

**买入**

2015 年 05 月 21 日

## 中国领先的产业市镇开发运营商

- 中国领先的产业市镇开发运营商：**中国宏泰产业市镇发展有限公司 (简称“中国宏泰”) 是中国大型产业市镇规划、开发及运营服务供应商。长期致力于京津冀一体化和“两横三纵”城市化战略布局范围内的大型产业市镇项目开发，具备了独特的产业市镇规划、设计和产业定位能力，基础设施投资建设能力，招商引资能力，产业市镇的增值服务和运营能力四大业务核心能力。公司最早在河北廊坊打造的龙河高新技术产业区，占地面积 28 平方公里，分别距离北京和天津 80 公里和 50 公里，区位优势明显，目前已经成为公司的主要营收来源。
- “京津冀”规划纲要通过提升公司项目价值：**《京津冀协同发展规划纲要》通过，其中，河北被定位为“四个基地”，主要涉及到产业转型升级、商贸物流、环保和生态涵养以及科技成果转化等方面。根据财政部的测算，京津冀一体化未来 6 年需要投入 42 万亿元，产业转移将会带来土地价值重估。公司在廊坊和张家口的园区将会吸引更多的企业入驻，工业土地和住宅用地的出让规模以及出让单价将继续保持增长。
- 财务状况稳定，盈利稳步增长：**截止 2014 年年底，公司持有现金 8 亿元人民币，净负债率为 84%，财务状况稳定。公司在 2014 年 8 月上市后财务结构得到优化，后续融资渠道增多。随着公司项目不断的成熟，出让的土地规模和单价也不断上升，预计未来几年公司的营收将保持 20% 左右的增长。
- 目标价为 5.26 港元，首次给予买入评级：**根据公司的业务发展规划和项目进展，我们分别预期公司 15 年和 16 年的净利润为 8.1 亿和 9.6 亿元人民币。源于最新的盈利估算，我们给予其 5.26 港元的目标价，相当于 15 年和 16 年 7.3 和 6.1 倍的市盈率，上升潜力为 45%，首次给予买入的评级。

郑嘉梁

+852 2532 1599

Jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

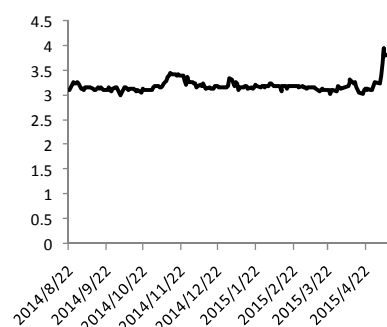
## 主要数据

|         |                   |
|---------|-------------------|
| 行业      | 房地产               |
| 股价      | 3.62 港元           |
| 目标价     | 5.26 港元<br>(+45%) |
| 股票代码    | 6166              |
| 已发行股本   | 16.38 亿股          |
| 市值      | 59.28 亿港元         |
| 52 周高/低 | 4.10/2.84 港元      |
| 每股资产净值  | 2.5 港元            |
| 主要股东    | 赵颖/王建军(71.69%)    |

## 盈利摘要

| 截至12月31日止财政年度   | 2013      | 2014      | 2015E     | 2016E     | 2017E     |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 总营业收入 (千元)      | 1,212,904 | 2,391,205 | 2,832,607 | 3,455,281 | 4,233,397 |
| 变动              | 159.5%    | 97.1%     | 18.5%     | 22.0%     | 22.5%     |
| 净利润             | 763,461   | 700,598   | 808,695   | 962,234   | 1,160,812 |
| 每股盈利 (港元)       | 0.60      | 0.50      | 0.58      | 0.69      | 0.83      |
| 变动              | N/A       | -17.0%    | 15.4%     | 19.0%     | 20.6%     |
| 基于3.55港元的市盈率(估) | 4.7       | 5.7       | 4.9       | 4.1       | 3.4       |
| 每股派息            | 0.00      | 0.12      | 0.14      | 0.17      | 0.21      |
| 股息现价比           | 0.0%      | 4.2%      | 5.1%      | 6.1%      | 7.3%      |

## 股价表现



来源：彭博

来源：公司资料，第一上海

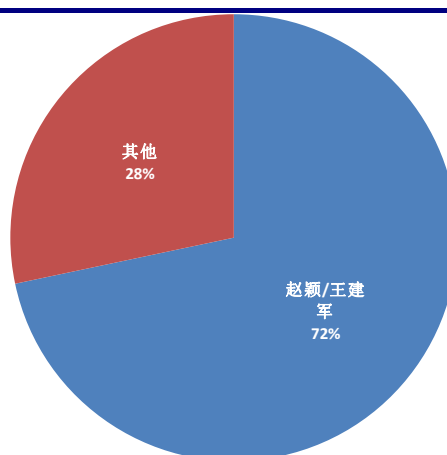
## 公司简介

中国宏泰产业市镇发展有限公司（简称“中国宏泰”），成立于 1995 年 6 月，是中国大型产业市镇规划、开发及运营服务供应商。

中国宏泰于 2005 年转型为新型城镇化建设的先行者，长期致力于京津冀一体化和“两横三纵”城市化战略布局范围内的大型产业市镇项目开发，具备了独特的产业市镇规划、设计和产业定位能力，基础设施投资建设能力，招商引资能力，产业市镇的增值服务和运营能力四大业务核心能力。

中国宏泰正在与河北省廊坊市、张家口市、安徽省滁州市地方政府就 5 个产业市镇项目的开发进行合作，项目规划总面积约 70 平方公里。专注于促进上述区域的基础设施完善、产业转型升级和城镇化建设，构建产城一体，实现产城融合，中国宏泰将全力打造中国领先的产业市镇开发商及运营商。公司于 2014 年 8 月 25 日在香港联交所上市。

图表 1：股权结构



资料来源：公司资料，第一上海整理

### 主要管理层介绍

王建军，执行董事及总裁，是公司的创办人，负责整体策略、业务发展及投资规划，有 19 年的房地产从业经验。王先生还是河北省人大代表；河北省廊坊市人民代表大会常务委员会委员等。

杨允，执行董事及副总裁，主要负责策略及发展、产业市镇项目扩展及物业开发以及物业开发之整体进程管理，从事房地产行业 16 年。

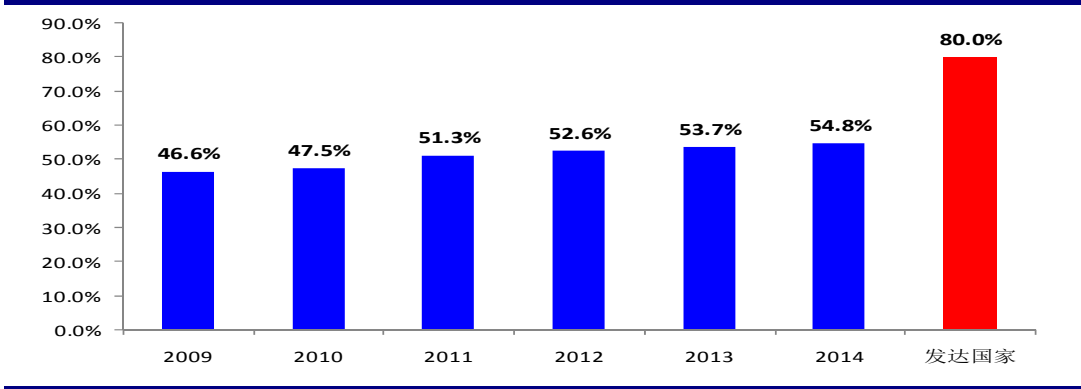
黄培坤，执行董事及 CFO，于 2014 年 3 月 17 日成为公司的执行董事及 CFO，主要负责公司的财务管理及监控，有 11 年的管理经验。

行业概览

新型城镇化建设的新模式——产业市镇

中国自 1978 年拉开了城镇化序幕，当时的城镇化率只有 17.92%，经过 30 多年的快速发展，到 2014 年，中国的城镇化率达到了 54.77%。与此同时，世界发达国家的城镇化率普遍在 75-80%之间，中国的城镇化未来发展空间仍然巨大。

图表 2：2005-2014 中国城镇化率与发达国家比较



资料来源：公司资料，第一上海整理

产业市镇的发展历史

中国城镇化发展有几种不同的模式，分别是经济开发区、工业园区及产业市镇。也对应了城镇化发展的不同阶段。

图表 3：产业市镇的发展历史

| 类型    | 商业模式                                                                 |
|-------|----------------------------------------------------------------------|
| 经济开发区 | 政府主导，没有产业聚集，私营技术及资金参与较少。<br>政府委聘土地开发商或承包商进行土地整理及基础设施建设，扣除建设成本后赚取一定收益 |
| 工业园区  | 通过公开招拍挂等形式获取土地使用权， 随后按具体产业定位规划、开发、销售及租赁工业园区内的物业                      |
| 产业市镇  | 根据长期协议与地方政府合作，就规划设计、产业定位、土地整理及基础设施建设、市场营销引入企业创业及产业市镇管理及运营提供全面整合的服务   |

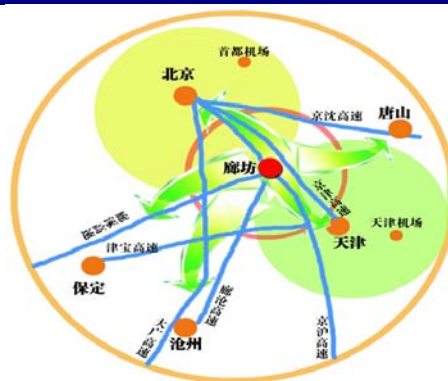
资料来源：公司资料，第一上海整理

中国宏泰成立之初，在廊坊龙河高新区率先从事规划、开发及运营大型产业市镇。产业市镇着重实现产业聚集及主要借助市场力量及专业人士建设全面整合的工作及居住社区。而产业市镇开发商并不需要购买土地使用权就可分享土地的增值利益。产业市镇是一种全新的模式，历史较短，在一个区域内的地方政府一般只与一家服务供应商合作开发该区域的各个产业市镇。产业市镇的开发需要大量的资金投资及各种专业知识，这形成了进入该行业的壁垒。

## 廊坊土地市场概览

廊坊市地处环渤海地区的腹地，被誉为“京津走廊上的明珠”。廊坊位于河北省中部偏东，北向首都北京，东面是天津。廊坊市中心与北京市中心相距约 50 公里，与天津市中心相距 80 公里，距北京及天津两地的大型机场 70 及 90 公里，距天津港 100 公里。此外，廊坊市距北京首都第二机场（规划中）仅 30 公里。预期该新机场具备每年接待 120 百万至 200 百万乘客的能力，为全球最繁忙的机场之一。新机场的建造工程预计于 2018 年完成。此外，八条高速公路、五条铁路干线以及 11 条国道及省道贯穿此地。

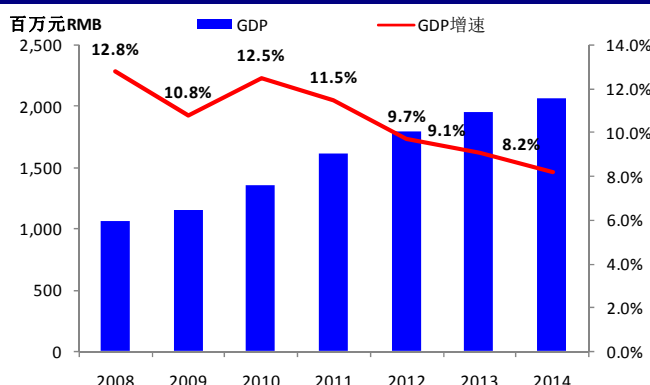
图表 4：廊坊优越的地理位置



资料来源：网络资料，第一上海整理

于 2012 年，廊坊市总人口为 4.44 百万人，城市人口为 763,700 人。总土地面积为 6,429 平方公里。廊坊市辖三个区及六个县，并代管三河市及霸州市。2014 年，廊坊市全市生产总值达 2056 亿元，比上年增长 8.2%，增速高于全国平均水平。其中第一产业增加值 205.5 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 995.3 亿元，增长 6.1%，第三产业增加值 855.1 亿元，增长 12.2%。

图表 5：廊坊的经济数据



资料来源：公司资料，第一上海整理

《京津冀协同发展规划纲要》获批提升公司项目价值

中共中央政治局 2015 年 4 月 30 日召开会议，审议通过《京津冀协同发展规划纲要》。纲要指出，推动京津冀协同发展是一个重大国家战略，核心是有序疏解北京非首都功能，要在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率

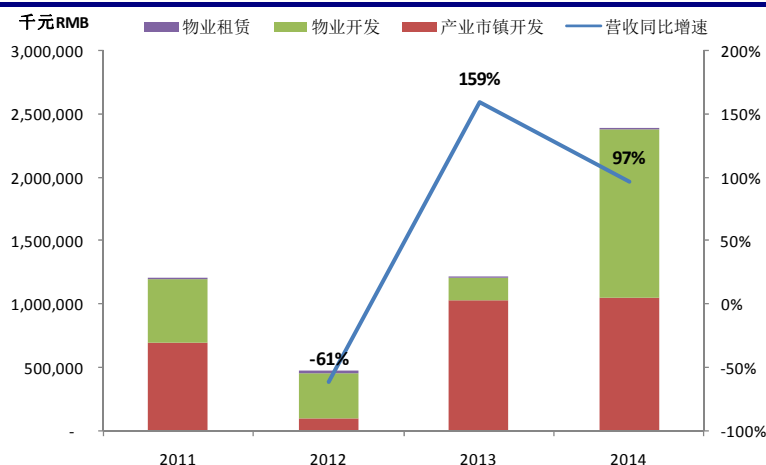
先取得突破。河北，作为京津冀协同发展的核心受益地区，被定位为“四个基地”，主要涉及到产业转型升级、商贸物流、环保和生态涵养以及科技成果转化等方面。

根据财政部的测算，京津冀一体化未来 6 年需要投入 42 万亿元，即接下来每年将会有 7 万亿的投入。大量产业将向河北地区转移和集聚，带动河北地区土地价值的重估。中国宏泰目前在廊坊和张家口运营的产业市镇，将会吸引更多的企业入驻，工业土地和商住用地的出让将会加速。

## 公司业务

公司主要有三大业务分别为产业市镇开发、物业开发和物业出租。2014 年，公司营业收入 23.9 亿元，其中产业市镇开发、物业开发和物业出租的营收分别为 10.46 亿元，13.32 亿元，1286 万元，分别占比为 44%、56%和 1%。

图表 6：营业收入及增速



资料来源：公司资料，第一上海整理

目前，公司为五个产业市镇提供规划、开发及运营服务，主要包括位于河北省廊坊市的龙河高新技术产业区、龙河商务休闲度假基地、广阳科技孵化园、张家口市新区宏泰产业园及安徽省滁州市的滁州承接产业转移集中示范园区。龙河高新技术产业区已进入成熟发展阶段，目前产业市镇的收入来源基本来自该产业区。预计至 2035 年，公司现有的产业市镇项目可以继续提供可出让的地块。

图表 7：主要项目

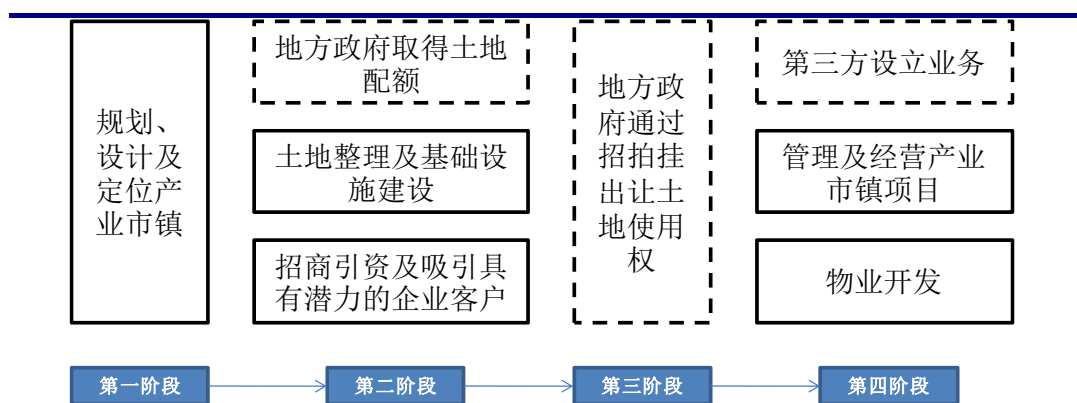
| 项目             | 地点    | 占地面积       | 现状        | 产业主题              | 服务范围                             |
|----------------|-------|------------|-----------|-------------------|----------------------------------|
| 龙河高新技术产业区      | 河北廊坊  | 28 平方公里    | 已进入积极发展阶段 | IT、高端制造、现代服务和房地产  | 规划、设计、产业定位、土地平整、基础设施建设、招商引资及管理运营 |
| 龙河商务休闲度假基地     | 河北廊坊  | 9.5 平方公里   | 已签署协议     | 度假物业/设施、企业总部和文化产业 |                                  |
| 广阳科技孵化园        | 河北廊坊  | 15 平方公里    | 已签署协议     | 规划中               |                                  |
| 张家口市新区宏泰产业园    | 河北张家口 | 157.4 万平方米 | 已签署协议     | 规划中               |                                  |
| 滁州承接产业转移集中示范园区 | 安徽滁州  | 15 平方公里    | 已签署协议     | 新材料、新能源、设备制造和现代服务 | 招商引资                             |

资料来源：公司资料，第一上海整理

公司的产业市镇业务有两大收入来源，一是一次性收入，公司产业市镇内的土地产权通过招拍挂方式完成出售时，以土地价款为基准，按照一定比例逐笔计算公司应获得收入；二是经常性收入，在合作协议有效期内，按照入园企业所缴税款金额的一定比例定期计算公司应获得收入。

产业市镇的开发流程主要分 4 个阶段，如图表 8 所示，公司在第一、第二和第四阶段有具体涉及到的业务。

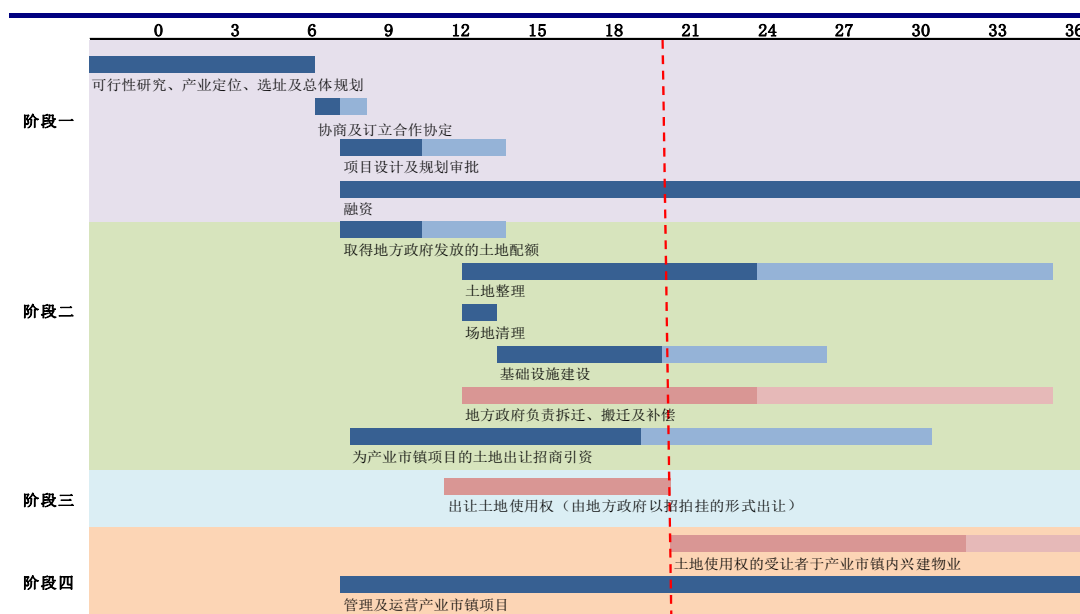
图表 8：产业市镇的开发流程



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 9 显示的是公司的产业市镇的不同阶段的开发流程以及所需要的时间，从中可以看出，从可行性研究至地方政府首次出让土地使用权的过程一般不少于 20 个月。

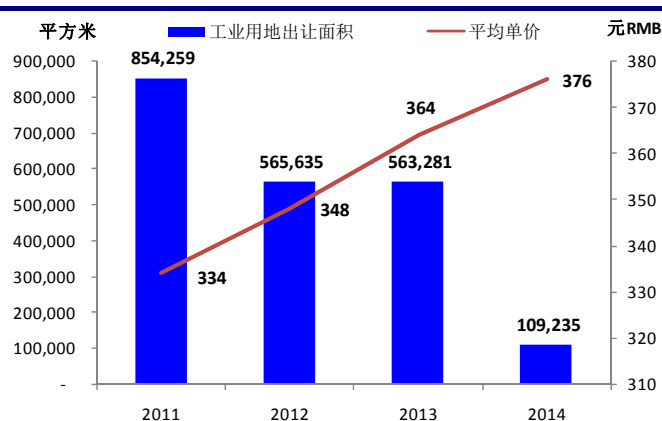
图表 9：产业市镇开发流程



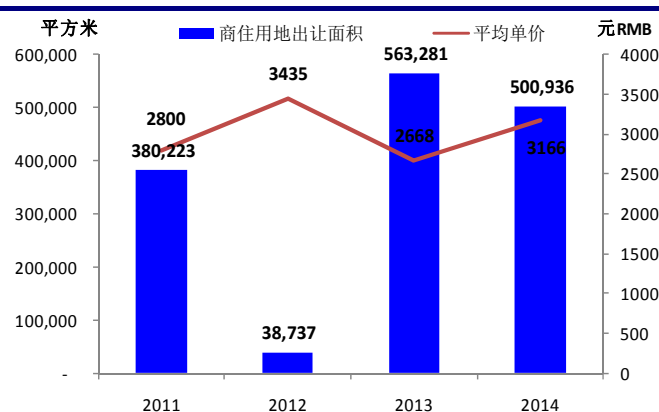
资料来源：公司资料，第一上海整理

中国宏泰自 2011 年开始每年有稳定的工业用地和商住用地出让，且出让均价稳中有升。2014 年出让工业土地面积 10.9 万平米，均价为 376 元每平米，商住用地出让面积为 50 万平米，出让单价为 3166 元每平米。

图表 10：工业土地出让面积及单价



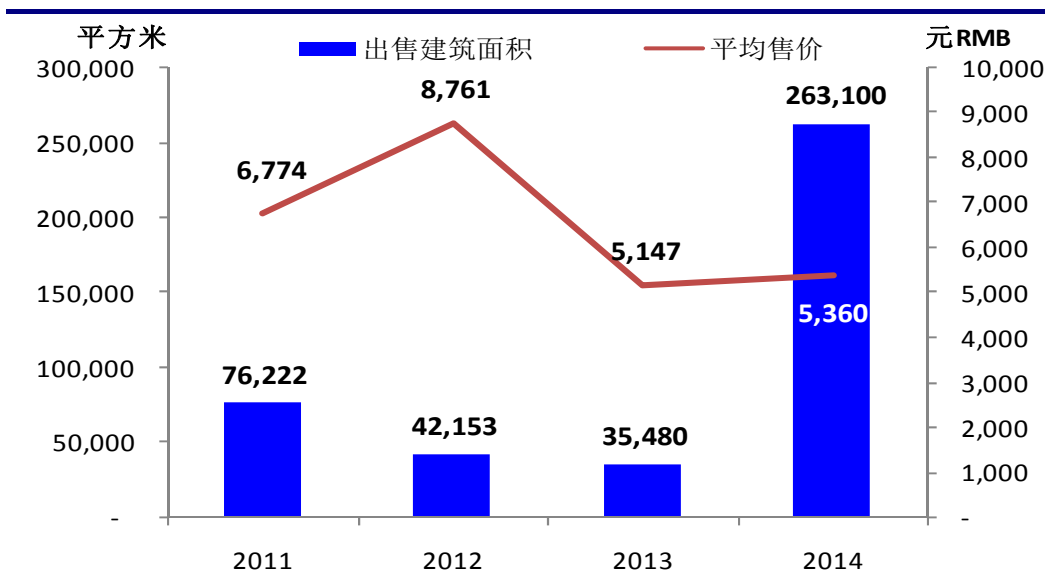
图表 11：商住用地出让面积及单价



资料来源：公司资料，第一上海整理

公司在从事产业市镇业务的同时，利用自身的优势获取低成本的土地，同时房地产开发业务，通过销售商业住宅可以快速回笼资金，降低财务压力。下图是公司 2012-2014 年物业开发业务出售的总建筑面积和销售均价。

图表 12: 商品房销售面积及售价



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

## 龙河高新技术产业产业区

龙河高新技术产业产业区, 位于河北省廊坊市南部, 距离北京及天津 50 公里和 80 公里, 有到北京直达的高铁。廊坊市是京津冀地区的重点开发城市, 该园区邻近综合交通枢纽, 连接海陆空交通及高速公路路网, 主要包括京沪高铁、首都国际机场、北京首都第二机场、天津港等。目前已经入驻的大型企业有富士康, 普洛斯, 恒大地产等。

目前, 已出让的商住用地面积达到 181.6 万平米, 占总可出让面积的 17.6%; 出让工业用地面积 292 万平米, 占总可出让面积的 31.7%。仍然有大量土地可供未来年份出让。

图表 13: 龙河高新技术产业产业区土地出让情况

| 分类（单位：平方米） |         | 规划占地面积     | 已出让占地面积   | 占总土地面积比例 |
|------------|---------|------------|-----------|----------|
| 可出让        | 住宅区及商业区 | 10,288,300 | 1,816,601 | 17.6%    |
|            | 产业区     | 9,205,500  | 2,922,740 | 31.7%    |
| 非出让        | 道路      | 4,431,300  |           |          |
|            | 绿化空间    | 4,074,900  |           |          |

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 14：龙河高新技术产业产业区示意图

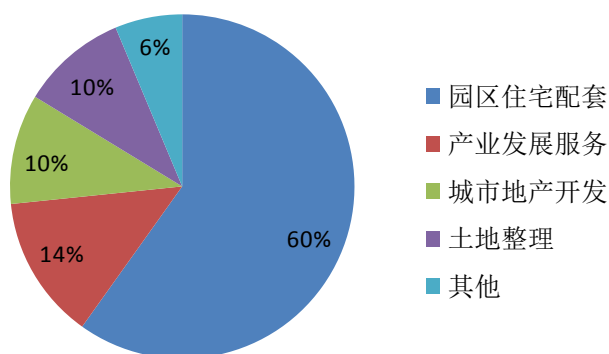


资料来源：公司资料，第一上海整理

## 与华夏幸福的对比

华夏幸福基业股份有限公司，简称“华夏幸福”，是一家在上海交易所主板上市的公司，股票代码 600340。与中国宏泰类似，华夏幸福也是一家产业新城运营商，业务模式与中国宏泰类似。目前主要业务在环渤海和长三角区域开展，包括河北省廊坊市、张家口市、秦皇岛市等。目前已投入运营的特色园区有 8 个，处于规划定位阶段园区有 16 个。

图表 19：华夏幸福的营收构成



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表20从营运数据方面对中国宏泰和华夏幸福进行对比。由于华夏幸福成立时间较早且拥有项目数量和规模更大，其营收比中国宏泰要大，但是毛利率和净利率都相对较低。华夏幸福的ROE高于中国宏泰，但ROA更低。从估值水平来看，目前华夏幸福PE接近20，而中国宏泰PE接近6，中国宏泰是港股市场里面稀缺的产业市镇运营商，并有京津冀一体化催化剂，估值有很大提升空间。

图表 20：中国宏泰 VS 华夏幸福 (2014 年年报数据)

| 单位：（亿元 RMB） | 中国宏泰 6166 | 华夏幸福 600340 |
|-------------|-----------|-------------|
| 营业收入        | 23.9      | 268.9       |
| 净利润         | 7         | 35.4        |
| 毛利率         | 47%       | 31%         |
| 净利率         | 29%       | 14%         |
| ROE         | 28%       | 36%         |
| ROA         | 10%       | 5%          |
| PE          | 5.9       | 19.8        |
| PB          | 1.9       | 7.2         |
| 总市值         | 48.5      | 750.9       |

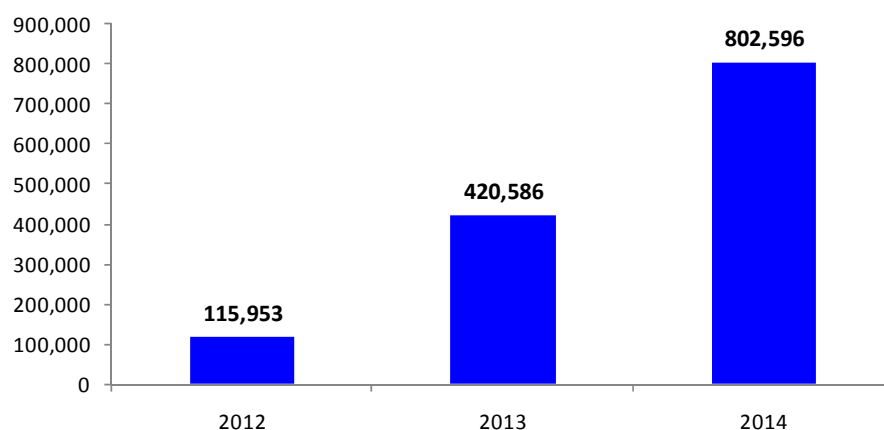
资料来源：公司资料，第一上海整理

## 财务分析

财务状况稳定

公司在2014年8月上市后财务结构得到优化，后续融资渠道增多。截止2014年年底，公司持有现金8亿元人民币，净负债率为84%，财务状况稳定。

图表 15：公司持有现金

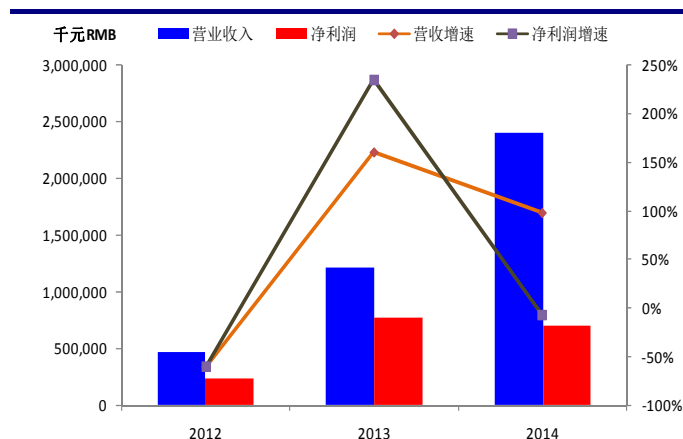


资料来源：公司资料，第一上海整理

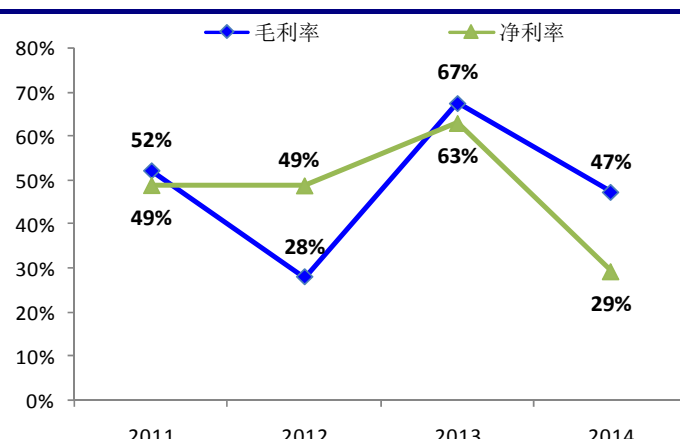
营业收入保持高速增长

公司的营业收入主要来自工业土地和商住用地的出让，自2012年以来，公司的营业收入连续保持增长。随着公司签约新项目，可出让的工业用地和商住用地也随之增多，可保证公司营收的稳定和增长。

图表 16: 营业收入和净利润



图表 17: 毛利率和净利率

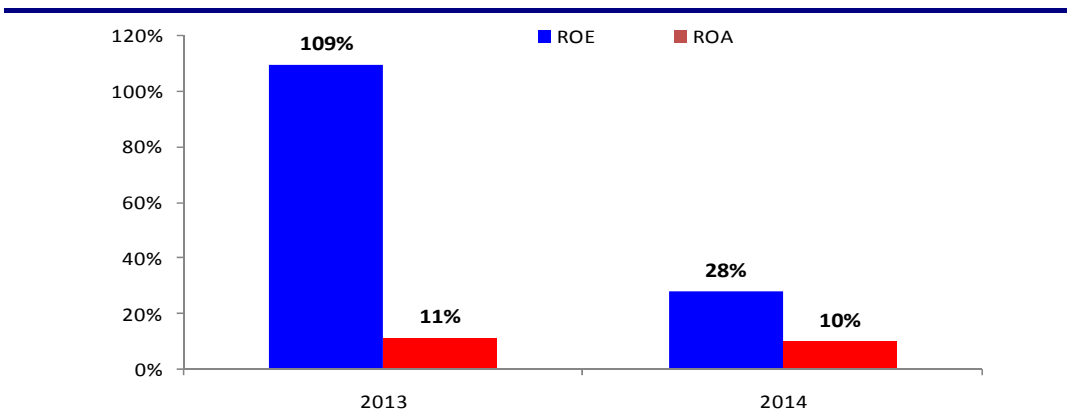


资料来源： 公司资料，第一上海整理

### 高于行业平均水平的毛 利率和净利率

公司2014年毛利率和净利率分别为47%和29%，高于行业平均水平。按业务区分，公司的产业市镇开发业务的毛利率可以达到80%以上，物业开发业务的毛利率可以达到20%左右。随着土地价格不断上涨，未来公司的毛利率净利率由进一步提升的可能。

图表 18: ROE 和 ROA



资料来源：公司资料，第一上海整理

### 逐步稳定的 ROE 和 ROA

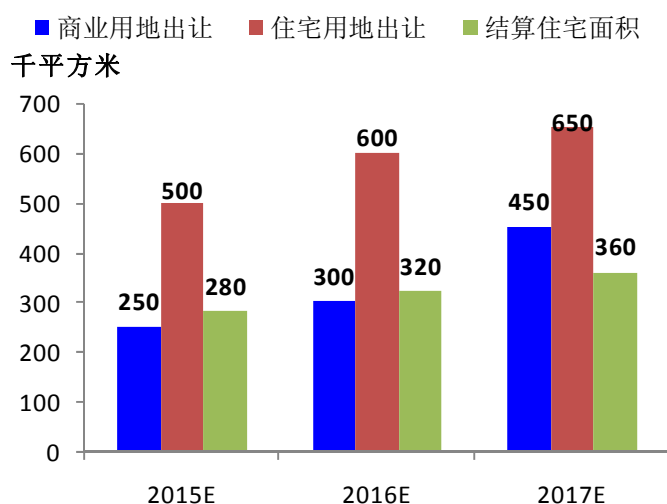
公司2014年的ROA为10%，与2013年基本持平，2014年ROE为28%，2013年ROE高达109%的主要原因是公司在2014年8月份才在香港联交所上市，扩大了股本规模。随着龙河高新技术产业产业区的成熟，以及公司增加的新项目，公司的ROE和ROA将维持稳定。

## 盈利预测分析

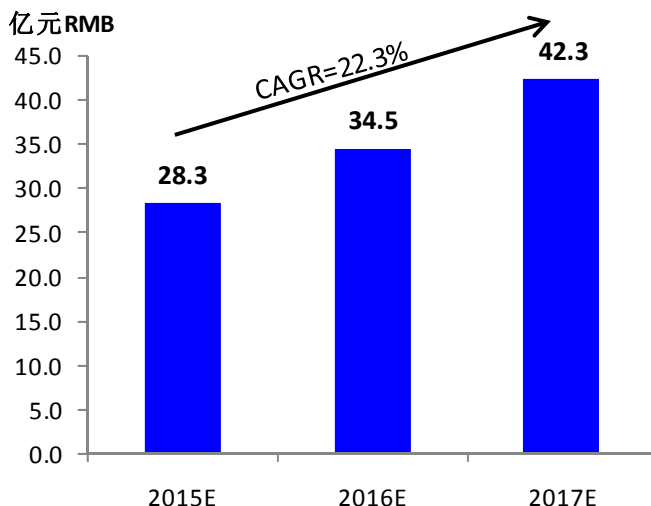
我们预计中国宏泰的营业收入将会保持稳定增长，主要原因有：1) 廊坊龙河高新技术产业产业区已经发展成熟，每年有稳定的土地出让计划；2) 公司在2014年新

获取的张家口项目也正在推进过程中，预计到2016开始有土地出让贡献；3）公司上市后，财务实力和公司品牌得到加强，将能获取更多的产业市镇项目，并对公司的营收产生贡献。按照业务划分，公司的营业收入主要来自土地出让和住宅业务，我们预计公司15-17年出让的工业用地分别为25、30、和45万平方米，出让的商住用地分别为50、60和65万平方米，结算的住宅面积分别为28、32和36万平方米，据此测算出15-17年营业额分别为28.3、34.5和42.3亿元，年复合增长率达到22.3%。

图表 19：2015-2017 年土地出让



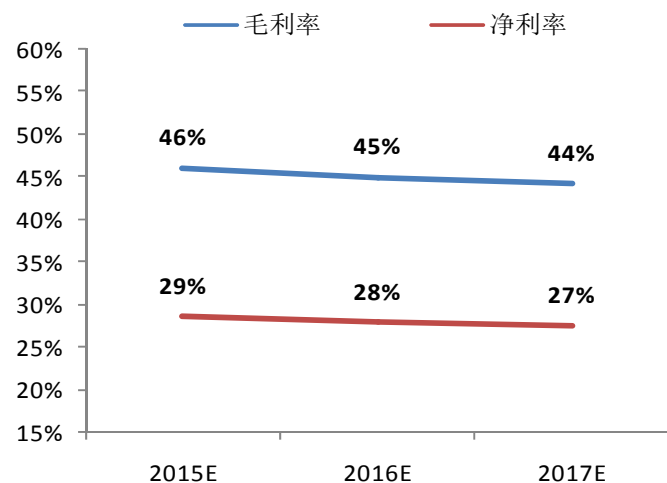
图表 20：2015-2017 营业收入



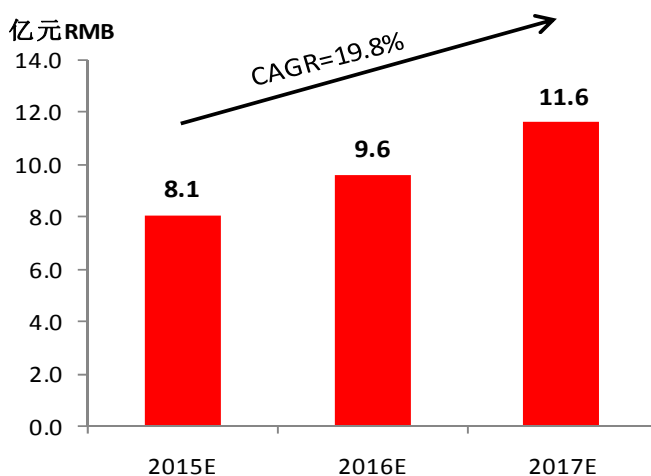
资料来源：公司资料，第一上海整理

在利润率方面，由于获取了新的产业市镇项目，前期投入比较大，公司的毛利率会有所降低，而行政费用，营销费用也随着公司业务的扩展而提升，土地出让的营收和住宅结算的营收比例维持稳定，我们预测公司2015-2017的利润率将保持稳定。

图表 21：2015-2017 利润率



图表 22：2015-2017 净利润



资料来源：公司资料，第一上海整理

## 目标价为 5.26 港元，首次给予买入评级

目标价为 5.26 港元，首次给予买入评级。根据公司的业务发展规划和项目进展，我们预计公司15-17年营业额分别为28.3、34.5和42.3亿元，净利润分别为8.1、9.6和11.6亿元。我们给予其5.26港元的目标价，相当于15年和16年7.3和6.1倍的市盈率，上升潜力为45%，首次给予买入的评级。

图表 23：估值对比

| 代码     | 公司名称 | 股价   | 市值     | PE   | PB  |
|--------|------|------|--------|------|-----|
| 06166  | 中国宏泰 | 3.7  | 48.5   | 5.3  | 1.9 |
| 03900  | 绿城中国 | 10.3 | 177.7  | 8.5  | 0.7 |
| 01918  | 融创中国 | 10.0 | 271.8  | 8.3  | 1.6 |
| 600340 | 华夏幸福 | 28.4 | 750.9  | 20.8 | 8.0 |
| 600383 | 金地集团 | 13.7 | 614.9  | 15.3 | 1.9 |
| 600048 | 保利地产 | 12.4 | 1332.1 | 10.3 | 2.1 |

资料来源：彭博，第一上海整理

## 风险提示

- 中国宏观经济增速放缓，工业用地及商住用地需求量减少，公司可能出让土地不成功
- 公司项目主要集中在河北廊坊、张家口以及安徽滁州，公司可能无法顺利扩展至新城市新地区
- 公司部分收益来源于地方政府支付的费用，可能会由于地方政府的预算变动或其他原因延期和改变
- 公司的一部分收益受到产业市镇内企业客户缴纳的税额影响

## 附录 1：主要财务报表

| 损益表                |       |        |        |        |        | 财务分析               |        |        |       |       |       |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <百万港元>，财务年度截至<十二月> |       |        |        |        |        | <百万港元>，财务年度截至<十二月> |        |        |       |       |       |
|                    | 2013  | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |                    | 2013   | 2014   | 2015E | 2016E | 2017E |
| 收入                 | 1,213 | 2,391  | 2,833  | 3,455  | 4,233  | 增长率 (%)            |        |        |       |       |       |
| -产业市镇开发            | 1,025 | 1,046  | 1,263  | 1,558  | 1,919  | 收入                 | 159.5% | 97.1%  | 18.5% | 22.0% | 22.5% |
| -物业开发              | 177   | 1,332  | 1,554  | 1,880  | 2,295  | 经营利润               | 512.2% | 25.0%  | 15.3% | 18.3% | 19.8% |
| 销售成本               | -395  | -1,263 | -1,528 | -1,902 | -2,362 | 净利润                | 234.8% | -8.2%  | 15.4% | 19.0% | 20.6% |
| 毛利                 | 818   | 1,128  | 1,305  | 1,554  | 1,872  | 每股盈利               | N/A    | -17.0% | 15.4% | 19.0% | 20.6% |
| 其他收入               | 100   | 26     | 27     | 27     | 27     | 盈利分析 (%)           |        |        |       |       |       |
| 销售费用               | -32   | -42    | -48    | -59    | -72    | 毛利率                | 67.5%  | 47.2%  | 46.1% | 45.0% | 44.2% |
| 行政费用               | -62   | -82    | -96    | -117   | -144   | 经营利润               | 67.9%  | 43.1%  | 41.9% | 40.7% | 39.8% |
| 经营利润               | 824   | 1,030  | 1,188  | 1,405  | 1,683  | 净利润率               | 62.9%  | 29.3%  | 28.5% | 27.8% | 27.4% |
| 利息支出               | -69   | -112   | -123   | -135   | -149   | 其他 (%)             |        |        |       |       |       |
| 联营公司收入             | -4    | -4     | -4     | -4     | -4     | 有效税率               | 4.5%   | 24.8%  | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 特殊项目               | 49    | 18     | 18     | 18     | 18     | 派息比率               | N/A    | 24.0%  | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 税前利润               | 799   | 932    | 1,078  | 1,283  | 1,548  | ROE                | 109.4% | 28.0%  | 28.9% | 31.0% | 34.1% |
| 税项                 | -36   | -231   | -270   | -321   | -387   | ROA                | 11.3%  | 10.1%  | 10.7% | 11.5% | 12.5% |
| 少数股东权益             | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      | 流动比率(倍)            | 1.3    | 1.8    | 1.9   | 1.8   | 1.8   |
| 净利润                | 763   | 701    | 809    | 962    | 1,161  | 估值                 |        |        |       |       |       |
| 派息                 | 0     | 168    | 202    | 241    | 290    | PE (x)             | 4.71   | 5.67   | 4.91  | 4.13  | 3.42  |
| 未分配利润              | 763   | 533    | 607    | 722    | 871    | P/B (x)            | 5.15   | 1.59   | 1.42  | 1.28  | 1.17  |
| 每股盈利 (元)           | 0.60  | 0.50   | 0.58   | 0.69   | 0.83   | 息率 (%)             | 0.0%   | 4.2%   | 5.1%  | 6.1%  | 7.3%  |
| 每股派息 (元)           | 0.00  | 0.12   | 0.14   | 0.17   | 0.21   |                    |        |        |       |       |       |

| 资产负债表              |        |       |       |       |       | 现金流量表              |      |        |       |       |       |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------------------|------|--------|-------|-------|-------|
| <百万港元>，财务年度截至<十二月> |        |       |       |       |       | <百万港元>，财务年度截至<十二月> |      |        |       |       |       |
|                    | 2013   | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |                    | 2013 | 2014   | 2015E | 2016E | 2017E |
| 现金及现金等价物           | 421    | 803   | 814   | 910   | 972   | 经营利润               | 799  | 932    | 1,078 | 1,283 | 1,548 |
| 应收账款               | 463    | 444   | 515   | 615   | 740   | 折旧                 | 3    | 4      | 4     | 5     | 5     |
| 存货                 | 4,181  | 4,401 | 4,854 | 5,370 | 5,959 | 营运资金变动             | -294 | -1,001 | -335  | -347  | -377  |
| 其他流动资产             | 693    | 367   | 367   | 367   | 367   | 税项                 | -19  | -114   | -100  | -150  | -250  |
| 递延税项资产             | 21     | 26    | 31    | 38    | 46    | 其他                 | -75  | 69     | -43   | -53   | -63   |
| 其他长期资产             | 2      | 33    | 38    | 46    | 56    | 经营现金流              | 415  | -111   | 605   | 737   | 863   |
| 联营公司资产             | 212    | 90    | 90    | 90    | 90    | 资本开支               | -191 | -82    | -300  | -300  | -400  |
| 固定资产               | 761    | 777   | 854   | 938   | 1,030 | 关联公司投资             | 522  | 37     | -10   | -10   | -10   |
| 总资产                | 6,754  | 6,940 | 7,564 | 8,374 | 9,259 | 其他                 | -264 | 327    | 30    | 40    | 50    |
| 短期贷款               | 1,966  | 1,816 | 1,916 | 2,016 | 2,116 | 投资现金流              | 68   | 282    | -280  | -270  | -360  |
| 应付账款               | 1,499  | 1,032 | 1,223 | 1,491 | 1,827 | 债务变动               | 117  | -324   | 200   | 200   | 200   |
| 其他流动负债             | 1,138  | 453   | 386   | 453   | 564   | 派息                 |      |        |       |       |       |
| 长期贷款               | 1,427  | 1,094 | 1,194 | 1,294 | 1,394 | 其他                 | -294 | 533    | -311  | -331  | -351  |
| 递延税项               | 25     | 45    | 45    | 45    | 45    | 融资现金流              | -177 | 209    | -111  | -131  | -151  |
| 其他长期负债             | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 现金变动               | 305  | 381    | 214   | 336   | 352   |
| 总负债                | 6,056  | 4,439 | 4,763 | 5,299 | 5,946 | 汇兑变动               | -0   | 1      | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益               | 698    | 2,501 | 2,801 | 3,101 | 3,401 | 初期现金               | 116  | 421    | 803   | 814   | 910   |
| 少数股东权益             | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 末期现金               | 421  | 803    | 814   | 910   | 972   |
| 合计                 | 698    | 2,501 | 2,801 | 3,101 | 3,401 | 调整                 |      |        |       |       |       |
| 净负债率               | 425.9% | 84.3% | 82.0% | 77.4% | 74.6% | 现金及现金等价物           | 421  | 803    | 814   | 910   | 972   |
| 每股净资产(元)           | 0.55   | 1.79  | 2.00  | 2.22  | 2.43  |                    |      |        |       |       |       |

资料来源：公司资料、第一上海预测

**披露事项：**第一上海或其联营机构曾担任中国宏泰（06166）证券发售的联席账簿管理人及联席牵头经办人。

（第一上海指第一上海证券有限公司）

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作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或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。