



买入

19% ↑

目标价格: 人民币7.01

600223.SS

原目标价格: 人民币7.50

价格: 人民币 5.89

目标价格基础: 净资产值折让 45%

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	28	(7)	28	(34)
相对新华富时 A50 指数	19	(2)	20	(17)

发行股数(百万)	1,001
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	5,896
3个月日均交易额(人民币 百万)	45
12月末净负债率(%)	118
12年末每股重估净资产值(人民币)	12.74
主要股东(%)	
山东鲁商集团	52.62

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

周路

(8621) 2032 8519

lu.zhou@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511100001

*袁豪为本报告重要贡献者

鲁商置业

业绩大幅低于预期

鲁商置业实现营业收入 23.82 亿元, 同比下降 21%, 净利润 2.35 亿元, 同比下降 47%; 每股收益 0.23 元, 低于我们的预期约 46%。鉴于公司 2011 年较差的业绩表现, 近期股价有下调风险, 我们下调公司 2012-13 年的业绩预测至 0.499 元和 0.654 元, 目标价格由 7.50 元下调至 7.01 元, 相当于 14.0 倍 2012 年市盈率和 2012 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。

支撑评级的要点

- 2011 年, 鲁商置业实现营业收入 23.82 亿元, 同比下降 21%, 净利润 2.35 亿元, 同比下降 47%; 每股收益 0.23 元, 低于我们的预期约 46%。公司实现营业毛利率 19%, 较 2010 年下降 8 个百分点, 实现净利率 10%, 较 2010 年下降 5 个百分点。
- 2012 年的结算情况相比 2011 年将有所好转, 2010 年以后的销售项目将逐渐在 2012 年开始结算, 其中, 燕儿岛项目 1 号楼和 2 号楼将进入结算, 约有 6 万方左右, 总结算金额约有 16-17 亿元左右, 按照 20% 净利率来计算, 可以贡献超过约 0.3 元的每股收益。
- 2011 年, 公司实现合同销售金额共约 62.8 亿元, 同比增长 6%, 全年推盘也就 100 多亿元左右, 全年实现去化率 60% 多; 2012 年, 公司计划全年推盘 120-130 亿元, 预计销售额略好于 2011 年。
- 至 2011 年末, 公司预收款项为 44.9 亿元, 较 2010 年末增加了约 11 亿元, 锁定了我们对公司 2012 年房地产板块预测收入的 95%, 如果算上燕儿岛项目已售在途的销售金额的话, 那么预收款项预计约达 55 亿元, 那么将锁定了我们对公司 2012 年房地产板块预测收入的 100% 和 2013 年的 15%, 锁定性较好。
- 2011 年, 资产负债率和净负债率分别为 92.0% 和 136.1%, 货币资金占比短债的比值为 0.72, 公司偿债压力较大, 但公扣除预收帐款后负债中有近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

- 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。
- 鉴于公司 2011 年较差的业绩表现, 近期股价有下调风险, 我们下调公司 2012-13 年的业绩预测至 0.499 元和 0.654 元, 目标价格由 7.50 元下调至 7.01 元, 相当于 14.0 倍 2012 年市盈率和 2012 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。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	3,018	2,382	4,131	5,225	6,446
变动(%)	21	(27)	73	26	23
净利润(人民币 百万)	441	235	500	655	817
全面摊薄每股收益(人民币)	0.441	0.234	0.499	0.654	0.817
变动(%)	0.4	(46.8)	113.0	31.0	24.8
原先预测每股收益(人民币)			0.703	1.281	
调整幅度(%)			(29.0)	(48.9)	
市盈率(倍)	13.4	25.1	11.8	9.0	7.2
每股现金流量(人民币)	(1.46)	(3.63)	(0.23)	(0.43)	1.40
价格/每股现金流量(倍)	(4.0)	(1.6)	(25.6)	(13.7)	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.1	28.3	10.4	8.7	6.2
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

净利润同比大幅下降 47%，今年结算将好于去年

2011 年，鲁商置业实现营业收入 23.82 亿元，同比下降 21%，净利润 2.35 亿元，同比下降 47%；每股收益 0.23 元，低于我们的预期约 46%。公司的业绩大幅下滑主要是因为结算大幅低于预期所致，在行业调控从严依旧、二级市场再融资没有放松之际，公司缺乏释放业绩的动力。

报告期内，公司实现营业毛利率 19%，较 2010 年下降 8 个百分点，实现净利率 10%，较 2010 年下降 5 个百分点。公司销售毛利率和净利率的下降主要是由于 2011 年的结算结构所造成的，由于公司一般的结算周期一般都在 1-2 年左右，也就是 2011 年的结算主要反映的是 2010 年以前的销售情况，如前期销售的青岛动感世代和临沂凤凰城等地毛利项目进入结算，而 2010 年以后销售的如燕儿岛等高毛利项目还未进入结算，因此导致了目前的毛利率有所下降。

图表 1. 鲁商置业 2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动%
营业收入	3,018	2,382	(21)
营业成本	(1,996)	(1,735)	(13)
营业税	(220)	(194)	(12)
毛利润	802	453	(44)
其他收入	(21)	27	(230)
销售费用	(122)	(126)	3
管理费用	(44)	(55)	24
营业利润	615	299	(51)
投资收益	1	14	1192
财务费用	(4)	3	(174)
营业外收支	(23)	(7)	(71)
税前利润	589	310	(47)
所得税	(146)	(79)	(46)
少数股东权益	(2)	4	(364)
归属上市公司股东净利润	441	235	(47)
主要比率(%)			
毛利率	27	19	
经营利润率	20	13	
净利率	15	10	

资料来源：公司数据

公司本期利润主要来自于北京蓝岸丽舍项目、山东鲁商置业的常春藤、鲁商广场和御龙湾项目，以及临沂的临沂凤凰城项目，上述项目净利润率和占比如下表所示。

图表 2. 2011 年鲁商置业项目公司收入和净利润情况

子公司	主要项目	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利率 (%)	净利率率同 比 2011 年(%)	净利润 占比(%)
山东省鲁商置业有常春藤项目、鲁商广场项目、御龙湾项目		80,314	7,520	9	(2)	31
临沂鲁商地产有限公司	凤凰城项目	43,715	5,571	13	(3)	23
北京银座合智房地产开发有限公司	蓝岸丽舍项目	66,856	11,496	17	(5)	47
合计		190,885	24,587			100

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

不过，2012 年的结算情况相比 2011 年将有所好转，2010 年以后的销售项目将逐渐在 2012 年开始结算，其中：（1）燕儿岛项目：1 号楼和 2 号楼将进入结算，约有 6 万方左右，当时售价为 2.7-2.8 万元/平米，总结算额约有 16-17 亿元左右，如果保守估计按照 20%净利率来计算，那么就可以给 2012 年贡献超过 0.3 元的每股收益；（2）国奥城项目：前期 6 号楼的两次开盘中，前年开盘的一部分将能在 2011 年结算，而 2 号楼和 6 号楼的去年开盘的部分（约有 10 层）结算都体现在 2012 年。总体而言，公司 2012 年的结算金额和结算毛利都将好于 2011 年。

11 年销售未达预期，12 年情况会有好转

回顾 2011 年，公司全年实现合同销售金额共约 62.8 亿元，同比增长 6%，主要的销售项目为：燕儿岛项目、临沂项目、北京项目、济宁项目和即墨项目等，其中，燕儿岛项目认购销售金额约为 20 多亿元（由于该项目的回款比一般项目还要慢 2 个月，目前 2011 年 20 多亿元的销售中只有约 10 亿元已进入预收账款，还有约 10 多亿在途）。公司 2011 年原本计划推盘 150 亿元左右，但由于哈尔滨等项目的延迟推盘，最终 2011 年全年推盘也就 100 多亿元左右，全年实现去化率 60%多。

展望 2012 年，公司计划全年推盘 120-130 亿元，预计销售额略好于 2011 年。公司从今年 3 月到 11 月都将有推盘，主要销售项目为燕儿岛项目、哈尔滨项目、午山项目、国奥城项目、济宁项目、常春藤项目、临沂项目和菏泽项目等等，其中：（1）燕儿岛项目：继续推去年年底就已开盘的 5 号楼（均价 3.3 万元/平米），继续推 7 号楼 15 层以下的非海景房，新推 6 号楼以及约 1 万方的沿街商铺（均价 6 万元/平米）；（2）哈尔滨项目：该项目为今年的主力销售项目，计划在今年 5 月份推盘，去年已经开工约 70 万方，今天预计推盘约 30 万方，均价为 6,000-7,000 元/平米（高层为 6,000-7,000 元/平米，而花园洋房为 9,000 元/平米）；（3）午山项目：也推一部分，虽然目前还处于前期拆迁过程中，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，因此预售进度较一般项目将有所加快；（4）菏泽项目：该项目为去年新储备项目，今年推盘的量比较多。另外，鉴于行业调控的严峻形势，公司计划今年推盘量将与工程、资金量挂钩，并且，公司对推盘量每个月进行一次调度，每个季度进行一次总结，整体的推盘计划将更加的灵活。

至 2011 年末，公司预收款项为 44.9 亿元，较 2010 年末增加了约 11 亿元，锁定了我们对公司 2012 年房地产板块预测收入的 100%和 2013 年的 8%，如果算上燕儿岛项目已售在途的销售金额的话，那么预收款项预计约达 55 亿元，那么将锁定了我们对公司 2012 年房地产板块预测收入的 100%和 2013 年的 28%，锁定性较好。

大股东鼎力支持，负债率虽高但压力不大

由于公司 2011 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%上升至年末的 92.0%和 136.1%，负债率水平处于行业平均水平以上。同时，2011 年末，公司手持货币资金约 10.8 亿元，而短期借款加一年内到期的非流动负债合计 14.9 亿元。总体而言，公司偿债压力较大。

不过，公司大股东鲁商集团的大力支持绝对可以打消我们公司负债高企的担忧。2011 年末，公司的负债总额约 162 亿元，预收账款约 45 亿元，扣除预收账款后负债 117 亿元，2011 年大股东鲁商集团及下属子公司向公司提供资金约 43 亿元，而截至 2011 年末，关联方借款余额约有近 50 亿元左右，公司扣除预收帐款后负债中约有近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。

此外，在资金获得方面，在行业资金偏紧的情况下，公司的融资优势相对突出。公司目前融资渠道比较多元化，共有以下四种渠道：（1）开发贷：公司本身作为国有企业又是上市公司，同时集团公司再给公司担保，所以虽然房地产开发贷收的比较紧，但是公司仍然可以获得，并且相对一般房企还具有一定的优势，去年公司一共做了 20-30 亿元左右的开发贷，利率为基准利率上浮 10-20%，同时，公司预计今年哈尔滨项目、菏泽项目和午山项目估计也会做一些开发贷；（2）集团支持：基本上集团都是以取得资金的成本给予公司，资金成本相对较低，用途上比较自由，期限和展期等都比较灵活，还款压力都不是特别大；（3）委托贷款：公司去年做了共 2-3 亿元，利率为 11-12%；（4）信托：目前公司就只有燕儿岛项目做了一个 6 亿左右的信托，利率为 11%，同时，今年没有到期的信托，未来公司不会单纯做信托，一般信托都是和开发贷捆绑。

而在资金支付方面，公司目前主要土地款的支付项目主要还有三个：（1）鲁商首付已经拆迁部分未付的还有 6 亿元左右；（2）哈尔滨项目目前还有约 11 亿元左右未付；（3）午山项目的 50 亿元土地款都还未支付，但是午山项目为拆一块付一块，今年不需要全部支付完毕，另外，前期已经缴纳了 8 亿元的保证金，可以在后期冲抵。那么假设今年午山拆迁一半的话，那么按公司 75% 权益需要支付的土地款约为 19 亿元左右，同时扣除 8 亿元保证金，那么差不多今年还需要缴纳 11 亿元左右土地款，因此今年总体的土地款支付在 30 亿元左右，远没有前期所预计那么大。

综合而言，公司目前负债率和净负债率虽然较高，但是考虑到公司扣除预收帐款后负债中有近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，同时，今年的土地款支付压力并没有前期预计的那么大，因此公司后续的财务压力其实并不大。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 3. 公司土地款支付情况

项目	城市	获得时间	权益	总价款 (亿元)	截至年报已 支付 (亿元)	截至年报需 支付 (亿元)	截至年报公司需 支付 (亿元)	备注
鲁商首府	青岛	2009/3/25	75%	50.85	17.49	33.36	25.02	拆迁一部分付一部分，目前已经拆迁部分未付的还有 6 亿元左右
济宁项目	济宁	2010/8/14	100%	4.24	4.24	0	0.00	已支付完毕
哈尔滨项目	哈尔滨	2010/11/18	90%	45.67	33.15	12.52	11.27	还剩 11.27 亿元
锦州项目	锦州	2010/12/10	80%	1.12	1.12	0	0.00	已支付完毕
午山项目	青岛	2011/1/11	75%	50	0	50	37.50	拆迁一部分付一部分，假设今年拆迁一半，那么土地只要支付 19 亿元左右，同时扣除 8 亿元保证金，那么差不多今年还需要缴纳 11 亿元左右土地款
菏泽项目	菏泽	2011/7/13	100%	4.87	4	0.87	0.87	还剩 0.87 亿元
合计				156.75	60	96.75	74.66	估计今年需支出约 30 亿元左右

资料来源：公司公告及中银国际研究预测

图表 4.公司 2011 年关联方借款情况

关联方名称	借款金额 (万元)
山东省商业集团有限公司	326,000
山东银座商城股份有限公司	35,000
山东银座久信房地产开发有限公司	12,800
青岛海景(国际)大酒店发展有限公司	4,100
山东省空调工程总公司	52,795
合计	430,695

资料来源：公司公告及中银国际研究预测

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。

鉴于公司 2011 年较差的业绩表现,近期股价有下调风险,我们下调公司 2012-13 年的业绩预测至 0.499 元和 0.654 元,目标价格由 7.50 元下调至 7.01 元,相当于 14.0 倍 2012 年市盈率和 2012 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) 燕儿岛项目：5 号楼 2011 年 11 月开盘，去年年底和今年年初确实也销售不好，现在还没有卖完，5 号楼共 180 套，均价在 3.3 万元/平米；今年新推 6 号楼以及一些沿街商铺（1 万方左右，今年计划推，均价比较贵，6 万元/平米左右）；7 号楼为楼王，推 15 层以下，15 层以上海景房都卖的差不多了，去化率在 50% 以上，7 号楼共 128 套，均价在 3.5 万元/平米；8 号楼已经卖的差不多了；燕儿岛项目的签约速度确实比较慢，但由于该项目定金在 50 万元左右，一般认购基本上就可以认为是签合同了，但是流程确实比较慢，可能比一般项目还要慢 2 个月。
- 2) 哈尔滨项目：为今年主力销售项目，今年肯定会推盘，就是推多推少的事情，去年年底手续办完了，原本去年年底推，但由于气候原因推迟，现在计划在 5 月份左右推盘，去年开工面积为 70 多万方，今年推盘约 30 万方左右，均价在 6,000-7,000 元/平米左右，其中，高层为 6,000-7,000 元/平米，花园洋房为 9,000 元/平米。
- 3) 国奥城项目：3 号楼（办公楼）原本计划在 2011 年年底推盘，已经达到预售标准，现在计划在 5 月中旬推盘，3 号楼计划全推（2 号楼的均价约为 1.2-1.3 万元/平米，3 号楼也差不多是这个定价），共 36 层（可以整层卖，也可以分隔卖），每层可分割 4 套，差不多 140 多套，目前已经蓄客 100 多个客户左右，推迟开盘是因为蓄客量的问题，同时也想赶在 5 月旺季开盘；4 号楼现在还在挖地基，2012 年推不了，可能要延后到 2013 年以后；5 号楼在挖地基，15 层以下是酒店（万怡酒店），15 层以上是酒店式公寓；地下一层 4 万平米租给银座，地下 2-3 层是车库，共有 2,000 多个车位，可能要到 2014 年才会进入。已售完的有：2 号楼建筑面积 4 万多方，2 号楼基本已经卖完，只剩 15 层 A 没有卖，价格 15,900 元/平米，

整层销售，2号楼基本上是两层、三层的卖；6号楼为公寓楼，都是100平米之内的小户型。一共370户，只差20多户没有卖。

- 4) 济宁项目：济宁推盘，今年推完济宁项目就差不多了，济宁第一期卖的非常好，济宁当地不限购，项目又是花园洋房，并且在兖煤附近，附近都是有钱人，2011年开盘第一天当天就卖2.6亿元，均价8,000-9,000万元/平米。
- 5) 菏泽项目：去年新拿的项目，今年可能推的比较多。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	3,018	2,382	4,131	5,225	6,446
销售成本	(2,216)	(1,929)	(3,022)	(3,788)	(4,660)
经营费用	(161)	(174)	(304)	(383)	(471)
息税折旧前利润	641	279	805	1,054	1,315
折旧及摊销	(5)	(7)	(10)	(14)	(18)
经营利润(息税前利润)	636	272	795	1,041	1,297
净利息收入/(费用)	(4)	3	(24)	(36)	(31)
其他收益/(损失)	(43)	34	3	3	3
税前利润	589	310	774	1,008	1,269
所得税	(146)	(79)	(193)	(252)	(317)
少数股东权益	(2)	4	(81)	(101)	(134)
净利润	441	235	500	655	817
核心净利润	441	235	500	655	817
每股收益(人民币)	0.441	0.234	0.499	0.654	0.817
核心每股收益(人民币)	0.441	0.234	0.499	0.654	0.817
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	21	(21)	73	26	23
息税前利润增长(%)	10	(57)	192	31	25
息税折旧前利润增长(%)	10	(56)	188	31	25
每股收益增长(%)	0	(47)	113	31	25
核心每股收益增长(%)	0	(47)	113	31	25

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	589	310	774	1,008	1,269
折旧与摊销	5	7	10	14	18
净利息费用	4	(3)	24	36	31
运营资本变动	(1,932)	(3,820)	(1,017)	(1,397)	233
税金	(154)	(88)	(193)	(252)	(317)
其他经营现金流	23	(39)	173	160	165
经营活动产生的现金流	(1,465)	(3,634)	(230)	(432)	1,398
购买固定资产净值	(7)	(21)	(26)	(28)	(31)
投资减少/增加	2	2	0	0	0
其他投资现金流	0	0	3	3	3
投资活动产生的现金流	(6)	(19)	(23)	(25)	(28)
净增权益	15	22	0	0	0
净增债务	(7)	1,189	(61)	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	2,025	2,238	(200)	(198)	(198)
融资活动产生的现金流	2,033	3,449	(261)	(198)	(198)
现金变动	562	(204)	(514)	(656)	1,171
期初现金	921	1,456	1,269	774	140
公司自由现金流	(1,470)	(3,653)	(253)	(457)	1,370
权益自由现金流	(1,666)	(2,891)	(514)	(656)	1,171

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,483	1,252	755	118	1,311
应收帐款	50	14	15	15	16
库存	6,873	14,510	19,711	24,301	27,318
其他流动资产	2,642	1,735	1,822	1,913	2,009
流动资产总计	11,047	17,511	22,303	26,348	30,654
固定资产	15	26	43	60	74
无形资产	3	2	1	0	(1)
其他长期资产	73	95	95	95	95
长期资产总计	91	123	140	154	168
总资产	11,138	17,634	22,443	26,502	30,822
应付帐款	784	1,958	2,538	3,293	4,274
短期债务	871	1,488	1,300	1,300	1,300
其他流动负债	6,909	10,810	14,518	17,068	19,455
流动负债总计	8,564	14,256	18,357	21,661	25,029
长期借款	1,101	1,673	1,800	1,800	1,800
其他长期负债	322	302	302	302	302
股本	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
储备	80	315	814	1,469	2,287
股东权益	1,081	1,316	1,815	2,470	3,287
少数股东权益	70	88	168	269	404
总负债及权益	11,138	17,634	22,443	26,502	30,822
每股帐面价值(人民币)	1.08	1.31	1.81	2.47	3.28
每股有形资产(人民币)	1.08	1.31	1.81	2.47	3.29
每股净负债/(现金)(人民币)	0.49	1.91	2.34	2.98	1.79

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.2	11.7	19.5	20.2	20.4
息税前利润率(%)	21.1	11.4	19.3	19.9	20.1
税前利润率(%)	19.5	13.0	18.7	19.3	19.7
净利率(%)	14.6	9.9	12.1	12.5	12.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	71.9	13.2	19.5	25.7	31.9
净权益负债率(%)	42.5	136.1	118.2	108.8	48.5
速动比率(倍)	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
估值					
市盈率(倍)	13.4	25.1	11.8	9.0	7.2
核心业务市盈率(倍)	13.4	25.1	11.8	9.0	7.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	15.9	29.9	14.0	10.7	8.6
市净率(倍)	5.5	4.5	3.2	2.4	1.8
价格/现金流(倍)	(4.0)	(1.6)	(25.6)	(13.7)	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.1	28.3	10.4	8.7	6.2
周转率					
存货周转天数	972.7	2,023.4	2,066.5	2,120.4	2,021.5
应收帐款周转天数	34.7	4.9	1.3	1.1	0.9
应付帐款周转天数	87.7	210.1	198.7	203.7	214.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	51.2	19.6	31.9	30.6	28.4
资产收益率(%)	5.2	1.4	3.0	3.2	3.4
已运用资本收益率(%)	22.1	7.7	16.8	19.1	20.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 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