

**买入****20% ↑**

目标价格: 人民币 11.11

原评级: 谨慎买入 原目标价格: 人民币 9.58

002305.CH

价格: 人民币 9.22

目标价格基础: 2013年净资产溢价25%

板块评级: 中立

**我们的观点有何不同?**

- 上调13年销售预测至29亿元, 14年可售货值将达70亿元。
- 管理制度更趋体系化, 制度更透明、员工更积极。
- 南国低价入股泛悦国际项目, 显示了合作良好开端。
- 昭觉寺项目预计明年1月拿地, 并且由南国控股。

**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	46	6	3	87
相对新华富时A50指数	62	5	17	90

发行股数(百万)	962
流通股(%)	62
流通股市值(人民币 百万)	5,506
3个月日均交易额(人民币 百万)	47
13年末净负债率(%)	95
13年末每股重估净资产值(人民币)	8.89
主要股东(%)	
重庆金科投资有限公司	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年8月23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****开启巨大合作空间, 更体系化制度助力发展**

南国置业近期平价入股泛悦国际项目, 并由南国人员来全权管理, 显示了双方合作的良好开端, 后续中水电的一级开发项目成都昭觉寺项目预计也将在明年初可以拿地并合作开发, 我们可以确信双方土地资源方面的巨大合作空间已经开启, 公司确实站上了快速发展的拐点。此外, 我们还看到中水电给公司带来了更体系化的管理制度, 管理更透明、员工更积极, 这将帮助公司在扩大规模的过程中更顺畅的运行下去。我们维持公司2013-15年每股收益预测分别为0.68元、0.91元和1.21元, 目标价格上调至11.11元, 评级上调至买入。

**支撑评级的要点**

- 上调13年销售预测至29亿元, 14年可售货值将达70亿元。原本打算持有的汉口广场A区(6亿元)将改为销售, 可售货值将增至32亿元, 我们上调销售预测至29亿元, 按照85%结算率, 今年销可结算货值将达25.5亿元, 加上去年已售未结算9亿元, 今年总可结算将达34.5亿元, 同比增长60%。预计14年可售货值将达70亿元, 同比增长119%, 并明年可结算资源将超过50亿元, 同比增长44%。
- 管理制度更趋体系化, 制度更透明、员工更积极。原本市场担心水电入股之后, 将改变原先南国民营企业积极进取的态度和优秀的管理能力, 但在入股大半年之后, 我们看到的更多的是: (1) 春笋培训计划和商业精英培训计划相继推出; (2) 重大事项决策一改以往“一言堂”模式, 更多采用了经营班子讨论决策而定; (3) 中水电带来了更加严格、更加体系化的管理方式, 公司由原来许晓明的个人英雄主义运作向由体系化管理制度来运营。
- 南国平价入股泛悦国际项目, 显示了合作良好开端。本次南国置业增资成都泛悦国际项目8,000万元, 获得40%股权, 以平价入股方式获得权益面积7万平米的优质土地储备。并在运营过程中, 项目管理都由南国推荐的总经理负责, 同时给予较大运营权利。鉴于水电未来还有超700万方的土地资源, 泛悦国际将是一个良好的开端。
- 昭觉寺项目预计明年1月拿地, 预计将由南国控股。昭觉寺项目是中水电的一级开发项目, 目前已经进入尾声, 预计该项目将在10-11月可以全部拆迁完毕, 并进行二级招拍挂。未来南国和中水电将联合拿地, 预计股权占比6:4, 预计明年1月左右拿地, 预计未来拿地体量在46万平米左右, 目前规划为一半商业、一半住宅。

**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**

- 我们维持公司2013-15年每股收益分别为0.68元、0.91元和1.21元, 鉴于水电和南国间巨大优质资源的合作空间以及公司本身也属于高成长的商业租售类房企, 我们分别按照2013年NAV25%的溢价以及16.4倍2013年市盈率两种方式定价, 将目标价由9.58元上调至11.11元, 评级上调至买入。

**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)	30.1	19.9	13.6	10.1	7.6
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)	(10.6)	20.0	(13.2)	(14.8)	(25.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.7	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(%)	0.87	1.08	0.59	0.79	1.05

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 2013 年可售货值提高至 32 亿元, 预计实现销售 29 亿

公司上半年销售 8 亿元, 至 7 月底累积销售 10 亿元, 目前销售进度缓慢主要是因为工程进度较慢, 推盘基本上都在下半年。原本打算持有的西汇 2 期裙楼 (货值 27 亿元, 建面 10 万平米, 今年年底开业) 和汉口广场 A 区 (货值 6 亿元, 建面 2 万平米, 今年年底开业) 中, 后者将改为销售, 并今年可进入结算 (进投资收益), 那么今年的可售货值将由原来的 35 亿元 (包括去年已售未结算的 9 亿元) 增加至 41 亿元, 扣除已售未结算的 9 亿元后可售货值增至 32 亿元, 参考 2012 年去化率 90%, 我们上调原先预计销售 23 亿元至 29 亿元, 按照 85% 结算率, 那么今年销售可结算货值将达到 25.5 亿元, 加上去年已售未结算的 9 亿元, 今年总可结算将达到 34.5 亿元, 同比 12 年结算额 21.5 亿元增长 60%, 这将进一步加强今年业绩高增长的确定性。

## 2014 年预计可售 70 亿元, 可结算资源将大幅增长

有别于我们前期统计, 轻机场项目由于土地置换还未完成, 目前还未开工, 明年开始预售有一定难度, 但明年可售项目仍然较多, 预计 14 年可售货值将达到 70 亿元, 同比增长 119%, 同时明年可结算资源将超过 50 亿元, 同比增长 44%, 公司明年的业绩高增长仍将继续。

### 14 年可售资源如下:

- 1) 雄楚广场: 明年可售 30 万平米, 其中办公 10 万平米 (均价 1.2 万元/平米), 商铺 20 万平米 (均价超过 1.3 万元/平米), 总货值约 40 亿元, 并且明年可结算。
- 2) 荆州二期: 总建面 12 万平米, 其中有 3-4 万平米的酒店, 总可售 8-9 万平米, 住宅 6,000 元/平米和商铺 1 万元/平米, 预计货值约 7 亿元, 并且明年可以结算。
- 3) 昙华林项目: 明年可售, 可售 9 万平米, 均价 1.2 万元/平米, 可售货值 11 亿元, 但明年不可结算。
- 4) 南国中心一期: 住宅就有 4 万平米, 均价至少 1.6 万元/平米以上, 6.4 亿元货值, 明年不可结算。
- 5) 成都项目: 成都项目, 假设今年销售 4.5 万平米住宅, 那么预计明年可售 5 万平米 (2.5 万平米住宅+2.5 万平米商铺), 按照目前住宅均价 1.26 万元/平米, 那么货值 6 亿多元, 明年不可结算。
- 6) 轻机场: 公用客车厂用近 120 亩的地 (30 万平米住宅) 和轻机场项目置换, 目前条件还没谈妥, 现在来看, 明年不可预售。
- 7) 汉口二期: 明年可结算几万平米。

图表 1.2014 年可售资源明细

	可售面积 (万平米)	可售货值 (亿元)	14 年结算与否
雄楚广场	30	40	可结算
荆州二期	8.5	7	可结算
昙华林项目	9	11	不可结算
南国中心一期	4	6.4	不可结算
成都项目	5	6	不可结算
<b>合计</b>	<b>56.5</b>	<b>70.4</b>	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究



## 未来与水电地产的合作将大有可为

此次与水电地产在泛悦国际上的合作是双方良好合作的开端, 水电地产目前自首拥有 700 万平米的土地, 并且由于水利出身的优势, 水电地产在长江周边的城市拿优质地的能力较强, 因此, 后续双方在土地资源方面的合作空间巨大。并且土地资源方面展开合作时, 水电地产一般仍会根据账面价值定价并转让给南国置业。总体而言, 未来南国将享受到水电地产给予的巨量并地价的优质土地储备。

## 年初至今拿地 27 万方, 后续关注昭觉寺、长虹路项目

今年年初至今公司主要增加两个项目: 昙华林项目 9 万平米和成都泛悦国际项目 17.5 万平米, 合计 26.5 多万平米。

下半年中, 拿地计划主要为成都昭觉寺项目和襄阳长虹路项目:

- 1) 成都昭觉寺项目: 预计总建面 46 万平米, 该项目水电集团参与一级开发, 公司参与拿地的可能性较大, 该项目最早 10-11 月拆迁完毕而后挂牌, 我们预计明年 1 月左右能二级拿地并双方合作开发;
- 2) 襄阳长虹路项目: 总建面 20 万平米, 其中 10 万平米商业、几万平米办公和几万平米的住宅, 目前已经拆迁 90%, 下半年拿地概率较大;
- 3) 另外, 中水电在武汉西汇广场对面有一块地, 总占地 120 亩 (其中, 水电 70 亩地不用拆迁, 居民 50 亩地需要拆迁), 主要公司目前不想参与拆迁因此短期内仍计算在拿地计划之内, 但未来不排除拿地的可能性。

## 南国平价入股泛悦国际, 显示了合作良好开端

泛悦国际项目情况如下:

- 1) **项目简介:** 泛悦国际是一个集家庭生活购物中心、公园式商业街、精品华宅及 5A 甲级写字楼为一体的大型城市综合体项目, 计容积率面积 17.5 万平米, 总建筑面积 27 万平米, 其中, 住宅 6.9 万平米, 集中商业 6.5 万平米 (自持, 业态为中档零售、餐饮和休闲娱乐), 商业街 2.5 万平米 (销售, 业态为零售、餐饮和社区服务), 办公 3.6 万平米, 地下车库 7 万平米。
- 2) **项目位置:** 该项目位于城市主干道科华中路与长荣路交汇处, 地处 2 环到 2.5 环之间, 并处于科华商圈、人南 CBD 商圈及东湖高尚住宅圈三圈交汇之处, 项目东面为 4,200 亩东湖公园, 项目北面为百年川大。总体该项目地处市中心绝佳位置, 便于打造上等商业品质, 住宅去化也会相对较快。
- 3) **项目进度:** 中水电于 12 年 7 月拿地, 南国于 12 年 12 月开始参与设计, 13 年 3 月南国派遣公司人员进驻项目, 13 年 7 月项目开工。项目中进度最快的为住宅部分 (共 4 栋), 目前 1 栋住宅已出地面, 8 月份将首次预售, 其余还有 2 栋也将在今年预售。合计今年将推盘 3 栋楼, 合计约 5 万平米, 定价为 1.26 万元/平米, 货值约 6.3 亿元。商业部分的预售可能要今年年底或者明年, 并于 2015 年国庆开业。
- 4) **项目管理:** 成都海赋董事会由 3 人组成, 中水电委派 2 人, 南国委派 1 人; 成都海赋设总经理 1 人, 由南国推荐, 设招商经理 1 人, 由南国推荐, 设总会计师 1 人, 由中水电推荐。目前项目开发进度、销售进度和招商进度都由南国推荐的总经理负责, 销售人员外包, 招商人员后期将从南国置业派遣。从中可以看出, 中水电还是比较看中南国的经营水平, 因此也给予了较大运营权力, 这是一个良好的开端。



5) **增资情况:** 本次南国置业增资成都海赋8,000万元, 获得了40%的股权, 以平价入股获得权益面积7万平米优质土地储备。

因此, 对于南国而言, 本次入股成都海赋等于公司以平价获得优质资源, 并由南国人员来全权管理, 给予极大的运营权力, 这些都足以看出中水电对于南国的认可, 鉴于未来中水电拥有的700万平米的巨大优质土地储备, 未来双方的合作空间巨大, 而泛悦国际项目将是一个良好的开端。

图表 2. 泛悦国际项目地块情况

项目名称	泛悦国际
宗地编号	ZWH01(211/252):2012-1
宗地位置	武侯区科华中路新6号
土地用途	商业兼容二类住宅用地
占地面积(万平方米)	5.8
计容积率建筑面积(万平方米)	17.5
总建筑面积	27
竞得人	中国水电
竞得日期	2012年7月27日
总地价款(亿元)	8.9
楼面价(元/平方米)	5,100
开工时间	2013年7月31日
竣工时间	2015年12月30日

资料来源: 成都国土局, 搜房网, 中银国际研究

图表 3. 南国置业增资成都海赋情况

	增资前注册资本 (万元)	本次增资 (万元)	增资后注册资 本(万元)	持股比例 (%)	权益面积 (万平方米)
中国水电	5,000	7,000	12,000	60	104,973
南国置业		8,000	8,000	40	69,982
合计(成都海赋)	5,000	15,000	20,000	100	174,955

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 泛悦国际项目周边住宅销售均价

周边楼盘名称	价格(元/平方米)
塔子山壹号	11,500
龙光天悦龙庭	8,500
南城都汇御天下	10,500
长城半岛城邦	10,000
华润幸福里	10,500
中建桐梓林壹号	13,500
成功红树林	9,000
通用时代国际社区	12,600
蓝光公馆 1881	17,575
周边均价	11,519

资料来源: 搜房网, 中银国际研究

图表 5.泛悦国际项目地理位置



资料来源：搜房网，中银国际研究

图表 6.泛悦国际项目沙盘



资料来源：公司数据，中银国际研究



图表 7. 泛悦国际项目供地情况 (1 栋住宅已出地平, 可以预售)



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

### 昭觉寺项目预计明年 1 月拿地, 预计将由南国控股

昭觉寺项目情况如下:

- 1) **一级开发情况:** 2012 年 4 月, 中国水电集团与成华区签署了项目投资协议, 将投资约 100 亿, 对府青路 512 片区和新成华大道 A、B 地块进行旧城改造, 项目占地将达 667 亩 (对应占比面积 44 万平方米)。该项目是成都市“北改”工程的第一个重点投资项目。
- 2) **一级开发进度:** 一级开发已经进入尾声, 目前还剩余 1/10 的地块还没有拆迁, 预计该项目将在 10-11 月可以全部拆迁完毕, 并进行二级招拍挂。
- 3) **二级拿地情况:** 未来南国和中水电将联合拿地, 预计股权占比 6: 4, 预计明年 1 月可以拿地, 目前中水电拿地可研报告已经送到北京中国水电集团公司, 项目可研报告还未完成, 预计未来拿地体量在 46 万平方米左右, 目前规划为一半商业、一半住宅。
- 4) **周边住宅项目均价:** 8,000-9,000 元/平方米。

图表 8.昭觉寺项目地理位置



资料来源：百度地图，中银国际研究

### 管理制度更趋体系化，制度更透明、员工更积极

- 1) **春笋培训计划：**首期春笋培训计划于 13 年 4 月开始，一共招收了应届毕业生 30 人，大部分为研究生，并分配至各个部门，培训 3 个月，截至目前，离职的 2-3 人，而第 2 期春笋培训计划将于 13 年 4 季度开始，以后每期都将招收 30 个人左右。公司商业扩大的一大瓶颈在于商业人才的培养，该培训计划将为公司输送大量的中低层人才。
- 2) **商业精英培训计划：**首期商业精英培训计划于 13 年年初开始，主要在公司内部各部分中选拔 15 个人，培训 1 年时间，期间安排各类实践及案例培训课程并大量投入资源，由此被培训人员需要和公司签订 5 年的保护性工作合同，被培训人员完成培训计划后可以直接担任项目公司的副总职位。相对于春笋培训计划的中低层人才培养而言，该计划将为公司输送能力更加出众的中高层人才。
- 3) **制度的变化：**原本市场担心中水电入股之后，将改变原先南国民营企业的积极进取的态度和优秀的管理能力，但在入股大半年之后，我们看到的更多的是：(a) 春笋培训计划和商业精英培训计划的相继推出，优秀员工能力得到培养，也拥有了晋升的机会，员工的积极性更高；(b) 公司的重大事项的决策一改以往“一言堂”的模式，更多的采用了经营班子讨论决策的模式，并且整个决策过程都将会议纪要的形式在公司内部共享，员工对于公司的发展也享受的知情权，加大的参与积极性，因此，决策过程更加合理化，更加透明化；(c) 中水电带来了更加严格制度管理方式，原本南国置业的管理模式更加粗犷一点，而现在，南国的整个制度管理大多都实现了文件化，管理层和员工对于各项事情都有据可循，整体的管理制度相对原来更加体系化，更形象的讲，公司由原来许晓明的个人英雄主义来运作向由体系化管理制度来运营。



## 今年年底累计运营面积预计达到 67 万平米

- 1) 2012 年末运营面积达 36 万平米, 2013 年开业项目有: 西汇二期 11 万平米, 大家装灯饰馆 4 万平米, 荆州一期 6 万平米, 汉口一期 10 多万平米, 预计今年运营面积将增加超 31 万平米, 年底累积运营面积将达到 67 万平米, 同比增长 86%。
- 2) 按照公司培育期租金优惠政策, 我们预计 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 9. 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

## 大股东及水电全力支持, 资金不是问题

目前公司 1 季度末账面资金 1 亿多元, 但水电的委托借款 23 亿元已经准备就绪, 另外, 许晓明董事长近期也委托借款 2 亿元多。因此目前资金不是问题。委托借款的资金成本为不低于同期贷款利率的 30%, 且不高于公司的平均成本。目前公司总体资金成本约为 9%。

## 投资策略: 上调至买入评级

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; 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、资源方面将得到极大的支持, 近期南国平价入股泛悦国际项目, 并由南国人员来全权管理, 显示了双方合作的良好开端, 后续中水电的一级开发项目成都昭觉寺项目预计也将在明年初可以拿地并合作开发, 我们可以确信双方土地资源方面的巨大合作空间已经开启, 公司确实站上了发展的拐点。此外, 我们还看到中水电给公司带来了更体系化的管理制度, 管理更透明、员工更积极, 这将帮助公司在扩大规模的过程中更顺畅的运行下去。

我们维持公司 2013-15 年每股收益分别为 0.68 元、0.91 元和 1.21 元, 鉴于水电和南国间巨大优质资源的合作空间以及公司本身也属于高成长的商业租售类房企, 我们分别按照 2013 年 NAV25% 的溢价以及 16.4 倍 2013 年市盈率两种方式定价, 将目标价由 9.58 元上调至 11.11 元, 评级上调至**买入**。

图表 10. 南国置业 2013 年 NAV 估算

	2013 年末
销售业务 (万元)	474,207
出租及运营管理业务 (万元)	103,148
净资产 (万元)	276,174
NAV (万元)	853,529
总股本 (万股)	96,000
每股 NAV (元)	8.89

资料来源: 中银国际研究

**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
<b>盈利能力</b>					
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
<b>流动性</b>					
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
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	30.1	19.9	13.6	10.1	7.6
核心业务市盈率(倍)	30.1	19.9	13.6	10.1	7.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	36.3	23.9	16.4	12.2	9.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	5.1	4.2	3.3	2.5	1.9
价格/现金流(倍)	(10.6)	20.0	(13.2)	(14.8)	(25.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.7	8.8	7.5	7.0	6.5
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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, 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