



买入

49%

目标价格:人民币 29.80
原目标价格:人民币 23.68

000042.CH

价格:人民币 20.02

目标价格基础:净资产值平价

板块评级:增持

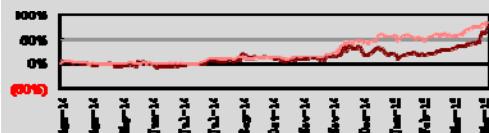
我们的观点有何不同?

- 公司土地重估后测算 NAV 达 195 亿, 目前定增扩股后市值 130 亿, 仍折价 33%。
- 公司是深圳房价上涨的首要受益者, 也将是深圳地位提升的重要标的。
- 定增后大股东持股比例和持本成本均较高, 预计后续做强做大公司意愿较强。

主要催化剂/事件

- 黄金台项目土地补偿进一步推进。
- 深圳房价上涨。

股价表现



	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	30.6	33.7	30.6	72.2
相对深证成指	8.7	20.8	8.7	(10.9)

发行股数(百万)	479
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	9,585
3个月日均交易额(人民币 百万)	117
净负债比率(%) (2015E)	98
每股重估净资产值(人民币) (2015E)	29.80
主要股东(%)	

深圳市中洲房地产有限公司 29

资料来源: 公司数据, 源自及中银国际研究
以 2015 年 4 月 2 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

房地产: 房地产开发

袁豪*

(8621)20328529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*卢晓峰为本报告重要贡献者

中洲控股

估值提升三段论, 目前仍处于估值修复阶段

中洲控股近期公布了闲置 23 年的黄金台项目终于获得重大突破, 而该优质项目也促发了市场对公司估值的重新审视, 于是我们也对公司深圳部分优质项目进行土地重估后测算其 2015 年 NAV 高达 195 亿元; 与此同时, 我们也将对公司的推荐逻辑归纳为估值提升三段论: 1) 第一阶段, 短期看原本持有优质物业的估值修复, 公司按定增扩股后市值为 130 亿元, 仍较 2015 年 NAV 折价 33%; 2) 第二阶段, 中期看深圳房价上涨带来的估值提升, 目前公司在深圳拥有优质项目资源 83 万平米, 将是深圳房价上涨的主要受益者, 也将是深圳地位提升的重要标的; 3) 第三阶段, 长期看大股东做强做大公司从而进一步提升估值, 若定增实施后大股东持股比例 (47.82%) 和持本成本 (12.28 元/股) 均较高, 预计其后续做强做大公司意愿较强。我们维持公司 2015-17 年的每股收益分别为 1.06 元、1.34 元和 1.76 元, 经过对部分深圳土地重估后 2015 年每股 NAV 为 29.80 元 (定增扩股后), 同时综合考虑公司土地增值税对于目前土地重估部分估值的折价效应以及公司后续二、三阶段中估值提升预期对于目前整体估值带来的溢价效应后, 我们上调公司目标价至 29.80 元, 相当于 2015 年 NAV 平价, 重申买入评级。

支撑评级的要点

- 土地重估后 NAV 达 195 亿, 折合每股为 29.80 元/股。由于公司部分深圳项目拿地较早, 土地成本极低, 在深圳经历多年快速发展之后, 公司深圳项目的土地价值都有了大幅提升, 因而我们分别对公司的三个深圳项目进行土地价值重估, 以此更加贴近真实地反映公司的优质资产价值, 深圳土地重估项目包括黄金台项目、中洲控股金融中心 (出租部分) 以及圣廷苑酒店。经我们测算, 公司重估后的 NAV 值可达 195 亿元 (其中黄金台项目土地重估增值贡献高达 62 亿元), 折合每股 NAV 为 29.80 元/股 (按定增实施后的股本测算)。
- 估值提升三段论, 目前仍处于估值修复第一阶段。我们将对公司的推荐逻辑归纳为估值提升三段论: 1) 第一阶段, 短期看原本持有优质物业的估值修复, 公司按定增扩股后市值为 130 亿元, 仍较 2015 年 NAV 折价 33%; 2) 第二阶段, 中期看深圳房价上涨带来的估值提升, 目前公司在深圳拥有优质项目资源 83 万平米, 将是深圳房价上涨的主要受益者, 也将是深圳地位提升的重要标的; 3) 第三阶段, 长期看大股东做强做大公司从而进一步提升估值, 若定增实施后大股东持股比例 (47.82%) 和持本成本 (12.28 元/股) 均较高, 预计其后续做强做大公司意愿较强。

评级面临的主要风险

- 房地产销售低迷; 旧改项目推进缓慢。

估值

- 我们维持公司 2015-17 年的每股收益分别为 1.06 元、1.34 元和 1.76 元, 经过对部分深圳土地重估后 2015 年每股 NAV 为 29.80 元 (定增扩股后), 同时综合考虑公司土地增值税对于目前土地重估部分估值的折价效应以及公司后续二、三阶段中估值提升预期对于目前整体估值带来的溢价效应后, 我们上调公司目标价至 29.80 元, 相当于 2015 年 NAV 平价, 重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	2,213	3,033	4,304	5,275	6,775
变动(%)	(18)	37	42	23	28
净利润(人民币 百万)	406	306	508	641	842
全面摊薄每股收益(人民币)	0.847	0.638	1.060	1.339	1.759
变动(%)	(1.5)	(24.6)	66.1	26.3	31.3
全面摊薄市盈率(倍)	23.6	31.4	18.9	15.0	11.4
价格/每股现金流量(倍)	57.8	(5.9)	(44.7)	(10.5)	(5.9)
每股现金流量(人民币)	0.35	(3.39)	(0.45)	(1.91)	(3.40)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.4	21.8	16.5	14.3	12.3
每股股息(人民币)	0.150	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

前言：

我们中银国际地产团队分别在 2014 年 12 月 26 日、2015 年 3 月 25 日、2015 年 3 月 30 日出版了中洲控股首次覆盖报告《资源优质，未来可期》、14 年年报业绩点评报告《销售翻番圆满收官，旧改项目积极推进》以及深度报告《黄金台项目获突破，深圳优质土储被低估》，主要看好公司深圳优质土地储备的价值重估、以及国企改革后引入民营企业中洲地产后并进行了快周转转型战略和管理机制再造对于公司效率的提升。

目前，中洲控股经过一轮上涨之后，公司市值已经达到 96 亿元，并且按照定增扩股后公司市值已经达到 130 亿元，实际市值已经较大，市场对其后续的上涨空间有所怀疑。而在我们经过对于公司深圳优质资产的土地重估以及同时对公司估值提升三段论的梳理以后，发现公司目前仍然处于估值折价状况中，仅处于估值提升三段论中的第一阶段，因而我们再次上调中洲控股目标价至 29.80 元，并重申买入评级。

土地重估后 NAV 达 195 亿，折合每股为 29.80 元/股

中洲控股由于部分深圳项目拿地较早，土地成本极低，在深圳经历多年快速发展之后，公司深圳项目的土地价值都有了大幅提升，因而我们分别对公司的三个深圳项目进行土地价值重估，以此更加贴近真实地反映公司的优质资产价值，深圳土地重估项目包括黄金台项目、中洲控股金融中心（出租部分）以及圣廷苑酒店。经我们测算，公司重估后的 NAV 值可达 195 亿元，折合每股 NAV 为 29.80 元/股（按定增实施后的股本测算）。

主要测算方式如下：

1、深圳龙华黄金台项目

深圳龙华黄金台项目位于深圳火车北站附近，原土地总面积约 28.5 万平方米。地块已纳入深圳市 2014 年度土地整备计划，市规划国土委龙华管理局已拟定了《华电地块 A806-0001 宗地土地整备实施方案》并经市政府有关会议审议并原则通过，但尚未取得市政府用地批复。该实施方案主要内容为：按等价值原则，在该地块用地范围内及周边调整留用项目用地，剩余用地由政府收回。公司将配合市规划国土委龙华管理局按有关规定推进收地补偿及后续工作。

该项目位于深圳龙华新城北站商务区，紧邻深圳火车北站和地铁站，距离龙光地产于 2014 年 12 月竞得的住宅地块（楼面价：25,094 元/平米）仅约 1 公里，地理位置优越。我们以 25,000 元/平米对黄金台项目进行土地价值重估，而公司在 2014 年年报披露的该项目存货账面价值约 2.27 亿元（单位成本：797 元/平米），并按 90% 权益估算后，该地块重估后土地增值约 62 亿元。

2、中洲控股金融中心（出租部分）

中洲控股金融中心项目于深圳市南山商业文化中心区，于 2015 年 2 月竣工。金融中心项目分为 A、B 塔楼，建筑面积分别为 11.6 万和 4.4 万平米，A 楼作出租，B 楼 5 层以上作销售。目前销售部分（4.4 万平米）已实现整售 18.9 亿元，销售均价约 43,000 元/平米；自持部分的物业地理位置优越，土地重估价值同样可观。我们以土地价格 20,000 元/平米对经营性物业部分（11.6 万平米）进行估算，而公司在 2014 年年报披露的投资性房地产账面价值约 2.27 亿元（单位成本：4,100 元/平米），并按 100% 权益估算后，该地块重估后土地增值约 18 亿元。

3. 圣廷苑酒店

圣廷苑酒店是公司的自持酒店项目，位于深圳市最繁华的华强北商业核心区域，土地重估价值同样可观。公司的酒店项目分别由子公司深圳圣廷苑酒店有限公司和深圳市圣廷苑酒店管理有限公司进行经营和管理，而公司在 2014 年年报披露的两家子公司的合计资产账面价值仅约 2.07 亿元（单位成本：2,400 元/平米），我们同样以土地价格 20,000 元/平米对酒店物业（8.7 万平米）进行价值估算，并按 100% 权益估算后，该地块重估后土地增值约 15 亿元。

4. 重估后净资产价值

- 1) **土地重估增值：** 黄金台项目、中洲控股金融中心（出租部分）以及圣廷苑酒店等三个深圳项目的土地重估增值合计为 96 亿元，其中由于笋岗物流项目主要为物流用地目前暂不进行土地重估；
- 2) **开发项目净利折现：** 我们对于其他项目按照净利润折现估值测算，公司目前除上述三项土地重估资产外的土地储备约 224 万平米，预期的净利润折现合计 41 亿元；
- 3) **净资产账面价值：** 根据我们中银国际测算，至 2015 年末公司的净资产账面价值约 38.2 亿元，而公司定增方案实施后将注入 20 亿元现金，合计账面净资产值约 58 亿元；
- 4) **2015 年 NAV：** 在对上述三个深圳项目的土地价值进行重估后，公司合计 NAV 可达 195 亿元，并且按照定增实施后扩股股本为 6.5 亿股测算，折合每股 NAV 为 29.80 元/股。

图表 1. 中洲控股土地价值重估后的 2015 年 NAV 测算

	权益 (%) A	重估地价 (元/平米) B	建筑面积 (万平米) C	账面成本 (万元) D	土地增值价值 (万元) E=A*B*C-D
黄金台项目*	a	90	25,000	28.5	22,703
中洲控股金融中心*（持有部分）	b	100	20,000	11.6	47,833
圣廷苑酒店	c	100	20,000	8.7	20,673
土地重估增值（万元）	d=a+b+c				956,041
开发项目净利折现（万元）	e				408,869
净资产账面价值*（万元）（定增后）	f				582,103
NAV（万元）	g=d+e+f				1,947,013
总股本*（万股）（定增后）	h				65,345
每股 NAV（元）	l=g/h				(29.80)

资料来源：搜房网、公司公告、中银国际研究

*注：1) 黄金台项目原土地总面积 28.5 万平米中因市政建设占用项目用地 17.4 万平米，剩余 11.0 万平米；并且假设黄金台项目未来建面为 28.5 万平米；2) 中洲控股金融中心分 A、B 塔楼，建筑面积分别为 11.6 万和 4.4 万平米，A 楼作出租，B 楼 5 层以上作销售，目前 4.4 万平米销售部分已实现整售 18.9 亿元；3) 此处净资产账面价值为我们中银国际 2015 年预测净资产值 38 亿元+近期定增实施后获得的 20 亿元现金；4) 此处总股本为定增扩股后股本 6.5 亿股。

图表 2. 中洲控股黄金台项目土地价款和销售货值的估算

项目	龙华白石龙区域项目	龙华黄金台项目
地块	龙华白石龙区域的 A802-0305 号住宅用地	华电地块 A806-0001 宗地土地
位置	深圳龙华区地铁龙华线白石龙站西侧	深圳龙华区火车北站附近
开发商	龙光地产	中洲控股
权益 (%)	100.0	90.0
占地面积 (万平米)	4.7	10.9
容积率 (倍)	4.0	2.6*
建筑面积 (万平米)	18.7	28.5*
权益建筑面积 (万平米)	18.7	25.7*
楼面价 (万元/平米)	2.5	2.5* (重估)
总地价 (亿元)	46.8	71.3* (重估)
权益总地价 (亿元)	46.8	64.1* (重估)
销售均价 (万元/平米)	5.0*	5.0*
可售货值 (亿元)	93.3*	142.5*
权益可售货值 (亿元)	93.3*	128.3*

资料来源：网络信息，公司数据，中银国际研究

注：*为中银国际研究估计值，并且黄金台项目原始土地楼面成本（包含财务费用）估算仅为 797 元/平米。

图表 3. 中洲控股黄金台项目及龙光地产白石龙项目的位置分布



资料来源：网络信息，中银国际研究

估值提升三段论，目前仍处于估值修复第一阶段

经过前期对于公司的深入研究并梳理了对公司的推荐逻辑，我们认为公司的估值提升将可以分为三个阶段：

1. **第一阶段（短期看原本持有优质物业的估值修复）：** 经过我们上文对于公司深圳部分项目土地重估后测算所得公司 2015 年 NAV 为 195 亿元（其中黄金台项目土地重估增值贡献高达 62 亿元），而目前公司按定增扩股后市值为 130 亿元，仍较 2015 年 NAV 折价 33%，因而目前公司仍然处于估值修复阶段，后续仍有较大修复空间；

2. **第二阶段（中期看深圳房价上涨带来的估值提升）：**目前公司在深圳拥有优质项目资源 83 万平米，其建面占比公司土地储备的 27%，对应货值占比公司土地储备的 57%，其主要包括黄金台项目、中洲控股金融中心、圣廷苑酒店、笋岗物流项目等，并且上述项目均处于城市核心区域，具有较大升值空间，因而公司将是深圳房价上涨的主要受益者（近期深圳房价上涨较为明显），并且也还将是深圳地位提升的重要标的（尤其是龙华新区北站商务区定位继续提升），从而公司估值将因深圳房价上涨而得以提升；
3. **第三阶段（长期看大股东做强做大公司从而进一步提升估值）：**若定增实施后大股东中洲地产持股比例将达 47.82%，同时 4 年平均持股成本约为 12.28 元/股（计入 4 年财务成本将更高），因而大股东的持股比例和持股成本均较高，预计其后续做强做大公司意愿较强，进而推动公司进一步估值提升。

图表 4. 中洲控股土地储备按城市分布

城市	占地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	权益建筑面积 (万平米)	货值 (亿元)	权益货值 (亿元)
深圳	29.0	82.8	79.9	335.1	320.8
上海	23.2	48.5	48.5	85.5	85.5
成都	28.0	37.5	37.5	42.7	42.7
大连	4.3	6.8	6.8	4.4	4.4
惠州	54.7	135.2	135.2	121.7	121.7
合计	139.1	310.7	307.9	589.4	575.2
城市	占地面积占比 (%)	建筑面积占比 (%)	权益建筑面积占比 (%)	货值占比 (%)	权益货值占比 (%)
深圳	21	27	26	57	56
上海	17	16	16	15	15
成都	20	12	12	7	7
大连	3	2	2	1	1
惠州	39	44	44	21	21

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 5. 公司股权结构比例和第一大股东变化

时间	2003 年	2004 年	2011 年	2013 年 6 月	2013 年 11 月	定增实施后
深圳国资委 (建投、远致)(%)	62.8	34.8	29.75	10.05	10.05	7.37
联泰集团 (南昌、深圳)(%)		28	28	28	23.41	17.16
中洲地产(%)			4.04	23.79	28.47	47.82
第一大股东	国资	国资	国资	联泰	中洲	中洲

资料来源：公司公告、万得数据、中银国际研究

图表 6. 公司大股东中洲地产持股成本估算

	13年送股后折算 购入股权(股)	13年送股后折算 购入价格(元/股)	估算价格 (元/股)
2011年2季度	10,426,062	8.23-10.19	9.21
2011年3季度	8,927,044	7.8-12.25	10.02
2013年6月9日	94,587,900	14.40	14.40
2013年10月28日至11月1日	866,000	12.43-12.64	12.53
2013年11月5日	21,558,000	12.00	12.00
2013年12月9日	69,800	12.69	12.69
2014年1季度	363,844	9.86-12.80	11.33
2014年2季度	583,202	10.51-11.9	11.21
2014年3季度	600,248	10.92-13.90	12.41
定增实施后	174,520,070	11.46	11.46
合计持股/加权平均价	312,502,170		12.28

资料来源：公司公告、中银国际研究

上调目标价至 29.80 元，重申买入评级

中洲控股近期公布了闲置 23 年的黄金台项目终于获得重大突破，而该优质项目也促发了市场对公司估值的重新审视，于是我们也对公司深圳部分优质项目进行土地重估后测算其 2015 年 NAV 高达 195 亿元；与此同时，我们也将对公司的推荐逻辑归纳为估值提升三段论：1) 第一阶段，短期看原本持有优质物业的估值修复，公司按定增扩股后市值为 130 亿元，仍较 2015 年 NAV 折价 33%；2) 第二阶段，中期看深圳房价上涨带来的估值提升，目前公司在深圳拥有优质项目资源 83 万平米，将是深圳房价上涨的主要受益者，也将是深圳地位提升的重要标的；3) 第三阶段，长期看大股东做强做大公司从而进一步提升估值，若定增实施后大股东持股比例（47.82%）和持股成本（12.28 元/股）均较高，预计其后续做强做大公司意愿较强。

我们维持公司 2015-17 年的每股收益分别为 1.06 元、1.34 元和 1.76 元，经过对部分深圳土地重估后 2015 年每股 NAV 为 29.80 元（定增扩股后），同时综合考虑公司土地增值税对于目前土地重估部分估值的折价效应以及公司后续二、三阶段中估值提升预期对于目前整体估值带来的溢价效应后，我们上调公司目标价至 29.80 元，相当于 2015 年 NAV 平价，重申买入评级。

附录：

如阁下您需要进一步了解中洲控股的相关信息，请参见中银国际地产团队关于中洲控股的主要研究报告：

1. 中洲控股首次覆盖深度报告一《资源优质，未来可期》，出版于 2014 年 12 月 26 日；
2. 中洲控股 14 年年报业绩点评报告《销售翻番圆满收官，旧改项目积极推进》，出版于 2015 年 3 月 25 日；
3. 中洲控股公司深度报告二《黄金台项目获突破，深圳优质土储被低估》，出版于 2015 年 3 月 30 日；
4. 中洲控股公司深度报告三《估值提升三段论，目前仍处于估值修复阶段》，出版于 2015 年 4 月 3 日。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,213	3,033	4,304	5,275	6,775
销售成本	(1,504)	(2,160)	(3,113)	(3,803)	(4,868)
经营费用	(191)	(252)	(381)	(478)	(625)
息税折旧前利润	518	620	810	994	1,282
折旧及摊销	(51)	(50)	(48)	(48)	(50)
经营利润(息税前利润)	468	570	762	946	1,232
净利润收入/(费用)	(42)	(84)	(86)	(91)	(109)
其他收益/(损失)	173	20	23	27	34
税前利润	585	491	677	855	1,122
所得税	(180)	(186)	(169)	(214)	(280)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	406	306	508	641	842
核心净利润	406	306	508	641	842
每股收益(人民币)	0.847	0.638	1.060	1.339	1.759
核心每股收益(人民币)	0.847	0.638	1.060	1.339	1.759
每股股息(人民币)	0.150	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(18)	37	42	23	28
息税前利润增长(%)	(27)	22	34	24	30
息税折旧前利润增长(%)	(26)	20	31	23	29
每股收益增长(%)	(2)	(25)	66	26	31
核心每股收益增长(%)	(2)	(25)	66	26	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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	585	491	677	855	1,122
折旧与摊销	51	50	48	48	50
净利润息费用	56	99	108	118	144
运营资本变动	(144)	(2,062)	(855)	(1,697)	(2,625)
税金	(180)	(186)	(169)	(214)	(280)
其他经营现金流	(203)	(18)	(23)	(27)	(38)
经营活动产生的现金流	166	(1,625)	(214)	(917)	(1,627)
购买固定资产净值	(28)	(19)	0	0	0
投资减少/增加	235	(61)	22	27	35
其他投资现金流	0	0	180	11	24
投资活动产生的现金流	207	(80)	202	38	59
净增权益	21	0	0	0	0
净增债务	76	1,901	308	1,231	2,106
支付股息	(295)	(380)	0	0	0
其他融资现金流	178	(54)	180	11	24
融资活动产生的现金流	(20)	1,466	488	1,242	2,130
现金变动	353	(239)	476	364	561
期初现金	1,212	1,375	1,137	1,613	1,977
公司自由现金流	373	(1,705)	(12)	(879)	(1,569)
权益自由现金流	449	196	296	353	538

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,375	1,137	1,613	1,977	2,539
应收帐款	118	65	92	113	145
库存	5,531	13,485	17,216	21,099	27,100
其他流动资产	30	412	165	201	257
流动资产总计	7,055	15,098	19,086	23,390	30,041
固定资产	85	83	129	176	225
无形资产	7	6	6	6	5
其他长期资产	583	1,009	1,050	1,058	1,139
长期资产总计	943	1,098	1,185	1,240	1,369
总资产	7,998	16,196	20,271	24,630	31,411
应付帐款	1,613	3,599	5,071	6,184	7,900
短期债务	789	1,098	1,406	2,638	4,744
其他流动负债	959	4,247	6,022	7,381	9,482
流动负债总计	3,361	8,944	12,499	16,202	22,126
长期借款	1,570	3,950	3,950	3,950	3,950
其他长期负债	0	1	2	2	3
股本	239	479	479	479	479
储备	2,826	2,821	3,341	3,996	4,852
股东权益	3,066	3,300	3,820	4,475	5,331
少数股东权益	1	1	1	1	1
总负债及权益	7,998	16,196	20,271	24,630	31,411
每股帐面价值(人民币)	6.40	6.89	7.98	9.34	11.13
每股有形资产(人民币)	12.78	6.88	7.96	9.33	11.10
每股净负债/(现金)(人民币)	4.11	8.17	7.82	9.63	12.85

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.4	20.5	18.8	18.8	18.9
息税前利润率(%)	21.1	18.8	17.7	17.9	18.2
税前利润率(%)	26.5	16.2	15.7	16.2	16.6
净利率(%)	18.3	10.1	11.8	12.2	12.4
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.7	1.5	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	6.7	5.0	5.9	6.5	6.9
净权益负债率(%)	32.1	118.5	98.0	103.0	115.4
速动比率(倍)	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
估值					
市盈率(倍)	23.6	31.4	18.9	15.0	11.4
核心业务市盈率(倍)	23.6	31.4	18.9	15.0	11.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	35.2	46.7	28.1	22.3	16.9
市净率(倍)	3.1	2.9	2.5	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	57.8	(5.9)	(44.7)	(10.5)	(5.9)
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	20.4	21.8	16.5	14.3	12.3
周转率					
存货周转天数	1,208.8	1,606.4	1,799.7	1,838.6	1,806.9
应收帐款周转天数	15.5	11.0	6.6	7.1	6.9
应付帐款周转天数	239.7	313.6	367.6	389.4	379.4
回报率					
股息支付率(%)	25.6	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	13.6	9.6	14.3	15.5	17.2
资产收益率(%)	4.2	2.9	3.1	3.2	3.3
已运用资本收益率(%)	9.1	8.5	9.0	9.6	10.1

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，或将其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
西单北大街 110 号 7 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