



**谨慎
买入**

17% ↑

目标价格: 人民币 9.58

002305.CH

价格: 人民币 8.22

目标价格基础: 2013年净资产值溢价 10%

板块评级: 中立

我们的观点有何不同?

- 经营面积和租金两大驱动力将推动商业运营净利润复合增速达 127%，占比公司净利润也将在 15 年达到 21%。
- 水电地产入股给与资源支持，拿地、新开工将更为积极，2013 年有望获规模突破。
- 13 年销售略降结算略增，14 年推盘加大销售有望爆发。

主要催化剂/事件

- 水电地产进一步增持南国置业股权。
- 与水电地产在土地项目方面合作有所推进。

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	30	(0)	17	63
相对新华富时 A50 指数	49	2	32	72

发行股数(百万)	962
流通股(%)	62
流通股市值(人民币 百万)	4,909
13 年末每股评估净资产值(人民币)	8.71
3 个月日均交易额(人民币 百万)	44
13 年末净负债比率(%)	95
主要股东(%)	
许晓明	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 7 月 30 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

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*袁豪为本报告重要贡献者

南国置业

站在发展的拐点上

南国置业采用“售后统一委托经营”模式，突破了传统商业地产开发的困局，通过物业所有权和经营权的分离，兼顾了长短期现金流的平衡；今年，水电地产入主，公司成为中水电下属商业地产平台，资金、资源两大瓶颈解除，规模也将在徘徊多年之后获得突破。商业运营方面，在经营面积和租金两大驱动力的推动下，预计未来 3 年商业运营净利润复合增速达 127%，并且占比公司净利润也将在 15 年达到 21%；地产开发方面，预计 13 年结算快增，14 年销售爆发。我们预计公司 2013-15 年每股收益分别为 0.68 元、0.91 元和 1.21 元，首次覆盖给予谨慎买入评级，目标价格 9.58 元。

支撑评级的要点

- 突破传统商业地产困局，售后统一经营兼顾长短期现金流。商业地产开发模式主要有：持有、销售、租售并举和售后包租。公司采用“售后统一委托经营”模式，通过物业所有权和经营权的分离，兼顾了长短期现金流平衡和后期招商问题，其中关键点在于：先招商后卖铺、委托统一经营、租金超额分成、20 年长期租约。
- 经营面积和租金两大驱动力推动运营利润 3 年提升 10 倍。12 年末运营面积 36 万方，预计 15 年将达 74 万方，3 年复合增速 27%；公司项目租金增速高于周边，主要 4 个项目的租金增速 9%-23%，高于 8% 的平均水平，此外培育期租金优惠政策也将大幅提升商业运营收入。预计 13-15 年商业运营净利润分别达 0.5 亿、1.4 亿和 2.5 亿，3 年复合增速达 127%，并且占比公司净利润也将在 15 年达到 21%。
- 水电地产入主提振信心，2013 年将获规模突破。2013 年南国置业正式加入了水电集团家族，成为水电地产下属的商业地产平台，资金、资源两大瓶颈将解除。水电地产入主之后，公司拿地、新开工更为积极，13 年计划拿地 50-100 万方，同比大增 67-233%；计划新开工 61 万方，同比大增 335%，预计明年可售资源将大增。
- 13 年销售略降结算快增，14 年销售有望爆发。13 年可售货值 35 亿元，预计今年销售达 23 亿元，略有下降，可结算额 32 亿元，可结算收入上升近 50%。预计 14 年可售资源将大幅增长至 63 亿元，预计 14 年销售额将达 57 亿元，迎来大幅增长。

评级面临的主要风险

- 上市公司管理层与新进大股东的文化冲突；武汉商业地产竞争恶化。

估值

- 我们预计公司 2013-15 年每股收益分别为 0.68 元、0.91 元和 1.21 元。公司是武汉区域商业地产的领军人物，在新的股东支持下，公司已经站在了规模发展和跨区域发展的拐点上，我们将目标价定为 9.58 元，相当于 14.1 倍 2013 年市盈率和 2013 年 NAV10% 的溢价，首次覆盖给予谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	1,018	2,209	2,907	3,725	4,683
变动(%)		117	32	28	26
净利润(人民币 百万)	294	446	651	874	1,161
全面摊薄每股收益(人民币)	0.306	0.464	0.678	0.911	1.209
变动(%)		51.5	46.1	34.3	32.8
市盈率(倍)	26.8	17.7	12.1	9.0	6.8
每股现金流量(人民币)	(0.87)	0.46	(0.70)	(0.62)	(0.37)
价格/每股现金流量(倍)	(9.5)	17.9	(11.8)	(13.2)	(22.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.4	8.8	7.5	7.0	6.5
每股股息(人民币)	0.08	0.10	0.05	0.07	0.10
股息率(%)	0.97	1.22	0.66	0.89	1.18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

公司沿革及概要	2
依托水电资源，公司发展进入快车道	5
商业运营业务分析	7
房地产开发业务	13
股权激励建构管理层长期利益诉求	16
财务分析	18
投资策略：评级谨慎买入	19
附录：武汉商业地产格局	20

公司沿革及概要

住宅起家，商业成名

南国置业是一家以商业地产为主业的综合性物业开发企业，其前身为 1998 年创立的武汉南湖花园置业有限公司，最初主要开发住宅地产，在 2003 年公司更名为武汉南国置业有限公司，开始转型开发商业地产，2007 年公司整体变更方式设立武汉南国置业股份有限公司，并于 2009 年末在深交所上市。

经过十余年的业务发展，公司形成了成熟的研发、物业开发和资源整合的经营模式，其模式可以总结为以下几点：**租售合理搭配、主力店招商在前整体规划在后、物业先销售后委托经营、产权分散管理集中。**

截至 2012 年末，公司储备项目建筑面积约 120 万平米，主要分布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，其中，商业运营面积共计 35.62 万平米，主要分为以下两大类：

- 1) 专业卖场（以家具建材店为主）：大武汉家装 1 期 11 万方，大武汉家装 2 期 10 万方，其中，月星家居 5 万多方（12 年年底开业），灯饰馆约 4 万多方（13 年 5 月开业）；
- 2) 城市生活广场（以超市和影院为主力店）：西汇生活广场 1 期（成熟项目），南湖城市广场（成熟项目），南湖都汇（成熟项目），首义汇（12 年开业）、北都城市广场（12 年开业）等等。

图表 1. 南国置业主要项目位置分布



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 2. 南国置业主要项目表

项目	城市	权益(%)	规划建筑面积(万平方米)	权益建筑面积(万平方米)	可售面积(万平方米)	楼面价(元/平方米)
大武汉家装一期	武汉	100	109,300	109,300	88,533	1,734
大武汉家装二期	武汉	100	178,300	178,300	159,300	2,100
西汇生活广场一期	武汉	100	50,000	50,000	45,000	2,492
西汇生活广场二期	武汉	100	140,000	140,000	135,000	2,500
北都城市广场	武汉	100	101,600	101,600	84,390	1,500
南国中心一期	武汉	100	111,300	111,300	93,500	2,100
南国中心二期	武汉	80	300,000	240,000	270,000	2,100
洪广首座/悦公馆	武汉	100	33,900	33,900	22,035	3,310
首义汇	武汉	100	46,200	46,200	33,984	2,606
汉口城市广场 (后湖项目/与武汉地产集团合作)	武汉	70	200,000	140,000	180,000	2,603
南湖花郡 (永利地块/南湖驾校项目)	武汉	100	92,000	92,000	92,000	500
古田轻机地块	武汉	100	280,000	280,000	252,000	842
雄楚广场/大武汉家装江南店	武汉	100	245,000	245,000	220,500	3,622
南国·城市广场 (荆州店)	荆州	100	314,092	314,092	282,690	588
南国·长虹城市广场 (襄樊店)	襄樊	100	263,000	263,000	236,700	600
武汉昙华林项目	武汉	100	89,956	89,956	80,960	5,005
合计			2,554,648	2,434,648	2,276,592	1,867

资料来源：公司公告，中银国际研究

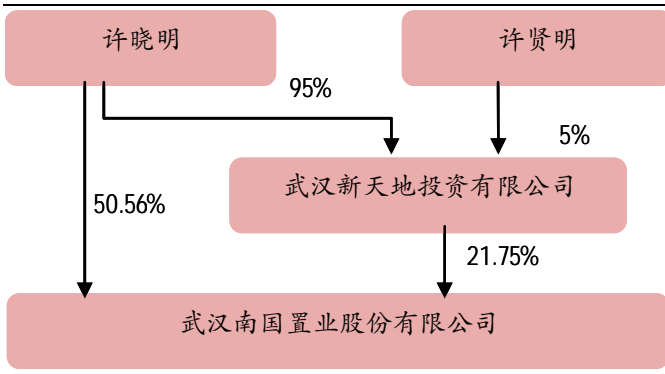
水电地产入主，成功跻身央企行列

2012年11月20日，南国置业实际控制人许晓明将其持有的武汉新天地95%股权和直接持有的南国置业8%的股权、以及其兄许贤明持有的武汉新天地5%股权全部转让给中国水电房地产公司，转让后许晓明持有南国置业42.56%，仍为公司实际控制人，而水电地产直接或间接持有南国置业29.75%的股权（其中通过武汉新天地间接持有公司股份20,881.06万股），荣升为第二大股东，此次转让均价为5.1元，转让金额共计达14.57亿元。

2013年3月5日，公司第三届董事会改选，7名非独立董事中的4名来自中国水电地产及其全资子公司武汉新天地投资有限公司，超过公司董事会成员的半数；5月13日，公司公告第一大股东许晓明同意放弃其所持有的占公司总股本15%股份的表决权，并认可中国水电地产拥有公司的实际控制权，这意味着中国水电地产实际拥有的公司表决权已超过许晓明，取得公司的实际控制权，由此，公司的实际控制人也变更为中国电力建设集团有限公司。

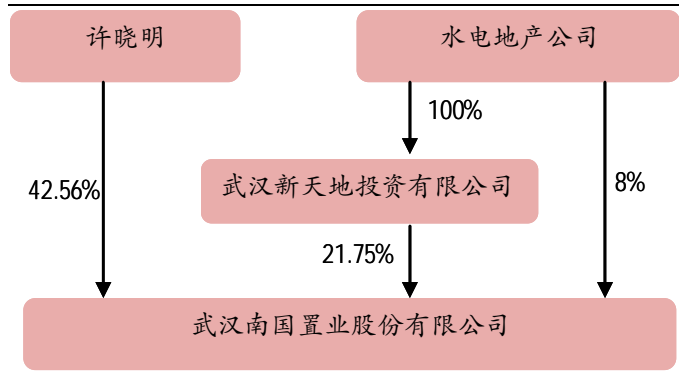
中国水电地产是获准保留房地产开发业务的16家央企之一，是中国水利水电建设集团公司的直属企业，拥有房地产开发企业一级资质，资信等级AAA级，是中国建设银行总行级的重点客户。截至目前，中国水电地产已进入北京、唐山、抚顺、成都、绵阳、都江堰、长沙、武汉等城市进行房地产开发，拥有的土地规划建筑总面积超过700万平方米。

图表 3. 股份转让前南国置业股权结构



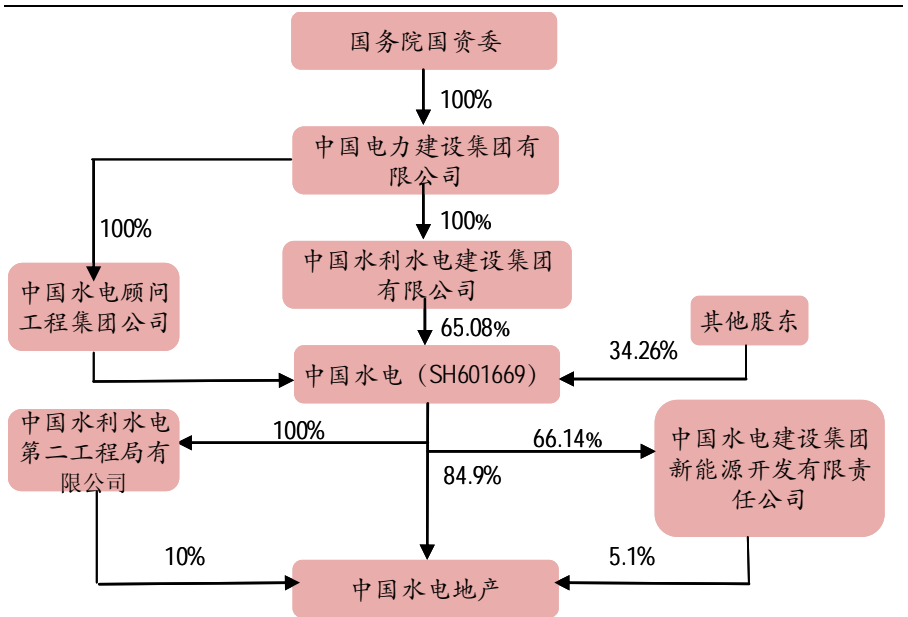
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 4. 股份转让后南国置业股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 5. 中国水电地产的股权控制关系图



资料来源：公司公告，中银国际研究

依托水电资源，公司发展进入快车道

中水电两大上市地产平台，将采取多种模式合作

水电地产入主南国之后，中国水电集团将拥有两大上市地产平台，水电地产为住宅地产平台，而南国置业则为商业地产平台。水电地产也承诺，将利用自身土地和资金资源优势，积极推动南国置业业务的发展，并在可能与南国置业存在竞争的业务领域中出现新的业务发展机会时，给予南国置业相应优先发展权。未来两大地产平台也将展开多方面的合作：

(1) 新增项目方面的合作：水电地产和南国置业可以成立子公司，合力拿地，依靠水电地产的央企平台以及资源优势，这将大大加强南国置业的拿地能力，并且更高效的推进公司的区域深耕和模式复制，另外，水电地产承诺，银行给予水电地产的授信可以委托借款给南国置业，将大幅增加公司的资金实力；

(2) 现有项目方面的合作：未来水电地产储备中商业占比较大的项目都会转让给南国置业来开发，而目前水电地产拥有产权土地 1.1 万亩（约 700 多万平方米），后续两者的合作空间巨大；而目前水电地产在天津、深圳、成都等地的项目都已经邀请公司参与前期调研规划，显示出了双方较强的合作意愿；

(3) 地铁上盖商业项目方面的合作：水电集团正在开发深圳 7 号地铁和成都 4 号地铁，目前也在洽谈武汉地铁项目，水电集团在地铁开发方面颇有经验，在这样的背景下，公司获得重要交通节点开发用地的实力将大大增强，特别是沿城市轨道交通站点区域大型综合体项目。

水电地产获实际控制权，管理层重构不改原有商业模式

南国置业 3 月 5 日换届后，董事长为水电集团副总、水电地产董事长夏进；总经理是水电地产武汉公司董事长、水电地产董秘许建辉；财务总监秦普高为水电地产财务部副总；董事郑克强为房地产业务事业部综合管理处处长、资产运营部总经理。虽然核心管理层已进行重构，但中层管理人员还是原班人马，水电地产承诺不会对原有的商业地产经营班子及经营路线做出改变。

图表 6. 南国置业董事会（非独立董事）组成

	现任南国置业职务	兼任水电地产职务
夏进	董事长	董事长、水电集团副总
王昌文	董事、党委书记（原总经理）	
许晓明	联席董事长（原董事长）	
高秋洪	董事	
许建辉	总经理、董事	武汉分公司董事长、水电地产董秘
郑克强	董事	房地产业务事业部综合管理处处长、资产运营部总经理
秦普高	财务总监、董事	财务总监、长沙分公司董事长

资料来源：公司公告，中银国际研究

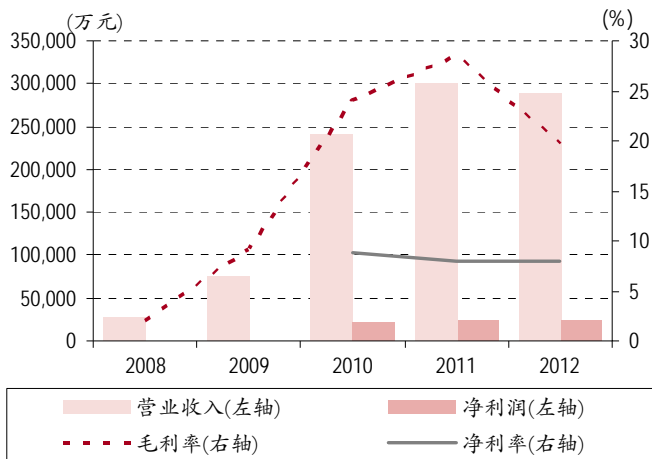
水电地产将借南国置业实现腾飞

中国水电地产虽然拥有央企十六家的背景，但地产业务经营规模发展并不理想。2012年末，水电地产营业收入为28.8亿元，同比下降4%，净利润仅2.3亿元，同比下降5%，自2010年以来，营收规模徘徊在30亿元左右，同时其净利润也一直停留在2.3亿元上下，多年来增长乏力。此外，2006-2012年间，公司的毛利率最高也仅为28.4%，净利率最高仅为8.9%，均低于行业平均水平。

2012年水电地产的营收仅占水电集团的2.3%，净利润占比仅为5.6%，规模较小。不过，中国水电对于水电地产的未来还是寄予了厚望，在集团的战略规划中，水电地产至2015年的净利润将达到20亿元，3年复合增速为106%，要求非常之高，仅靠水电地产目前实力难度较大。

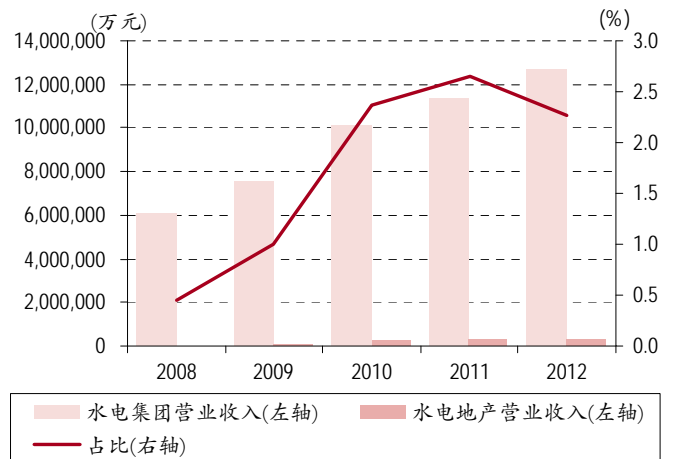
控制南国置业后，上述目标不再遥不可及：一方面，2012年南国置业净利润4.5亿元，超过水电地产本部；另一方面，水电地产与南国置业的资源互补、教学相长，将产生1+1>2的作用。

图表 7. 水电地产营业收入、净利润、毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 8. 水电地产营业收入及其占比情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

商业运营业务分析

突破传统商业地产困局，售后统一经营兼顾长短期现金流

传统的商业地产开发模式主要有三种：持有、销售和租售并举，但上述三种模式分别存在着各自的问题，或因资金沉淀过大而难以快速扩张、或因招商及经营分散而物业价值不能有效提升等等。与住宅地产不同，商业地产开发经营在专业能力上要求较高，使得国内成功的商业地产开发投资商十分稀缺。

针对传统商业地产开发模式中所有权集中导致资金沉淀或是经营权分散导致管理混乱的两大矛盾，南国置业采取了独具特色的“售后统一委托经营”的开发经营模式，从而有效地将所有权和经营权进行分离，兼顾所有权分散和前期现金回笼，以及后期经营权集中而保证商业物业品质的要求，实践中效果上佳。

图表 9. 国内主要商业地产开发经营模式对比

商业地产开发模式	特点	优势	劣势	代表公司	所有权	经营权
持有为主	物业整体持有收租，或有少量出售	统一经营管理，业态合理搭配，商业价值深度挖掘，享受长期物业增值	资金沉淀，不利规模扩张	中国国贸、小商品城	集中	集中
销售为主	仅负责前期开发销售，不负责后期经营	快速回笼现金流，有助于规模扩张	缺乏统一规划，招租经营混乱，难以分享物业增值	住宅开发商 的底商销售	分散	分散
租售并举	主力店持有，底层、商业街及散铺销售	兼顾资金回笼和商业人气，能部分享受物业增值	散售部分经营管理偏弱，	大连万达、世茂股份	部分分散	部分分散
售后包租	物业开发销售并签订一定期限（5年左右）包租协议	以短期高回报率吸引客户，实现资金快速回笼，售价补贴租金	开发商后期管理动力不足，投资人利益无保障	非专业开发商的综合体销售	分散	集中
售后统一委托经营	先招商再出售，长期集中经营，租金可基本覆盖承诺回报	开发商资金快速回笼、物业部分留存及超额租金分成提高后期经营积极性	对商业经营专业能力及人才储备要求较高	南国置业	分散	集中

资料来源：中银国际研究

在“售后统一委托经营”的模式下，公司的多方面的细节措施支撑了该商业模式的正常运转：

(1) **先招商后卖铺**：建设施工前，先完成主力店的招商，确定项目的空间布局及动线规划，而后进行散铺的招商。在物业销售前确定主要商户以及租金水平，并且根据租金水平以及特定回报率（4.5-6.5%）反推销售价格，一般来说，首年租金即可基本覆盖提供投资人的回报。

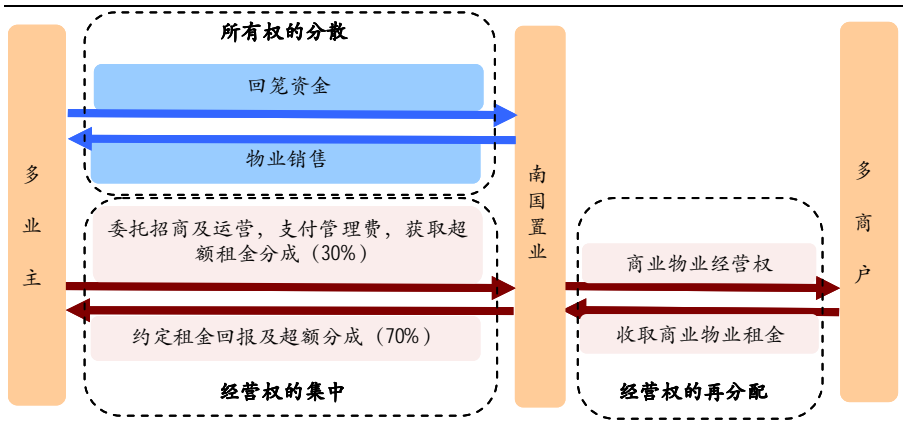
(2) **委托统一经营**：在销售商铺时，业主除了需要与公司签订《商品房买卖合同》之外，还需要与其全资子公司大本营公司签订《委托租赁管理合同书》，在合同约定的年限内委托大本营公司负责该物业的招商和具体运营事宜、负责与商户签订《商铺租赁合同》、负责代为收取物业租金并按时转付给业主，以此实现经营权的统一。而经营权的统一可以使得项目管理更为有效，实现物业的整体升值。

(3) **租金超额分成**：在经营过程中，大本营公司按照约定标准固定收取物业管理费，当物业租金超过双方约定的目标租金后（一般回报率为 6.5%），大本营公司收取绩效管理费，绩效管理费以超过目标租金部分按照约定比例计算（一般超额部分三七分成，公司分得超额的 30%）。租金超额分成模式可以促进公司改善经营管理，与投资人的共享商业价值提升。

(4) 20年长期租约：在《委托租赁管理合同书》中，公司与业主所签订的委托期一般为20年，一方面，这种高回报率下的长租期是与“售后返租”模式最大的不同，由此也不会出现管理方对商业项目的短视行为；另一方面，长租期的约定有利于公司对商业项目做长期并统一的规划，同时得到严格的执行，而在商业氛围成熟之后，公司和业主都能长期分享商业成熟后的增值。

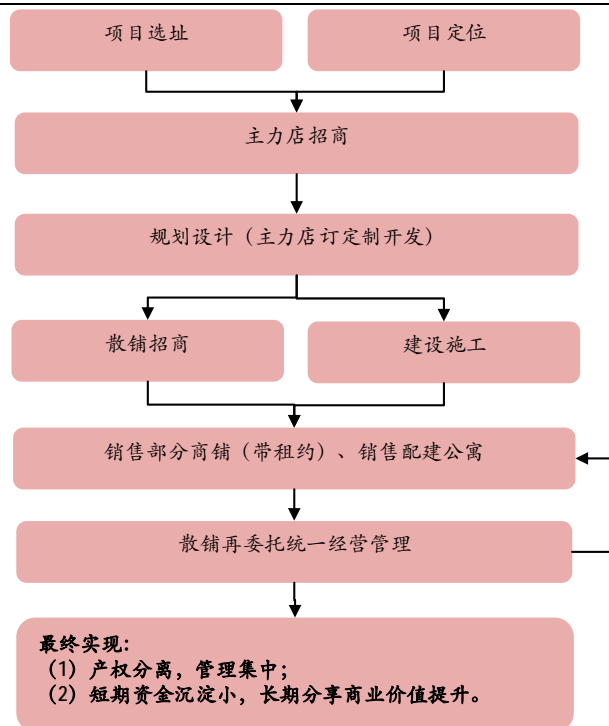
总体而言，通过“售后统一委托经营”这种经营模式，公司方实现了短期资金的回笼以及分享长期物业增值，业主方实现了稳定的投资回报以及物业的长期增值，商户方则实现了因商业氛围的成熟而营业情况良好，总之，形成了三方共赢得局面。

图表 10. 南国置业商业经营模式权属的分解



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 11. 南国置业商业经营模式流程的分解



资料来源：公司公告，中银国际研究

控制销售节奏提高项目回报，加大核心物业持有分享长期增值

一般情况下，在大部分商铺招商完毕之后，公司会将一些位置较好、租金较高、同时售价也较高的商铺先行出售，而部分位置较差的商铺暂时自持，在现金流部分回笼的情况下，就开始运营管理整个商业物业，待到整体商业氛围成熟、且原本位置较差的商铺的商业价值也被挖掘之时，再行出售该类商铺，兼顾现金流和毛利率。

当然，除了销售商业物业外，公司在资金允许的状况下也会自持一部分商业物业，一般自持比例在10%左右。未来公司考虑新增持有商业物业主要有：西汇生活广场2期，汉口城市广场A区和南国中心。公司选择持有的商业物业地段十分优越，西汇生活广场2期离1号线和3号线的中转站宗关站只有约300米，临近解放大道和二环线交汇处，此外，古田片区的改造也将提升该区域的发展潜力；而汉口城市广场也位于3号线（15年建成）和12号线（17-18年建成）交汇处，所处的后湖商业副中心也是汉口城市外圈的人口聚集之处。

核心区域物业持有，并通过经营物业抵押贷款可以解决资金需求问题，同时也可以规避由于高毛利率导致的高土地增值税。由于土地资源和服务业资源的供给不平衡，未来城市核心区与非核心区的级差地租将呈扩大态势，保留核心优质物业也将成为商业地产开发者的长期选择。

图表 12. 南国置业考虑新增持有商业项目的地位位置优势



资料来源：公司公告，中银国际研究

经营面积和租金两大驱动力推动运营收入提升

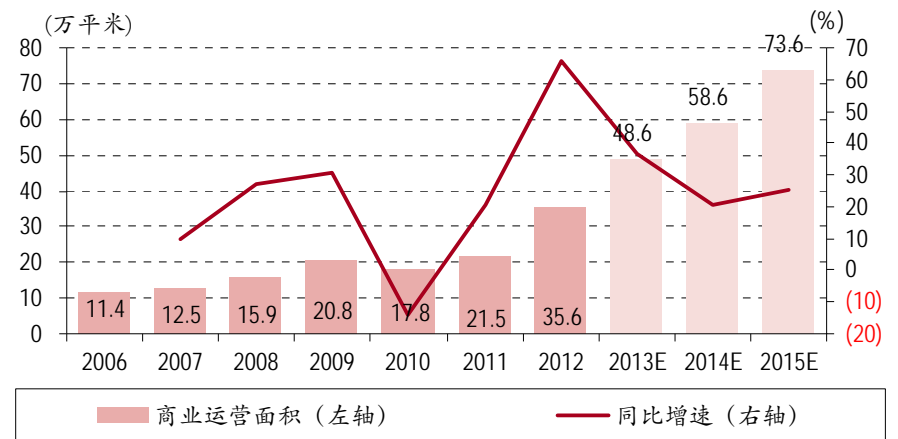
南国置业商业运营面积从2006年11万平米增长至2012年的36万平米，年复合增速达21%，随着公司开发规模的扩大，运营面积的增速也将加快。2013-15年间，公司将新增5个项目：大武汉家装灯饰馆、荆州城市广场、汉口城市广场A区、西汇生活广场2期和雄楚城市广场，运营面积在13-15年中将依次增长至49万平米、59万平米和74万平米，3年复合增速27%。

图表 13. 南国置业 2013-2015 年新增商业运营面积

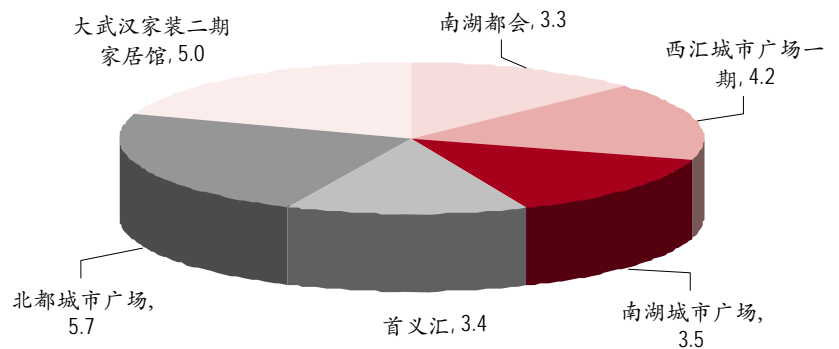
(万平米)	2013E	2014E	2015E
大家装灯饰馆	4		
汉口城市广场 A 区	3		
荆州城市广场	6		6
西汇生活广场 2 期		10	
雄楚城市广场			9
合计	13	10	15

资料来源：公司网站，中银国际研究

注：以上表格未统计南国中心及轻机项目中的商业运营面积

图表 14. 南国置业 2006-2015E 年商业运营面积变化


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 15. 南国置业 2012 年商业运营构成


资料来源：公司公告，中银国际研究

从公司运营商业项目的租金情况来看，南国置业已经具备了优秀的招商及经营管理能力：一、运营项目租金高于周边市场平均水平，如大武汉家装的市场租金就要比周边市场高 20-40 元/平米*月；二、租金增速高于市场平均水平，经我们测算，大武汉家装一期、南湖都会广场、西汇城市广场一期和南湖城市广场这 4 个项目在其开业至今的时间段内，其年租金复合增长率分别达 9%、23%、16%、12%，高于 2006-2011 年间武汉优质商场整体租金年均增长 8%（戴德梁行数据）。

图表 16. 南国置业 2012 年各项目营业面积、出租率及租金情况

12 年运营项目	营运面积 (万平米)	出租率 (%)	各楼层租金 (元/平米*月)			开业 时间	开业时租金 (元/平米*月)	租金复合增长 (%)
			1F	2F	3F			
大武汉家装 1 期	10.6	100		平均 100		2006 年	59	9
南湖都会广场	3.3	98	120-130	70	30-40	2007 年	20-30	23
西汇城市广场 1 期	4.2	100	160-180			2009 年	110	16
南湖城市广场	3.5	100	130-140	110		2011 年		12
首义汇	3.4	90	100	60-70		2012 年		
北都城市广场	5.7	98	110	70-80		2012 年		
大武汉家装 2 期家居馆	5.0	95		平均 80		2012 年		
12 年运营面积合计	25.0							
06-11 年武汉优质商场								8

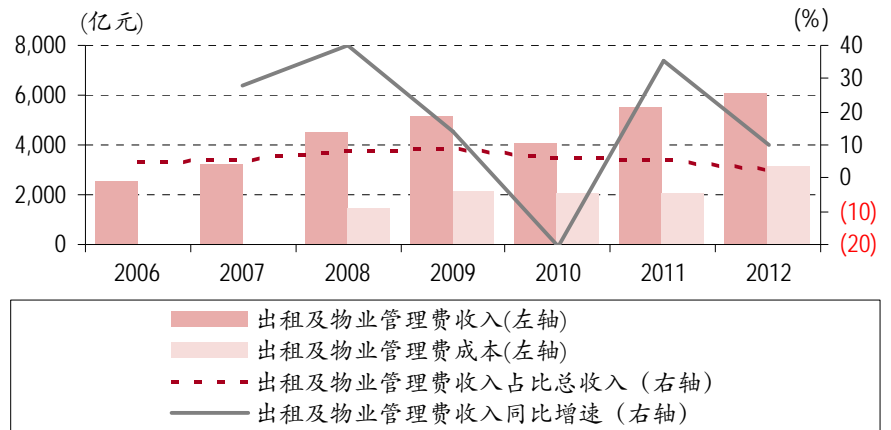
资料来源：公司公告，戴德梁行，中银国际研究

过去几年中，公司运营面积和租金实现了不断增长，而对应的出租及物业管理费用收入也由 2006 年的 2,537 万元增长至 2012 年的 6,112 万元，年复合增长率为 16%，增速低于运营面积增速 21%，主要是仅计入租金的超额提成部分，前期由于免租期以及固定租金期限导致收入偏少，待到项目成熟之后才能出现较大的增长。预计随着更多项目成熟及新项目加入运营，运营收入增速将明显提高。

此外，近期公司改进了运营托管合同，在月星家居等项目中争取到培育期租金优惠的政策，即在经营初期业主对商户给与租金优惠，而在该期间中公司也就无需承担保底租金，这将有效减轻项目未成熟前的经营压力，财务处理方式也有利于运营收入的明显提高。

考虑到未来 3 年中商业运营面积、租金的快速增长以及培育期租金优惠政策，预计 13-15 年商业运营净利润分别达 0.5 亿、1.4 亿和 2.5 亿，3 年复合增速达 127%，并且占比公司净利润也将在 15 年达到 21%。

图表 17. 南国置业 2006-2012 年出租及物业管理费用收入、成本、占比总收入和同比增速



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 18. 南国置业 2012-2015E 年商业运营净利润预测

	2012E	2013E	2014E	2015E
租金超额分成 (万元)	2,950	2,950	2,950	2,950
参与租金分成面积	35.6	35.6	35.6	35.6
单位分成	83	83	83	83
租金培育期优惠 (万元)	0	4,288	16,730	31,708
大家装灯饰馆		3,360	4,032	4,763
汉口城市广场 A 区		3,150	3,780	4,465
荆州城市广场-家装博览中心		2,066	2,480	2,929
荆州城市广场-mall				2,778
西汇生活广场 2 期			12,877	15,453
雄楚城市广场				5,418
出租收入 (万元)	2,950	7,238	19,681	34,658
出租收入净利润 (万元)	2,102	5,157	14,022	24,694
出租收入净利润复合增速(%)				127
公司净利润 (万元)	44,551	65,109	87,419	116,100
出租收入净利润占比(%)	5	8	16	21

资料来源：中银国际研究

房地产开发业务

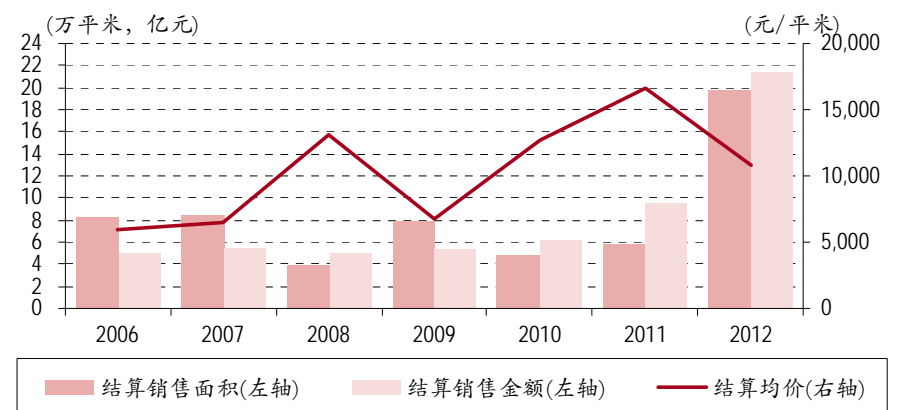
2012 年前开工销售规模均受资金实力限制

2006 年至 2011 年期间，南国置业的物业销售收入（结算口径）一直徘徊在 5-10 亿元的水平，直到 2012 年物业销售收入才达到了 21 亿元，这主要是源于民营企业的资金瓶颈和资源瓶颈，制约了扩张实力，只能采取稳健的态度。

从拿地方面来看，公司 2009 年上市以来，拿地面积及金额逐年下降，拿地面积从 2010 年的 57 万平方米下降到 2012 年的 25 万平方米，拿地金额则由 2010 年的 10.3 亿元下降至 2012 年的 8.9 亿元，公司在新增土地储备方面显得底气不足；而从新开工方面来看，公司 2010-2012 年中，新开工面积分别为 41 万平方米、34 万平方米和 14 万平方米，不增反降，新开工确实也无法支撑销售的大幅上涨。总体而言，在 2012 年之前，公司在拿地和新开工方面都表现的不如人意。

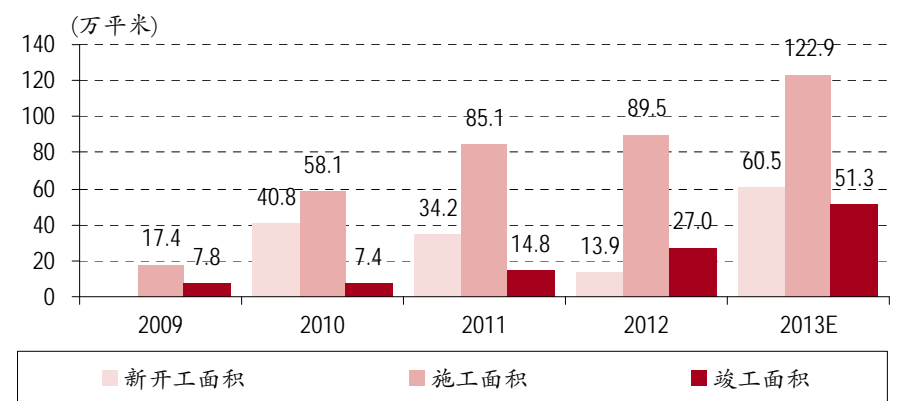
土地储备方面，公司目前储备项目建筑面积约 120 万平方米，均位于武汉市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要节点上、地铁换乘枢纽和地铁覆盖位置，及省内二线城市的核芯区域。公司储备项目的地段位置比较理想，但总储备显得不足，规模属于区域中小型发展商。

图表 19. 南国置业 2009-2012 结算销售面积、结算销售金额和结算均价



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 20. 南国置业 2009-2013E 新开工面积、施工面积和竣工面积



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 21. 南国置业 2009 年以来拿地项目统计

月度	地块名称	城市	权益 (%)	占地面积 (平米)	容积率	建筑面积 (平米)	权益面积 (平米)	成交总价 (万元)	权益地价 (万元)	楼面价 (元/平米)
2009-06	大武汉生活广场 ([2004] 第 039 号)	武汉	100	86,800	3.63	315,000	315,000	47,250	47,250	1,500
2009-06	南湖城市广场 ((2008) 第 405 号)	武汉	100	18,200	4.12	75,000	75,000	3,375	3,375	450
2009-06	南国中心一期	武汉	100	12,667	9.24	117,000	117,000	24,570*	24,570*	2,100*
2009-06	南国中心二期 ([2007] 第 049 号)	武汉	100	28,187	6.6	186,000	186,000	39,060	39,060	2,100
2009-06	北都城市广场 ((2008) 第 819 号)	武汉	100	31,913	3.1	99,000	99,000	14,850	14,850	1,500
2009-06	洪广首座 ((2007) 第 861 号)	武汉	100	6,087	5.91	36,000	36,000	11,916	11,916	3,310
2010-09	南国首义汇项目 (武汉 P [2010]091 号地块)	武汉	100	17,218	2.74	47,200	47,200	12,300	12,300	2,606
2010-09	武汉 P(2010)076 地块	武汉	44	43,547	7.01	305,439	133,019	79,500	34,622	2,603
2010	古田项目 (原武汉轻工机械厂地块)	武汉	100	73,857	2.98	220,000	220,000	11,927	11,927	842
2011-12	荆州项目 (荆州 P(2011)001 号地块)	荆州	100	78,523	4	314,092	314,092	21,400	21,400	681
2011-12	武汉市市级商业中心核心地段精武路片项目 (武汉 P(2011)185 号地块)	武汉	100	17,620	5.01	88,200	88,200	35,000	35,000	3,968
2011	南国花郡 (原南湖花郡项目)	武汉	100	28,753	3.2	92,000	92,000	4,600*	4,600*	500*
2012-01	雄楚广场项目 (武汉 P (2011) 266 号)	武汉	100	53,272	4.6	245,051	245,051	88,750	88,750	3,622
2013-04	武汉 P (2013) 034 号地块	武汉	100	24,985	3.6	89,956	89,956	45,020	45,020	5,005
	2009 合计			183,854	4.50	828,000	828,000	141,021	141,021	1,703
	2010 合计			134,622	4.25	572,639	400,219	103,727	58,849	1,811
	2011 合计			124,897	3.96	494,292	494,292	61,000	61,000	1,234
	2012 合计			53,272	4.60	245,051	245,051	88,750	88,750	3,622
	2013 合计			24,985	3.60	89,956	89,956	45,020	45,020	5,005

资料来源: 公司数据和中银国际研究

注: *南国中心一期和南国花郡的楼面价为中银国际研究估算值。

央企支持, 2013 年将获规模突破

公司以往民企背景影响了其融资能力, 拿地难度大, 地价不可控, 而大股东顺利转为水电地产则使公司获得了巨大的资源潜力, 水电地产拥有建设银行给水电地产 3,000 亿元的授信以及 700 多万平方米土地储备, 水电集团在各地基于公用事业基建方面的影响力, 也可以为下属两大地产公司提供良好的发展平台。

水电地产入股之后, 公司在拿地和新开工方面表现得更有底气。2013 年公司计划新增 3-5 个项目计 50-100 万平方米的新增建面, 大幅高于 2012 年约 30 万平方米的体量; 新开工方面, 2013 年开工计划为 61 万平方米, 同比增长超过 3 倍, 为 2014 年打下良好的可售基础。在新任大股东的支持下, 2013 年将是公司跨越性发展的一年, 也是企业规模扩张的一个拐点。

13 年销售略降结算快增, 14 年推盘加大销售有望爆发

2012 年公司实现销售金额 30.5 亿元, 其中物业销售收入结算了 21.5 亿元, 已售未结货值 9 亿元。2013 年, 预计新增可售货值 26 亿元, 不包含可能自持的西汇生活广场裙楼和汉口城市广场 A 区两项目合计 33 亿元货值。参考 12 年 90% 的去化率, 那么今年的销售预计将为 23 亿元 (均达到结算要求), 2013 年可结算销售额为 32 亿元, 可结算收入上升近 50%。

由于计划新开工面积的激增, 我们估算 2014 年主要新增可售项目货值将达到 63 亿元, 可售量大幅增长。随着后续拿地和新开工的加速, 公司的规模扩张有望持续。

图表 22. 南国置业 2013 年主要可售资源汇总

	可售面积(万平米)	对应货值 (亿元)	销售均价 (元/平米)
洪广项目	2.1	3.5	16,667
西汇生活广场二期塔楼	1.2	1.5	13,043
荆州城市广场	13.2	10.0	7,576
大武汉家装馆写字楼 (塔楼)	2.4	2.0	8,333
花郡	0.3	0.5	16,667
北都城市广场	0.7	1.7	24,286
其他	10.2	15.8	15,567
确定可售资源小计	30.0	35.0	11,667
西汇生活广场裙楼 (可能自持)	10.0	27.0	27,000
汉口城市广场 A 区 (可能自持)	3.0	6.0	20,000
可能可售资源小计	13.0	33.0	25,385
可售资源合计	43.0	68.0	15,814

资料来源: 中银国际研究

图表 23. 南国置业 2014 年主要新增可售资源汇总

	可售面积(万平米)	对应货值 (亿元)	销售均价 (元/平米)
荆州城市广场		30.0	
南国中心一期塔楼	6.0	12.0	20,000
轻机厂项目	30.0	21.0	7,000
可售资源合计		63.0	

资料来源: 中银国际研究

股权激励建构管理层长期利益诉求

股权激励要求业绩复合增速达 26%，全员激励、上下利益协同

2011年2月，公司公布股票期权激励计划草案，首期股权激励计划授予股票期权数量为2,400万份，约占目前公司股本总额的2.50%，其中首次授予2,208万份，占目前公司股本总额的2.30%，预留192万份，占本计划授出股票期权总数的8%，占目前公司股本总额的0.20%；行权价为6.04元/股；首次授予部分的授权日为2011年7月18日，分4年行权，而预留部分的授权日为2012年7月18日，分3年行权。

行权条件方面，公司的股权激励计划要求以2010年业绩为基期，2011-14年的净利润分别增长25%、60%、100%和150%，复合增长率为26%，同时2011-14年的ROE分别为15%、15.5%、16%和16.5%，目前已经进入第三年考核期，在前两年中，公司的净利润（2011年53%和2012年132%）和ROE（2011年18%和2012年23%）都很好的完成了计划。

激励对象方面，公司股权激励计划的覆盖面较为广泛。除了少数高管之外，公司的激励对象还有中层管理人员、核心技术骨干、甚至部分项目经理等等，并且后者占比总股权的数量占比高达75% 这样可以极大地调动中层人员的积极性，促使高管和中层利益协同，提高经营效率。

图表 24. 南国置业股权激励对象

姓名	职务/职级	获授股票期权数量 (万股)	获授股票期权占公司股本总额比例
王昌文	董事、总经理	197.06	0.21%
高秋洪	董事、联席总经理	197.06	0.21%
袁林	财务总监	89.28	0.09%
谭永忠	董事、董事会秘书	65.00	0.07%
核心管理人员及核心技术 (专业) 骨干 21 人		1,451.84	1.51%
首次授予部分小计		2,000.24	2.08%
预留部分小计		192.00	0.20%
合计		2,192.24	2.08%

资料来源：中银国际研究

图表 25. 南国置业股权激励行权条件

项目	2011	2012	2013	2014
首次授予部分行权期 (自授权日起 X 个月)	12-24	24-36	36-48	48-60
首次授予部分行权比例 (%)	20	20	30	30
预留部分行权期 (自对应授权日起 X 个月)		12-24	24-36	36-48
预留部分行权比例 (%)		30	30	40
要求 ROE (%)	15	15.5	16	16.5
实际 ROE (%)	18.4	23.3		
要求归属于上市公司股东净利润较 2010 年增长 (%)	25	60	100	150
实际增长率 (%)	52.8	131.5	NA	NA

资料来源：中银国际研究

图表 26. 南国置业股权激励对象中核心管理及技术骨干人员
首次授予部分：

姓名	职务	获授股票期权数量 (万股)	占比 (%)
李军	设计总监		
周武登	商务总监		
夏监洪	投资总监		
肖新乔	研展总监		
张丽霞	商业运营总监		
聂飞	开发总监		
邱磊	南国中心项目总经理		
江华	开发中心总工程师		
吴敬东	开发中心拓展总监		
孙永波	家居业务总监兼大武汉家装项目总经理		
罗华东	南湖运营项目部总经理		
宁周彬	西汇一期项目总经理		
张亚梅	投资人服务部部长		
胡圣君	总经理办公室主任		
汤伟	董事会办公室主任		
杨波	大武汉家装一期副总经理/部长级		
廖凯	雄楚广场项目总经理		
张红云	轻机项目负责人		
熊宇静	南国中心项目副总经理		
金峰	北都城市广场项目常务副总经理		
黄杰	南国悦公馆项目总经理		
小计		1,451.8	66.2

预留部分：

张军	总经理助理	33.1	1.5
范山湖	荆州项目总经理/部长级	19.9	0.9
张念华	产品设计部部长	19.9	0.9
王小兵	花郡项目总经理/部长级	18.3	0.8
马文婷	营销管理部部长	18.3	0.8
杨光	开发中心报批室部长	18.3	0.8
吴敏	审计部部长	18.3	0.8
陈大文	大武汉二期项目副总经理/部长级	15.3	0.7
易明俊	财务部副部长/部长级	15.3	0.7
张晓冬	营销管理部副部长/部长级	15.3	0.7
小计		192.0	8.8
合计		1,643.8	75.0

资料来源：中银国际研究

财务分析

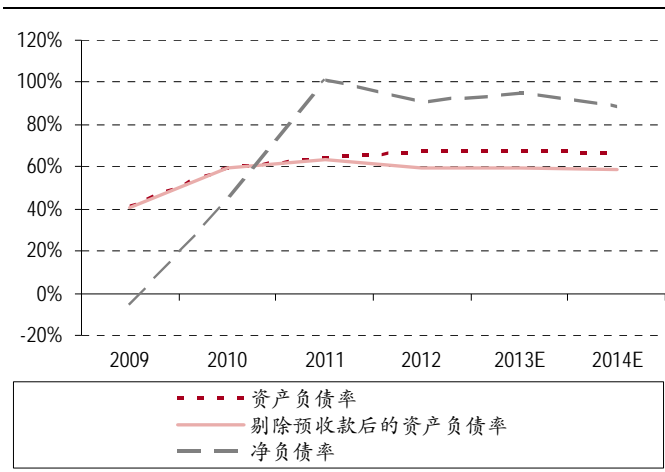
净负债率略高、成本较合理，费用管控能力较强

2012年末，公司资产负债率为67%，净负债率为91%，略高于行业平均水平；货币资金为11亿元，持平于短债合计11亿元，短期内偿债压力不大。随着水电地产入股之后，公司通过水电地产这个央企平台去融资或者水电地产委托借款等等途径，相信公司在资金方面的压力会减轻不少。

而从负债结构来看，长期借款占比总负债比例从08年的21%提高至目前的44%，负债结构更趋于合理并且2012年长期借款前5名的综合成本的8.26%，借款成本在行业内并不算高，这主要是因为公司使用的商业服务业贷款，上浮的程度相对不高。

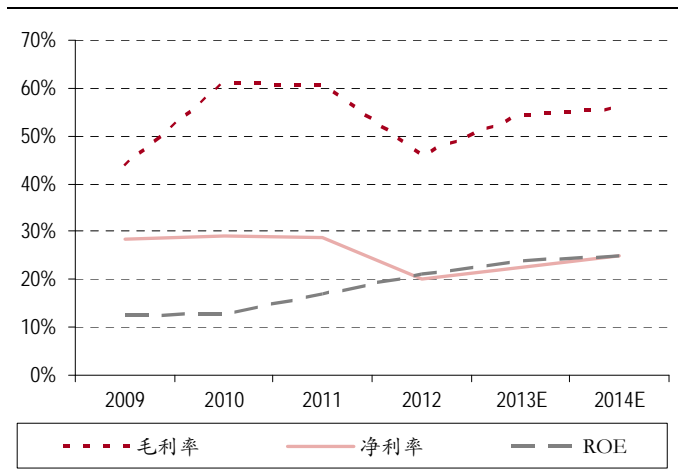
2012年末，公司三项费用率合计为4.73%，处于行业内较低水平，并且从08年开始基本上呈现出一个逐年下降的趋势，体现了公司的费用管控能力较强，其中，管理费用率、销售费用率和财务费用率分别为2.6%、2.6%和-0.5%。

图表 27. 公司资产负债率及净负债率情况



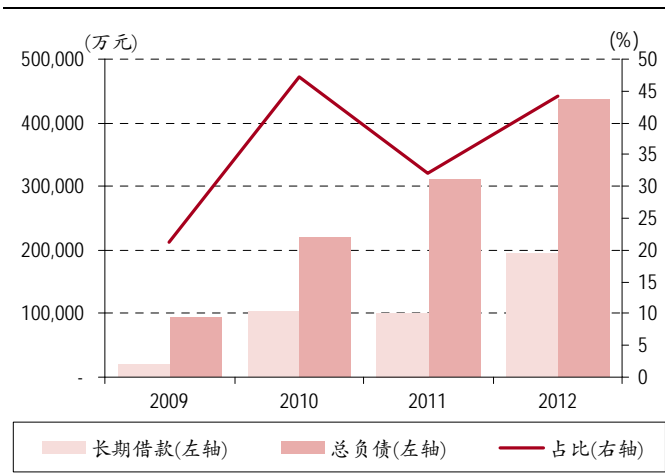
资料来源：中银国际研究

图表 28. 公司三项费用率情况



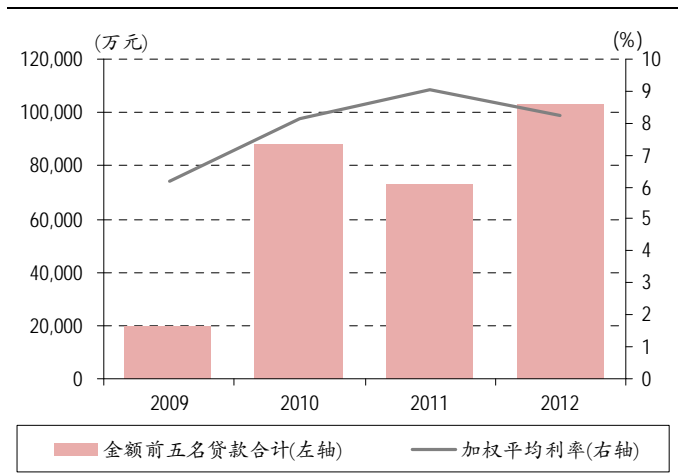
资料来源：中银国际研究

图表 29. 公司长期借款总负债占比情况



资料来源：中银国际研究

图表 30. 公司长期借款前5名合计以及平均资金成本



资料来源：中银国际研究

投资策略：评级谨慎买入

南国置业是武汉区域商业地产的领军人物，采用“售后统一委托经营”模式，突破了传统商业地产开发的困局，通过物业所有权和经营权的分离，兼顾了长短期现金流的平衡；今年，水电地产顺利入主，公司成为了中水电下属商业地产平台，资金、资源两大瓶颈解除，在新的大股东支持下，公司已经站在了规模发展和跨区域发展的拐点上。商业运营方面，在经营面积和租金两大驱动力的推动下，预计未来3年商业运营净利润复合增速达127%，并且占比公司净利润也将在15年达到21%；地产开发方面，预计13年结算快增，14年销售爆发。

我们预计公司2013-15年每股收益分别为0.68元、0.91元和1.21元，设定目标价为9.58元，相当于14.1倍2013年市盈率和2013年NAV10%的溢价，首次覆盖给予**谨慎买入**评级。

图表 31. 南国置业 2013 年 NAV 估算

	2013 年末
销售业务 (万元)	456,896
出租及运营管理业务 (万元)	103,148
净资产 (万元)	276,174
NAV (万元)	836,218
总股本 (万股)	96,000
每股 NAV (元)	8.71

资料来源：中银国际研究

附录：武汉商业地产格局

武汉地处华中区中心位置，或带领中国第四个都市圈崛起

武汉市是湖北省省会，是中部唯一的副省级城市，华中地区最大都市及中心城市，中国长江中下游特大城市。2010年，国务院在对武汉城市总体规划的批复中明确，武汉是中国中部地区中心城市、全国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽。改革开放三十多年以来，以国内三大城市北京、上海和广州领军的三大经济圈环渤海、长三角、珠三角具有举足轻重的地位。与此同时，随着城市群发展步伐加快，或许以武汉为中心的中部都市圈将紧随其后成为中国第四个都市圈。

近几年中，武汉的重要位置也可以从各种战略规划中也可可见一斑。对外，在国家实施武汉“1+8”城市圈，即武汉与邻近8个城市形成的城市群，并把武汉建设成以金融、物流、现代商贸、信息、科教、旅游为主的现代服务业基地。对内，“十二五”期间武汉城市空间布局实行“1+6”城市格局，即在三环线以内建设主城区，在6个远城区各重点建设一个“卫星城”，轻轨将连接主城区与“卫星城”，促进主城与新城、中心城区与远城区协调发展。

图表 32. 武汉市地理位置



资料来源：戴德梁行，中银国际研究

图表 33. 武汉市“1+6”格局



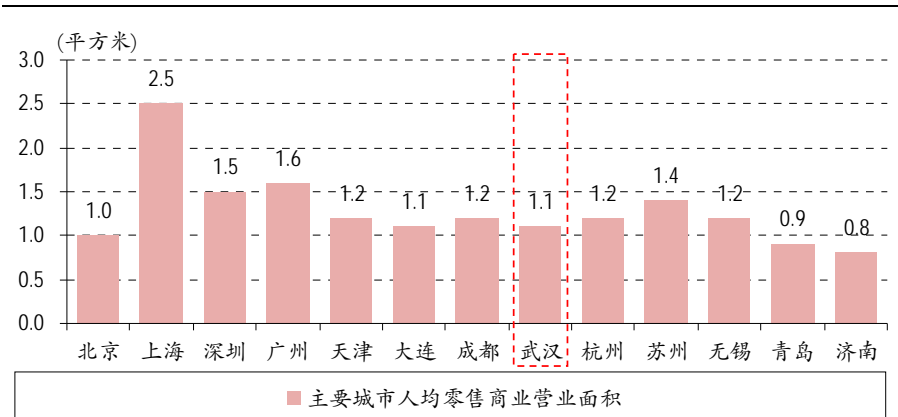
资料来源：中银国际研究

武汉人均商业面积位全国前列，商业平均租金年增长 8%

武汉是华中区最大的城市之一，有着深厚的历史文化背景，特别在商业方面已形成了华中地区的商贸中心地位。2010年武汉人均商业营业面积达到1.1平方米，为历史最高水平，位于全国大中城市的前列。并且，根据戴德梁行的统计数据，2011年底，武汉全市几大商圈总存量达到334万平方米，繁华商圈日均人流量可达上百万。

目前，武汉各商圈的商铺租金由于位置和商圈氛围的不同而差异较大，两大核心商圈的平均租金达到每平米每月500-1,500元，新兴商圈如菱角湖商圈的租金水平为每平米每月180-500元。近六年（2006年至2011年）武汉优质商场整体租金年均增长8.0%，租金呈现一个稳定增长的过程。从2006年的平均每平方米每月284元上涨至2011年的每平方米每月470元。2011年底月租金已达到平米每月516元，同比上涨22%。随着武汉商业的不断完善发展，预计未来租金水平将继续保持上升的趋势。

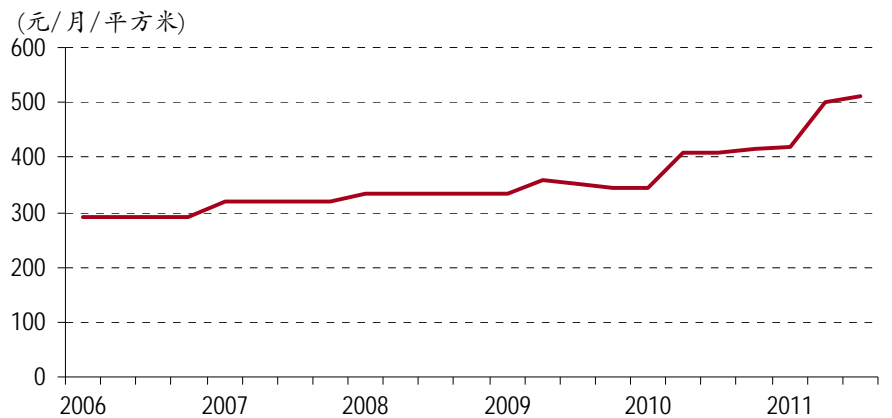
图表 34. 主要城市人均零售商业营业面积



资料来源：戴德梁行，中银国际研究

注：人均零售商业面积：城市零售商业网点面积，按照常住人口来计算。

图表 35. 武汉市优质商场租金走势



资料来源：戴德梁行，中银国际研究

注：优质商场整体租金是指中心区域内有一定影响力的商场首层平均租金。

伴随武汉交通的改善，商业集中度由两核心扩散至 17 个商圈

根据商业集中度和发展历程，武汉商铺市场可分为 8 个传统商圈（武广、江汉路、钟家村、王家湾、徐东、中南、街道口、光谷）和 9 个新兴商圈（后湖、菱角湖、王家墩、江汉沿江、武昌滨江、杨春湖、首义、南湖、四新）。而目前从商业格局上来看，武汉的商铺市形成了武广商圈和江汉路商圈两大核心商圈，与其他商圈形成“一核多强”的局面。

随着至 2017 年 8 条地铁轨道交通的建成，短期内传统商圈吸引外围人群的能力将有所增强，但长期而言，新兴商圈居民聚集效应更加明显，消费能力得以加强。与此同时，至 2015 年前规划建设和形成 12 条过长江通道和 10 条过汉江通道（包括大桥和地铁），这将大大拉近江汉、武昌和汉阳三地的通行距离，由此改变三地居民就近消费的习惯，从而对于新兴商圈的发展起到正面拉动作用。长期来看，武汉市将改变汉口、武广等商圈单一商业中心的状态，而出现外围商圈崛起、区域性零售与市中心并存等特色商业模式。

图表 39. 武汉市规划完成地铁线路走向及完工日期

轨道交通线路	轨道交通走向	完工日期
1 号线	西起吴家山, 东至堤角, 东西方向横穿汉口的东西湖区、硚口区、江汉区和江岸区。全长 28.87 公里, 共设 26 座车站。	一期工程 2004 年 9 月投入使用。 二期工程 2010 年 7 月投入使用。
2 号线	一期工程由位于江汉区的金银潭到常青花园, 经汉口火车站, 沿青年路、解放大道到中山公园, 穿江汉路过长江到洪山广场, 之后沿中南路到傅家坡, 再向东南沿珞喻路到位于洪山区的鲁巷, 全长 27.985 公里, 共设车站 21 座。二期工程, 南延段自光谷广场到江夏流芳, 北延段自常青花园到东西湖金银潭, 线路共长 10.3 公里。	一期工程预计 2012 年底投入使用。
3 号线	轨道交通三号线一期位于地下, 始于沌口开发区, 沿东风大道向东北方向走, 全长 27.8 公里, 设站 23 座车站。二期工程向南延伸至文岭站, 从沌阳大道站开始延伸, 设东荆河路站、枫树五路站、薛峰镇站、商业服务学院站, 文岭站, 共 5 站。	预计一期 2015 年通车。
4 号线	四号线一期与二期(地铁)位于地下, 行驶东西方向, 连接汉阳与武昌地区。一期全长 16.488 公里, 设站 15 座; 四号线二期全长 16.9 公里, 设站 13 座。	预计一期 2013 年 9 月通车。预计二期 2014 年通车。
5 号线	金银湖至开发区体育中心, 跨越汉江, 连接汉阳、汉口的镇间轨道交通骨架线路, 线路长 36.1 公里, 全部为地下线, 设站 27 座, 全部为地下车站。	预计 2017 年通车
6 号线	一期工程起于东方马城, 经王家墩, 沿建设大道、澳门路, 从三阳路过长江, 然后折向武昌火车站, 沿恒安路、李纸路至终点野芷湖, 设停车场、车辆段各 1 处, 全长 30.85 公里, 全为地下线, 共设车站 19 座。穿越了武汉市东西湖区、江汉区、硚口区、江岸区、武昌区、洪山区等 6 个城区。远期规划为机场线, 连接武汉天河国际机场以及规划中的武汉第二机场。	预计一期 2017 年通车
7 号线	一期工程主线起自三金潭至梨园, 线路全长 20.173 公里, 全线地下敷设。二期工程从欢乐谷开始走东湖路, 过湖北省博物馆、中南医院、水果湖、洪山路、八一路、街道口、武珞路到雄楚大道、南湖大道。	预计一期 2016 年通车
8 号线	一期工程主线起自三金潭至梨园, 线路全长 20.173 公里, 全线地下敷设。二期工程从欢乐谷开始走东湖路, 过湖北省博物馆、中南医院、水果湖、洪山路、八一路、街道口、武珞路到雄楚大道、南湖大道。	预计一期 2016 年通车

资料来源: 中银国际研究

武汉市场机遇与竞争并存, 为公司提供充分施展的舞台

武汉无论是地理位置(华中区中心位置)还是战略位置(1+8 城市圈及 1+6 城市格局)上都备受关注, 有着不小的发展潜力, 而历来作为长江沿岸繁华的商埠, 有着悠久的商业发展经验, 这使得武汉的商业发展已经初具规模(人均商业面积达 1.1 平方米, 名列全国大中城市前列), 未来大量的新增商业物业供应、地铁线路的逐步覆盖以及过江通道的建设, 都将加速商业的发展以及商圈的扩张, 同时带来的也是更加激烈的竞争。武汉商业市场可以说机遇与竞争并存。

公司项目均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, 项目区位优势, 多紧邻轨道线, 显示出其较好的项目甄选眼光, 区位优势是商业地产成功的最关键因素。

图表 40. 南国置业商业项目与地铁线路的关系

项目	周边交通	预计开通时间	所处商圈	商圈未来供应量与总存量比例(%)
南国中心	1、2号线循礼门站	1、2号线已开通	武汉商业中心	30-50
南国·悦公馆	2、4号线洪山广场站	2号线已开通、4号线2013年6月开通	中南商业中心	30-50
南国·首义汇	4号线首义路站、7号线武昌火车站站	4号线2014年开通、7号线2017年开通	首义商业中心	>100
南湖花郡	7号线南湖大道站	7号线2017年开通	南湖商业副中心	>100
雄楚广场	7号线南湖大道站	7号线2017年开通	南湖商业副中心	>100
北都城市广场	2、10、12号线汉口火车站	2号线已开通、10号线2018年前开通、12号线2017-2018年开通	后湖商业副中心	>100
南国·汉口城市广场	3、12号线后湖大道站	3号线2015年开通、12号线2017-2018年开通	近后湖商业副中心	>100
南国·大武汉家装	1、3号线宗关站	1号线已开通、3号线2015年开通	古田商业副中心	10-30
南国·西汇生活广场	1、3号线宗关站	1号线已开通、3号线2015年开通	古田商业副中心	10-30
南国·古田轻机项目	1、3号线宗关站	1号线已开通、3号线2015年开通	近古田商业副中心	10-30

资料来源：戴德梁行，中银国际研究

当然这些新兴商业区新增供应量较大，公司经营物业将直面激烈的竞争。在国内商业地产投资商核心竞争力尚在探索培育中的时代，像南国这样具备本土多个商圈成功运营经验的公司并不多，公司策划能力、招商及运营能力已经得到一定验证，也将能在更多项目的历练中得以强化。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	1,018	2,209	2,907	3,725	4,683
销售成本	(536)	(1,490)	(1,803)	(2,249)	(2,732)
经营费用	(73)	(108)	(167)	(215)	(270)
息税折旧前利润	409	610	937	1,262	1,681
折旧及摊销	(3)	(7)	(7)	(9)	(11)
经营利润(息税前利润)	406	604	930	1,253	1,670
净利息收入/(费用)	8	10	5	5	7
其他收益/(损失)	2	(7)	(4)	(6)	(8)
税前利润	416	607	930	1,252	1,669
所得税	(122)	(162)	(232)	(313)	(417)
少数股东权益	0	0	(46)	(65)	(91)
净利润	294	446	651	874	1,161
核心净利润	294	446	651	874	1,161
每股收益(人民币)	0.306	0.464	0.678	0.911	1.209
核心每股收益(人民币)	0.306	0.464	0.678	0.911	1.209
每股股息(人民币)	0.080	0.100	0.054	0.073	0.097
收入增长(%)	NA	117	32	28	26
息税前利润增长(%)	NA	49	54	35	33
息税折旧前利润增长(%)	NA	49	53	35	33
每股收益增长(%)	NA	52	46	34	33
核心每股收益增长(%)	NA	52	46	34	33

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	416	607	930	1,252	1,669
折旧与摊销	3	7	7	9	11
净利息费用	(8)	(10)	(5)	(5)	(7)
运营资本变动	(1,143)	(29)	(1,370)	(1,540)	(1,606)
税金	(122)	(162)	(232)	(313)	(417)
其他经营现金流	20	29	(0)	(0)	(0)
经营活动产生的现金流	(834)	442	(671)	(598)	(351)
购买固定资产净值	(29)	(52)	15	19	23
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(16)	0	350	28	30
投资活动产生的现金流	(45)	(52)	365	47	53
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	810	581	542	998	832
支付股息	(58)	(77)	(96)	(52)	(70)
其他融资现金流	(190)	(539)	175	14	15
融资活动产生的现金流	563	(36)	621	960	777
现金变动	(316)	354	315	409	479
期初现金	NA	734	1,138	1,454	1,863
公司自由现金流	(879)	390	(306)	(551)	(298)
权益自由现金流	(259)	651	236	447	534

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	734	1,138	1,454	1,863	2,342
应收帐款	527	822	1,163	1,490	1,873
库存	2,510	2,836	3,924	5,029	6,322
其他流动资产	1,059	1,684	1,878	2,328	2,764
流动资产总计	4,830	6,480	8,419	10,709	13,301
固定资产	5	5	4	3	1
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	13	13	22	26	31
长期资产总计	19	18	26	29	32
总资产	4,848	6,498	8,445	10,737	13,333
应付帐款	369	579	662	822	978
短期债务	1,482	1,130	1,672	2,670	3,502
其他流动负债	262	736	959	1,229	1,686
流动负债总计	2,113	2,446	3,293	4,722	6,166
长期借款	1,000	1,932	2,390	2,390	2,390
其他长期负债	1	0	0	0	0
股本	960	960	960	960	960
储备	772	1,158	1,757	2,561	3,630
股东权益	1,732	2,118	2,717	3,521	4,590
少数股东权益	2	2	45	104	187
总负债及权益	4,848	6,498	8,445	10,737	13,333
每股帐面价值(人民币)	1.80	2.21	2.83	3.67	4.78
每股有形资产(人民币)	1.80	2.21	2.83	3.67	4.78
每股净负债/(现金)(人民币)	1.82	2.00	2.72	3.33	3.70

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	40.2	27.6	32.2	33.9	35.9
息税前利润率(%)	39.9	27.3	32.0	33.6	35.7
税前利润率(%)	40.8	27.5	32.0	33.6	35.6
净利率(%)	28.9	20.2	22.4	23.5	24.8
流动性					
流动比率(倍)	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
利息覆盖率(倍)	952.4	546.0	93.4	90.7	100.3
净权益负债率(%)	100.8	90.8	94.5	88.2	74.3
速动比率(倍)	1.1	1.5	1.4	1.2	1.1
估值					
市盈率(倍)	26.8	17.7	12.1	9.0	6.8
核心业务市盈率(倍)	26.8	17.7	12.1	9.0	6.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	31.3	20.6	14.1	10.5	7.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	4.6	3.7	2.9	2.2	1.7
价格/现金流(倍)	(9.5)	17.9	(11.8)	(13.2)	(22.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.4	8.8	7.5	7.0	6.5
周转率					
存货周转天数	1707.8	654.5	684.3	726.6	758.2
应收帐款周转天数	189.1	111.4	124.6	130.0	131.1
应付帐款周转天数	132.3	78.3	77.9	72.7	70.2
回报率					
股息支付率(%)	26.1	21.5	8.0	8.0	8.0
净资产收益率(%)	17.0	21.0	24.0	24.8	25.3
资产收益率(%)	5.9	7.8	9.3	9.8	10.4
已运用资本收益率(%)	9.8	13.1	15.7	16.4	17.5

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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士，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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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