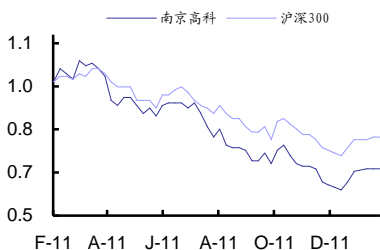


**证券研究报告—动态报告**
**房地产**
**园区开发 II**
**南京高科(600064)**
**推荐**

合理估值: 14 元 昨收盘: 10.37 元 (维持评级)

2012年02月24日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 516/516     |
| 总市值/流通(百万元)  | 5,353/5,353 |
| 上证综指/深圳成指    | 2,410/9,919 |
| 12个月最高/最低(元) | 16.89/8.79  |

**相关研究报告:**

《南京高科600064-业绩符合预期, 资本运营和产业经营互动融合》——2011-08-18  
 《南京高科调研简报及2010年中报点评: 业绩良好, 增长轨迹清晰》——2010-08-18

**证券分析师: 区瑞明**

电话: 0755-82130678  
 E-MAIL: ourm@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

**证券分析师: 黄道立**

电话: 0755-82133397  
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

**证券分析师: 方焱**

电话: 0755-82130648  
 E-MAIL: fangyan@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**公司分析**

## 产业和资本互动融合的城市运营商

**●立足南京高新区, 致力于成为卓越的城市运营商**

从历史沿革来看, 公司是伴随着南京国家级高新区诞生而成立的一家立足高新区、面向南京市的工业园区运营商。经过近 20 年发展, 公司已由主业单一的工业园市政承包商转型成为集市政基础设施承建、土地成片开发转让、房地产开发销售、股权投资为一体的城市运营商, 未来有望从优秀迈向卓越。

**●产业经营和资本运营互动融合**

公司产业经营和资本运营战略清晰, 力求实现资本运营和产业经营的互动融合、双轮驱动, 共同提升公司价值。公司提出以市值管理为中心和最终目标, 未来力求通过资产管理、股权激励、再融资和并购重组等手段, 实现市值的快速增长, 到 2015 年, 总市值力争超过 200 亿。

**●“三驾马车”优势突出**

目前三大业务各有亮点。①市政业务: 高新区循环经济示范园一期及龙潭机电产业园共 9.13 平方公里范围整体开发, 在实施期预计每年能给公司带来超过 2 亿元净利润, 此外, 开发区东扩还为市政业务带来新机遇; ②房地产业务: 开发区东扩使公司作为融资平台最终获取大片低价优质土地, 进行房地产一二级联动开发成为可能; 未来两年, 房地产业务将迎来大规模收获期, 现有商品房项目会陆续上市, 可售面积规模超过 100 万平, 项目盈利前景非常好; 另外, 开发区东扩将推动公司保障房业务的较快发展; ③股权投资: 公司持有四只股票目前市值已达 50 亿, 该部分资产可视为“准现金”, 一旦套现, 将起到一石二鸟的效果: 增厚业绩、为公司其他主业扩张提供资金; 参股的若干家公司未来有上市可能, 有些已进入上市准备阶段; PE 业务还受益于新三板扩容等利好。

**●核心催化剂**

① 区域楼市政策微调; ② 新三板扩容加速

**●发展轨迹清晰, 未来平稳增长可期**

公司管理层稳定, 自 03 年以来业绩一直平稳增长, 发展轨迹日渐清晰。在不考虑出售股票及新增其他潜在业务情况下, 预计 11/12/13 年 EPS 分别为 0.70/0.99/1.24 元/股, 对应 PE 为 14.7/10.5/8.4x, RNAV20.7 元/股, P/RNAV 为 0.5, 维持推荐评级。

**盈利预测和财务指标**

|             | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 2,110 | 2,681 | 2,722 | 3,361 | 4,195 |
| (+/-%)      | 39.0% | 27.1% | 1.5%  | 23.5% | 24.8% |
| 净利润(百万元)    | 256   | 314   | 363   | 510   | 638   |
| (+/-%)      | 33.2% | 22.9% | 15.5% | 40.6% | 25.0% |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.50  | 0.61  | 0.70  | 0.99  | 1.24  |
| EBIT Margin | %     | 14.1% | 12.6% | 14.2% | 14.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 4.0%  | 6.4%  | 7.4%  | 10.2% | 12.3% |
| 市盈率(PE)     | 29.6  | 17.04 | 14.7  | 10.5  | 8.4   |
| EV/EBITDA   |       | 36.10 | 42.19 | 36.91 | 32.15 |
| 市净率(PB)     |       | 1.08  | 1.09  | 1.06  | 1.03  |

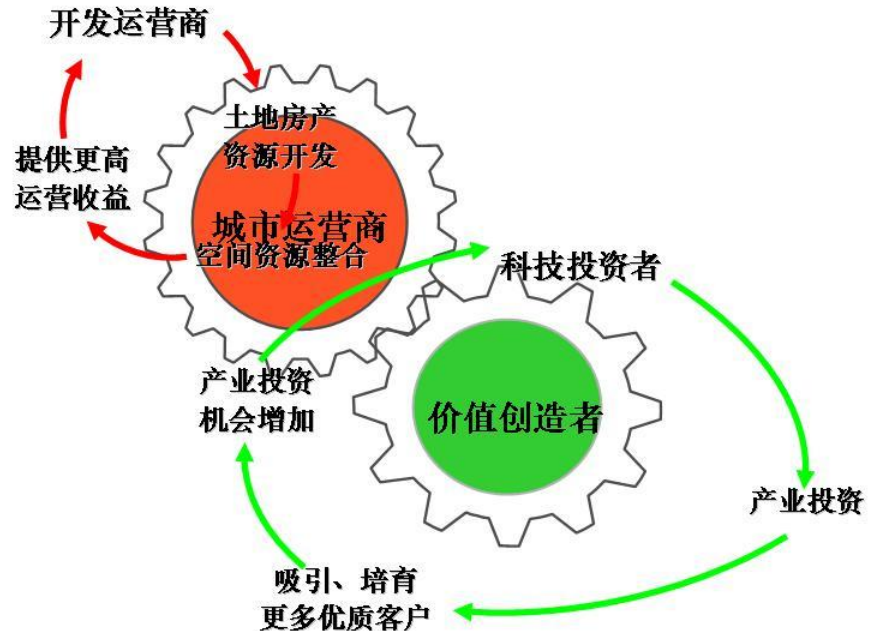
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 产业经营和资本运营互动融合

公司产业经营和资本运营战略清晰，力求实现资本运营和产业经营的互动融合、双轮驱动，共同提升公司价值。

图 1: 南京高科资本运营和产业经营的互动融合



资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

### 产业经营战略

**市政业务：**突出一体化、模式创新和市场化机制，到 2015 年，市政业务将通过产品的提档升级进一步增强区域影响力和市场竞争力，实现业务模式的输出

**房地产业务：**突出专业化、差异化和区域化，到 2015 年，房地产业务将通过优质的产品与服务赢得客户满意，塑造高端品牌形象，成为江苏省最优秀的房地产公司之一。

**股权投资业务：**突出转型以及资源整合与能力提升。在开发区二次创业的大背景下，积极把握和引领园区内高科技产业发展历史机遇。

### 资本运营战略

以市值管理为中心和最终目标，通过股本扩张、投资者关系、资产管理、股权激励、再融资和并购重组等六大手段，向广大投资者展现出良好的投资前景，实现市值的快速增长。到 2015 年，总市值力争超过 200 亿。

## “三驾马车”优势突出

### 三驾马车驱动，致力于成为卓越的城市运营商

公司以市政立业，以房地产强业，以优质股权投资兴业，在三驾马车驱动下，致力于成为卓越的城市运营商和价值创造者。

表 1: 南京高科三大重点产业

| 业务板块 | 公司名称   | 所属行业 |
|------|--|------|
| 市政   | 高科建设、高科园林、高科水务、高科物业                                |      |
| 房地产  | 高科置业（2007 年通过增资方式进入）、仙林康乔（项目公司）                    |      |
| 股权投资 | 南京臣功制药有限公司（1998 年）                                 | 医药   |
|      | 南京高科科创投资有限公司（2008.5）                               | 创投业务 |
|      | 中信证券（1999 年）、南京银行（2000 年）、南京证券（2007）、广州农商行（2009 年） | 金融证券 |
|      | 栖霞建设、苏州栖霞、栖霞仙林                                     | 房地产  |
|      | LG 新港、华新有色、长江发展、长江联合                               | 其他   |

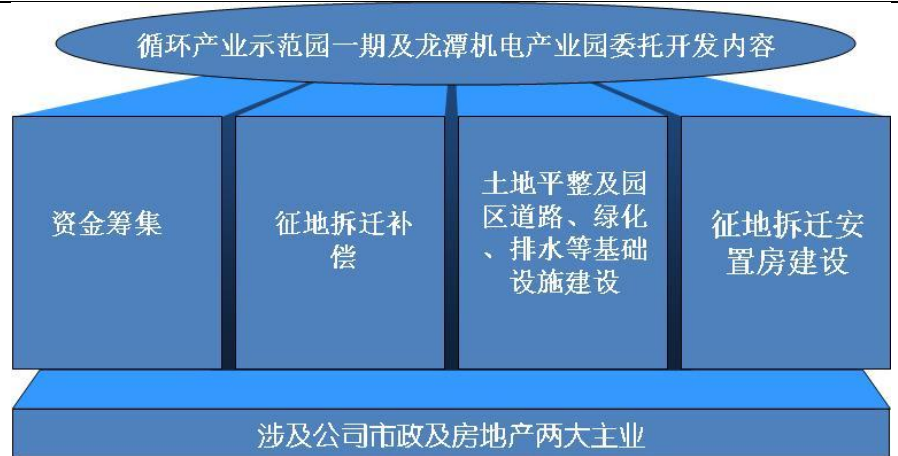
资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

### 市政立业

市政业务是公司的立业之本。公司市政业务建立了以工程总承包施工（工程管理）为主体，市政设计、管养为辅，涵盖园林绿化、物业管理、污水处理等业务的“大市政”产业链，成为南京经济技术开发区东区建设的重要力量。2010 年，全年实现市政公用业务营业收入 7.5 亿元，毛利 2.3 亿元。

**近期市政业务亮点：**2010 年 12 月 1 日，公司与开发区管委会签订委托开发合同，管委会将东区循环经济示范园一期及龙潭机电产业园共 9.13 平方公里的范围委托公司进行整体开发。委托范围：循环经济园一期的开发范围为：北至长江，南至栖霞大道，东至炼西路，西至仙新路、仙新东路，总面积 7.32 平方公里；机电产业园的开发范围为：西至现状南龙公路，东至龙港大道，北至疏港大道，南至府前路，总面积约 1.81 平方公里（最终以规划确定的用地范围和实测面积为准）。

图 2: 此次委托开发的内容



资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

此次委托开发收益的计算方法： $(直接成本+间接成本) \times 6\% = 年委托开发收益$ 。

其中间接成本包括：

1. 财务费用：公司向金融机构借款部分，按照实际发生的借款利率和资金投入金额、天数计算；公司自有资金及发行股票或债券所募集资金，则按照每笔资金实际投入的金额、天数，按同期中国人民银行公布的银行贷款基准利率计息。
2. 营业税金及附加和企业所得税等相关税费；

3. 其他经管委会确认的费用。

直接成本包括:

1. 开发工作的有关前期费用;
2. 征地、拆迁安置费用;
3. 土地整理、交付过程中发生的有关补偿费用;
4. 基础设施建设有关费用;
5. 委托开发过程中发生的审计、律师、工程监理等费用以及经同级财政和土地主管部门核准的其它支出;
6. 其他经管委会确认的合理开发费用。

**公司初步测算，直接投资成本约为 30 亿元。**

**开发区东扩将给公司市政业务带来新机遇:** 2010 年 3 月,南京市政府宁政复【2010】33 号文《市政府关于同意南京经济技术开发区管委会对开发区东区及金陵石化循环经济示范园实施统一管理的批复》,将开发区东区及金陵石化循环经济示范园由南京经济技术开发区管委会实施统一管理。开发区东区面积 110 平方公里,金陵石化循环经济示范园面积 22.33 平方公里。给公司市政业务未来发展可能带来的机遇:

1. 综合土地一级开发机遇
2. 工业土地的委托开发机遇
3. 园区内道路、绿化等基础设施的建设机遇
4. 由拆迁带来的保障性住房建设机遇

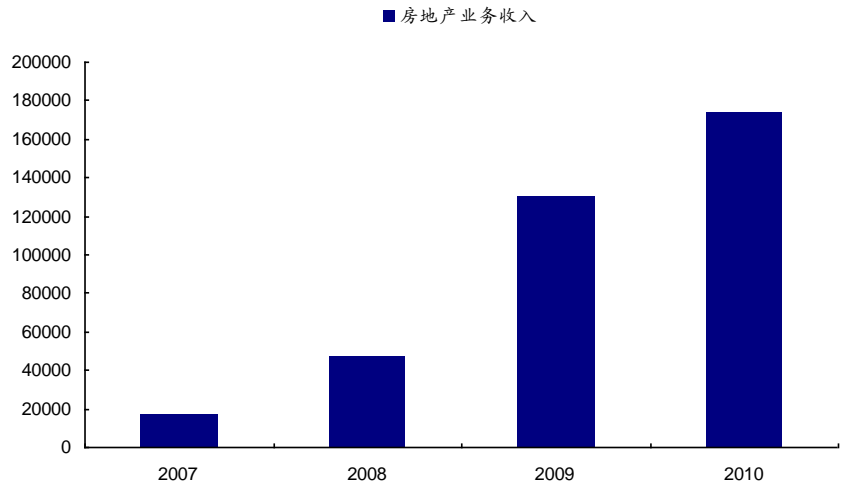
.....

### **房地产强业**

房地产是公司的强业之基。2010 年,公司入选“房地产上市公司成长能力榜”十强,完成合同销售面积 18.9 万平(商品房项目 8.2 万平、经济适用房项目 10.7 万平),实现合同销售收入 9.75 亿元(商品房项目 7.1 亿元,经济适用房项目 2.7 亿元),完成结算面积 32 万平(商品房项目 20.8 万平,经济适用房项目 11.2 万平),实现房地产开发销售营业收入 17.4 亿元,毛利 4.1 亿元。

公司房地产业务主要由南京高科置业有限公司进行运作,高科置业注册资金 15 亿元,公司所占股权比例为 80%。到目前为止,高科置业累计开发面积近 400 万平,产品范围涵盖普通住宅、高档别墅、商业地产、政府保障房等多个领域,并连续四年荣获“中国房地产业百强企业”称号。

图 3: 南京高科 2007 年以来房地产业务收入情况



资料来源: 公司公告、国信经济研究所整理

**房地产业务亮点:** ①未来两年, 公司现有的房地产商品房项目会陆续上市, 可售面积规模超过 100 万平方米, 房地产业务将迎来大规模收获期。②公司现有商品房项目都是近地铁楼盘。③开发区东扩将推动公司保障性住房和经济适用房项目的较快发展④南京住建委 10 年 6 月公示首批 16 家开发商入选当地“保障性住房建设主体名录库”, 高科置业位列其中, 今后南京保障房项目的建设招标对象, 都将从这个名录库中抽取筛选。

表 2: 南京高科商品房项目一览表 (单位: 万平)

| 项目名称           | 占地面积  | 规划总建筑面积 | 拿地价格 (亿元) | 权益比例  | 开发进度                                       | 销售进度  |
|----------------|-------|---------|-----------|-------|--|---|
| 山水风华           | 10.89 | 9.1     | 1.8       | 80%   | 项目已竣工交付                                    | 已完成销售, 累计结算 7.31 万平方米   |
| 新城邻里           | 6.74  | 14.11   | 0.9       | 80%   | 项目已竣工, 正陆续交付                               | 已累计实现销售 10.30 万平方米, 累计结算 9.55 万平方米  |
| 诚品城 (学仕风华苑)    | 19.97 | 32.95   | 5.23      | 80%   | 项目已竣工, 正陆续交付                               | 已累计实现销售 18.51 万平方米 (不含车库), 累计结算 15.65 万平方米                                      |
| 左右阳光 (仙踪林苑)    | 3.5   | 7.79    | 2         | 98.4% | 住宅部分主体封顶, 正在进行室外装饰工程; 商业部分完成外墙施工, 正在进行内部装修 | 2011 年 1 月 8 日开盘销售第一批房源, 截止到年报披露日累计实现销售 1.93 万平方米, 2011 年 5 月 15 日, 二期开盘。尚未开始结算 |
| 高科·荣境 (G81 项目) | 34.61 | 56.56   | 25.95     | 80%   | 一期共计 4.59 万平方米 (容积率面积) 正在进行地下结构工程施工        | 尚未开始销售  |
| 高科·荣域 (G06 地块) | 12.42 | 21.12   | 11.6      | 80%   | 一期共计 9.62 万平方米 (容积率面积) 正在进行桩基工程            | 尚未开始销售  |
| 东城汇            | 3.28  | 8.96    | 1.48      | 80%   | 正在进行地下结构工程施工                               | 2011 年 6 月 5 日开盘销售, 当日日销 4.5 亿。尚未开始结算。  |
| 仙林 C 地块商务办公楼   | 4.07  | 10.14   | 0.79      | 80%   | 正在进行主体工程施工                                 | 尚未开始销售  |

资料来源: 公司公告、国信经济研究所整理

表 3: 南京高科保障房项目一览表

| 项目名称        | 规划总建筑面积 (万平方米) | 开发进度      |
|-------------|----------------|-----------|
| 尧顺佳园二期      | 19.43          | 正在建设      |
| 循环经济示范园起步项目 | 11.64          | 正在建设      |
| 龙潭机电产业园     | 50             | 已完成规划要点工作 |
| 合计          | 81.07          | 正在建设      |

资料来源: 公司公告、国信经济研究所整理

重点项目简介——

1. 仙林大学城别墅项目 (图 9): 获得南京市建筑设计一等奖。项目地址: 仙林大学城; 占地面积: 10.89 万平方米; 建筑面积: 9.1 万平方米; 容积率: 0.7; 绿化率: 42.2%。
2. 诚品城 (图 10): 专为高校教师量身定做, 打造人文地产标杆。项目地址: 仙林大学城; 占地面积: 19.97 万平方米; 规划总建筑面积: 32.95 万平方米。

图 4: 仙林大学城别墅项目



资料来源: 公司主页, 国信经济研究所分析师整理

图 5: 诚品城



资料来源: 公司主页, 国信经济研究所分析师整理

3. 高科荣境 (图 11): 项目地址: 仙林大学城地铁口; 占地面积: 34.61 万平方米; 规划总建筑面积: 56 万平方米。
4. 高科荣域 (图 12): 2010 年 3 月竞得, 公司快速开发模式第一盘。项目地址: 仙林大学城, 紧邻诚品城项目; 占地面积: 12.42 万平方米; 规划总建筑面积: 21.12 万平方米。

图 6: 高科荣境



资料来源: 公司主页, 国信经济研究所分析师整理

图 7: 高科荣域



资料来源: 公司主页, 国信经济研究所分析师整理

5. 东城汇（图 13）：位于仙林大学城核心区，公司商业综合体第一盘，聘请戴德梁行合作，打造仙林大学城第一条商业街。项目地址：仙林大学城；占地面积：3.28 万平方米；规划总建筑面积：8.96 万平方米。
6. 仙林 C 地块商务办公楼项目（图 14）：位于仙林大学城核心区，公司商业办公楼第一盘。项目地址：仙林大学城；占地面积：4.07 万平方米；规划总建筑面积：8.5 万平方米。东边为高尚住宅用地，北面大学校园视野开阔，园林丰富，群山林立；西面临金鹰商城及西侧湖区，景色怡人；南面紧邻主力湖区，碧波荡漾，绿树成荫。

图 8：东城汇



资料来源：公司主页，国信经济研究所分析师整理

图 9：仙林 C 地块商务办公楼项目



资料来源：公司主页，国信经济研究所分析师整理

上述项目中最值得一提的就是高科荣境（G81）项目，毗邻南京大学新校区，步行至地铁二号线东延线（已于 2010 年 5 月 28 日开通）终点站仅 10 分钟，由于大部分为低密度住宅，楼面地价才 4588 元/平方米，据了解，目前仙林大学城片区普通住宅的销售均价已超过 13000 元/平方米以上，因此，该项目盈利前景十分可观。

公司 2011 年三季度末拥有 6.19 亿货币资金，加上“准现金”50 亿（公司所持有的随时可变现的、2 月 23 日收盘账面价值达 50 亿的四家上市公司流通股<sup>1</sup>），使公司在行业相对低迷时期进行低成本扩张有资金保障。另外，公司另一项主业是土地成片开发，也能为拿地创造有利条件。而且，公司在市政基础设施承建业务及园区管理服务两项业务浸淫多年，也有利于公司在房地产开发业务的建筑施工及园林绿化两个环节发挥管理优势和成本优势。因此，我们看好公司房地产业务的增长潜力。

### 股权投资兴业

优质股权投资业务是公司的兴业之举，股权投资业务公司采取有序进退、滚动发展的思路，公司相继退出了不具备比较优势、缺乏市场化退出机制的股权投资项目，包括新港医药、烽火藤仓、瀚宇彩欣等，2010 年，公司实现投资收益 2.17 亿元。

#### 公司股权投资业务有五大亮点——

1. 公司目前投资的栖霞建设、南京银行、中信证券等几家上市公司资产（表 4）质地优良，其分红收益为公司的利润提供了重要保障。初投资成本仅 7.2 亿，2012 年 2 月 23 日收盘，账面价值已达 50 亿元，由于 07 年公司第 6 次临时股东大会已审议通过“授权公司管理层择机出售公司所持金融资产”，因此该部分资产可视为“准现金”，一旦套现，将起到一石二鸟的效果：①增厚业绩；

<sup>1</sup> 6 月 24 日收盘，公司持有的栖霞建设账面价值 5.63 亿，南京银行 32.27 亿，中信证券 11.67 亿，科学城 0.28 亿。

- ②为公司其他主业，特别是房地产业务扩张提供资金；
2. 2010 年度公司参股企业投资收益占净利润比重 10%以上的有三家（表 5），贡献的投资收益达 1.16 亿；
  3. 公司目前已投资的臣功制药、广州农村商业银行、南京证券等几家公司（表 6）未来有上市的可能，并且有些已进入上市的准备阶段。列为股权投资之一的臣功制药是全资子公司，主打产品——臣功再欣是国内第一个上市的儿童感冒药，目前已经形成了品牌效应和规模效应，“臣功”商标被列为“医药行业全国驰名商标”；通过整合新港医药，托拉塞米（国家二类新药）已经进入臣功制药，目前托拉塞米在同类型品种中市场占有率第一，未来发展前景广阔。2010 年公司药品销售实现净利润超过 2000 万元。公司已提出“推进臣功制药寻求新的发展机遇”，并且在去年 3 月份成功完成股改，我们预计或有酝酿分拆上市<sup>2</sup>可能，若能成功实施，将大幅提升公司价值。

**表 4: 南京高科持有上市公司股票明细**

| 股票名称 | 持股数         | 占该公司股权比例 (%) | 2011 年 2 月 23 日对应市值 (亿元) |
|------|-------------|--------------|--------------------------|
| 栖霞建设 | 152,143,800 | 14.49        | 5.63                     |
| 南京银行 | 333,450,000 | 11.17        | 32.27                    |
| 中信证券 | 91,823,634  | 0.92         | 11.67                    |
| 合计   | -           | -            | 49.57                    |

资料来源：公司公告，国信经济研究所分析师整理

**表 5: 南京高科参股企业投资收益占净利润比重 10%以上的情况**

| 参股企业名称         | 2010 年贡献的投资收益  | 2010 年占公司净利润的比重 (%) |
|----------------|----------------|---------------------|
| 南京栖霞建设仙林有限公司   | 40,177,926.87  | 12.79               |
| 苏州栖霞建设有限责任公司   | 38,842,215.20  | 12.37               |
| 南京 LG 新港显示有限公司 | 37,079,898.75  | 11.80               |
| 合计             | 116,100,040.82 | -                   |

资料来源：公司公告，国信经济研究所分析师整理

**表 6: 南京高科控股或参股的潜在上市企业情况**

| 公司名称           | 持有数量       | 占该公司股权比例 (%) | 公司简介情况  |
|----------------|------------|--------------|---|
| 南京臣功制药有限公司     | -          | 100          | 公司全资子公司，江苏省高新技术企业，在儿科药、抗肿瘤药等领域市场占有率强，“臣功”商标被列为“医药行业全国驰名商标”。2011 年 3 月完成股改。  |
| 南京证券有限责任公司     | 24,340,000 | 1.37         | 江苏省第一家专业证券公司，全国首批规范类证券公司。   |
| 广州农村商业银行股份有限公司 | 80,000,000 | 1.16         | 下辖 373 个支行，263 个分理处，营业网点数为广州地区银行同业机构首位。2010 年全年实现利润 40.04 亿元，比上年增加 11.96 亿元，增幅 42.6%。目前，该行正在进行定向募股，公司拟参与认购 1 亿股新股，认股完成后，公司持股比例约提升至 2.03%。 |

资料来源：公司公告，国信经济研究所分析师整理

4. 挖掘“科技+金融”的联动价值，拓宽公司未来成长之路：去年 5 月，公司在栖霞区第一家科技小额贷款公司发起人招标中成功中标，拟成立南京高科科技小额贷款公司注册资本为 2 亿元，重点以支持园区内科技创新型中小企业发展为主要目标，向具有高成长潜力的未上市中小型创新型高科技企业进行

<sup>2</sup>从目前监管层给出的条件看，分拆上市条件较为严格，需要同时满足六个条件才有可能获得放行：上市公司公开募集资金未投向发行人业务；上市公司最近三年盈利，业务经营正常；上市公司与发行人不存在同业竞争，且出具未来不竞争承诺，上市公司及发行人的股东或实际控制人与发行人之间，不存在严重关联交易；发行人净利润占上市公司净利润不超过 50%；发行人净资产占上市公司净资产不超过 30%；上市公司及下属企业董、监、高及亲属持有发行人发行前的股份不超过 10%。



融资和股权投资，并为之提供创业管理服务，以期所投资企业发育成熟后，通过权益转让获得资本增值收益。

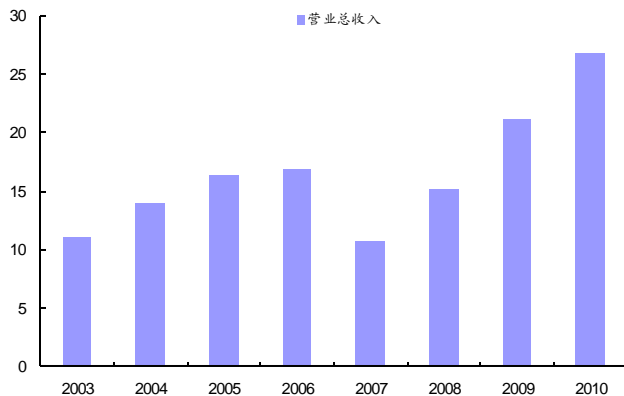
5. 抢抓开发区“十二五”规划重点产业发展机遇，推动股权投资业务再上新台阶：
  - 1) 根据《南京经济技术开发区十二五规划纲要》，加快推动开发区光电显示、医药食品、装备制造、科技服务业、现代物流业五大主导产业发展，跻身国家级开发区十强，成为世界级光电显示产业基地和现代化临港产业新城。
  - 2) 产业结构：到 2015 年，高新技术产业产值占规模以上工业产值比重达到 80%。以电子信息产业为龙头，带动装备制造、医药食品、新能源、现代服务业等产业共同发展。
  - 3) 创新能力：发明专利申请数年均增长 10%以上，2015 年达到 100 个。企业研发中心和工程技术中心数 2015 年达到 80 家。年均新增高新技术企业 5 家，高新技术企业产值比重 2015 年达到 85%。

未来，公司股权投资主要会考虑国家“十二五”规划期间重点发展的新材料、新能源等战略性新兴产业。

### 发展轨迹清晰，未来平稳增长可期

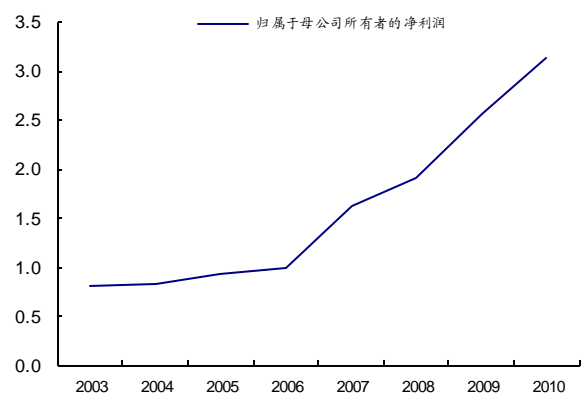
公司管理层较为稳定，自 2003 年以来，经营业绩一直保持着连年平稳增长态势，发展轨迹日渐清晰。未来在地产、市政及股权投资三驾马车驱动下，将有望继续保持平稳增长态势。在不考虑公司出售股票及新增其他潜在业务的情况下，预计 2011-12 年 EPS 分别为 0.70 元(19.5x)、0.99 元(13.9x)、1.24 元(11x)，RNAV20.7 元/股，维持推荐评级。

图 10: 南京高科 2003-2010 年营业收入 (亿元)



资料来源: WIND、公司公告

图 11: 南京高科 2003-2010 年净利润 (亿元)



资料来源: WIND、公司公告

**附表 1: 财务预测与估值**

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |               |               |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
|                  | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |                  | 2010         | 2011E         | 2012E         | 2013E        |
| 现金及现金等价物         | 644          | 600          | 660          | 654          | 营业收入             | 2681         | 2722          | 3361          | 4195         |
| 应收款项             | 259          | 272          | 369          | 355          | 营业成本             | 1906         | 1968          | 2383          | 2970         |
| 存货净额             | 6830         | 7288         | 10315        | 12217        | 营业税金及附加          | 171          | 169           | 211           | 262          |
| 其他流动资产           | 162          | 175          | 224          | 277          | 销售费用             | 118          | 120           | 148           | 183          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>8056</b>  | <b>8495</b>  | <b>11730</b> | <b>13663</b> | 管理费用             | 108          | 122           | 142           | 176          |
| 固定资产             | 125          | 5            | 7            | 8            | 财务费用             | 175          | 181           | 206           | 262          |
| 无形资产及其他          | 18           | 17           | 16           | 16           | 投资收益             | 217          | 305           | 381           | 477          |
| 投资性房地产           | 5528         | 5528         | 5528         | 5528         | 资产减值及公允价值变动      | (18)         | 0             | 0             | 0            |
| 长期股权投资           | 851          | 851          | 851          | 851          | 其他收入             | 0            | 0             | 0             | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>14578</b> | <b>14896</b> | <b>18132</b> | <b>20066</b> | 营业利润             | 404          | 467           | 651           | 817          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 4070         | 3276         | 5337         | 6122         | 营业外净收支           | (6)          | 0             | 0             | 0            |
| 应付款项             | 903          | 1225         | 1517         | 1759         | <b>利润总额</b>      | <b>398</b>   | <b>467</b>    | <b>651</b>    | <b>817</b>   |
| 其他流动负债           | 2071         | 2904         | 3666         | 4429         | 所得税费用            | 61           | 77            | 104           | 133          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>7044</b>  | <b>7405</b>  | <b>10520</b> | <b>12310</b> | 少数股东损益           | 23           | 27            | 37            | 46           |
| 长期借款及应付债券        | 1277         | 1277         | 1277         | 1277         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>314</b>   | <b>363</b>    | <b>510</b>    | <b>638</b>   |
| 其他长期负债           | 979          | 979          | 979          | 979          |                  |              |               |               |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2256</b>  | <b>2256</b>  | <b>2256</b>  | <b>2256</b>  | 现金流量表 (百万元)      |              |               |               |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>9300</b>  | <b>9661</b>  | <b>12776</b> | <b>14566</b> | 净利润              | 314          | 363           | 510           | 638          |
| 少数股东权益           | 337          | 336          | 330          | 323          | 资产减值准备           | (3)          | 135           | 8             | 9            |
| 股东权益             | 4941         | 4899         | 5027         | 5177         | 折旧摊销             | 27           | 13            | 15            | 17           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>14578</b> | <b>14896</b> | <b>18132</b> | <b>20066</b> | 公允价值变动损失         | 18           | 0             | 0             | 0            |
|                  |              |              |              |              | 财务费用             | 175          | 181           | 206           | 262          |
|                  |              |              |              |              | 营运资本变动           | (66)         | 808           | (2112)        | (925)        |
|                  |              |              |              |              | 其它               | 5            | (136)         | (14)          | (16)         |
|                  |              |              |              |              | <b>经营活动现金流</b>   | <b>295</b>   | <b>1183</b>   | <b>(1593)</b> | <b>(278)</b> |
|                  |              |              |              |              | 资本开支             | 16           | (27)          | (25)          | (26)         |
|                  |              |              |              |              | 其它投资现金流          | (161)        | 0             | 0             | 0            |
|                  |              |              |              |              | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(154)</b> | <b>(27)</b>   | <b>(25)</b>   | <b>(26)</b>  |
|                  |              |              |              |              | 权益性融资            | 0            | 0             | 0             | 0            |
|                  |              |              |              |              | 负债净变化            | (670)        | 0             | 0             | 0            |
|                  |              |              |              |              | 支付股利、利息          | (282)        | (405)         | (383)         | (488)        |
|                  |              |              |              |              | 其它融资现金流          | 1718         | (794)         | 2061          | 785          |
|                  |              |              |              |              | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(186)</b> | <b>(1199)</b> | <b>1678</b>   | <b>297</b>   |
|                  |              |              |              |              | <b>现金净变动</b>     | <b>(45)</b>  | <b>(43)</b>   | <b>60</b>     | <b>(7)</b>   |
|                  |              |              |              |              | 货币资金的期初余额        | 689          | 644           | 600           | 660          |
|                  |              |              |              |              | 货币资金的期末余额        | 644          | 600           | 660           | 654          |
|                  |              |              |              |              | 企业自由现金流          | 297          | 1080          | (1722)        | (430)        |
|                  |              |              |              |              | 权益自由现金流          | 1346         | 134           | 165           | 136          |

| 关键财务与估值指标     |      |       |       |       |
|---------------|------|-------|-------|-------|
|               | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 每股收益          | 0.61 | 0.70  | 0.99  | 1.24  |
| 每股红利          | 0.55 | 0.78  | 0.74  | 0.95  |
| 每股净资产         | 9.57 | 9.49  | 9.74  | 10.03 |
| ROIC          | 3%   | 3%    | 4%    | 4%    |
| ROE           | 6%   | 7%    | 10%   | 12%   |
| 毛利率           | 29%  | 28%   | 29%   | 29%   |
| EBIT Margin   | 14%  | 13%   | 14%   | 14%   |
| EBITDA Margin | 15%  | 13%   | 15%   | 15%   |
| 收入增长          | 27%  | 2%    | 24%   | 25%   |
| 净利润增长率        | 23%  | 16%   | 41%   | 25%   |
| 资产负债率         | 66%  | 67%   | 72%   | 74%   |
| 息率            | 5%   | 8%    | 7%    | 9%    |
| P/E           | 17.0 | 14.7  | 10.5  | 8.4   |
| P/B           | 1.1  | 1.1   | 1.1   | 1.0   |
| EV/EBITDA     | 36.1 | 42.2  | 36.9  | 32.1  |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                             |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上      |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间  |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间      |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上      |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上    |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间 |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间     |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上     |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



