



买入

34%↑

目标价格: 人民币 13.57

原目标价格: 人民币 18.85

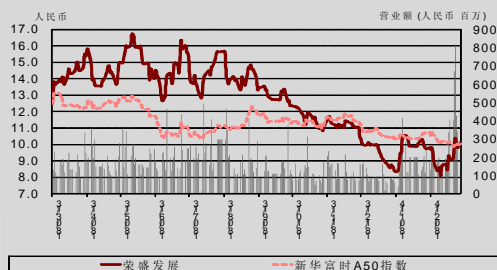
002146.CH

股价: 人民币 10.14

目标价格基础: 14年净资产折让 30%

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 | 1.4 | 3.5 | (3.1) | (17.4) |
| 相对新华富时A50指数 | 10.0 | 9.9 | 7.5 | 3.6 |

| | |
|-------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 1,891 |
| 流通股(%) | 87 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 16,761 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 188 |
| 14年末净负债率(%) | 96 |
| 14年末每股重估净资产值(人民币) | 19.39 |
| 主要股东(%) | |
| 荣盛控股股份有限公司 | 38.61 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年3月17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

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

荣盛发展

聚焦环北京, 布局新业务

荣盛发展立足环渤海和长三角的中等城市, 并兼顾大、小城市, 以高周转战略开发高性价比的普通住宅产品, 独特的定位促使销售连续两年获得超50%的高增长, 同时, 结算的持续增长以及较低的三费也促使公司业绩稳步向上。14年中, “双向调控”将改善三线城市市场环境利于公司销售, 而聚焦环北京土地市场的策略也将使公司进一步受益于京津冀一体化, 我们预计公司14年销售超350亿元, 同比增长超30%。我们上调公司2014-15年每股收益分别至2.01元和2.65元, 目标价格下调至13.57元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 净利润同比增长36%, 净资产收益率31%。净利润29亿元, 同比增长36%, 合每股收益1.55元; 加权平均净资产收益率为30.5%, 较去年同期增长0.6个百分点; 毛利率为35.4%, 净利率为15.2%, 分别较去年同期下降1.0和0.8个百分点。年度分红预案为每10股派送人民币2元现金股息。
- 预计14年销售超350亿元, 同比增长超30%。13年销售270亿元, 同比增长50%, 增速明显高于行业表现, 相当于计划的110%, 实现去化率71%; 销售面积437万平方米, 同比增长40%; 销售均价6,178元/平米, 同比增长7%。公司13年的积极新开工将奠定14年丰富的可售资源, 预计14年销售额超350亿元, 同比增长超30%。
- 14年计划积极拿地, 聚焦环北京土地市场。拿地方面, 13年公司拿地575万平方米, 完成年初计划的88%, 同比增长15%, 其中京津冀区域拿地135万平方米, 占比当期拿地24%; 14年计划拿地745万平方米, 同比增长30%, 并将顺应京津冀一体化的趋势, 加大对环北京区域市场的拓展力度; 开发方面, 13年新开工613万平方米, 完成年初计划的115%, 为14年丰富可售资源奠定了基础; 竣工346万平方米, 完成年初计划的103%; 14年计划新开工597万平方米, 同比下降3%, 计划竣工462万平方米, 同比增长34%, 保障14年的丰富可结算资源。
- 打造旅游地产新模式, 探索社区服务增值平台。13-14年中, 公司先后通过收购和签订协议等方式参与了秦皇岛、神农架和黄山等三个旅游综合开发项目, 公司正式进军旅游地产业务, 后续公司也将积极推进上述三个项目进展, 摸索有效的盈利模式, 为公司培育出新的利润增长点。此外, 公司将加强对所管理社区资源的研究, 探讨在互联网时代背景下, 打造社区服务增值平台。

评级面临的主要风险

- 房地产市场调控影响股票市场表现; 跨区域经营风险。

估值

- 我们分别将公司2014-15年每股收益预测由1.95元和2.45元上调至2.01元和2.65元, 目标价由18.85元下调至13.57元, 相当于6.8倍2014年市盈率和30%的2014年NAV折让, 维持买入评级。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 13,415 | 19,171 | 24,233 | 31,804 | 41,424 |
| 变动(%) | | 43 | 26 | 31 | 30 |
| 净利润(人民币 百万) | 2,140 | 2,906 | 3,803 | 5,009 | 6,522 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 1.131 | 1.536 | 2.010 | 2.648 | 3.448 |
| 变动(%) | | 35.8 | 30.8 | 31.7 | 30.2 |
| 先前预测每股收益(人民币) | | | 1.954 | 2.453 | |
| 调整幅度(%) | | | 2.9 | 8.0 | |
| 市盈率(倍) | 9.0 | 6.6 | 5.0 | 3.8 | 2.9 |
| 每股现金流量(人民币) | (0.64) | (2.50) | 1.50 | 0.17 | (0.61) |
| 价格/每股现金流量(倍) | (15.9) | (4.0) | 6.8 | 59.6 | (16.7) |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 18.3 | 12.6 | 11.6 | 11.2 | 11.0 |
| 每股股息(人民币) | 0.15 | 0.20 | 0.26 | 0.34 | 0.45 |
| 股息率(%) | 1.48 | 1.97 | 2.58 | 3.39 | 4.42 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

净利润同比增长 36%，净资产收益率 31%

2013 年，公司实现营业收入 191 亿元，同比增长 43%；净利润 29 亿元，同比增长 36%，合每股收益 1.55 元；加权平均净资产收益率为 30.5%，较去年同期增长 0.6 个百分点；毛利率为 35.4%，净利率为 15.2%，分别较去年同期下降 1.0 和 0.8 个百分点。年度分红预案为每 10 股派送人民币 2 元现金股息。

公司业绩持续大幅增长主要源于结算收入的增长和费用率的有效控制：

(1) 分业务来看，房地产开发业务结算继续大幅增长，其营业收入 186 亿元，同比增长 42%；结算面积 319 万平米，同比增长 50%；结算均价 5,823 元/平米，同比下降 5.5%；毛利率 35.1%，较上年同期下降 1.0 个百分点，此外，我们注意到，由于目前销售均价 6,178 元/平米和已售未结算均价 6,087 元/平米均高于同期的结算均价 5,823 元/平米，后续结算毛利率将稳中趋好。

(2) 公司三项费用率长期保持了行业的领先水平，报告期末，三项费用率进一步下降至 5.8%，其中，管理费用率、销售费用率和财务费用率分别下降 0.4、提高 0.0 和下降 0.3 个百分点至 3.3%、2.2%和 0.3%。

图表 1. 荣盛发展 2013 年业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2012 年 | 2013 年 | 同比变动 (%) |
|-------------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 13,415 | 19,171 | 42.9 |
| 营业成本 | (8,532) | (12,380) | 45.1 |
| 营业税 | (1,202) | (1,559) | 29.7 |
| 毛利润 | 3,682 | 5,232 | 42.1 |
| 其他收入 | (45) | (50) | 10.1 |
| 销售费用 | (289) | (422) | 46.0 |
| 管理费用 | (499) | (631) | 26.4 |
| 营业利润 | 2,848 | 4,129 | 45.0 |
| 投资收益 | (0) | 16 | NA |
| 财务费用 | (82) | (66) | (19.0) |
| 营业外收支 | 23 | 25 | 7.3 |
| 税前利润 | 2,789 | 4,104 | 47.1 |
| 所得税 | (624) | (984) | 57.7 |
| 少数股东权益 | (26) | (214) | 732.8 |
| 归属上市公司股东净利润 | 2,140 | 2,906 | 35.8 |
| 主要比率(%) | | | 百分点增减 |
| 含税毛利率 | 27.4 | 27.3 | (0.2) |
| 经营利润率 | 21.2 | 21.5 | 0.3 |
| 净利率 | 16.0 | 15.2 | (0.8) |

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2. 荣盛发展 2013 年分业务业绩情况

| | 营业收入 (亿元) | 毛利率 (%) | 营业收入比上年同 期增减(%) | 毛利率比上年同 期增减(%) |
|------|--------------|------------|--------------------|-------------------|
| 房地产业 | 185.9 | 35.1 | 41.8 | (1.0) |
| 物业服务 | 1.5 | 10.1 | 66.5 | 0.6 |
| 酒店经营 | 1.9 | 79.1 | 7.4 | 1.3 |

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 荣盛发展 2008-2013 年结算情况

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 结算面积(万平方米) | 55.0 | 77.2 | 139.1 | 163.8 | 212.5 | 319.3 |
| 同比变化(%) | | 40.2 | 80.2 | 17.8 | 29.7 | 50.2 |
| 结算金额(亿元) | 19.9 | 32.4 | 64.5 | 93.0 | 130.9 | 185.9 |
| 同比变化(%) | | 62.5 | 99.0 | 44.2 | 40.8 | 42.0 |
| 结算均价(元/平方米) | 3,623 | 4,199 | 4,636 | 5,677 | 6,161 | 5,823 |
| 同比变化(%) | | 15.9 | 10.4 | 22.5 | 8.5 | (5.5) |

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 荣盛发展 2013 年上半年结算区域明细

| 区域 | 面积 (万平方米) | 占比 (%) | 结算项目 |
|-----------|--------------|--------------|-------------------------------|
| 沈阳 | 61.2 | 19.2 | 爱家郦都、幸福大道、盛京绿洲、香缇澜山、紫提东郡、锦绣天地 |
| 廊坊 | 31.4 | 9.8 | 豪邸坊、格林郡府、晓廊坊、香城郦舍、塞纳荣府 |
| 南京 | 29.6 | 9.3 | 兰亭苑、龙湖半岛 |
| 沧州 | 28.7 | 9.0 | 兰亭苑、锦绣天地 |
| 聊城 | 26.7 | 8.4 | 阿尔卡迪亚、馨河郦舍 |
| 蚌埠 | 26.4 | 8.3 | 香堤荣府、南山郦都、云龙观邸 |
| 广东 | 25.7 | 8.1 | 南亚郦都、海湾郦都 |
| 临沂 | 21.6 | 6.8 | 香醍荣府、锦绣外滩 |
| 邯郸 | 16.4 | 5.1 | 锦绣花苑、阿尔卡迪亚 |
| 徐州 | 12.8 | 4.0 | 文承苑、九里峰景 |
| 唐山 | 11.0 | 3.4 | 湖畔郦舍 |
| 成都 | 9.5 | 3.0 | 布鲁明顿广场 |
| 长沙 | 6.0 | 1.9 | 财智广场 |
| 盘锦 | 6.0 | 1.9 | 香堤荣府 |
| 石家庄 | 5.0 | 1.6 | 阿尔卡迪亚 |
| 常州 | 1.5 | 0.5 | 馨河郦舍 |
| 合计 | 319.3 | 100.0 | |

资料来源：公司数据，中银国际研究

预计 14 年销售超 350 亿元，同比增长超 30%

2013 年，公司实现销售金额 270 亿元，同比增长 50%，增速明显高于行业表现，相当于全年 245 亿计划的 110%；销售面积 437 万平方米，同比增长 40%；销售均价 6,178 元/平方米，同比增长 7%。公司全年可售货值 380 亿元，实现去化率 71%。公司销售的住宅产品中，以满足刚性需求的中小户型普通商品房占绝对地位，2012-13 年，140 平方米以下户型套数占比分别达到 92.83%、96.75%。

2014 年，公司在 13 年的积极新开工（同比增长 129%）将奠定 14 年丰富的可售资源，我们预计公司 14 年销售超 350 亿元，同比增长超 30%。

报告期末，公司已售未结算面积 364 万平方米，对应金额 222 亿元，上述待结算资源大部分将在 2014 年进行结算，锁定了我们对公司 2014 年房地产业务预测收入的 93%。

14 年计划积极拿地，聚焦环北京土地市场

拿地方面，2013 年，公司在拿地方面依然表现积极，全年共获取权益土地建筑面积 575 万平方米，完成年初计划的 88%，同比增长 15%，拿地主要集中在下半年，下半年拿地量占比超 70%，其中京津冀区域拿地 135 万平方米，占比当期拿地 24%；平均楼面地价 1,959 元/平方米。此外，公司参与了长沙湘龙街道土地一级整理项目，为公司的土地投资开辟了一条新的方式。截至报告期末，公司土地储备建筑面积 2,147 万平方米，业务覆盖 19 个城市，涉及房地产项目 70 余个，其中京津冀区域土地储备占比约 21%，环渤海区域占比约 60%。

2014 年，公司继续深耕现有城市，同时积极寻找新的城市，此外公司还将顺应京津冀一体化的趋势，加大对环北京区域市场的拓展力度，提高项目储备的比例。2014 年度公司计划新获取建筑面积不超过 745 万平方米的新项目资源，同比增长 30%。

开发方面，2013 年，公司实际新开工 613 万平方米，完成年初计划的 115%，为 14 年丰富可售资源奠定了基础；实际竣工面积 346 万平方米，完成年初计划的 103%。2014 年，公司计划新开工 597 万平方米，同比下降 3%，计划竣工面积 462 万平方米，同比增长 34%，保障 14 年的丰富可结算资源。

图表 5. 荣盛发展 2013 年开发销售及 2014 年计划

| | 2013(实际) | 计划完成率(%) | 同比(%) | 2014 计划 | 同比(%) |
|-------------|----------|----------|-------|---------|-------|
| 新开工面积(万平方米) | 613.0 | 114.6 | 128.8 | 596.8 | (2.6) |
| 竣工面积(万平方米) | 345.5 | 103.1 | (1.0) | 462.4 | 33.8 |
| 拿地面积(万平方米) | 574.6 | 88.4 | 14.5 | 745.0 | 29.6 |
| 销售面积(万平方米) | 437.0 | - | 39.6 | | |
| 销售金额(亿元) | 270.0 | 110.2 | 49.5 | 380.0* | 40.7 |
| 销售均价(元/平方米) | 6,178 | - | 7.1 | | |
| 销售回款(亿元) | 245.0 | 104.3 | 47.1 | 345.0 | 40.8 |
| 新增信贷融资额(亿元) | 136.2 | 152.5 | 40.7 | 170.0 | 24.8 |

资料来源：公司数据，中银国际研究

注：*中银国际预测

打造旅游地产新模式，探索社区服务增值平台

继 2013 年通过收购秦皇岛项目介入旅游地产后，2014 年初公司又通过与湖北神农架区政府、黄山市黄山区政府签订旅游综合开发投资协议，进入了上述两区域的旅游休闲度假项目，标志着公司在住宅地产之外新业务模式打造的开始。2014 年，公司将通过积极推进上述三个项目的进展，组建有力的管理团队，建立相应的管理模式，摸索有效的盈利模式，为公司培育出新的利润增长点。

2014 年，公司将加强对所管理社区资源的研究，探讨在互联网时代，如何为公司的 10 万余户业主提供除常规物业服务之外的新的服务项目，打造社区服务增值平台，以顺应市场及环境的变化，更好的为股东及业主创造价值。

净负债率较高，短期偿债压力较大

报告期末，公司资产负债率为 79.0%，较年初提高了 2.4 个百分点；净负债率为 117.8%，较年初提高了 36.1 个百分点，高于行业平均水平。公司手持货币资金约 46 亿元，而短债合计 103 亿元，短期偿债压力较大。

上调盈利预测，维持买入评级

荣盛发展立足环渤海和长三角的中等城市，并兼顾大、小城市，以高周转战略开发高性价比的普通住宅产品，独特的定位促使销售连续两年获得超 50% 的高增长，同时，结算的持续增长以及较低的三费也促使公司业绩稳步向上。14 年中，“双向调控”将改善三线城市市场环境利于公司销售，而聚焦环北京土地市场的策略也将使公司进一步受益于京津冀一体化，我们预计公司 14 年销售超 350 亿元，同比增长超 30%。

我们分别将公司 2014-15 年每股收益预测由 1.95 元和 2.45 元上调至 2.01 元和 2.65 元，目标价由 18.85 元下调至 13.57 元，相当于 6.8 倍 2014 年市盈率和 30% 的 2014 年 NAV 折让，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 13,415 | 19,171 | 24,233 | 31,804 | 41,424 |
| 销售成本 | (9,733) | (13,939) | (17,463) | (23,031) | (29,894) |
| 经营费用 | (638) | (884) | (1,324) | (1,741) | (2,271) |
| 息税折旧前利润 | 3,044 | 4,347 | 5,445 | 7,031 | 9,260 |
| 折旧及摊销 | (151) | (169) | (8) | (8) | (8) |
| 经营利润(息税前利润) | 2,894 | 4,179 | 5,437 | 7,023 | 9,252 |
| 净利息收入/(费用) | (82) | (66) | (139) | (168) | (291) |
| 其他收益/(损失) | (22) | (9) | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 2,789 | 4,104 | 5,297 | 6,855 | 8,961 |
| 所得税 | (624) | (984) | (1,324) | (1,714) | (2,240) |
| 少数股东权益 | (26) | (214) | (170) | (132) | (199) |
| 净利润 | 2,140 | 2,906 | 3,803 | 5,009 | 6,522 |
| 核心净利润 | 2,140 | 2,906 | 3,803 | 5,009 | 6,522 |
| 每股收益(人民币) | 1.131 | 1.536 | 2.010 | 2.648 | 3.448 |
| 核心每股收益(人民币) | 1.131 | 1.536 | 2.010 | 2.648 | 3.448 |
| 每股股息(人民币) | 0.150 | 0.200 | 0.261 | 0.344 | 0.448 |
| 收入增长(%) | NA | 43 | 26 | 31 | 30 |
| 息税前利润增长(%) | NA | 44 | 30 | 29 | 32 |
| 息税折旧前利润增长(%) | NA | 43 | 25 | 29 | 32 |
| 每股收益增长(%) | NA | 36 | 31 | 32 | 30 |
| 核心每股收益增长(%) | NA | 36 | 31 | 32 | 30 |

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 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 税前利润 | 2,789 | 4,104 | 5,297 | 6,855 | 8,961 |
| 折旧与摊销 | 151 | 169 | 8 | 8 | 8 |
| 净利息费用 | 82 | 66 | 139 | 168 | 291 |
| 运营资本变动 | (3,549) | (8,077) | (2,649) | (6,806) | (10,498) |
| 税金 | (624) | (984) | (1,324) | (1,714) | (2,240) |
| 其他经营现金流 | (52) | (14) | 1,365 | 1,810 | 2,329 |
| 经营活动产生的现金流 | (1,203) | (4,736) | 2,836 | 322 | (1,150) |
| 购买固定资产净值 | (212) | (210) | 12 | 16 | 21 |
| 投资减少/增加 | 1 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (37) | (417) | (786) | (1,013) | (1,428) |
| 投资活动产生的现金流 | (248) | (611) | (773) | (997) | (1,408) |
| 净增权益 | 371 | 312 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 3,739 | 7,516 | (559) | 3,854 | 6,758 |
| 支付股息 | (1,260) | (1,863) | (494) | (651) | (848) |
| 其他融资现金流 | (18) | 87 | (786) | (1,013) | (1,428) |
| 融资活动产生的现金流 | 2,831 | 6,053 | (1,839) | 2,190 | 4,482 |
| 现金变动 | 1,380 | 706 | 224 | 1,514 | 1,924 |
| 期初现金 | NA | 4,057 | 4,623 | 4,847 | 6,361 |
| 公司自由现金流 | (1,451) | (5,347) | 2,063 | (675) | (2,558) |
| 权益自由现金流 | 2,288 | 2,169 | 1,504 | 3,179 | 4,200 |

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 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 现金及现金等价物 | 4,057 | 4,623 | 4,847 | 6,361 | 8,285 |
| 应收帐款 | 3,093 | 5,135 | 4,847 | 6,361 | 8,285 |
| 库存 | 26,428 | 39,424 | 46,042 | 59,473 | 77,464 |
| 其他流动资产 | 5,317 | 8,186 | 11,063 | 12,029 | 15,066 |
| 流动资产总计 | 38,895 | 57,368 | 66,798 | 84,224 | 109,100 |
| 固定资产 | 996 | 1,078 | 103 | 103 | 103 |
| 无形资产 | 220 | 224 | 216 | 208 | 200 |
| 其他长期资产 | 371 | 735 | 812 | 894 | 1,065 |
| 长期资产总计 | 1,587 | 2,037 | 1,130 | 1,205 | 1,368 |
| 总资产 | 40,483 | 59,405 | 67,928 | 85,428 | 110,468 |
| 应付帐款 | 4,763 | 6,785 | 8,164 | 9,801 | 12,716 |
| 短期债务 | 5,171 | 10,264 | 9,705 | 13,559 | 20,316 |
| 其他流动负债 | 14,090 | 20,551 | 26,171 | 34,348 | 44,738 |
| 流动负债总计 | 24,024 | 37,600 | 44,040 | 57,707 | 77,771 |
| 长期借款 | 6,631 | 9,062 | 9,062 | 9,062 | 9,062 |
| 其他长期负债 | 339 | 260 | 260 | 281 | 281 |
| 股本 | 1,872 | 1,892 | 1,892 | 1,892 | 1,892 |
| 储备 | 6,300 | 9,067 | 11,002 | 14,698 | 19,500 |
| 股东权益 | 8,172 | 10,959 | 12,893 | 16,590 | 21,392 |
| 少数股东权益 | 1,317 | 1,525 | 1,673 | 1,788 | 1,962 |
| 总负债及权益 | 40,483 | 59,405 | 67,928 | 85,428 | 110,468 |
| 每股帐面价值(人民币) | 4.37 | 5.79 | 6.82 | 8.77 | 11.31 |
| 每股有形资产(人民币) | 4.20 | 5.68 | 6.70 | 8.66 | 11.20 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 4.09 | 7.77 | 7.36 | 8.60 | 11.15 |

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 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 22.7 | 22.7 | 22.5 | 22.1 | 22.4 |
| 息税前利润率(%) | 21.6 | 21.8 | 22.4 | 22.1 | 22.3 |
| 税前利润率(%) | 20.8 | 21.4 | 21.9 | 21.6 | 21.6 |
| 净利率(%) | 16.0 | 15.2 | 15.7 | 15.7 | 15.7 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 利息覆盖率(倍) | 31.9 | 62.9 | 35.9 | 38.1 | 29.7 |
| 净权益负债率(%) | 81.6 | 117.8 | 95.6 | 88.5 | 90.3 |
| 速动比率(倍) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 9.0 | 6.6 | 5.0 | 3.8 | 2.9 |
| 核心业务市盈率(倍) | 9.0 | 6.6 | 5.0 | 3.8 | 2.9 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 12.0 | 8.8 | 6.8 | 5.1 | 3.9 |
| 市净率(倍) | 2.3 | 1.8 | 1.5 | 1.2 | 0.9 |
| 价格/现金流(倍) | (15.9) | (4.0) | 6.8 | 59.6 | (16.7) |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 18.3 | 12.6 | 11.6 | 11.2 | 11.0 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 991.0 | 862.2 | 893.2 | 836.1 | 836.0 |
| 应收帐款周转天数 | 84.2 | 78.3 | 75.2 | 64.3 | 64.5 |
| 应付帐款周转天数 | 129.6 | 109.9 | 112.6 | 103.1 | 99.2 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 13.1 | 13.0 | 13.0 | 13.0 | 13.0 |
| 净资产收益率(%) | 26.2 | 26.5 | 29.5 | 30.2 | 30.5 |
| 资产收益率(%) | 5.5 | 6.4 | 6.4 | 6.9 | 7.1 |
| 已运用资本收益率(%) | 13.7 | 15.7 | 16.7 | 18.9 | 19.8 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 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