



新股分析

002717.CH

新股发行价：人民币 22.32

上市交易合理区间：人民币 26.8-32.4

上市交易定价基础：市盈率

板块评级：增持

岭南园林

业务均衡精细 盈利能力突出

公司以园林绿化工程为主业，地产园林和市政园林的业务占比较为均衡。截至到 2013 年三季度，公司实现营收 6.22 亿元，归属于母公司所有者的净利润 7,400 万元。三季度以来公司业绩呈现爆发式增长，业绩弹性较大。我们认为，公司在可比的上市园林企业中，业务更加精细，园林主业的毛利率和盈利能力处于业界前列，同时公司在进一步加大业务布局和苗木储备，进行相关的研发，为业务的进一步拓展做准备。公司的收现、付现情况要好于同业，在手资金能够较好的满足业务的发展，具有一定的安全边际。我们预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 1.27 元、1.41 元、1.88 元，考虑到板块目前的估值情况，结合新股溢价因素，我们认为公司新股发行上市首日的合理估值区间为 19 倍—23 倍 2014 年市盈率，对应的价格波动区间为 26.8 元—32.4 元。鉴于公司公告的发行价为 22.32 元，定价较低，我们建议投资者可积极参与申购。

支撑评级的要点

- 公司在园林施工工程方面的业务比例更加均衡，目前市政园林和地产园林的业务占比大概为 3:7，在上市园林企业中，结构较优，能够较好的减缓市政融资平台的冲击，并且能在一定程度上稳定整体的收入质量。
- 公司的设计业务和绿化养护业务在业内有较好的口碑，同时这两块业务在可比公司中占比较高，毛利率水平较高。
- 公司苗木业务处于快速发展期，本次发售募集资金后，公司将投入两大苗木基地建设，未来苗木的业务发展空间很大，此外，公司在二三线城市的布局也将向纵深化方向发展，公司的业务地域将更为多元。
- 截止 2013 年三季度，公司在手货币资金 5,300 万元，公司的收现比和付现比在业内处于较好的水平，公司资产负债率在业内处于中等，有一定的安全边际。
- 根据招股披露，公司此次发行 2143 万股用于弥补园林工程资金和两大苗木基地建设，其中新股 1072 万股，我们认为，公司募集资金到位后，将会更好的改善公司的资金状况，支持现有项目的运转，公司的综合能力将会得到进一步的提升。

评级面临的主要风险

- 房地产调控升级引发市场大幅波动、地方政府融资平台风险进一步恶化扩散。

估值

- 我们预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 1.27 元、1.41 元、1.88 元，新股上市首日公司的 2014 合理市盈率波动区间在 19 倍—23 倍之间。

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)	638	703	815	1,067	1,402
变动 (%)	30	10	16	31	37
净利润(人民币 百万)	73	83	95	121	161
全面摊薄每股收益(人民币)	0.977	1.100	1.268	1.410	1.880
变动 (%)	19.7	12.6	15.3	11.2	33.3
核心每股收益(人民币)	1.006	1.207	1.403	1.543	2.018
变动 (%)	20.2	19.9	16.2	10.0	30.8
每股现金流量(人民币)	(0.53)	(1.62)	(0.95)	(1.60)	(1.83)
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.127	0.141	0.188

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业：园林绿化

李攀, CFA *

(8610) 6622 9073

pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120035

*张泰欣 为本报告重要贡献者

目录

公司基本情况介绍	3
地产、市政占比合理 设计、养护有特色	6
加大研发投入，公司财务状况稳健.....	10
给予公司一定的估值溢价	12

公司基本情况介绍

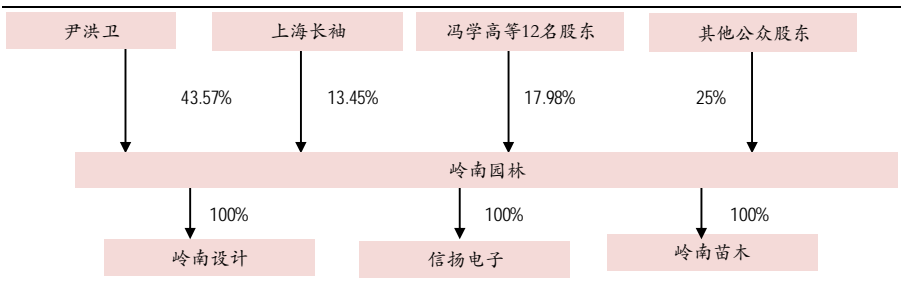
过去四年收入增速接近 40% 重点业务位居前五

公司前身为东莞市岭南园林绿化有限公司，成立于1998年7月20日，2007年12月27日更名为东莞市岭南园林建设有限公司。2010年9月9日，公司更名为岭南园林股份有限公司。目前，公司注册资本为7,500万元，法定代表人为尹洪卫。

公司主要从事园林工程施工、景观规划设计、绿化养护及苗木产销等主营业务，拥有集“园林研发—苗木种植—景观规划设计—园林工程施工—园林绿化养护”为一体的完整产业链，获得国家住建部颁发的“园林绿化壹级”资质证书。

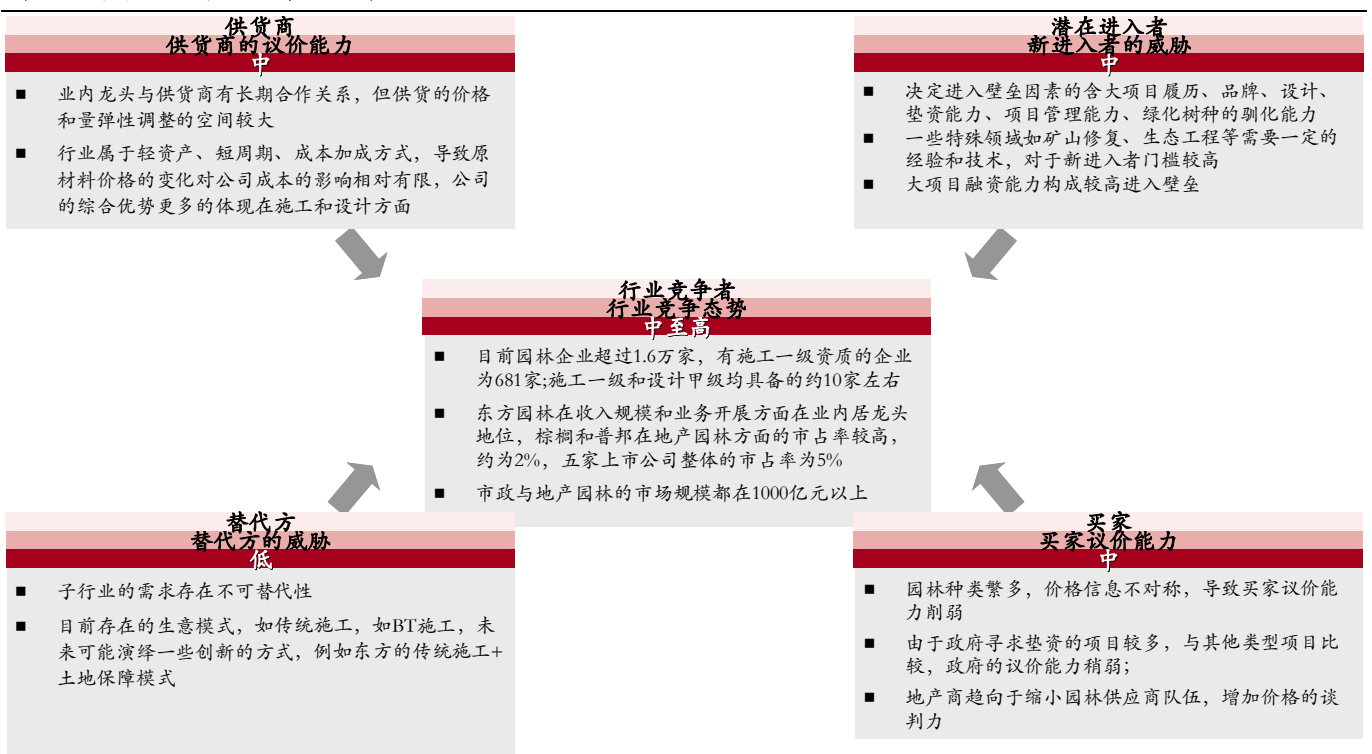
根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2008-2009年）》、《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2009-2010年度）》和《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2010-2011年度）》统计，在2009年、2010年和2011年全国园林绿化企业综合竞争力排名中，公司分别位居第4名、第6名、第5名。

图表 1. 公司股权结构图（发行后）



资料来源：公司招股说明书 中银国际研究

图表 2. 园林绿化行业波特五力图



资料来源：中银国际研究

图表 3.2011 年中国城市园林绿化企业园林工程十佳

排名	公司
1	北京东方园林股份有限公司
2	广州普邦园林股份有限公司
2	岭南园林股份有限公司
3	苏州园林发展股份有限公司
4	张家港市园林建设工程有限公司
5	杭州萧山凌飞环境绿化有限公司
6	杭州天香园林股份有限公司
7	杭州园林绿化工程有限公司
8	苏州工业园区景观绿化工程有限公司
8	深圳文科园林股份有限公司
9	重庆渝西园林集团有限公司
10	江苏富邦园林建设有限公司

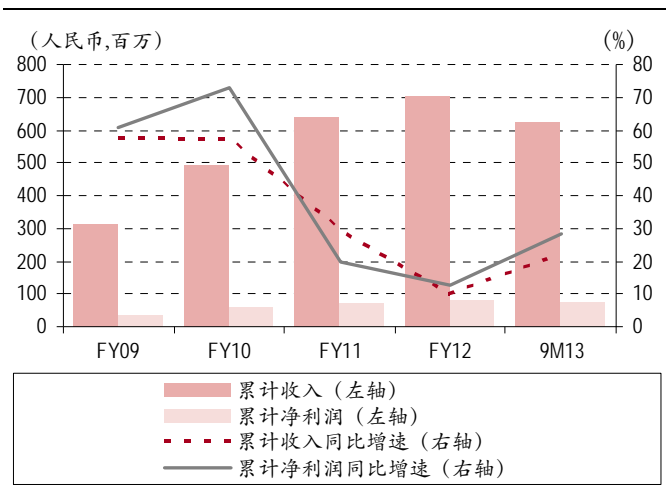
资料来源：风景园林网、中银国际研究

图表 4.2011 年中国城市园林绿化企业综合竞争力排名

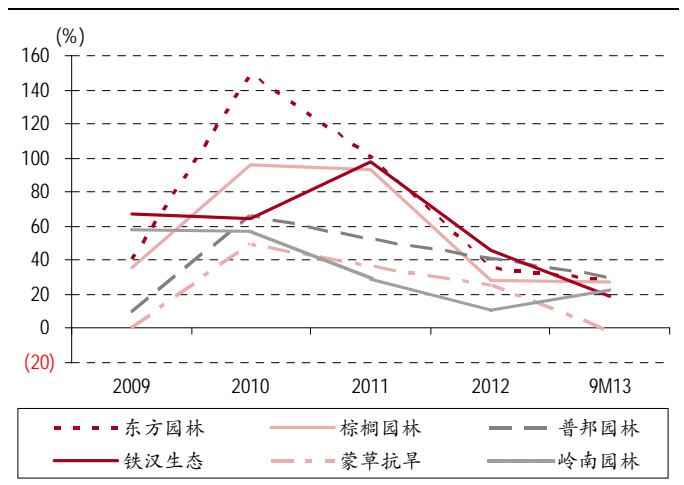
排名	公司
1	棕榈园林股份有限公司
2	北京东方园林股份有限公司
3	苏州园林发展股份有限公司
4	广州普邦园林股份有限公司
5	岭南园林股份有限公司
6	大千生态景观股份有限公司
7	天津市北方创业园林股份有限公司
8	深圳文科园林股份有限公司
9	杭州市园林绿化工程有限公司
10	江苏花王国艺股份有限公司

资料来源：风景园林网、中银国际研究

截至 2013 年三季度末，公司实现营业总收入 6.2 亿元，归属于母公司的净利润为 7,400 万元，2009-2012 年公司年实现总收入分别为 3.13、4.92、6.38、7.03 亿元，收入年均增速为 38%，实现归属于母公司的净利润分别为 3,500、6,100、7,300、8,300 万元、利润年均增速为 42%，在可比园林上市公司中，公司的收入增速和利润增速均居前列。

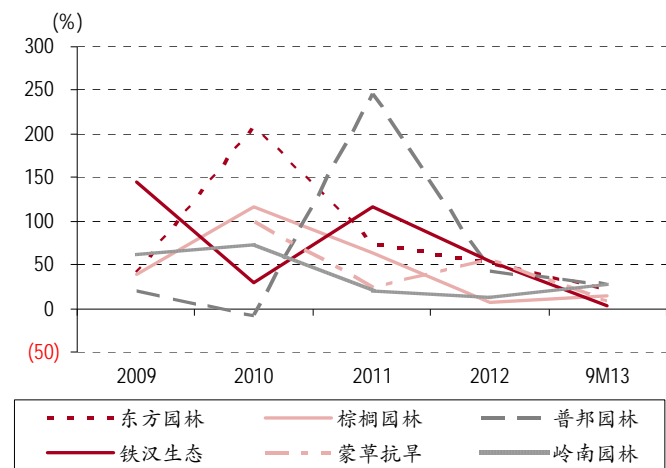
图表 5.公司收入及利润增速（累计）


资料来源：公司招股说明书、中银国际研究

图表 6.绿化园林行业上市公司收入同比增速


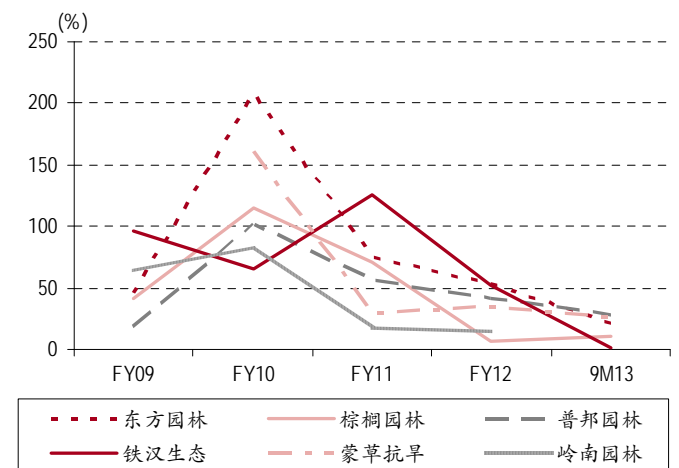
资料来源：相关公司财报、中银国际研究

图表 7.绿化园林企业净利润同比增速



资料来源：相关公司财报、中银国际研究

图表 8.扣非后的净利润同比增速



资料来源：相关公司财报、中银国际研究

地产、市政占比合理 设计、养护有特色

地产市政占比 3:7 市政更为精细

截止 2013 年中报，公司园林施工工程板块实现收入 3.79 亿元，在主营收入中占比为 92%，2010 年度、2011 年度、2012 年度和 2013 年 1-6 月，公司地产景观工程类项目收入占公司工程施工业务收入总额的比例分别为 37.12%、60.88%、42.12%和 30.47%，剩余部分主要为市政园林项目。近年来，公司承接的项目中主要以 2,000 万元以上的综合性市政园林工程及 1,000 万元以上中高端房地产园林工程为主，其中，部分大型工程项目的合同价款已经超过 5,000 万元，与同行相比，公司的市政园林和地产园林项目比例更为均衡，这样既能使单方面业务引发风险带来的损失降到最低，同时也不会大幅的影响公司综合毛利率，公司两条腿走路战略的更为稳健。

公司在市政园林业务与地产景观业务实现了并行均衡发展，市政园林项目为公司贡献了较高的业务收入和毛利率，而地产景观园林项目为公司带来了更快的回款速度和更高的品牌知名度。未来地产和市政业务的占比大致会处于稳定的水平。

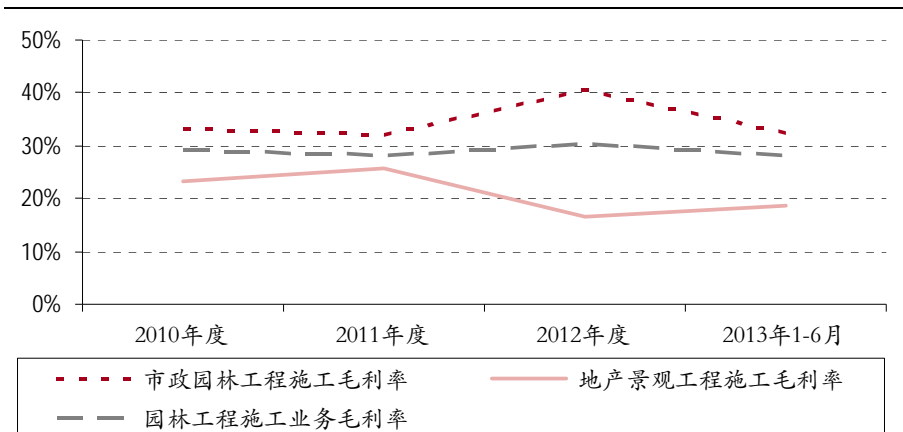
在市政业务方面，公司主要从事城市主题公园、公共休闲场所、生态湿地建设等项目，公司的市政项目如石家庄长安公园、东莞生态园中央水系岸线景观工程、市政大运中心景观绿化工程等，这些项目单体的投资较大，单位面积造价较低、毛利率较高，公司的市政业务已经走出了前期简单建设、后期进行维护的传统模式，而是在设计、施工、养护以及综合效益上得到新的整合，因此在市政业务方面，公司的独特业务模式带来了更好的声誉。公司目前的市政业务也在做 BT 方面的有益尝试，但是 BT 业务的步伐不会迈的太大，公司介入 BT 项目会采取谨慎的态度，尽可能的规避风险。

图表 9.公司市政与地产园林施工业务规模及占比

项目(单位 万元)	2013 年 1-6 月		2010 年度		2011 年度		2012 年度	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)
市政园林工程	26,372.07	69.53	36,754.54	57.88	22,184.53	39.12	26,258.74	62.88
地产景观工程	11,557.63	30.47	26,744.18	42.12	34,522.05	60.88	15,503.22	37.12
合计	37,929.70	100.00	63,498.72	100.00	56,706.59	100.00	41,761.96	100.00

资料来源：风景园林网、中银国际研究

图表 10.公司市政与地产园林毛利率



资料来源：公司招股书、中银国际研究

可以看出，截止 2012 年公司的市政园林业务的毛利率达到了 40.49%，与东方园林、铁汉生态等以市政业务为主业的上市公司比，公司的毛利率优势非常明显，而在地产园林方面，由于公司在新开拓的业务区域承接了部分毛利率相对较低的地产景观施工项目，如在湖南长沙承接的长沙浅水湾一期示范区景观工程项目和在山东青岛承接的海尔·原乡墅项目一期景观绿化工程项目等，拉低了整体的毛利率。此外，为了拓展新的地产景观工程业务，公司在与万科地产、万达地产等新开发的大型房地产客户合作初期，承建了部分毛利率较低的样板工程项目，这些因素导致了公司地产景观工程毛利率有所下降。近期也有部分地产商开始收编园林供应商的队伍，但是公司与知名开发商有着较好的合作，并且在具体的地产项目上毛利也有区别，地产园林毛利率受到的影响有限。总体而言，公司园林施工整体的毛利率还会保持稳定。

图表 11.公司部分项目展示——成都国色天香水上项目护城河



资料来源：公司招股书、中银国际研究

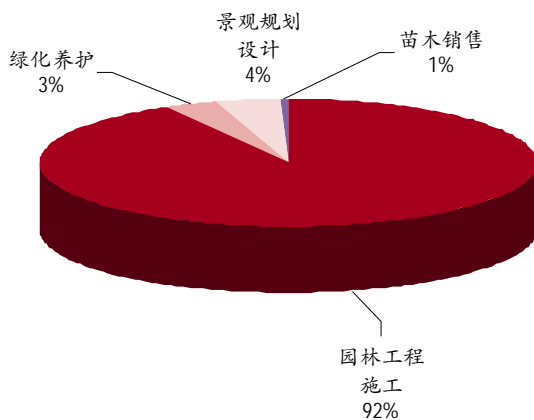
图表 12.公司部分项目展示——成都国色天香水上项目街景



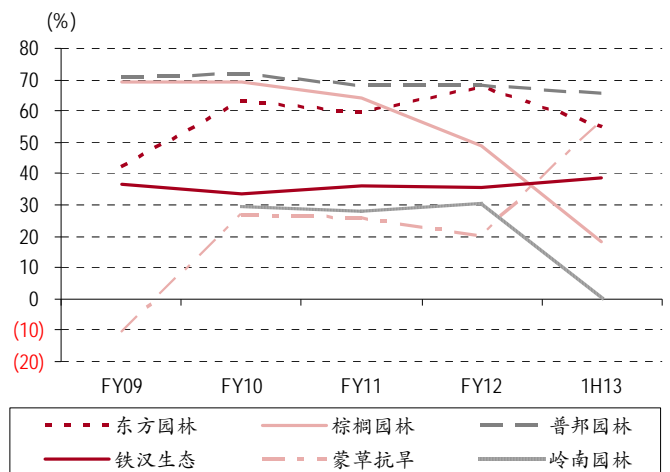
资料来源：公司招股书、中银国际研究

设计业务占比高 养护施工较先进

公司的设计业务在业内有一定的优势，截至 2013 年半年报，公司的设计业务实现收入 1,700 万元，占主营收入的 4.1%。过去三年，公司设计业务的营收占比都在 4% 以上，在目前的园林上市公司中，除了普邦，公司与棕榈园林相近，位于行业前列。在设计业务的毛利率方面，三年来公司都保持在 50% 左右的水平，在业内也位于前三，公司子公司岭南设计 2010 年以来年均净利润都超过 50 万元，成为公司设计板块贡献的主力军。2013 年 7 月以来，公司新签超过 100 万元的设计合同共计 9 笔，合计金额 2,713.04 万元，景观规划设计业务毛利率较高，将成为公司利润又一增长点，有助于进一步提升公司的盈利能力。

图表 13.2013 年上半年公司主要业务占比


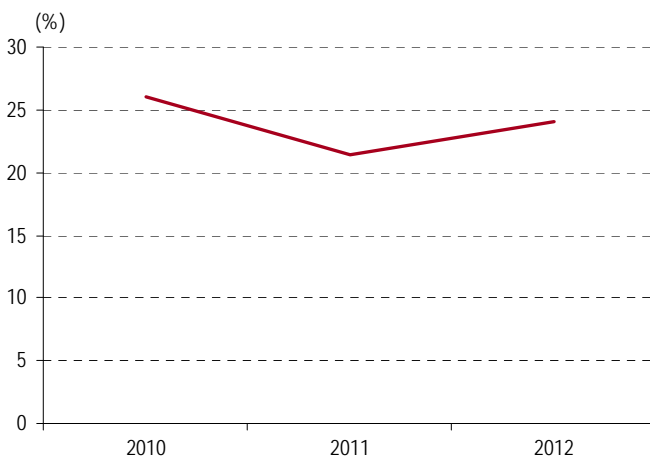
资料来源：公司招股书、中银国际证券

图表 14.公司设计主业毛利率较高


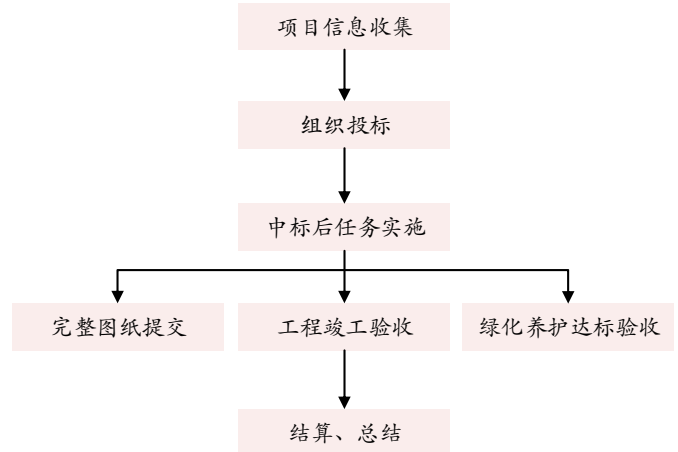
资料来源：相关公司财报、中银国际证券

养护业务是公司有别于其他园林绿化上市公司的重要亮点。公司的绿化养护业务主要是为政府投资建设的基础设施或大型市政公共设施提供环境美化、养护服务及相关设施的维护服务。2010、2011、2012 年度，公司的绿化养护收入分别为 4,489.50 万元、2,980.46 万元和 2,515.76 万元，占主营业务的比重分别为 9.1%、4.7%、3.6%。根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告(2010-2011 年度)》，公司位居 2010-2011 年度全国十佳园林养护企业第 3 名。

公司经过多年绿化养护业务的开展，已经拥有一支成熟的养护管理队伍，具有丰富的养护管理经验，可以很好地满足市政园林或地产景观等各类客户对绿化养护管理的需求。此外，公司通过借助绿化养护业务的合同周期长、收入稳定、回款相对较快的特点，在一定程度上改善了公司的现金流情况和收入结构，尽量减少了因市场波动对主营业务收入的影响，使得公司的收入更加持续、平稳。目前国内 2010-2011 年开工的市政园林建设项目已全面进入养护期，根据国家统计局统计，2011 年我国城市园林绿地面积共 2.24 亿公顷，仅北京市城市绿化面积就达 63,540 公顷，而每平方米的养护费就大于 6.5 元，全国绿化养护产业发展空间巨大。

图表 15.公司绿化养护业务毛利率


资料来源：公司招股书，中银国际研究

图表 16.公司绿化养护业务流程


资料来源：公司招股书，中银国际研究

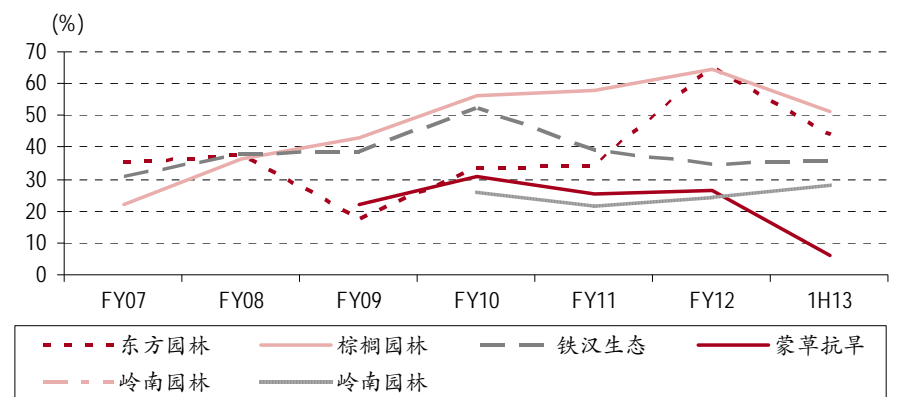
苗木销售业务空间提升较大

公司的苗木业务规模处于快速发展期，目前公司在广东省东莞市周边租赁了168.96亩土地进行园林绿化苗木的生产种植；2013年8月1日，公司在湖北省孝感市孝南区租赁了2,006.48亩土地用作苗木种植基地。公司还拟利用本次发行的募集资金在四川泸县和湖北监利承包2,490亩土地用于扩大园林绿化苗木的生产种植面积。充足的苗木储备既保证了公司工程施工的质量，又降低了工程施工成本，在一定程度上也促进园林工程施工业务规模的增长。

与同业相比，公司的苗木业务相对落后，截止到2013年中报，公司苗木业务实现收入200万元，苗木业务的毛利率为21%，在四家可比上市公司中处于落后水平。正是意识到苗木对于未来公司整体业务的重要帮助，本次发行公司拟将1.2亿元的资金全部用于苗木基地建设，彰显了公司对苗木业务的决心，我们认为，公司的苗木销售业务未来的发展空间很大，同时公司也会积极参与正在发展的苗联网业务业务，进一步提升公司的苗木管理水平，为整合公司的业务模式，发挥业务板块的协同作用起到积极的贡献。

在未来苗木业务的布局方面，我们认为在本次发行募集资金到位后，公司将会迅速开展在湖北和四川的基地建设，而再度开展新的基地的可能性不大，由于湖北和四川的地理区位与公司目前开展的华中、华西区域的园林施工有较好的覆盖性，未来这些区域的经营成本将会有所降低，对公司整体的业绩贡献度也会提高。

图表 17. 上市公司苗木销售毛利率对比



资料来源：相关公司财报、中银国际研究

图表 18. 公司自产苗木统计

公自产苗木情况 单位(万元)				
项目	2010 年度	2011 年度	2012 年度	2013 年 1-6 月
苗木自产自金额	808.03	468.37	430.75	152.73
苗木外购用于园林工程金额	8,642.67	11,623.83	13,047.05	9,548.24
主营业务苗木成本	10,570.08	12,709.10	13,176.27	9,594.05
自产自苗木占主营业务苗木成本比例(%)	7.64	3.69	3.27	1.59

资料来源：公司招股书、中银国际研究

加大研发投入，公司财务状况稳健

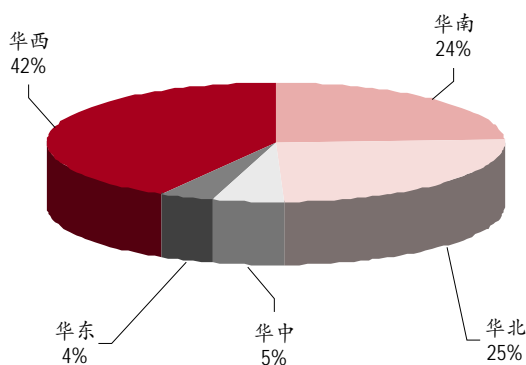
公司研发力度强、广度宽

对于园林绿化企业，如何更好的研发适合公司业务模式的苗木、原材料以及相应的业务发展模式无疑是公司发展战略的重点；对于岭南园林而言，其研发的投入和方向不仅更好的结合了自己的特点，而且还向纵深化领域发展。针对园林绿化养护产生的大量园林垃圾，处理、利用率低等问题，公司目前已经立项“园林垃圾生物处理技术研究”课题开展研究，通过对园林有机废弃物进行好氧高温发酵堆肥处理。在设计方面，公司已经开展了景观规划设计辅助程序的二次开发与应用研究，进一步提升运行效率。在苗木方面，公司已经开展了桂花高接换种技术的研究与应用、树木愈伤剂的研究。在生态修复方面，公司加大了对水域水质保护及地表径流回收利用装置的研究，使得相应的装置能使地表径流通过坡度为 1.5‰的截水沟进入沉淀池，有效回收利用地表径流。从这些研究可以看出，公司已经摆脱了简单的为发展业务而进行研发的阶段，而与更多的上下游业务以及新的业务增长模式相结合起来，我们认为，公司持续的研发投入和模式的相关创新，将会为公司带来更广阔的市场空间。

将加速二三线城市业务布局

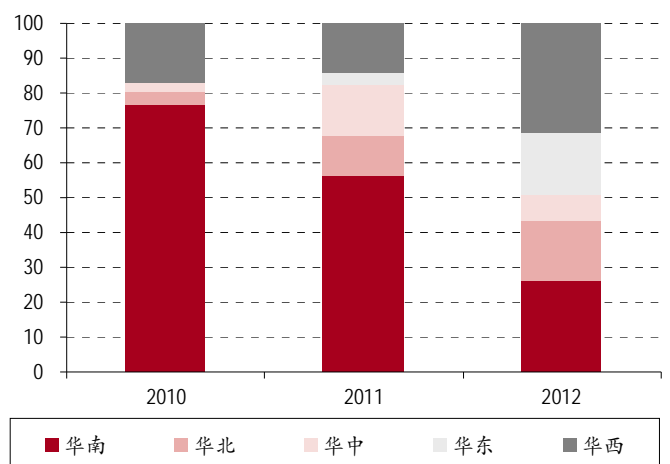
公司目前已经形成了华南、西南、华中、华东、华西几个重要的经营区域，在区域业务分散化方面做出了明显的提升，但是与业内其他公司比，我们认为还有更进一步的改善空间。公司将以华南为核心，辐射西南、华中、华东、华北、东北，本着“一线城市稳步推进，二三线城市快速渗透，以园林工程施工为龙头，带动景观规划设计、绿化养护、苗木基地建设等业务快速发展”的市场策略，通过设立区域运营中心的综合优势，继续拓展其他发展潜力较大的区域性经济中心城市，完善公司全国战略布局。公司目前已在深圳、广州、北京、重庆、惠州、上海、兰州、天津、锦州、海南、青岛、马鞍山、新疆、贵州、泰安等地设立分公司，并在以上区域承建了一定数量的大中型园林工程项目。未来二三线城市网络的细化将进一步提升公司的市场份额，形成多区域利润增长点。

图表 19.2013 年上半年公司地区收入占比



资料来源：公司招股书、中银国际研究

图表 20.公司近三年区域收入占比情况



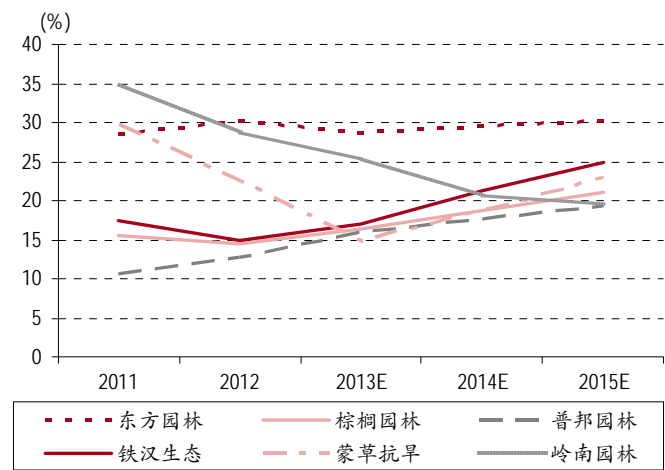
资料来源：公司招股书、中银国际研究

公司收现比、付现比情况良好

截止 2013 年三季报，公司手持现金规模为 5,300 万元，资产负债率为 64.3%。截止 2012 年，公司的累计收现比为 54%，累计付现比为 72%，累计经营现金流/净利润系数在可比上市公司中居于较好的水平。公司对每个具体项目都有收现比的要求，并且在总公司层面，具体项目人员方面有一套完善的制度安排，保障相应的资金。为了满足公司日益扩大的业务规模，公司 2013 年前三季度曾向银行借入短期借款 3.6 亿元，因此加大了公司的资产负债水平。此前，公司的资产负债率一直保持在 60% 以下的水平，我们认为，本次公司新股发行后，将会在一定程度上改善公司的资本结构，预计募集资金一元的投入，能带来项目三元左右的收入产出。

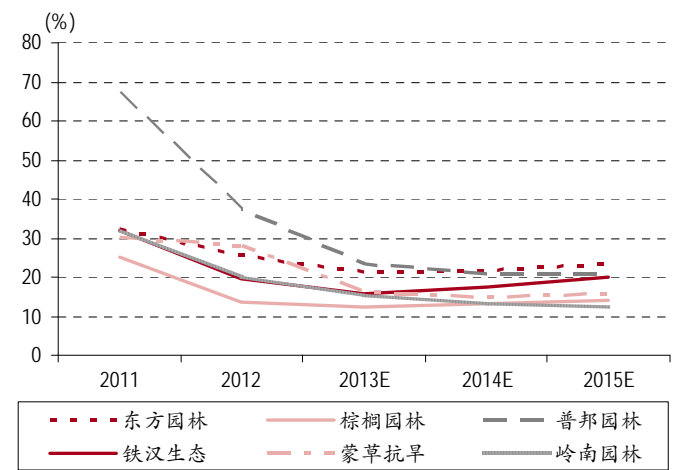
在盈利能力方面，截至 2012 年底，公司 ROE 为 28.6%，在五家上市公司中仅次于东方园林。净经营资本回报率为 20.2%，与五家公司比处于中游，我们认为，随着公司整体业务的扩大，以及前期布局投入效应的体现，未来的盈利能力还将会提升，盈利水平将保持稳定态势。

图表 21. 相关公司 ROE 对比



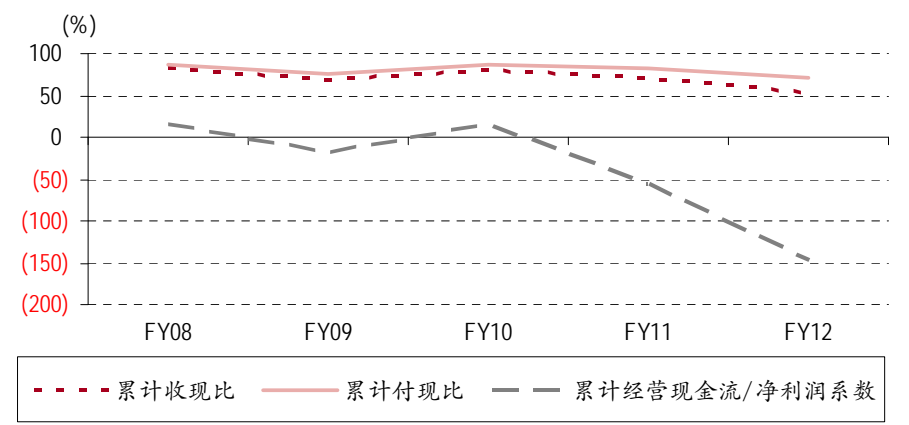
资料来源：相关公司财报、中银国际研究

图表 22. 相关公司 ROIC



资料来源：相关公司财报、中银国际研究

图表 23. 公司收现比、付现比情况



资料来源：公司财报招股书、中银国际研究

给予公司一定的估值溢价

公司发行新股 1,072 万股

1月16日公司公告了初步发行股票询价结果，本次发行公司拟发售 2,143 万股，其中新股 1,072 万股，老股 1,071 万股，扣除发行费用和其他费用后，公司发行新股的募集资金净额预计为 21,000 万元，预计公司新股申购将在 2 月 11 日进行。

公司估值有一定提升空间

板块内目前对债务或者应收款风险相对偏高的个股，2014 年当年市盈率在 16-17 倍；对于财务稳健一些，或者创业板的个股，2014 年当年市盈率在 20 倍左右。从询价公告看，公司拟定的发行价格为 22.32 元，我们认为存在较大程度的低估。从过去一年园林板块当年的市盈率水平看，五家上市公司中 CR4 的低端水平平均为 21.3 倍，高端为 33.2 倍。受地方债务平台和房地产系统性风险影响，板块 2014 年当年市盈率有小幅下行的可能。

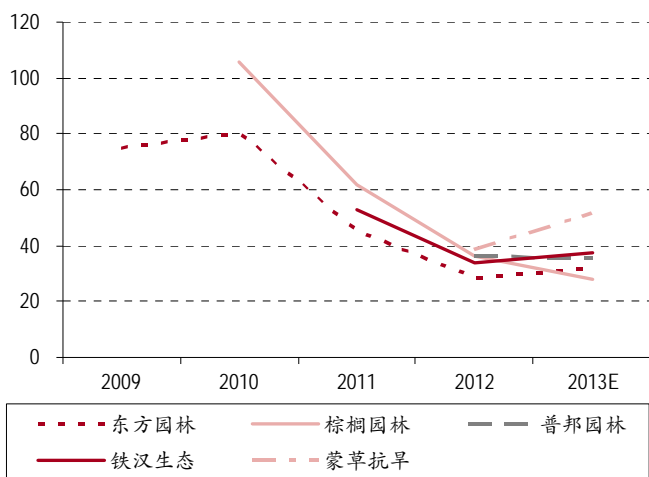
在绿化园林板块五家上市公司中，2014 年平均市盈率为 20.1 倍，2014 年板块平均的 ROE 为 24.1%。我们预计，公司 2013-2015 年的业绩增速分别为 15%、27%和 33%，每股收益分别为 1.27 元、1.41 元和 1.88 元。由于公司的成长性继续看好，且募集资金补充流动资金后，会对公司整体的经营起到较好的带动作用，加之公司整体的资产负债结构处于中等水平，结合新股溢价因素，我们认为公司上市首日合理的 2014 年市盈率波动范围在 19 倍—23 倍，对应的价格区间为 26.8 元—32.4 元，建议投资者可以积极参与申购。

图表 24 园林绿化板块估值情况

	股票评级	股票代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益			利润增速(%)			市盈率(倍)			市净率(倍)			净资产收益率(%)		
					2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
成长-园林																			
东方园林	未有评级	002310.SZ	29.35	196	1.142	1.324	1.774	53.0	28.8	33.9	25.7	22.2	16.5	7.4	9.2	6.1	30.3	37.0	44.4
棕榈园林	买入	002431.SZ	18.56	86	0.646	0.852	1.140	7.7	32.0	33.7	28.7	21.8	16.3	3.9	3.3	2.8	14.5	16.5	18.6
普邦园林	买入	002663.SZ	14.91	83	0.430	0.549	0.728	42.9	27.9	32.6	34.7	27.1	20.5	4.4	3.9	3.3	20.4	15.1	17.4
铁汉生态	未有评级	300197.SZ	26.40	83	0.684	0.910	1.348	53.9	33.1	48.1	38.6	29.0	19.6	5.4	4.6	3.8	14.8	17.1	21.3
蒙草抗旱	未有评级	300355.SZ	25.38	52	0.619	0.633	0.916	56.1	2.2	44.8	41.0	40.1	27.7	6.4	5.6	4.8	22.5	14.9	18.6
	平均							42.7	24.8	38.6	33.7	28.0	20.1	5.5	5.3	4.2	20.5	20.1	24.1

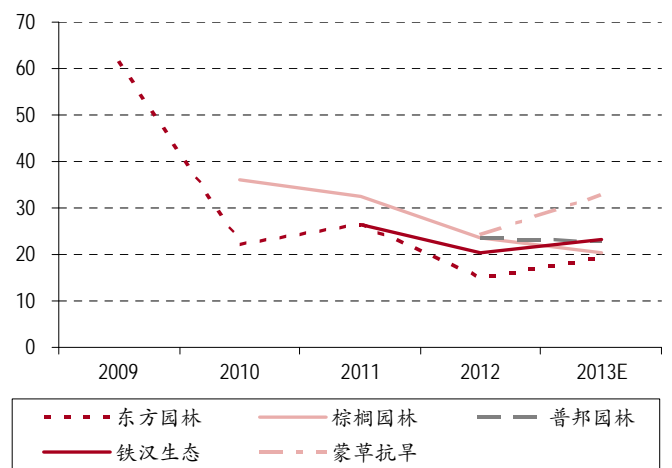
资料来源：中银国际研究

图表 25. 板块上市公司市盈率(高端)



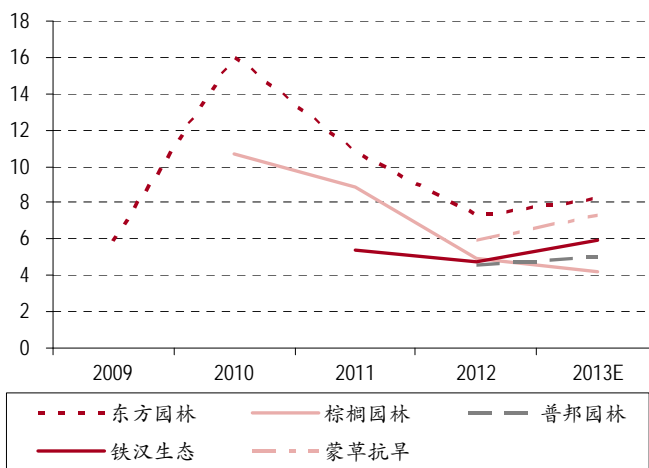
资料来源: 相关公司财报、中银国际研究

图表 26. 板块上市公司市盈率(低端)



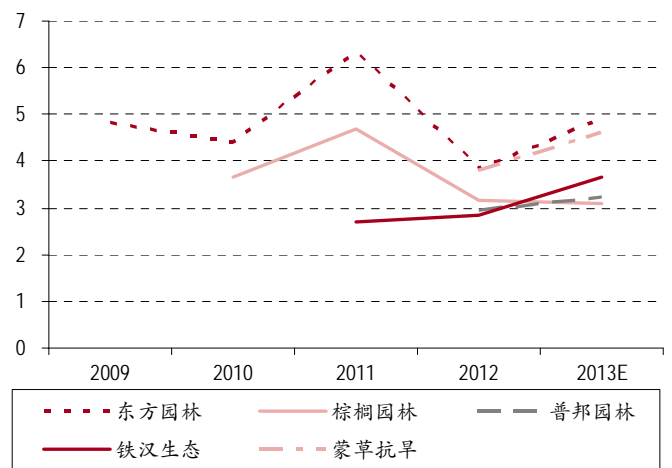
资料来源: 相关公司财报、中银国际研究

图表 27. 板块上市公司市净率(高端)



资料来源: 相关公司财报、中银国际研究

图表 28. 板块上市公司市净率(低端)



资料来源: 相关公司财报、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	638	703	815	1,067	1,402
销售成本	(453)	(486)	(559)	(747)	(982)
经营费用	(76)	(88)	(102)	(129)	(165)
息税折旧前利润	109	129	154	191	255
折旧及摊销	(2)	(3)	(2)	(3)	(7)
经营利润(息税前利润)	107	126	151	188	247
净利息收入(费用)	(6)	(16)	(24)	(28)	(37)
其他收益/(损失)	(3)	(10)	(12)	(14)	(14)
税前利润	98	100	115	147	195
所得税	(25)	(17)	(20)	(26)	(34)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	73	83	95	121	161
核心净利润	75	90	105	132	173
每股收益(人民币)	0.977	1.100	1.268	1.410	1.880
核心每股收益(人民币)	1.006	1.207	1.403	1.543	2.018
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.127	0.141	0.188
收入增长(%)	30	10	16	31	31
息税前利润增长(%)	21	18	20	24	31
息税折旧前利润增长(%)	22	18	19	24	33
每股收益增长(%)	20	13	15	11	33
核心每股收益增长(%)	20	20	16	10	31

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	98	100	115	147	195
折旧与摊销	2	3	2	3	7
净利息费用	6	16	24	28	37
运营资本变动	(127)	(233)	(194)	(290)	(364)
税金	(25)	(17)	(20)	(26)	(34)
其他经营现金流	5	10	1	1	1
经营活动产生的现金流	(40)	(121)	(71)	(137)	(157)
购买固定资产净值	(7)	(7)	(9)	(123)	(11)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(7)	(7)	(9)	(123)	(11)
净增权益	0	0	0	210	0
净增债务	102	125	150	100	200
支付股息	0	0	0	(10)	(12)
其他融资现金流	(5)	(21)	(24)	(28)	(37)
融资活动产生的现金流	97	104	126	273	151
现金变动	49	(24)	46	12	(17)
期初现金	41	90	66	112	124
公司自由现金流	(48)	(128)	(82)	(261)	(169)
权益自由现金流	48	(19)	46	(189)	(6)

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	90	66	112	124	106
应收帐款	207	275	392	514	672
库存	261	358	520	753	1,055
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	558	699	1,023	1,391	1,833
固定资产	17	20	25	145	147
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	11	151	166	173	182
长期资产总计	28	171	192	318	330
总资产	586	870	1,215	1,709	2,163
应付帐款	161	228	321	385	482
短期债务	135	260	410	510	710
其他流动负债	42	52	60	67	77
流动负债总计	339	540	790	963	1,268
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	75	75	75	86	86
储备	172	255	350	660	809
股东权益	247	330	425	746	895
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	586	870	1,215	1,709	2,163
每股帐面价值(人民币)	3.29	4.39	5.66	8.70	10.44
每股有形资产(人民币)	3.29	4.39	5.66	8.70	10.44
每股净负债/(现金)(人民币)	0.61	2.59	3.98	4.50	7.04

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(%)	17.1	18.3	18.9	17.9	18.2
息税前利润率(%)	16.7	17.9	18.6	17.7	17.6
税前利润率(%)	15.3	14.2	14.1	13.7	13.9
净利率(%)	11.5	11.7	11.7	11.3	11.5
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.3	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	17.3	7.7	6.3	6.6	6.5
净权益负债率(%)	18.4	59.0	70.2	51.8	67.4
速动比率(倍)	0.9	0.6	0.6	0.7	0.6
周转率					
存货周转天数	163.9	232.4	286.5	311.1	336.1
应收帐款周转天数	95.5	125.3	149.4	154.9	154.4
应付帐款周转天数	74.6	101.1	122.9	120.8	112.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	34.8	28.6	25.2	20.7	19.6
资产收益率(%)	17.4	14.3	12.0	10.6	10.5
已运用资本收益率(%)	36.3	25.9	21.3	18.1	17.3

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