格下调至 7.50 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 前三季度，公司实现净利润 0.61 亿元，同比下降 37%，合每股收益 0.06 元，业绩低于预期。
- 前三季度，公司实现认购销售金额约 50 亿元，合同销售金额约 39 亿元；四季度推盘约为 60 亿元；力争完成全年 80 亿元的销售目标，总体销售表现良好。
- 从预收账款的结构来看，预计公司今年全年的每股收益在 0.44-0.55 元之间；从三季度末的预售账款来看，目前已经锁定了我们对公司 2011 年预测收入的 100% 和 2012 年预测收入 40%。
- 公司目前土地储备已达 800 万平方米左右，多块优质地块的取得使得公司 NAV 出现增长，2011 年末的 NAV 由 2010 年末的 12.90 元增加至 13.63 元。
- 公司目前负债率和净负债率虽然较高，但扣除预收账款后负债中有一半左右都是关联方借款，因此公司还债压力并不大。

评级面临的主要风险

- 未付地价和负债率偏高对资金运用可能造成影响，业绩释放偏慢，宏观经济和政策波动。

估值

- 鉴于受到地产行业调控的影响，同时考虑到行业估值水平下移，我们下调公司 2011-12 年的业绩预测至 0.50 元和 0.70 元，目标价格由 9.84 元下调至 7.50 元，相当于 15 倍 2011 年市盈率和 2011 年 NAV 45% 的折让，目前估值具备一定安全边际，我们维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,500	3,018	3,696	5,332	9,041
变动(%)	-	21	22	44	70
净利润(人民币 百万)	440	445	500	704	1,282
全面摊薄每股收益(人民币)	0.440	0.445	0.499	0.703	1.281
变动(%)	-	1.1	12.3	40.9	82.0
原先预测每股收益(人民币)	-	-	0.701	1.002	1.307
调整幅度(%)	-	-	(28.8)	(29.8)	(2.0)
市盈率(倍)	12.6	12.4	11.1	7.8	4.3
每股现金流量(人民币)	0.05	(1.46)	(1.07)	(0.13)	(0.68)
价格/每股现金流量(倍)	114.2	(3.8)	(5.1)	(41.9)	(8.1)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	9.4	9.8	6.6	4.5
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.040	0.056	0.102
股息率(%)	0.0	0.0	0.7	1.0	1.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A
 600223.SS - 人民币 5.50
 目标价格：人民币 7.50(▲9.84)

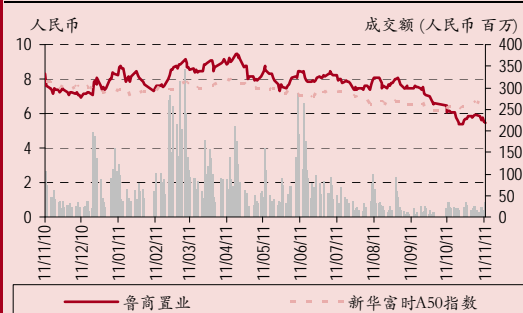
周路*

(8621) 2032 8519

lu.zhou@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511100001

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(26)	(9)	(32)	(34)
相对新华富时 A50 指数(%)	(15)	(15)	(29)	(12)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,001
流通股(%)	21
流通股市值(人民币 百万)	1,147
3 个月日均交易额(人民币 百万)	22
11 年末净负债比率(%)	120
11 年末每股评估净资产值(人民币)	13.63
主要股东(%)	
山东商业集团	52.62

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*袁豪为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

前三季度业绩低于预期，四季度结算资源大幅增加

2011 年前三季度，公司实现营业收入总额 7.32 亿元，较上年同期下降 7%；归属于上市公司股东的净利润 0.61 亿元，较上年同期大幅下降 37%，合每股收益 0.06 元，业绩低于我们的预期。

由于公司前三季度结算的都是一些尾盘，如：青岛动感世代、青岛一山一墅、临沂凤凰城、济南银座晶都国际项目等，结算面积较少导致了公司业绩低于预期；另外，由于结算的都是一些毛利较低的尾盘项目，所以公司前三季度的综合毛利率和净利率也都较上年同期分别下降了 4 个百分点。随着四季度可结算资源的大幅增加，如北京蓝岸丽舍、济南国奥城、济南常春藤、济南御龙湾和临沂凤凰城等项目都将在 12 月左右进入结算，同时由于这些项目的毛利率比之前第三季度的尾盘项目有所提高，公司第四季度的结算金额和综合毛利率都将有所改善。

图表 2. 鲁商置业前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年前三季度	2011 年前三季度	同比变动%
营业收入	789	732	(7)
营业成本	(513)	(497)	(3)
营业税	(53)	(58)	9
毛利润	222	177	(21)
其他收入	2	2	(14)
销售费用	(61)	(71)	16
管理费用	(27)	(30)	12
营业利润	136	77	(43)
投资收益	4	4	1
财务费用	1	2	225
营业外收支	(1)	1	NA
税前利润	139	84	(40)
所得税	(45)	(30)	(35)
少数股东权益	3	7	115
归属上市公司股东			
净利润	97	61	(37)
主要比率(%)			
毛利率	28	24	
经营利润率	17	11	
净利率	12	8	

资料来源：公司数据

前三季度销售表现良好，全年力争 80 亿元目标

2011 年前三季度，公司实现认购销售金额约 50 亿元；而公司三季度房地产结算金额约为 4 亿元，而三季度末的预收账款为 51 亿元，较二季度末增加 9 亿元，从三季度的结算金额和预售账款增加额来看，公司三季度的合同销售金额约为 13 亿元左右，加上二季度末的合同销售金额约 26 亿元，公司三季末实现合同销售金额约在 39 亿元左右，认购销售金额与合同销售金额间的差异主要是由于行业调控下高房价项目的网签速度变慢所致。

三季度的销售金额中，鲁商首府项目贡献了大部分销售收入。在严厉的行业调控下，今年的重点大盘项目鲁商首府项目经受住了考验，销售好于市场平均水平，在继 2010 年 9 月鲁商首府 1 号楼和 2 号楼开盘当天创出了销售约 14 亿元的记录之后，今年 8 月份鲁商首府 7 号楼和 8 号楼开盘当天又创出了销售约 12 亿元的佳绩。截至目前，从认购口径来看，鲁商首府 7 号楼 128 套已经去化了约 70% 左右，而 8 号楼 195 套已经去化了约 90% 左右，均价差不多都在 3.4 万元/左右，估计认购销售金额约为 17 亿元左右；而从网签口径来看，7 号楼和 8 号楼的总建筑面积共约 6.2 万方，目前已经网签销售约 2.2 万方，估计网签销售金额约为 7.5 亿元。

四季度，公司推盘货值约为 60 亿元，主要推盘项目为鲁商首府项目 5 号楼（11 月底）、济宁项目（11 月底）、哈尔滨项目（11 月底或 12 月初）、临沂项目和济南常春藤项目。在行业调控的淡市中，公司目前销售表现良好，可以力争完成全年 80 亿元的销售目标。

图表 3.2011 年鲁商首府项目网签销售情况

楼号	开盘日期	总面积 (平米)	可售面积 (平米)	已售面积 (平米)	预计均价 (万元/平米)	预计网签销售 金额(亿元)
7 号楼、8 号楼	2011/8/5	61,732.81	39,798.96	21,933.85	3.4	7.46
5 号楼	2011/11/4	31,269.27	31,269.27	0	3.3	0.00

资料来源：青岛市房地网及中银国际研究预测

今年业绩预计在 0.44-0.55 元之间，明后年业绩将大幅增长

从预收账款的结构来看，除鲁商首府项目外，其余主要项目如常春藤、蓝岸丽舍、国奥城等大部分都能达到结算条件，所以三季度末的 51 亿元预收账款中除了鲁商首府的约 20 亿元预收账款无法结算外（二季度末鲁商首府的预收账款约为 12.6 亿元，而三季度鲁商首府网签销售额约为 7.5 亿元，合计三季度末鲁商首府的预收账款约为 20 亿元），其余约 31 亿元的预收账款均有可能结算，那么在全部结算的最理想状态下，加上前三季度结算的约 7.3 亿元，公司今年预计最多结算约 38 亿元左右，按照去年净利率 14.61% 估算，今年每股收益最多达 0.55 元。但考虑到公司今年做业绩的动力不大，预计 2011 年全年业绩将在去年 0.44 元的基础上略有增加，因此公司今年全年的每股收益预计在 0.44-0.55 元之间。

偏保守考虑，我们预计公司 2011-12 年的每股收益为 0.5 元和 0.7 元，从三季度末的预售账款来看，目前已经锁定了我们对公司 2011 年预测收入的 100% 和 2012 年预测收入 40%。同时，由于公司在近一年来大规模拿地并且秉持高周转策略，预计公司明后年的业绩将有大幅增长。

华北东北快速拿地，每股 NAV 有所上涨

从 2010 年下半年开始，公司在华北、东北区域的强势拿地能力凸现，2010 年下半年到目前在济宁、哈尔滨、锦州、青岛崂山区、菏泽等地均有收获，五个项目占地面积达到 175.5 万平米，可开发地上建筑面积约 400 万平米，为公司的持续发展提供了保障。截至目前，公司土地储备已经快速增长至 800 万平方米左右，显而易见，这 800 万方的土地储备中有一半是在近一年内获得的，显示了公司快速拿地的策略。此外，公司在哈尔滨、青岛崂山等地的项目是建筑面积高达 230 万平米和 71 万平米的超大型和大型复合项目，符合公司在大型城市综合体方面的定位，这两个项目区位优势，地价低廉，增值能力显著，也凸显出了公司拿优质地的能力。

与此同时，多块优质地块的取得使得公司 NAV 出现了增长，我们估算所得的公司 2011 年末每股 NAV 从 2010 年 12.90 元增加至 13.63 元（由于行业调控，模型假设中价格涨幅较原来有所下调，导致 2011 年 NAV 较原先预测有所下降）。

图表 4.2010 年下半年以来公司新增项目

项目	城市	权益 (%)	获得时间	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	楼面地价 (元/平米)
济宁项目	济宁	100	2010/8/14	14.11	30.91	1370
哈尔滨项目	哈尔滨	90	2010/11/18	84.60	214.67	2128
锦州项目	锦州	80	2010/12/10	9.92	21.79	512
午山项目	青岛	75	2011/1/11	47.91	71.24	7018
菏泽项目	菏泽	100	2011/7/13	18.92	62.42	780
合计				175.47	401.04	

资料来源：公司公告及中银国际研究预测

大股东鼎力支持，负债率虽高但压力不大

由于公司今年土地款大量支付以及销售回款的速度放缓，公司的负债水平大幅上升，资产负债率和净负债率分别从年初的 89.7% 和 42.5% 上升至三季度末的 92.3% 和 125.5%，负债率水平处于行业平均水平以上。同时，三季度末，公司手持货币资金约 15.0 亿元，而短期借款加一年内到期的非流动负债合计 12.5 亿元，同时考虑到四季度基本无土地款支出，因此公司短期内偿债压力不大。

公司截至 2011 年中报时期需要支付的地价款还有 110 多亿元，这些地价款主要来自于鲁商首府、哈尔滨项目和青岛午山项目，而这些大多都是旧城和村庄改造项目，土地款可以按照政府的拆迁进度来分期支付，同时，由于目前鲁商首府商业部分、哈尔滨项目和青岛午山项目拆迁进度较慢的原因，公司四季度基本上都不需要支付土地款。总体而言，公司今年土地款已无支付压力，而支付压力基本上都在明年。

此外，公司大股东鲁商集团的大力支持绝对可以打消我们对公司负债高企的担忧。三季度末，公司的负债总额约 147 亿元，预收账款约 51 亿元，扣除预收账款后负债 96 亿元，2011 年前三季度大股东鲁商集团及下属子公司向公司提供资金约 32 亿元，而截至三季度末，关联方借款余额约有 40-50 亿元左右，公司扣除预收帐款后负债中有一半左右都来自于关联方借款，由此可见大股东鲁商集团对于公司的支持力度。

同时，由于负债的主要来源是大股东的资金支持，在行业信贷普遍偏紧的环境下，公司在信贷方面享有以下优势：（1）借款额度不受困扰：大股东在资金方面大力支持；（2）借款用途更加广泛：资金用途基本不受限制；（3）资金成本相对较低：资金成本通常不高于银行同期基准利率或关联方取得资金的成本；（4）借款期限更加自由：公司借款到期后可以选择展期，而且资金成本同样享受优惠。

综合而言，公司目前负债率和净负债率虽然较高，同时明后年的土地款支付压力也比较大，但是考虑到公司扣除预收帐款后负债中有一半左右都来自于关联方借款以及考虑到大股东在资金方面的大力支持，因此公司后续的财务压力并不大。相反，公司正是因为拥有大股东这样的强有力后台，在行业信贷普遍偏紧的环境下，公司在资金来源方面较一般房企而言更甚一筹。

图表 5. 公司土地款支付情况

项目	城市	获得时间	总价款 (亿元)	截至中报已 支付(亿元)	截至中报需 支付(亿元)	备注
鲁商首府	青岛	2009/3/25	50.85	17.03	33.82	可分期支付，目前已支付一半，明年再支付商业的一半
济宁项目	济宁	2010/8/14	4.24	4.24	0.00	已支付完毕
哈尔滨项目	哈尔滨	2010/11/18	45.67	16.72	28.95	可分期支付，目前已支付一半，明年再支付一半
锦州项目	锦州	2010/12/10	1.12	1.12	0.00	已支付完毕
午山项目	青岛	2011/1/11	50.00	0.00	50.00	可分期支付，目前还未拆迁不需要支付
菏泽项目	菏泽	2011/7/13	4.87*	4.87*	0.00*	已支付完毕
合计			156.75	43.98	112.77	

资料来源：公司公告及中银国际研究预测

*注：菏泽项目为 2011 年下半年拿地，该数据为截止目前数据。

图表 6. 公司 1-9 月关联方借款情况

关联方名称	借款金额 (万元)
山东省商业集团有限公司	231,000
山东省空调工程总公司	45,595
山东银座商城股份有限公司	23,000
山东银座久信房地产开发有限公司	11,800
临沂尚城置业有限公司	3,000
青岛海景（国际）大酒店发展有限公司	2,300
合计	316,695

资料来源：公司公告及中银国际研究预测

下调目标价格，维持买入评级

鲁商置业的战略发展方向和区域布局符合我们在调控下的选股思路（即二三线城市布局为主，专注商业地产开发经营和大型城市综合性社区开发的地产公司），同时考虑到公司大股东在拿地和资金等方面的大力支持以及如银座股份等兄弟公司的鼎力合作，我们看好公司在行业弱市下的销售表现、公司在信贷偏紧环境下的稳健运作、以及公司未来在商业地产开发方面的快速成长。

但鉴于受到地产行业调控的影响，同时考虑到行业估值水平下移，我们下调公司 2011-12 年的业绩预测至 0.50 元和 0.70 元，目标价格下调至 7.50 元，相当于 15 倍 2011 年市盈率和 2011 年 NAV 45% 的折让，目前估值具备一定安全边际，我们维持买入评级。

附录：公司部分项目近期情况更新

1、青岛鲁商首府项目（燕儿岛项目）

项目位于青岛市市南区，属于稀缺地段，南边不远处就是奥帆中心，同时紧邻青岛最繁华的香港路。项目主要是由燕儿岛路、香港中路、珠海路和汕头路围合而成，总建面约 101.45 万方，其中约 37 万方为住宅物业，约 37 万方为商业物业，另外约 27 万方为地下物业。目前项目总体均价在 3.3 万元/平米左右，远低于周边 4 万元/平米的售价。公司 08 年拿地时候的成本仅为 6,826 元，而目前项目周边的地价早已经在 19,000 元/平米左右，该项目在成本方面优势非常明显，而且该项目作为青岛市中心近年来难得的大体量项目，对客户吸引力较大，因此虽然目前受到行业调控的影响，销售会有略微影响（十一期间就卖了 10 套），不过由于项目合理的定价和稀缺的地段，总体而言该项目销售表现良好，年初至今销售约 17 亿元左右（包括已付定金而未网签部分），全年完成原本市场预期的 35 亿元可能有点难，目前来看可以全年力争 30 亿元销售目标。

鲁商首府项目各部分明细：

(1) 住宅部分：一共由 9 栋楼组成，共约 37 万方建面。2010 年，1 号楼和 2 号楼销售了约 14 亿元，2 栋楼共约 6 万方建面，均价为 2.7-2.8 万元/平米（包含 2,500 元/平米的精装修），1 号楼和 2 号楼预计在 2012 年 12 月可以交房；3 号楼和 4 号楼为回迁房，2010 年政府已支付公司 6.3 亿元的回款，均价约为 1.1 万元/平米，项目主要是毛坯交付；2011 年，7 号楼和 8 号楼 8 月份开盘，当天销售了 12 亿元，其中，7 号楼共 128 套，约 3.3 万方建面，均价为 3.5 万元/平米，货值约为 11-12 亿元左右，户型较大，主要都是在 240 平米以上的，目前销售去化率已经达到约 70%（包括已付定金未网签部分，此部分占比一半左右），而 8 号楼共 195 套，约 3.1 万方建面，均价为 3.3 万元/平米，货值约为 10 亿元左右，户型较 7 号楼相对较小，主要为 120-240 平米左右，目前销售去化率已经达到约 90%（包括已付定金而未网签部分，此部分占比一半左右）；5 号楼预计在 2011 年 11 月底推盘，共 3.1 万方建面，均价为 3.3 万元/平米，5 号楼会比 8 号楼定价稍高一点，5 号楼共 180 套，目前蓄客已经有 40-50 套，此外还有部分政府团购，货值约为 10 亿元左右；6 号楼预计在 2012 年销售。

(2) 商业部分：共约 37 万方建面，包括 1、2、5、6 号楼的底商、大型集中商业、办公楼、酒店和酒店式公寓等等，其中，大型集中商业未来可能会与银座合作，不过总体商业规划目前还没有定稿。商业部分目前还在拆迁当中，因此商业部分的地价款还没有支付。目前计划办公楼和酒店等未来将进行销售，而其他底商和集中性商业都基本上为自持物业。

(3) 地下部分：地下会所（3,000 平米），地下一层、两层为车库。

2、青岛午山项目

项目位于青岛崂山区，主要位于滨海大道以东，规划环午山路以西，规划翠岭路以南，青岛二中以北区域，两面环山，该项目为午山村改造项目，项目总合同约50亿元，总建筑面积为72万方，其中回迁房和安置房约35方，政府未来会回购。该项目附近有青岛科技大学、青岛大学和青岛二中（青岛最好的中学）等三个学校和一些专科院校。此外，项目周边还有青岛大剧院、青岛国际会展中心、青岛博物馆、青岛啤酒城、石老人水浴场、税务局和崂山区区政府等等，该区域为规划新城，规划的配套都是高标准的，该区域未来有望成为一个高档住宅区域。目前项目周边的项目如上实海上海的售价约为4万元/平米左右，而公司的土地成本也仅为7,018元/平米，预计未来项目的销售价格在2.5-3万元/平米左右，届时此项目在该区域内的竞争力将非常强。同时项目本身向东背靠午山，内有水库水景（未来将改造加以利用），向南面朝黄海，海景优势明显。该项目目前还处于前期拆迁过程中，政府拆迁还没有开始，而公司支付地价款是政府拆一块地公司支付一笔。目前来看，该项目可能要到明年才能动工，不过由于是城中村改造项目，政府在批预售证时会放低标准，因此预计该项目明年就可以进入预售阶段。

3、济南国奥城项目

项目位于济南历下区东部新城，奥体馆对面，总建筑面积为35万方，由四栋甲级写字楼（1、2、3、4号楼）、一栋高层星级酒店（5号楼，万怡酒店）及商业物业（6号楼，loft）组成。1号楼于2010年已经整体出售给国电，目前已经入住；2号楼除了最高6层公司将自持外（共23层，1,500平米/层），其余部分在2010年均已售罄；3号楼已经在建，还没对外出售，顺利的话今年年底或明年年初就可以推盘；4号楼还没出地面，预计要到明年开始销售；5号楼（共40层）具体规划还没有出来，酒店部分将自持，酒店式公寓部分进行销售；6号楼（共26层）主要为loft，共255套，价格为1.3-1.8万元/平米，从去年年底至目前已经销售超过95%以上；此外，整个国奥城地下两层还有2-3万方的商业，未来会给银座来经营。下半年，2号楼和6号楼有部分可以结算。

4、辽宁锦州项目

项目位于辽宁锦州市，主要位于滨海路以北、海安街以西、富海街以南、海平街以东区域，土地总面积为 9.9 万方，土地价格为人民币 1,125.04 元/平米，土地总成交价款为 1.12 亿元，目前由于政府在重新调整规划，该项目进度停滞当中。

5、济宁南池公馆项目

项目位于济宁市市中区，主要位于南池公园以西、铁北路以北区域，约 31 万方，9 月份推出一批花园洋房，共 170 套，当天售罄，单价 8,000-9,000 元/平米，销售了约 2.6 亿元。11 月底，该项目将再推出一批小高层，均价相应会低一点。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,500	3,018	3,696	5,332	9,041
销售成本	(1,830)	(2,216)	(2,725)	(3,817)	(6,460)
经营费用	(89)	(161)	(188)	(248)	(404)
息税折旧前利润	581	641	784	1,267	2,177
折旧及摊销	(5)	(5)	(1)	(3)	(3)
经营利润(息税前利润)	576	636	783	1,265	2,175
净利息收入/(费用)	0	0	(8)	(15)	(20)
其他收益/(损失)	11	(43)	0	0	0
税前利润	587	593	776	1,250	2,154
所得税	(146)	(146)	(194)	(312)	(539)
少数股东权益	(1)	(2)	(82)	(233)	(334)
净利润	440	445	500	704	1,282
核心净利润	439	461	500	704	1,282
每股收益(人民币)	0.440	0.445	0.499	0.703	1.281
核心每股收益(人民币)	0.439	0.460	0.499	0.703	1.281
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.040	0.056	0.102
收入增长(%)	n.a.	21	22	44	70
息税前利润增长(%)	n.a.	10	23	61	72
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	10	22	62	72
每股收益增长(%)	n.a.	1	12	41	82
核心每股收益增长(%)	n.a.	5	8	41	82

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	831	1,483	851	1,066	1,808
应收帐款	548	174	185	267	452
库存	4,941	6,873	9,795	12,531	18,986
其他流动资产	834	2,517	479	647	833
流动资产总计	7,155	11,047	11,310	14,511	22,080
固定资产	8	9	9	6	4
无形资产	0	3	2	2	2
其他长期资产	73	79	68	84	121
长期资产总计	81	91	79	92	127
总资产	7,236	11,138	11,389	14,603	22,207
应付帐款	2,161	4,181	2,896	3,913	6,723
短期债务	722	871	1,086	1,767	3,684
其他流动负债	2,099	3,512	3,696	4,266	5,425
流动负债总计	4,982	8,564	7,679	9,947	15,831
长期借款	1,257	1,101	1,785	1,785	1,785
其他长期负债	304	322	239	323	556
股本	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
储备	(361)	80	540	1,188	2,367
股东权益	640	1,081	1,541	2,189	3,368
少数股东权益	53	70	145	359	666
总负债及权益	7,236	11,138	11,389	14,603	22,207
每股帐面价值(人民币)	0.64	1.08	1.54	2.19	3.36
每股有形资产(人民币)	0.64	1.08	1.54	2.18	3.36
每股净负债/(现金)(人民币)	1.15	0.49	2.02	2.48	3.66

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	587	593	776	1,250	2,154
折旧与摊销	5	5	1	3	3
净利息费用	0	0	8	15	20
运营资本变动	(382)	(1,932)	(1,858)	(1,399)	(2,859)
税金	(146)	(146)	(194)	(312)	(539)
其他经营现金流	(16)	15	192	312	539
经营活动产生的现金流	48	(1,465)	(1,076)	(132)	(682)
购买固定资产净值	(3)	(6)	2	3	5
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(183)	0	133	(140)	(197)
投资活动产生的现金流	(186)	(6)	135	(138)	(193)
净增权益	13	15	0	0	0
净增债务	(79)	(7)	215	681	1,917
支付股息	(189)	(189)	(40)	(56)	(103)
其他融资现金流	402	2,304	133	(140)	(197)
融资活动产生的现金流	146	2,123	308	485	1,617
现金变动	8	652	(632)	215	742
期初现金	823	831	1,483	851	1,066
公司自由现金流	(138)	(1,470)	(940)	(269)	(875)
权益自由现金流	(216)	(1,477)	(725)	412	1,042

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	23.2	21.2	21.2	23.8	24.1
息税前利润率	23.0	21.1	21.2	23.7	24.1
税前利润率	23.5	19.6	21.0	23.4	23.8
净利率	17.6	14.7	13.5	13.2	14.2
流动性(倍)					
流动比率	1.4	1.3	1.5	1.5	1.4
利息覆盖倍数	n.a.	n.a.	80.1	71.9	87.7
净权益负债率(%)	165.6	42.5	119.9	97.6	90.8
速动比率	0.4	0.5	0.2	0.2	0.2
估值(倍)					
市盈率	12.6	12.4	11.1	7.8	4.3
核心业务市盈率	12.6	12.0	11.1	7.8	4.3
目标价对应核心业务市盈率	17.1	16.3	15.0	10.7	5.9
市净率	8.6	5.1	3.6	2.5	1.6
价格/现金流	114.2	(3.8)	(5.1)	(41.9)	(8.1)
企业价值/息税折旧前利润	11.5	9.4	9.8	6.6	4.5
周转率					
存货周转天数	985.4	972.7	1,116.5	1,067.4	890.4
应收帐款周转天数	80.0	43.6	17.7	15.5	14.5
应付帐款周转天数	315.5	383.5	349.4	233.1	214.7
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	68.8	51.7	38.1	37.8	46.1
资产收益率	6.0	5.2	5.2	7.3	8.9
已运用资本收益率	21.5	21.9	20.5	23.8	27.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371