

城镇化下快速成长的商业地产开发商

南国置业 (002305) 深度报告

推荐 (首次)

风险评级: 一般风险

2013年01月28日

投资要点:

- ◇ 公司将乘区域发展东风实现快速成长。公司储备项目130万平方米以上, 地理位置佳极具商业价值。武汉在城镇化背景下得以复兴, 而具备实力的本土开发企业将能乘着区域发展东风而快速成长。
- ◇ 公司开发模式独特 产品获得巨大成功。公司在商业项目的开发模式上较为独特, 能很好地把公司、投资者及商户的利益进行捆绑, 提高项目成功率并缩短养商期。经过多年发展, 培养和积累了较强的商业地产开发及运营能力, 项目开发获得较大成功。
- ◇ 水电地产进驻 打开广阔发展空间。与水电地产合作将能发挥央企地产资本和资源优势, 结合公司在商业地产开发运营方面的专业能力和团队, 进一步推进其区域深耕、模式复制, 同时迅速向外地扩张。公司发展空间已被大大打开。
- ◇ 总结与投资建议。公司深耕武汉市场, 项目储备位置优, 开发模式独特, 产品获得较大成功, 可以看出其商业团队的能力以及尽心经营的诚意。在乘着武汉城市发展的东风, 公司将能享受持续成长的机遇。同时与背景雄厚的央企水电地产联婚, 未来项目资源以及资金获取上将更有优势。异地扩张, 加快产品复制, 以及发挥商业项目运营能力的广阔空间已被很好的打开, 相信公司将能实现更快的发展与壮大。
- ◇ 预测12年—14年EPS分别为0.47元、0.71元和0.93元, 对应当前股价PE分别为15倍、10倍和7.5倍, NAV为8.86元, 相对当前股价折价25%。首次给予公司“推荐”投资评级。
- ◇ 风险提示。武汉市场销售萎缩 与水电地产合作进度低于预期

公司主要财务指标预测表

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,017.94	1,832.56	2,556.10	3,278.53
同比%	53.85	80.03	39.48	28.26
归属母公司净利润(百万元)	293.97	449.45	686.25	892.27
同比%	52.78	52.89	52.69	30.02
毛利率%	60.68	60.00	61.00	61.00
ROE%	16.95	20.57	23.94	23.83
每股收益(元)	0.31	0.47	0.71	0.93
每股净资产(元)	1.80	2.25	2.75	3.86
市盈率(倍)	23.06	15.08	9.88	7.60
市净率(倍)	3.92	3.14	2.57	1.83

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

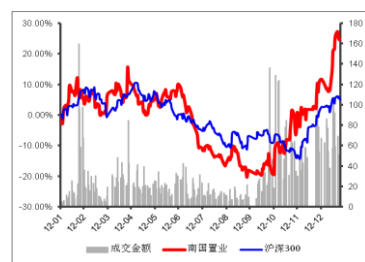
刘卓平
SAC 执业证书编号:
S0340510120003

研究助理: 何敏仪
电话: 0755-23616029
邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2013年01月25日

收盘价(元)	6.99
总市值(亿元)	67.10
总股本(百万股)	960.00
流通股本(百万股)	960.00
ROE (TTM)	17.91%
12月最高价(元)	7.41
12月最低价(元)	4.45

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

目录

1. 公司将乘区域发展东风实现快速成长.....	3
1.1 武汉经济保持较快增长 商业地产市场发展势头良好.....	3
1.2 城镇化背景下武汉将迎来加速发展期.....	错误！未定义书签。
1.3 公司土储区位布局佳 商业价值将不断提升.....	6
2. 公司开发模式独特 产品获得巨大成功	7
2.1 经过多年发展公司商业地产开发及运营能力得以体现.....	7
2.2 开发模式独特 竞争性强	8
2.3 产品开发获得巨大成功 公司将持续做大做强.....	8
3. 水电地产进驻 打开广阔发展空间	11
4. 总结与投资建议	13

插图目录

图 1：重点城市 11 年 GDP 及增速	3
图 2：重点城市 11 年人均 GDP 及增速	3
图 3：武汉与全国人均可支配收入对比	4
图 4：武汉城市景观图	4
图 5：武广高铁线路图	5
图 6：武汉 2012 年开通地铁线路图	5
图 7：武汉 2017 年地铁建成路线图	5
图 8：武汉地铁最终规划示意图	5
图 9：公司项目区位示意图	6
图 10：南国·大武汉家装中心规划示意图	9
图 11：南国·大武汉家装中心效果图	10
图 12：南国·西汇城市广场规划示意图	10
图 13：南国·西汇城市广场效果图	11
图 14：汉口城市广场项目效果图	11
图 15：权益变动前股权控制关系	12
图 16：权益变动后股权控制关系	12
图 17：中国水电地产股权控制关系图	12

表格目录

表 1：武汉地铁开通时间表	6
表 2：公司主要项目储备所处区位及建面统计.....	7
表 3：公司主要项目结算预测	13

1. 公司将乘区域发展东风实现快速成长

南国置业是一家以武汉市为核心发展区域的商业地产开发和运营企业。公司深耕武汉市场多年，为本土规模较大、知名度高的商业地产开发商。目前共有储备项目建筑面积 130 万平方米以上，并且多数位于武汉市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要节点上、地铁换乘枢纽和地铁覆盖位置及省内二线城市的核心区域，地理位置佳，极具商业价值。

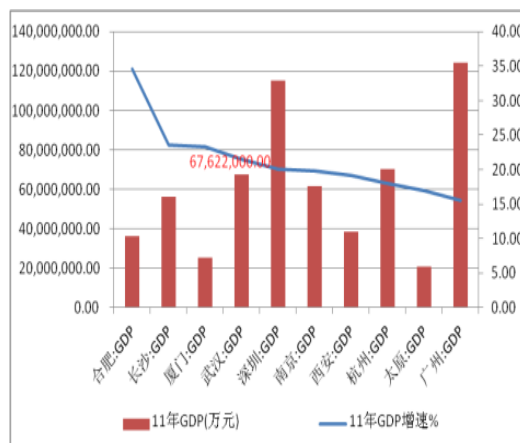
随着国家高速推进城镇化建设，中西部地区以及二三线城市将迎来重要发展期。武汉作为中西部重点城市及区域中心，未来受惠于城市升级、居民收入水平提高，商业地产需求量将持续旺盛。武汉在城镇化背景下得以复兴，而具备实力的本土开发企业将能乘着区域发展东风而快速成长。

1.1 武汉经济保持较快增长 商业地产市场发展势头良好

2011 年武汉 GDP 总量达 6762.20 亿元，比 10 年增长 21.49%，增幅在有统计数据的 31 个省会及计划单列市中排名 13 位。人均 GDP 则为 68315 元，排名 11 位。11 年武汉的社会消费品零售额达到 2959.04 亿元，比 10 年增长 18.0%。城市居民人均可支配收入达 23738 元，比 10 年增长 14.1%，比全国城镇居民人均可支配收入高 1929 元，同时多年来武汉市增幅均高于全国平均水平。可以看出，武汉市经济水平在全国中排名靠前，经济增速也一直保持在较高位置。

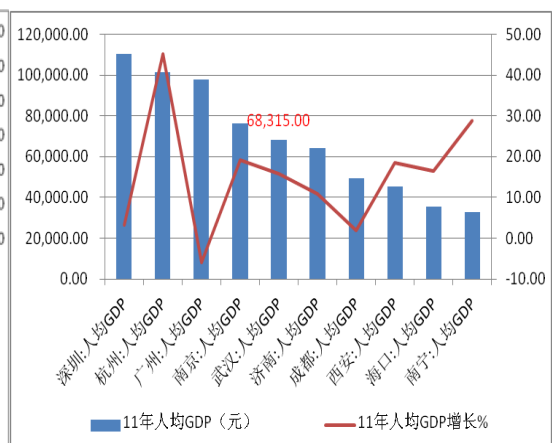
另一方面，武汉市商业地产市场发展也呈现良好的势头。住宅市场调控产生的“挤出效应”和“替代效应”使产业资本向商业地产集中。2011 年湖北省住宅销售增长 27.5%，办公楼销售增长则达 75.0%，商业营业用房销售增长达 44.4%。武汉市住宅销售额增长 31%，而商业营业用房销售额增长更是高达 96%。

图 1：重点城市 11 年 GDP 及增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：重点城市 11 年人均 GDP 及增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：武汉与全国人均可支配收入对比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

1.2 城镇化背景下武汉将迎来加速发展期

我们在走访武汉中发现，武汉地区虽然作为湖北省省会城市，经济排名在全国也较靠前，但其城市发展与东部地区相比还有一定程度的差距。武汉被称为中国最大的县城，当地城中村较多，往往在较繁华的地段或城市中心区域不远处就能看到一片的农民房，或正在拆迁的项目。整体感觉城市规划及发展程度仍有所欠缺。在城镇化背景下当地将迎来加速发展期。

图 4：武汉城市景观图



资料来源：东莞证券研究所

当前国家高度重视并积极支持武汉重返国家中心城市行列。湖北省将以武汉为经济发展龙头，构建“1+6”（主城+新城）城市发展新格局，做大做强武汉城市圈。按规划十二五期间实现经济总量翻番，2016 年生产总值将超过 1.3 万亿元，社会消费品零售总额超过 6000 亿元，武汉将重回国家一线城市行列。

近年武汉市政府在推地上也有意以城中村项目为主，特别是二环、三环内的城中村项目改造，城市升级改造稳步推进。同时当地也积极加快铁路建设，提升城市竞争力。

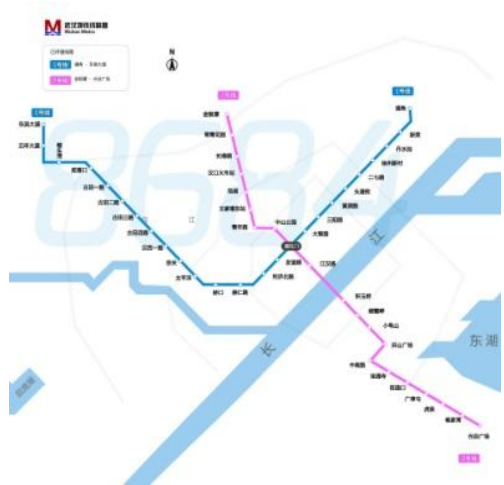
不久前武广高铁开通，大大提高广东、湖南、湖北三地的交流与合作，有利于中西部地区经济更快更好发展。地铁建设方面，武汉市规划将建设 12 条轨道交通线，其中 2012 年至 2017 年间每年都将建成开通一条地铁线。目前武汉市开通的轨道有 1 号轻轨线，武汉地铁 2 号线在 12 年年底顺利通车，成为我国首条穿越长江的地铁。武汉的第二条过江地铁 4 号线预计 13 年年底通车，而穿越汉江的 3 号线目前也已经动工，拟在 15 年建成通车。交通的快速发展将带动社会经济不断提升。随着武汉城市的快速发展及城市地位的不断上升将为深耕本地实力较好的公司提供更多的发展机遇。

图 5：武广高铁线路图



资料来源：东莞证券研究所

图 6：武汉 2012 年开通地铁线路图



资料来源：东莞证券研究所

图 7：武汉 2017 年地铁建成路线图



资料来源：东莞证券研究所，地铁族

图 8：武汉地铁最终规划示意图



资料来源：东莞证券研究所，搜房网

表 1：武汉地铁开通时间表

地铁线路	预计通车时间
2 号线（金银潭——光谷广场）	2012 年底通车
4 号线一期（武昌火车站——武汉火车站）	2013 年中建成通车
4 号线二期（黄金口——武昌火车站）	2014 年中建成通车
2 号线北、南延长线	2014—2015 年工程建成通车
3 号线一期（沌口——三金潭）	2015 年建成通车
8 号线一期（三金潭——梨园广场）	2016 年工程建成通车
6 号线一期（三角湖——东西湖区假日广场）	2017 年初建成通车
7 号线一期（金银湖——南湖）	2017 年底通车

资料来源：东莞证券研究所

1.3 公司土储区位优势佳 商业价值将不断提升

目前公司共有土地储备项目建筑面积 130 万平方米以上，多数是位于武汉市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要节点上、地铁换乘枢纽和地铁覆盖位置及省内二线城市的核心区域。如市级商业中心区、古田商业副中心区、南湖、后湖商业副中心、洪山区核心区域、荆州商业副中心区等。我们认为公司土储项目地理位置佳，随着城市发展商业物业价值将得到巨大的提升。公司将大大受惠区域发展红利而快速成长和提升价值。

图 9：公司项目区位示意图



资料来源：东莞证券研究所

表 2：公司主要项目储备所处区位及建面统计

项目名称	项目区位	建面（万平米）
悦公馆	市级商业中心核心地段	3.39
大武汉家装二期	古田商业副中心	17.7
西汇城市广场二期	古田商业副中心	15
南国中心项目	市级商业中心核心地段	40
南湖花郡	南湖商业副中心	9.2
汉口城市广场一期	后湖商业副中心	14
荆州项目	荆州商业副中心	31.41
大武汉家装江南店	武汉洪山区核心区域	24.5
首义汇	市级核心区域	4.62
北都城市广场	后湖商业副中心	10.16

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

2. 公司开发模式独特 产品获得巨大成功

2.1 经过多年发展公司商业地产开发及运营能力得以体现

南国置业成立于 1998 年，并于 2009 年 11 月成功在深圳证券交易所上市。公司自成立以来一直以创新著称，前期的开发是在住宅、商业等方面共同摸索。1999 年开发了“南国·中央花园”项目，首次将“家园+公园”式的新生活带进了社区，社区项目建设了一万多平方米的花园，在市场上引起巨大反响，项目取得很大成功。随后 2001 年开发了“南国·南湖都会”商业项目，至此公司开始社区商业综合项目的尝试。2003 年开发了“南国·风华天城”的低密度社区项目，受到市场的高度认可。2005 年公司打造了“南国·大武汉家装”项目，以“品牌建材大本营”的创新定位整合了武汉传统建材市场群的核心资源，实现了武汉传统建材市场的全面升级换代。该项目成为同期该地区最成功的商业地产项目，这标志着南国置业开发与运营大型商业物业的能力达到新的高度。

公司产品开发分为三大系列，包括：建材家装广场系列、城市广场系列以及住宅系列。目前集中于商业地产项目的开发，即建材家装广场以及城市广场，住宅项目开发占比较少。经过近 10 年的发展，公司培养和积累了较强的商业地产开发及运营能力，成长为区域具有影响力的商业地产开发和运营商，这是公司的核心竞争力所在。

我们认为，公司商业开发运营管理团队在产品选址、定位、设计以及动态管理等方面的能力在已开发项目的成功中得以体现。当前团队人员占公司总员工数量达 2/3，队伍庞大。随着一些项目逐步培育成熟，实现了租金的稳定提升；同时不少项目在一期获得巨大成功后继续扩展二期，甚至到异地进行复制，如大武汉家装、南国中心、西汇城市生活广场等。而在走出去战略上，我们认为公司未来更能快速复制的产品在于城市广场系列上。

2.2 开发模式独特 竞争性强

公司在商业项目的开发模式上较为独特，同时这也凸显公司开发团队尽心尽力做好项目的诚意及其竞争性。公司一般以产品定制模式进行开发。在项目开发前就与核心商户签订意向协议，再按客户要求开发。通过这样也能预先设定租金，通过预设的租金，以约 6%左右的回报率反推商铺销售价格。同时公司与商铺购买者签订统一托管协议，对商场的后续招商、运营进行统一管理。公司每年则收取一定的管理费用。若后期租金超过一定的回报水平，公司可再提取额外的分成。而公司方面一般留下约 10%左右商铺进行自持等待物业升值。



我们认为，这样的开发模式能很好地把公司、投资者及商户的利益进行捆绑，提高项目成功率并缩短养商期。首先，公司以定制模式进行开发，在定位设计上把握到位。而在商铺定价上以预设回报率进行反推，投资者能得到合理的回报，促使地产项目实现快速销售快速回款。同时，投资者回报有所保障，也更安心将商铺交给公司统一运营。商户在得知商场由专业团队运营也更愿意进入。在公司统一有序的经营培育下，商业项目更能实现快速的成熟与价值提升。项目成功将提升公司口碑，对后续项目的销售也更有利。公司目前与多家知名品牌建立战略合作关系，商户资源丰富；同时拥有高忠诚度的客户资源，商业项目一般销售都较理想。

在公司层面上，在前期销售实现快速回款后，后续统一管理运营商业项目，每年能实现稳定的管理费收入；而在项目培育成熟后公司更能享受升租部分的分成。同时其自持部分商铺随着项目的成功也能实现较大的价值提升。



另一方面，从项目开发上我们也观察到，公司前期开发以体量较小的社区商业项目为主，目前逐渐实现规模较大的城市综合体开发，并且能实现多个项目同时开发，可见公司运营能力的不断成熟与提升。而在项目自持比例上公司也有所加大。如前期开发的项目一般自持比例只有一成左右，但在近期开发的较大规模项目上，公司自持部分比例达到三成。这都充分显现公司在不断的成长壮大，未来将更能享受到项目升值带来的丰厚收益。

2.3 产品开发获得巨大成功 公司将持续做大做强

从公司开发产品上分析，已实现营业的项目出租比例均在 90%以上，同时商铺租金也实现逐年的稳步提升。其中 12 年南湖城市广场实现租金水平上升 13.73%，南湖都会实现整体租金上涨 10.57%，大武汉家装一期也实现了租金的稳步增长。可见公司开发的项目获得了巨大成功。

同时目前主要开发的两类产品中，我们认为建材家装广场系列具有一定的稀缺性，而城市广场系列更是具有可复制性。可看出公司在发展战略上的正确选择，相信未来将能持续做大做强。

建材家装广场系列

建材家装广场系列是公司主营业务发展的一个重点模块，其中以“大武汉家装”作为代表。在武汉有南国·大武汉家装中心、大武汉家装江南店，同时项目也复制到荆州。

南国·大武汉家装中心位于汉西传统建材市场“中国建材第一市”核心驻地。项目总建筑面积达到 35.6 万平米，其中包括一期的“品牌建材大本营”，二期的商务中心、写字楼，以及三期开发的家居馆和灯饰馆。其以街区形式组织空间，规划清晰的人流、车流、物流系统。购物人流的组织充分体现步行优先的思想，照顾人的体验。项目配备中央空调、自动喷淋系统、自动扶梯等设施，货梯直达地下车库。这在其它建材家装市场是难以见到的。

已开业的第一期项目“品牌建材大本营”，充分整合优化其丰富的总代理资源，进驻国内外品牌建材 400 家，并以纯粹“总代理、直销店”的形式，打造成家装材料总代理的大本营，使其成为国内外优秀家装材料品牌在武汉乃至华中的总代理基地。目前已成为武汉消费者的“家装建材首选市场”，人流量、车流量均位居武汉建材市场首位。项目出租率超过 100%，租金也实现逐年稳步提升。

二期商务中心、写字楼销售情况良好，现在已经交付使用，成为武汉主要家装、建材、装饰公司的办公基地。加上即将开业的三期家居馆、灯饰馆，项目将形成一个集生产、设计、研发、检测、物流、销售、服务、展示等多功能为一体的家装整体方案解决平台。

我们认为，公司开发的建材家装广场，在地理位置以及定位设计方面都具有一定的稀缺性，其他建材家装商场难以替代。随着后期扩建部分的增加，项目将更成熟，功能也更完善，将能实现整体价值的不断提高。公司同时也在武汉洪山区以及荆州对该类产品进行复制，进一步稳占当地建材家装市场。

图 10：南国·大武汉家装中心规划示意图



资料来源：东莞证券研究所，公司网站

图 11：南国·大武汉家装中心效果图



资料来源：东莞证券研究所，公司网站

城市广场系列

公司目前开发的城市广场系列产品已实现多点开花的布局，并且在体量上不断增大，体现了产品的高度可复制性以及产品层次的不断提升。已开发的城市广场系列产品包括西汇城市广场、南国·南湖城市广场、南国·北都城市广场、南国中心、南国·首义汇、汉口城市广场等。

以较早期开发的西汇城市广场为例，该项目位于南国大武汉家装中心旁边，为大型商业综合体。一期有 5 万平方米，集大型超市、专卖店等多种业态为一体，涵盖零售、餐饮、家居和社区服务四大业种，并成功引进了沃尔玛、百安居、工贸家电、屈臣氏、肯德基、棒约翰等国内外知名品牌。该项目运营成熟，已成为商圈内居民首选的购物场所和公共活动中心。

二期也将 13 年开业，项目定位为“西汉口品质生活中心”，经营面积约 10 万平方米，世界 500 强企业沃尔玛山姆会员店、香港嘉禾巨幕影院两大主力店领衔，是一个集购物、餐饮、娱乐、休闲等复合业态于一体的大型购物中心，项目建成后将改变西汉口区域长期缺乏高品质商业物业的面貌，全面提升西汉口居民的消费生活品质。项目定位准确，经营运营成功彰显公司实力。

图 12：南国·西汇城市广场规划示意图



资料来源：东莞证券研究所，公司网站

图 13：南国·西汇城市广场效果图



资料来源：东莞证券研究所，公司网站

公司近期也与武汉地产集团联手打造了汉口城市广场项目。该项目为 60 万方航母级城市综合体，位于汉口东商业区，定位为集购物、餐饮、娱乐休闲、公寓、居住等功能为一体的现代建筑风格的城市综合体，项目建成后将成为汉口东高品质的时尚居住中心、高价值的新型商业中心、交通中心和公共活动中心。公司与实力雄厚的武汉地产集团合作，开发航母级城市综合体项目，足以体现公司实力的壮大。

图 14：汉口城市广场项目效果图

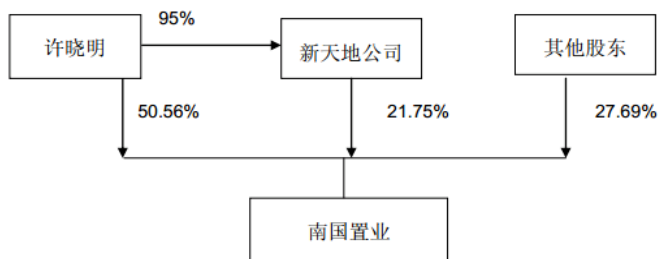


资料来源：东莞证券研究所，搜房网

3. 水电地产进驻 打开广阔发展空间

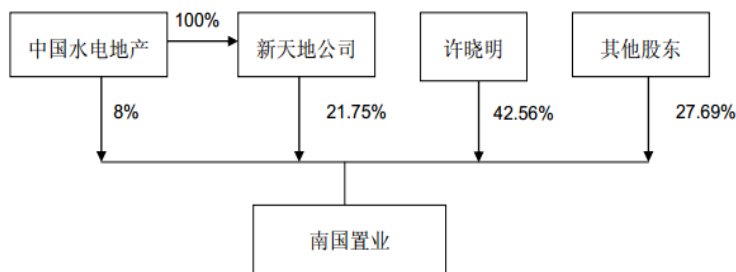
12 年 11 月公司控股股东许晓明先生及许贤明先生与中国水电地产公司就股权转让签署了协议书。中国水电地产入驻南国置业，共持有公司股份 29.75%，成为第二大股东。

图 15：权益变动前股权控制关系



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

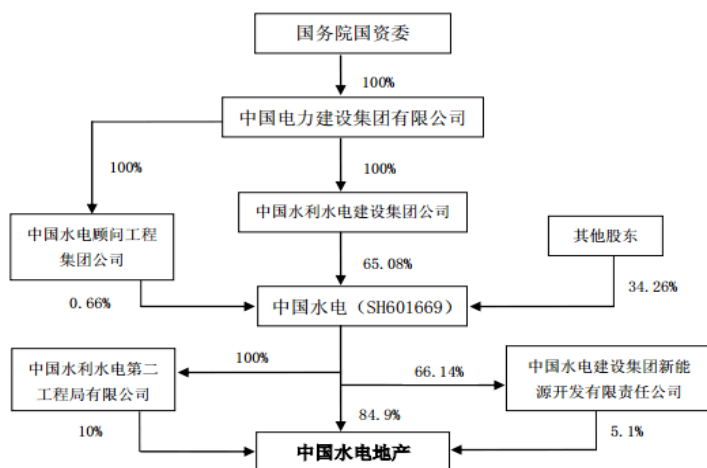
图 16：权益变动后股权控制关系



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

中国水电地产为中国水利水电建设集团公司的直属企业。中国水利水电建设集团公司是中央管理的、跨国经营的综合性大型企业，其业务遍布世界四十多个国家和地区，系具有房地产主业的十六家中央企业之一，未来定必积极发展做大其地产业务。而中国水电地产公司拥有房地产开发企业壹级资质，资信等级 AAA 级，以房地产开发与经营为核心业务，大力实施跨地域发展战略，成为面向全国市场，集土地开发、房地产开发、物业管理为一体的，产品覆盖住宅、写字楼、零售物业、酒店等多种物业的房地产品牌综合运营商。目前已先后在北京、贵阳、成都、绵阳、昆明、长沙、武汉等城市进行房地产开发，品牌实力日渐彰显。

图 17：中国水电地产股权控制关系图



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

从公司方面了解到，水电地产与公司的合作，从有意向到重组完成，前后不到两个月的时间，可以看出水电地产对公司商业地产开发、运营能力的看好以及公司本身资产质量、价值的认同。目前中国水电已经派驻董事进入南国置业，未来在双方共同合作项目上必更紧密无间，并能发挥双方各自的优势。

我们认为，公司与中国水电地产的合作，将能发挥水电地产本身的央企地产资本和资源优势，同时结合公司在商业地产开发运营方面的专业能力和团队，进一步推进其区域深耕、模式复制，同时迅速向外地扩张，实现更好更快地成长壮大。

中国水电拥有土地使用权合计 511 宗，共 961.6 万平方米。而中国水电地产目前项目也广泛分布于北京、唐山、成都、绵阳、长沙、武汉等地区。未来随着合作项目的增加，将能加快南国的发展、扩张步伐。另一方面，借助水电地产的央企背景，公司在资金获得以及利率方面，都将比之前有利。

而在双方合作方向上，我们认为未来更多的机会可能在于一些地铁沿线项目或地铁上盖物业的共同开发上。我们相信这些项目商业价值较高，项目开发的成功性也较大。总的来说，公司发展空间已被大大打开，成长性将进一步提高。

4. 总结与投资建议

我们认为，南国置业深耕武汉商业地产市场，其项目储备地理位置较优，并且开发模式独特，产品获得较大成功，可以看出其商业团队的能力以及尽心经营的诚意。在乘着武汉城市发展的东风，公司将能享受持续成长的机遇。同时与背景雄厚的央企水电地产联婚，未来项目资源以及资金获取上将更有优势。异地扩张，加快产品复制，以及发挥商业项目运营能力的广阔空间已被很好的打开，相信公司将能实现更快的发展与壮大。

我们看好公司未来的发展前景。预测 2012 年—2014 年 EPS 分别为 0.47 元、0.71 元和 0.93 元，对应当前股价 PE 分别为 15 倍、10 倍和 7.5 倍，NAV 为 8.86 元，相对当前股价折价 25%。首次给予公司“推荐”投资评级。

表 3：公司主要项目结算预测

项目名称	项目规划建面 (万平方米)	项目销售均 价(万元)	项目结算面积(万平方米)			项目结算金额(亿元)		
			12 年	13 年	14 年	12 年	13 年	14 年
悦公馆	3.39	1.50	3.00			4.50		
大武汉家装二期	17.70	1.30	6.00	5.00	3.00	7.80	6.50	3.90
西汇城市广场二期	15.00	1.70		7.00	3.00		11.90	5.10
南国中心一期项目	11.00	2.80			3.00			8.40
南国中心后期项目	29.00	3.00						
南湖花郡	9.20	0.75	7.00	1.50		5.25	1.13	
汉口城市广场一期	14.00	0.85			4.00			3.40
大武汉家装江南店	24.50	1.30			5.00			6.50
荆州南国城市广场一期	12.00	1.00		5.00	4.00		5.00	4.00
合计	135.79		16.00	18.50	22.00	17.55	24.53	31.30

资料来源：东莞证券研究所

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,017.94	1,832.56	2,556.10	3,278.53	净利润	293.96	449.45	686.25	892.27
营业成本	400.25	733.02	996.88	1,278.63	折旧与摊销	2.81	10.20	13.68	17.29
营业税金及附加	136.17	247.40	345.07	442.60	财务支出	0.00	93.89	165.55	244.20
销售费用	30.79	54.98	63.90	81.96	投资损失	-0.74	0.00	0.00	0.00
管理费用	44.90	80.63	112.47	144.26	净营运资本变动	-1,143.34	-1,434.67	-904.93	-709.14
财务费用	-7.70	100.00	110.00	125.00	经营活动现金流	-833.65	-881.13	-39.45	444.62
资产减值损失	1.70	9.16	12.78	16.39	资本支出	-49.10	-10.58	-13.68	-17.29
其他经营收益	0.74	0.00	0.00	0.00	其它投资	4.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	412.57	607.37	915.00	1,189.69	投资活动现金流	-45.00	-10.58	-13.68	-17.29
利润总额	415.75	607.37	915.00	1,189.69	股权融资	0.00	23.83	30.00	30.00
减 所得税	121.79	157.92	228.75	297.42	债券融资	1,666.90	856.02	480.03	-39.96
净利润	293.96	449.45	686.25	892.27	股利分配及其它	-247.31	-116.36	-199.86	-288.81
减 少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	1,419.59	763.49	310.17	-298.77
归母公司净利润	293.97	449.45	686.25	892.27	货币资金净变动	540.94	-128.22	257.03	128.55

资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	科目	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	733.94	614.56	879.58	987.63	成长能力(YOY)				
应收账款	125.76	238.23	383.42	491.78	营业收入	53.85%	80.03%	39.48%	28.26%
预付账款	1,058.59	989.58	1,096.57	1,086.83	营业利润	59.50%	47.21%	50.65%	30.02%
存货	2,509.86	3,430.54	4,102.76	4,699.89	归母公司净利润	52.78%	52.89%	52.69%	30.02%
其它	401.49	514.12	640.23	656.91	盈利能力				
流动资产合计	4,829.64	5,787.03	7,102.55	7,923.04	销售毛利率	60.68%	60.00%	61.00%	61.00%
长期股权投资	9.35	9.00	9.00	9.00	销售净利率	28.88%	24.53%	26.85%	27.22%
固定资产合计	5.19	5.00	5.00	5.00	ROE	16.95%	20.57%	23.94%	23.83%
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	6.10%	8.48%	11.34%	13.34%
其它	4.09	5.00	5.00	5.00	偿债能力				
非流动资产合计	18.62	19.00	19.00	19.00	资产负债率	8.48%	11.34%	13.34%	14.97%
资产总计	4,848.26	5,806.03	7,121.55	7,942.04	流动比率	2.29	2.53	2.45	2.75
短期借款	654.90	1,191.16	1,661.47	1,639.27	速动比率	1.10	1.03	1.03	1.12
应付账款	235.37	293.21	299.06	274.90	营运能力				
预收款项	27.34	366.51	398.75	383.59	资产周转率	0.24	0.34	0.40	0.44
其它	1,195.89	435.86	542.98	585.23	存货周转率	0.19	0.25	0.26	0.29
流动负债合计	2,113.50	2,286.75	2,902.26	2,882.99	应收账款周转率	11.80	10.07	8.22	7.49
长期借款	999.69	1,319.44	1,329.17	1,311.41	每股指标				
其它	39.67	-318.75	-8.73	18.76	每股收益	0.31	0.47	0.71	0.93
非流动负债合计	1,039.36	1,000.69	1,320.44	1,330.17	每股经营现金流	-86.84	-91.78	-4.11	46.31
负债合计	3,114.19	3,607.19	4,232.43	4,195.40	每股净资产	1.80	2.25	2.75	3.86
实收资本	960.00	960.00	960.00	960.00	每股股利	0.08	0.02	0.04	0.05
资本公积	46.17	70.00	100.00	130.00	估值指标				
留存收益及其它	727.90	1,154.88	1,806.82	2,654.47	PE	23.06	15.08	9.88	7.60
所有者权益合计	1,734.07	2,184.88	2,866.82	3,744.47	PB	3.92	3.14	2.57	1.83

负债和权益总计	4,848.26	5,792.07	7,099.24	7,939.87
---------	----------	----------	----------	----------

EV/EBITDA	18.84	10.60	7.32	5.71
-----------	-------	-------	------	------

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
 邮政编码：523000
 电话：（0769）22119430
 传真：（0769）22119430
 网址：www.dgzq.com.cn