



买入

44% ↑

目标价格:人民币 8.05

原评级:持有

原目标价格:人民币 5.00

002305.CH

价格:人民币 5.60

目标价格基础: 17 倍 2015 年市盈率

板块评级:增持

南国置业

携手房融探索互联网+, 与电建整合或将加快

南国置业昨日公告与房产互联网公司武汉房融签订《战略合作协议》, 全力打造“互联网+商业地产”模式; 另外, 3月更高级别的电建地产党委副书记薛志勇上任南国总经理, 利于南国获得更充分的支持; 同时, 从近期南国总经理更换、控股股东拟增持、昭觉寺项目并表以及大股东等比例参与定增等事件来看, 电建地产对于南国置业重视程度正逐步增加, 预计后续双方的资源整合节奏将加快, 而目前电建地产超 700 万平米土储及 200 亿元的年销售能力将赋予较大整合空间, 预计将推动南国后续销售及业绩快速增长; 此外, 公司依靠优秀的商业管理能力, 将打造轻资产的管理输出模式, 塑造另一可持续发展的业绩贡献点。我们看好公司后续与电建的整合, 上调 15-17 年销售收入预测, 并分别上调同期每股收益预测分别至 0.47 元、0.66 元和 0.85 元, 目前 15 年市盈率仅 11.8 倍, 上调目标价至 8.05 元, 相当于 17 倍 15 年市盈率以及 36% 的净资产溢价, 评级由持有上调至买入。

支撑评级的要点

- **携手武汉房融网, 打造“互联网+商业地产”模式。** 7月13日, 公司与武汉房融签订《战略合作协议》, 后者为一家拟在全国中小企业股份转让系统挂牌的房产金融电子商务服务供应商, 双方约定将在互联网金融服务、互联网技术服务、增资入股三方面合作, 公司将借此整合线上线资源、打造全方位满足业主、商户、银行相关合作机构的金融云平台, 探索互联网+商业地产的模式。
- **南国更高级别管理层上任, 加速电建与南国的资产整合。** 今年3月, 级别更高的电建地产党委副书记薛志勇上任南国置业总经理, 有利于南国获得大股东更充分的支持, 并将加快电建与南国的资产整合速度。此外, 薛总在上任的近4个月中, 已经成功牵头中印文化合作项目以及若干拿地项目等, 对公司推动作用显著。
- **多事件预示整合或将加速, 预计后续销售及业绩快速增长。** 目前电建地产超 700 万平米土储及 200 亿元年销售能力, 远大于目前南国近 180 万平米土储及 20-30 亿元的年销售规模, 若整合南国业绩增长将大幅加速; 同时, 从近期南国总经理更换、控股股东拟增持、昭觉寺项目并表以及大股东等比例参与定增等事件来看, 电建地产对南国置业重视程度正逐步增加, 预计后续双方的资源整合节奏将加快。
- **依靠优秀的商业管理能力, 打造轻资产的管理输出模式。** 南国置业是一家以城市综合体及专业家具卖场为主要产品线的商业地产开发及管理运营公司, 形成自己独特的商业地产开发运营模式, 包括持有、销售、租售并举和售后包租。基于公司优秀的商业地产管理能力, 公司后续也计划将打造轻资产的商业地产管理输出模式, 有望塑造另一个可持续发展的业绩贡献点。

评级面临的主要风险

- 公司与大股东的整合进度慢; 武汉商业地产竞争恶化。

估值

- 我们看好公司后续与电建的整合, 上调 15-17 年销售收入预测, 并分别上调同期每股收益预测分别至 0.47 元、0.66 元和 0.85 元, 目前 15 年市盈率仅 11.8 倍, 目标价由 5.00 元上调至 8.05 元, 相当于 17 倍 15 年市盈率以及 36% 的净资产溢价, 评级由持有上调至买入。

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)	1,655	2,647	3,723	5,186	6,742
变动(%)	(25.1)	59.9	40.6	39.3	30.0
净利润(人民币百万)	541	491	689	958	1,240
全面摊薄每股收益(人民币)	0.372	0.338	0.474	0.659	0.853
变动(%)	21.3	(9.2)	40.3	39.1	29.5
先前预测每股收益(人民币)			0.424	0.530	
调整幅度(%)			11.7	24.3	
市盈率(倍)	15.1	16.6	11.8	8.5	6.6
每股现金流量(人民币)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.2)	(0.7)
价格/每股现金流量(倍)	(8.5)	(11.9)	(12.3)	(25.6)	(8.0)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.7	21.9	17.0	13.5	12.0
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
股息率(%)	1.4	1.2	1.7	2.3	3.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	14.9	(54.8)	(25.3)	43.1
相对深证成指	5.4	(24.5)	(14.5)	(31.9)

发行股数(百万)	1,454
流通股(%)	75
流通股市值(人民币百万)	6,130
3个月日均交易额(人民币百万)	296
15年末净负债比率(%)	132
15年末每股评估净资产值(人民币)	5.93
主要股东(%)	
电建地产	41

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2015 年 7 月 13 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) 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

携手武汉房融网，打造“互联网+商业地产”模式

2015年7月13日，公司公告与武汉房融金融服务有限公司（以下简称“武汉房融”）就双方建立多层次、全方位的信息沟通机制，并利用各自资源进行广泛的业务交流与对接、整合等方面签订《战略合作协议》，以此期望整合公司线上线下资源、打造全方位满足业主、商户、银行相关合作机构的金融云平台。并公司公告将于7月14日复牌。

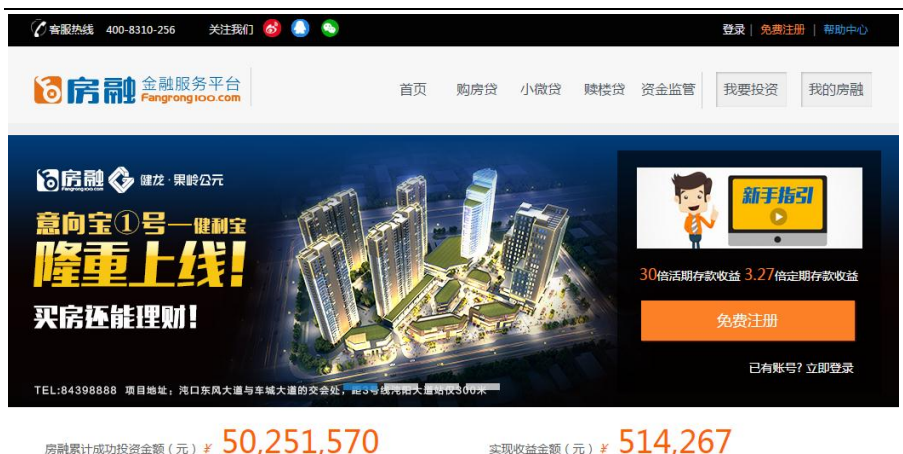
本次双方合作内容主要包括3个方面：1) 互联网金融服务：武汉房融为公司提供房产物联网金融产品，以提高客户转换效率并降低购房门槛；2) 互联网技术服务：为助力公司提升效率并实现互联网+商业地产的设想，武汉房融向公司提供互联网技术支持；3) 入股合作：公司在武汉房融完成内部整改后，对目标公司增资入股，具体内容另行协商确定。

武汉房融是一家拟在全国中小企业股份转让系统挂牌的房产金融电子商务服务供应商，拥有十多年房产、金融经验和专业服务团队，凭借自主开发的房产金融云平台，通过移动作业流程管理和业务决策支持系统，构建标准化服务流程和规范化服务体系，为房产金融相关的上下游客户提供真实、高效、精准的线上与线下服务，目前主要业务产品包括：购房贷、小微贷和赎楼贷等。此外，值得一提的是，武汉房融大股东原任职于武汉房地局，房产互联网化的资源优势较强，并且目前武汉房融已经与百易居等1,200余家中介机构合作，与多家银行、武汉公积金中心合作。

而反观公司，作为一家有望成功形成管理输出的模式的商业地产公司而言，公司无论是为了促进目前销售效率，还是为了整合公司业主和商户等资源，互联网技术都是不错的选择方向。因而，武汉房融对于公司探索“互联网+商业地产”模式而言也将是一个不错的合作对象。

总体而言，本次公司与武汉房融合作，将便于公司整合线上线下资源、打造全方位满足业主、商户、银行相关合作机构的金融云平台部署出发，以此实现互联网+商业地产的设想，加快拓展公司发展平台，增强公司竞争力之目的。

图表 1. 武汉房融官方网站 (<http://www.fangrong100.com/>)



资料来源：武汉房融官方网站，中银国际研究

图表 2. 南国置业与武汉房融签订合作协议的主要内容

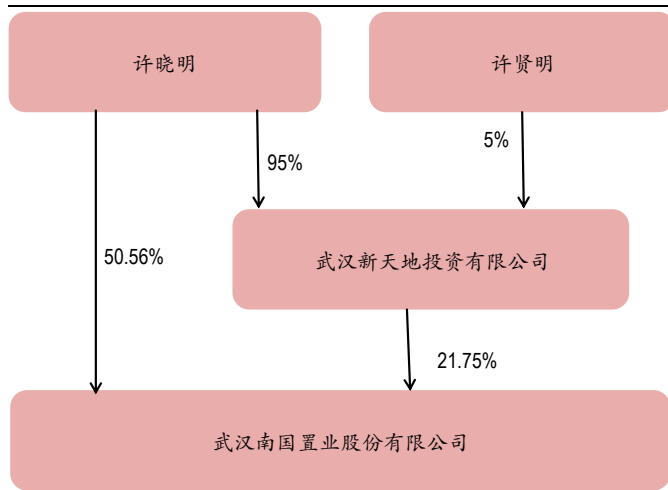
序号	合作方式	主要内容
1	互联网金融服务	由武汉房融为公司所属楼盘提供意向宝、首付贷、众筹宝、装修贷、消费贷等互联网金融创新业务，以提高客户转换效率并降低购房门槛。
2	互联网技术服务	为助力公司提升效率并实现互联网+商业地产的设想，武汉房融向公司开放已开发的房系统、融系统为公司提供交易环节及交易后环节的技术支持，并根据公司业务流的个性需求，开发及维护其他需要的 PC 端及移动端的互联网技术产品。
3	入股合作	公司在武汉房融完成内部整改后，对目标公司增资入股，具体内容另行协商确定。
4	其他	双方建立多层次、全方位的信息沟通机制，并利用各自资源进行广泛业务交流与对接、整合。

资料来源：公司公告，中银国际研究

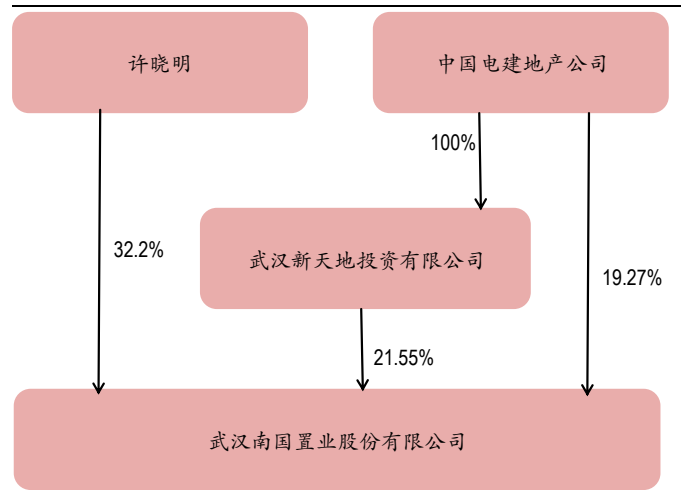
南国对电建业绩贡献与日俱增，受到电建重视在情理之中

2012 年 12 月，南国置业出于优化股权结构以及长远战略的考虑成功引入了央企中国电建地产，并且原实际控制人徐晓明通过两次股权转让后，于 2013 年 6 月，电建地产正式成为公司的控股股东，并于 2014 年进一步通过部分要约收购的方式实现了控股，对公司的持股比例上升至目前的 40.82%，由此，公司也正式成为了大型央企中国电建旗下的唯一地产上市公司。

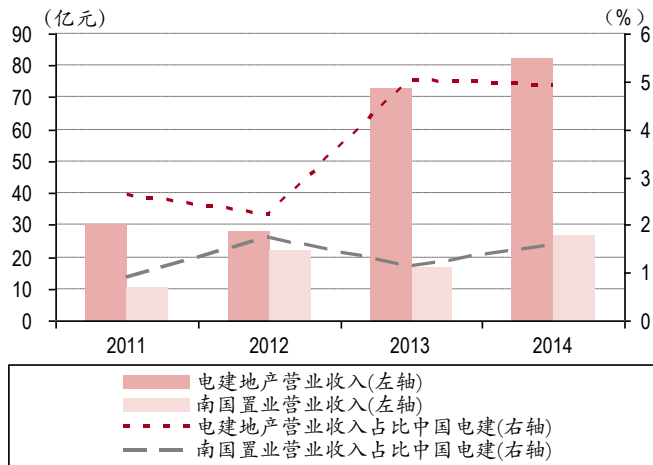
南国置业也正式从 2013 年并表电建地产，从而使得 2013 年的电建地产的营业收入大幅增长 161%，同期营业收入占中国电建比例也分别由 2012 年的 2.2% 大幅提升至 5.0%，但净利润端的表现由于电建地产自身地产结算业绩表现较差也并没有太大改善。但不可否认的是，南国置业对于电建地产的业绩贡献作用较大，2013-14 年前者占比后者净利润分别高达 66% 和 91%。因而，从业绩贡献这个角度而言，南国置业后续获得电建地产重视也在情理之中。

图表 3. 股份转让前南国置业股权结构


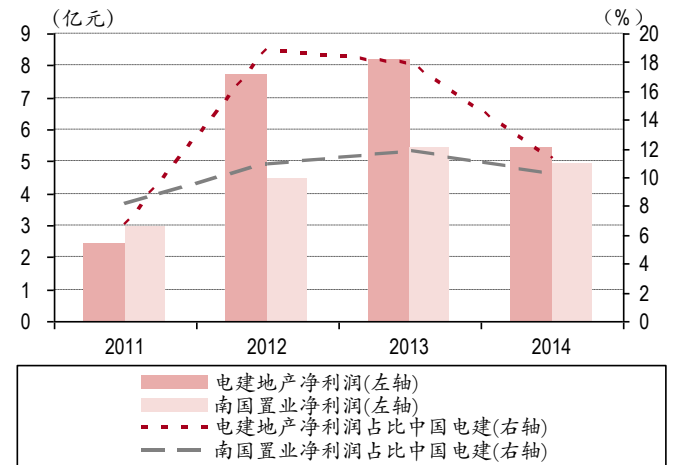
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 4. 股份转让后南国置业股权结构


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 5. 电建地产与南国置业营业收入情况


资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 6. 电建地产与南国置业净利润情况


资料来源: 公司公告, 中银国际研究

电建地产土储丰富, 补足南国项目拓展的短板

电建地产是国资委鼓励和支持发展房地产业务的 16 家央企之一, 拥有房地产开发企业一级资质, 资信等级 AAA 级。开发地区主要围绕各工程局所在二线城市及周边地区和三、四线城市, 包括北京、天津、成都、武汉、长沙、绵阳、都江堰等, 开发项目主要为城市栖居型和改善型产品, 以适当高端住宅和城郊享受型产品为补充, 目标消费群体以中青年为主。根据电建地产公开信息, 估算目前电建地产土地储备超 700 万平方米。而南国置业作为电建地产控股的上市平台, 未来在资产整合过程中将全方面受益。

销售方面, 根据 CRIC 数据, 电建地产 14 年签约销售 169 亿元, 同比增长 64%, 位列 CRIC 克而瑞发布的《2014 年中国房地产企业销售 TOP100》排行榜第 43 位, 15 年上半年销售 80 亿元, 位列 43 位, 预计 15 年全年签约销售将达 200 亿元。而目前南国置业年销售额在 20-30 亿元水平, 未来南国在内生性增长之外, 也将有望在电建集团资产整合过程获益而业绩和销售因项目注入而获得更高速增长。

但在过去 2 年半中, 虽然电建地产控股南国置业在有序推进当中, 但市场所预期的电建地产对于南国置业的重点打造, 尤其是项目资源注入方面的进展和力度一直低于预期。

图表 7. 电建地产主要开发房地产项目 (包括开发完毕项目)

项目名称	城市	建筑面积 (万平方米)	建筑形式	销售情况
电建地产·泷悦长安	北京	17	别墅、高层	预售
西山艺境	北京	456	洋房、联排、叠拼、平墅	在售
格林云墅	北京	130	洋房、叠拼	在售
电建地产·云立方(北京)	北京	12	板塔结合	售完
电建地产·海赋国际	北京	12	板楼、小高层	售完
电建地产·美立方(北京)	北京	16	高层	售完
电建地产·北郡嘉源	北京	12	限价房,板塔结合,高层	售完
电建地产·青云阶	成都	35	别墅、联排、叠拼、洋房	售完
电建地产·美立方(成都)	成都	170	塔楼、高层	在售
电建地产·云立方(成都)	成都	570	高层	在售
中国水电大厦	成都	73	高层	售完
电建地产·泛悦国际	成都	7	板塔结合、高层	在售
电建地产·海赋长兴	绵阳	669	高层商住小区	售完
电建地产·海赋外滩(绵阳)	绵阳	10	超高层城市综合体	售完
电建地产·长兴太阳城	绵阳	38	高层、多层洋房居住小区	在售
电建地产·湘熙水郡	长沙	65	高层	在售
电建地产·星湖湾	长沙	32	高层	在售
卢浮原著	长沙	43	别墅、高层	在售
电建地产·星城映象	长沙	19	高层	售完
电建地产·海赋江城·天韵(武汉)	武汉	210	高层	预售
电建地产·盛世江城(武汉)	武汉	62	超高层	预售
万锦江城	武汉	27	高层	售完
电建地产·观府壹号	贵阳	40	高层、洋房、别墅	在售
电建地产·观山湖1号	贵阳	120	高层、洋房	售完
电建地产·海赋尚品	上海	41	花园洋房	预售
电建地产·海赋尚城	南京	34	板楼、高层	在售
电建地产·金檀	昆明	13	高层	售完
电建地产·海赋外滩(抚顺)	抚顺	71	高层	售完
电建地产·首郡	唐山	44	高层、小高层	在售

资料来源: 电建地产官方网站, 中银国际研究

图表 8. 2011 年中国电建上市当时电建地产土地储备情况

土地处置方式	土地宗数 (宗)	土地面积 (万平方米)
作价出资土地	268	428
出让土地	195	263
保留划拨土地	19	90
国有租赁土地	1	1
维持现状的划拨土地	1	2
合计	484	783

资料来源: 2011 年中国电建招股说明书, 中银国际研究

图表 9. 电建地产与南国置业项目合作情况

项目名称	建筑面积 (万平方米)	南国权益 (%)	电建地产 (%)	合作方式
成都泛悦国际	17.5	40	60	公司主导商业部分, 水电主导住宅部分
成都昭觉寺项目	36.31	41	19	电建地产将占总股本 10% 的表决权委托给南国置业, 南国置业可合并财报

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

电建及董监高拟增持，表明对公司未来发展的坚定信心

2015年7月13日，公司公告基于对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可，公司控股股东电建地产及公司相关董事、监事、高管计划自2015年7月13日起的未来六个月内，择机增持公司股票。

其中，控股股东电建地产作为一家负责任的央企，拟通过二级市场增持不超过公司总股本2%的股份。并且参与本次增持计划的公司控股股东及董事、监事、高管承诺：在增持期间及在增持完成后6个月内不减持本公司股份。

由于近期市场系统性风险的影响，本次控股股东电建地产以及董监高的增持计划，更加表明了电建地产对于南国置业的重视以及未来发展的坚定信心。

南国更高级别管理层上任，加速电建与南国的资源整合

我们认为，除了南国置业对于电建地产业绩贡献的逐渐增大，对电建和南国之间的资源整合给予电建地产充分的理由，而近期南国总经理的更换则显示了电建地产的主动性大大加强，或为推动两者资源整合的转折点。

2015年3月，现任电建地产党委副书记薛志勇上任南国置业总经理（历任负责电建地产核心业务，位列电建地产副总第一位），同时原先南国置业总经理许建辉离任（历任负责电建地产非核心业务），更高级别的电建地产高管上任南国置业总经理职位，一方面体现了电建地产对于南国置业业务发展的重视，另一方面，同时也将有利于南国置业获得大股东更加充分的支持，这将加快电建地产与南国置业的资产整合速度。此外，薛总在上任的近4个月中，已经成功牵头中印文化合作项目以及若干拿地项目等，对公司推动作用显著。

2013年，公司与电建地产首次在成都泛悦国际项目展开了合作，标志着南国置业突破湖北省区域限制，实现全国布局的开始。2014年，公司又与电建地产在成都合作了第二个项目昭觉寺项目。两个合作项目上，电建地产在资金和资源方面贡献了很多，但从13年泛悦国际仅主导商业部分（南国持股40%，不并表），到14年底昭觉寺项目南国全面并表（南国持股41%，电建地产委托10%表决权于南国，从而实现南国并表），其中的变化体现了电建地产对于南国置业的栽培力度正逐步加大。

因而，从近期南国总经理更换、控股股东拟增持、昭觉寺项目并表以及大股东等比例参与定增等事件来看，电建地产对南国置业重视程度正逐步增加，预计后续双方的资源整合节奏将加快。

图表 10. 新上任南国总经理薛志勇在电建地产的任职级别更高

职务	姓名	简介
现任总经理	薛志勇	男，1973年出生，中国科学技术大学管理学院投资经济方向博士研究生。先后担任北京中环房地产开发有限公司副总经理、中国水电建设集团中环房地产有限公司总经理助理、党委委员，中国电建地产集团有限公司副总经理、党委委员。现任电建地产党委副书记、党委委员，于2015年3月任本公司董事、总经理。
原总经理	许建辉	男，1970年出生，本科学历。先后担任水电二局团委书记，中国水电建设集团公司总经理工作部总经理秘书、处长，中国水电建设集团房地产有限公司党委工作部主任、房地产业务部综合处长、党委委员、董事会秘书、总经理办公室主任，中国水电建设集团房地产武汉有限公司董事长，武汉荣业公司董事长。本公司董事、总经理，已于2015年3月9日离任。

资料来源：公司公告，中银国际研究

背靠电建多种方式拓展拿地，奠定公司快速成长基础

- 1) 电建地产合作项目：一方面，在增量项目方面，在成都（范悦国际项目和昭觉寺项目）、南京、北京、武汉和上海等地与电建集团合作拿地及开发，并且目前公司已经在成都、北京、南京和上海等地成立了城市公司；另一方面，在存量项目方面，预计电建地产将逐步注入项目，目前昭觉寺项目就是一个较好的范例，预计后续资源注入节奏将有所加快。
- 2) 中印文化合作项目：a) 中印文化在全国多个城市中心区拥有大量的土地资源，多为工业用地，未来双方面将合作开发，其中杭州项目预计今年可以拿地；b) 此外，未来双方也将在文化产业方面展开合作，包括中印文化的品牌资源的引入；c) 中印文化后续将以现金参与公司定增，这将促使双方合作基础更为牢固。
- 3) 自身积累项目：近期主要自身计划拓展项目：a) 武汉长动项目，工业用地，建面 150 万平米，4 号线地铁上盖物业；b) 武汉葛洲坝项目，位于汉口；c) 武汉建一路项目，1 号线地铁上盖物业，建面 20 万平米。

大股东同比例参与定增，显示做强做大南国初心不改

2015 年 5 月 11 日，公司公告拟以不低于 5.64 元/股（持平于目前现价 5.6 元），非公开发行不超过 2.75 亿股，募资 15.5 亿用于南国中心一期、昙华林、雄楚广场、南国中心二期四个房地产项目开发，其中控股股东电建地产拟认购不超过 6.2 亿元，占比 40%，等同于目前电建地产对于南国置业的持股比例 40.82%，等比例参与定增表现了大股东对于南国置业控股地位的重视，也从侧面证明了大股东将打造南国置业作为其地产上市平台的初心不变。

2015 年 6 月 10 日，公司公告非公开发行股票相关事项获得国务院国资委批复，并于 15 年 7 月 8 日，公告非公开发行股票申请获中国证监会受理。

依靠优秀的商业管理能力，打造轻资产的管理输出模式

此外，南国置业是一家以城市综合体及专业家具卖场为主要产品线的商业地产开发及管理运营公司，经过 10 多年的商业地产经验积累，目前已经累计运营商业面积达 60 万平米，并逐步形成自己独特的商业地产开发运营模式，包括持有、销售、租售并举和售后包租，其中公司采用“售后统一委托经营”模式，通过物业所有权和经营权的分离，兼顾了长短期现金流平衡和后期招商问题。随着商业地产管理能力的日趋成熟，公司在 13-14 年中，出租及物业管理费收入分别达到 1.1 亿元和 1.7 亿元，分别大幅增长 81% 和 56%。

而基于公司优秀的商业地产管理能力，公司后续也计划将打造轻资产的商业地产管理输出模式，有望塑造另一个可持续发展的业绩贡献点。

图表 11. 南国置业 2015 年 NAV 估算

	2015 年末
销售业务 (万元)	355,498
出租及运营管理业务 (万元)	98,401
净资产 (万元)	408,029
NAV (万元)	861,927
总股本 (万股)	145,354
每股 NAV (元)	5.93

资料来源：中银国际研究

携手房融探索互联网+, 与电建整合料将加快, 上调评级至买入

南国置业昨日公告与房产互联网公司武汉房融签订《战略合作协议》，全力打造“互联网+商业地产”模式；另外，3月更高级别的电建地产党委副书记薛志勇上任南国总经理，利于南国获得更充分的支持；同时，从近期南国总经理更换、控股股东拟增持、昭觉寺项目并表以及大股东等比例参与定增等事件来看，电建地产对于南国置业重视程度正逐步增加，预计后续双方的资源整合节奏将加快，而目前电建地产超700万平方米土储及200亿元的年销售能力将赋予较大整合空间，预计将推动南国后续销售及业绩快速增长；此外，公司依靠优秀的商业管理能力，将打造轻资产的管理输出模式，塑造另一可持续发展的业绩贡献点。我们看好公司后续与电建的整合，上调15-17年销售收入预测，并分别上调同期每股收益预测分别至0.47元、0.66元和0.85元，目前15年市盈率仅11.8倍，上调目标价至8.05元，相当于17倍15年市盈率以及36%的净资产溢价，评级由持有上调至**买入**。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,655	2,647	3,723	5,186	6,742
销售成本	(1,074)	(1,831)	(2,580)	(3,592)	(4,669)
经营费用	(125)	(140)	(197)	(274)	(356)
息税折旧前利润	459	679	949	1,323	1,721
折旧及摊销	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)
经营利润(息税前利润)	457	677	946	1,320	1,717
净利息收入/(费用)	5	3	(22)	(22)	(27)
其他收益/(损失)	195	22	42	46	50
税前利润	657	701	967	1,344	1,740
所得税	(117)	(210)	(242)	(336)	(435)
少数股东权益	0	0	(36)	(50)	(65)
净利润	541	491	689	958	1,240
核心净利润	541	491	689	958	1,240
每股收益(人民币)	0.372	0.338	0.474	0.659	0.853
核心每股收益(人民币)	0.372	0.338	0.474	0.659	0.853
每股股息(人民币)	0.080	0.067	0.094	0.130	0.168
收入增长(%)	(25)	60	41	39	30
息税前利润增长(%)	(24)	48	40	40	30
息税折旧前利润增长(%)	(24)	48	40	39	30
每股收益增长(%)	21	(9)	40	39	29
核心每股收益增长(%)	21	(9)	40	39	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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	657	701	967	1,344	1,740
折旧与摊销	2	2	3	3	4
净利息费用	(5)	(3)	22	22	27
运营资本变动	(1,313)	(1,165)	(1,372)	(1,306)	(2,296)
税金	(117)	(210)	(242)	(336)	(435)
其他经营现金流	(179)	(7)	(42)	(46)	(52)
经营活动产生的现金流	(955)	(682)	(664)	(318)	(1,012)
购买固定资产净值	(3)	(2)	0	0	0
投资减少/增加	123	(766)	18	25	32
其他投资现金流	(0)	0	150	(157)	(172)
投资活动产生的现金流	120	(768)	167	(132)	(140)
净增权益	54	10	0	0	0
净增债务	1,055	1,474	817	1,195	1,992
支付股息	(401)	(543)	(136)	(189)	(245)
其他融资现金流	159	101	150	(157)	(172)
融资活动产生的现金流	867	1,042	830	850	1,575
现金变动	32	(408)	334	399	424
期初现金	1,058	1,090	683	1,017	1,416
公司自由现金流	(835)	(1,449)	(496)	(450)	(1,151)
权益自由现金流	220	24	320	745	840

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	1,231	723	1,017	1,416	1,841
应收帐款	616	1,482	2,085	2,904	3,775
库存	5,439	6,936	8,191	9,336	11,462
其他流动资产	631	372	524	729	948
流动资产总计	7,917	9,513	11,817	14,385	18,026
固定资产	6	34	29	27	24
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	89	894	1,227	1,679	2,160
长期资产总计	95	929	1,256	1,706	2,184
总资产	8,012	10,442	13,073	16,091	20,210
应付帐款	662	1,392	1,960	2,728	3,546
短期债务	1,209	3,745	4,562	5,757	7,749
其他流动负债	606	445	625	871	1,133
流动负债总计	2,476	5,582	7,147	9,356	12,427
长期借款	2,909	1,846	1,846	1,846	1,846
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	966	969	1,454	1,454	1,454
储备	1,640	2,024	2,576	3,345	4,340
股东权益	2,606	2,993	4,030	4,799	5,794
少数股东权益	22	21	50	91	143
总负债及权益	8,012	10,442	13,073	16,091	20,210
每股帐面价值(人民币)	1.80	2.06	2.77	3.30	3.99
每股有形资产(人民币)	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
每股净负债/(现金)(人民币)	1.99	3.35	3.71	4.26	5.33

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(%)	27.7	25.6	25.5	25.5	25.5
息税前利润率(%)	27.6	25.6	25.4	25.5	25.5
税前利润率(%)	39.7	26.5	26.0	25.9	25.8
净利率(%)	32.7	18.5	18.5	18.5	18.4
流动性					
流动比率(倍)	3.2	1.7	1.7	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	(98.5)	(268.2)	43.6	59.2	63.8
净权益负债率(%)	109.8	161.5	132.1	126.5	130.6
速动比率(倍)	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	15.1	16.6	11.8	8.5	6.6
核心业务市盈率(倍)	15.1	16.6	11.8	8.5	6.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.7	23.8	17.0	12.2	9.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.1	2.7	2.0	1.7	1.4
价格/现金流(倍)	(8.5)	(11.9)	(12.3)	(25.6)	(8.0)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.7	21.9	17.0	13.5	12.0
周转率					
存货周转天数	1,406.3	1,233.6	1,070.0	890.5	813.0
应收帐款周转天数	158.5	144.6	174.9	175.6	180.8
应付帐款周转天数	136.9	141.6	164.3	164.9	169.8
回报率					
股息支付率(%)	21.4	19.7	19.7	19.7	19.7
净资产收益率(%)	20.7	16.4	17.1	20.0	21.4
资产收益率(%)	5.2	5.1	6.0	6.8	7.1
已运用资本收益率(%)	7.8	9.0	10.1	11.7	12.5

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。

本报告期内含保密信息，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
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