



买入 **47% ↑**
目标价格:人民币 24.41
原目标价格:人民币 29.80

000042.CH
价格:人民币 16.59
目标价格基础:重估净资产值折价 15%
板块评级:增持

股价表现



	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(13.3)	0.6	(21.3)	(8.9)
相对深证成指	8.6	(6.7)	(2.3)	11.2
发行股数(百万)	665			
流通股(%)	72			
流通市值(人民币 百万元)	7,943			
3个月日均交易额(百万元)	102			
15年末净负债率(%)	96			
15年末每股重估净资产值(人民币)	28.72			
主要股东(%)				
深圳市中洲房地产有限公司	47			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银证券
以2016年3月28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

中洲控股

优质成长、激励到位、探索转型

中洲控股 2015 年营业收入和净利润分别同比增长 65% 和 31%，业绩虽有较大幅度增长，但仍低于预期，源于惠州和大连等低毛利率项目的结算以及暂时性的高所得税率影响，预计上述因素均将有所改善；公司布局一二线城市，其 NAV 高达 240 亿元，资产低估明显；目前公司土地储备中深圳、上海和惠州等热销城市的面积占比 50%，今年可售资源中三地货值占比超 80%，优质布局奠定高增长的基础，而同时公司过去 2 年来对于人员引进、激励制度和管理架构方面做了有效内部改革，也奠定高成长的能力；14-15 年销售分别完成 48 和 74 亿元，16 年计划销售 105 亿元，三年复合增速 69%，尽显高成长本色；此外，在市场新形势下，公司也开始探索新业务拓展，思考企业转型，助力更长远发展。鉴于公司结算毛利率略低于我们预期，我们分别将 2016-17 年每股收益预测由 1.32 和 1.72 元下调至 1.24 元和 1.59 元，目标价对应下调至 24.41 元，但我们依然看好公司优质资源沉淀和有效内部变革推动的快速成长，重申买入评级。

支撑评级的要点

- **净利润同比增 31%，预计毛利率小降和高所得税率均将有所改善。**15 年营业收入 51 亿元，同比增长 65%，净利润 4 亿元，同比增长 31%，每股收益 0.84 元，略低于我们预期；毛利率和净利率为 39.9% 和 7.9%，分别下降 2.7 和 2.1 个百分点；目前预收帐款达 59 亿元，同比增长 71%，锁定 16 年地产预测收入 97%，保证丰富结算资源；此外，每 10 股派 2.8 元。业绩虽有较大幅度增长，但仍低于预期，源于惠州和大连等低毛利率项目的结算以及暂时性的高所得税率影响，预计上述因素均将有所改善。
- **16 年计划销售 105 亿元，三年复合增速高达 69%。**2015 年公司全年销售约 74 亿元，同比增长 52%，完成年初计划的 144%，并提前完成 3 年复合增长 50% 的计划。展望 2016 年，公司全年可售达 150 亿元，主要包括深圳约 50 亿元、上海约 40 亿元、成都约 20 亿元和惠州约 40 亿元等，可见公司今年货值主要分布于一二线热销区域，公司也将借此机会冲刺全年 105 亿元销售，同比增速将达 42%，将实现三年销售复合增速达 69%。
- **紧接限制性股票、再推员工持股，公司激励机制再提升。**14 年初开始推行的内部市场化考核、15 年 7 月推出员工限制性股票以及 16 年 3 月拟筹划的员工持股计划，多层次的激励制度牢固绑定了员工和公司的利益，充分调动员工的积极性和创造性。并且，预计本次员工持股计划占比总股本将大概率超过去年限制性股票占比的 2%，合计两项激励占比将超过 4%，强于行业平均 2.2% 的水平。
- **探索新业务拓展，思考企业转型。**在新的市场形势下，公司计划在不影响主营业务发展的前提下，积极探索除房地产开发以外的新业务领域，通过对外股权投资的方式对房地产周边领域进行探索，向以物业管理为平台的房地产服务产业、商业地产以及“房地产+金融”的方式延伸，结合企业自身的资源优势，探索适合公司的转型之路。

评级面临的主要风险

- 房地产销售低迷；黄金台项目推进缓慢。

估值

- 鉴于公司结算毛利率略低于我们预期，我们分别将 2016-17 年每股收益预测由 1.32 和 1.72 元下调至 1.24 元和 1.59 元，目标价对应由 29.80 元下调至 24.41 元，但我们依然看好公司优质资源沉淀和有效内部变革推动的快速成长，重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	3,033	5,048	6,271	7,798	9,705
变动(%)	37.0	66.4	24.2	24.4	24.5
净利润(人民币 百万)	306	401	593	760	962
全面摊薄每股收益(人民币)	0.638	0.838	1.238	1.586	2.009
变动(%)	(24.6)	31.3	47.7	28.2	26.7
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.320	1.719	
调整幅度(%)			(6.2)	(7.7)	
全面摊薄市盈率(倍)	26.0	19.8	13.4	10.5	8.3
价格/每股现金流量(倍)	(3.4)	(1.3)	(0.9)	(1.3)	(1.7)
每股现金流量(人民币)	(4.9)	(13.0)	(17.8)	(12.9)	(9.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.8	28.0	25.3	24.1	23.0
每股股息(人民币)	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7
股息率(%)	0.9	1.7	2.5	3.2	4.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测



买入 **47% ↑**
目标价格:人民币 24.41
原目标价格:人民币 29.80

000042.CH
价格:人民币 16.59
目标价格基础:重估净资产值折价 15%
板块评级:增持

股价表现



	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(13.3)	0.6	(21.3)	(8.9)
相对深证成指	8.6	(6.7)	(2.3)	11.2

发行股数(百万)	665
流通股(%)	72
流通股市值(人民币 百万元)	7,943
3个月日均交易额(百万元)	102
15年末净负债率(%)	96
15年末每股重估净资产值(人民币)	28.72
主要股东(%)	
深圳市中洲房地产有限公司	47

资料来源:公司数据,彭博及中银证券
以2016年3月28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

中洲控股

优质成长、激励到位、探索转型

中洲控股2015年营业收入和净利润分别同比增长65%和31%，业绩虽有较大幅度增长，但仍低于预期，源于惠州和大连等低毛利率项目的结算以及暂时性的高所得税率影响，预计上述因素均将有所改善；公司布局一二线城市，其NAV高达240亿元，资产低估明显；目前公司土地储备中深圳、上海和惠州等热销城市的面积占比50%，今年可售资源中三地货值占比超80%，优质布局奠定高增长的基础，而同时公司过去2年来对于人员引进、激励制度和管理架构方面做了有效内部改革，也奠定高成长的能力；14-15年销售分别完成48和74亿元，16年计划销售105亿元，三年复合增速69%，尽显高成长本色；此外，在市场新形势下，公司也开始探索新业务拓展，思考企业转型，助力更长远发展。鉴于公司结算毛利率略低于我们预期，我们分别将2016-17年每股收益预测由1.32和1.72元下调至1.24元和1.59元，目标价对应下调至24.41元，但我们依然看好公司优质资源沉淀和有效内部变革推动的快速成长，重申买入评级。

支撑评级的要点

- **净利润同比增31%，预计毛利率小降和高所得税率均将有所改善。**15年营业收入51亿元，同比增长65%，净利润4亿元，同比增长31%，每股收益0.84元，略低于我们预期；毛利率和净利率为39.9%和7.9%，分别下降2.7和2.1个百分点；目前预收帐款达59亿元，同比增长71%，锁定16年地产预测收入97%，保证丰富结算资源；此外，每10股派2.8元。业绩虽有较大幅度增长，但仍低于预期，源于惠州和大连等低毛利率项目的结算以及暂时性的高所得税率影响，预计上述因素均将有所改善。
- **16年计划销售105亿元，三年复合增速高达69%。**2015年公司全年销售约74亿元，同比增长52%，完成年初计划的144%，并提前完成3年复合增长50%的计划。展望2016年，公司全年可售达150亿元，主要包括深圳约50亿元、上海约40亿元、成都约20亿元和惠州约40亿元等，可见公司今年货值主要分布于一二线热销区域，公司也将借此机会冲刺全年105亿元销售，同比增速将达42%，将实现三年销售复合增速达69%。
- **紧接限制性股票、再推员工持股，公司激励机制再提升。**14年初开始推行的内部市场化考核、15年7月推出员工限制性股票以及16年3月拟筹划的员工持股计划，多层次的激励制度牢固绑定了员工和公司的利益，充分调动员工的积极性和创造性。并且，预计本次员工持股计划占比总股本将大概率超过去年限制性股票占比的2%，合计两项激励占比将超过4%，强于行业平均2.2%的水平。
- **探索新业务拓展，思考企业转型。**在新的市场形势下，公司计划在不影响主营业务发展的前提下，积极探索除房地产开发以外的新业务领域，通过对外股权投资的方式对房地产周边领域进行探索，向以物业管理为平台的房地产服务产业、商业地产以及“房地产+金融”的方式延伸，结合企业自身的资源优势，探索适合公司的转型之路。

评级面临的主要风险

- 房地产销售低迷；黄金台项目推进缓慢。

估值

- 鉴于公司结算毛利率略低于我们预期，我们分别将2016-17年每股收益预测由1.32和1.72元下调至1.24元和1.59元，目标价对应由29.80元下调至24.41元，但我们依然看好公司优质资源沉淀和有效内部变革推动的快速成长，重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	3,033	5,048	6,271	7,798	9,705
变动(%)	37.0	66.4	24.2	24.4	24.5
净利润(人民币 百万)	306	401	593	760	962
全面摊薄每股收益(人民币)	0.638	0.838	1.238	1.586	2.009
变动(%)	(24.6)	31.3	47.7	28.2	26.7
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.320	1.719	
调整幅度(%)			(6.2)	(7.7)	
全面摊薄市盈率(倍)	26.0	19.8	13.4	10.5	8.3
价格/每股现金流量(倍)	(3.4)	(1.3)	(0.9)	(1.3)	(1.7)
每股现金流量(人民币)	(4.9)	(13.0)	(17.8)	(12.9)	(9.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.8	28.0	25.3	24.1	23.0
每股股息(人民币)	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7
股息率(%)	0.9	1.7	2.5	3.2	4.0

资料来源:公司数据及中银证券预测

净利润同比增 31%，预计毛利率小降和高所得税率均将有所改善

2015 年，公司实现营业收入 50.5 亿元，同比增长 65%，净利润 4.0 亿元，同比增长 31%，每股收益 0.84 元，略低于我们预期；毛利率和净利率为 39.9% 和 7.9%，分别下降 2.7 和 2.1 个百分点，但毛利率仍属于行业较高水平；此外，公司每 10 股派 2.8 元。

三项费用率由去年的 13.3% 小幅上升至 14.0%；所得税费用 2.2 亿元，对应所得税税率高达 35%（2014 年所得税率为 38%），远高于正常的 25% 的水平，主要源于公司 14-15 年中通过股权收购方式拿地的项目较多，而在结算过程中递延所得税资产或负债的抵扣与否所造成的影响，14-15 年分别影响 4,983 万元和 7,099 万元，仅是暂时影响，中长期来公司所得税率也将回归正常水平；目前预收帐款高达 59 亿元，同比增长 71%，锁定我们对 16 年地产预测收入的 97%，保证 16 年丰富的结算资源。

业绩虽有较高幅度增长，但仍低于预期，主要源于惠州和大连等低毛利率项目的结算以及暂时性的高所得税率的影响，随着近半年来上海和惠州的价格上涨，预计 16 年的结算毛利率将保持稳定，同时预计所得税率也将回落趋势，与此同时 15-16 年的销售高增速也将保证 16 年足够的可结算资源，我们对于公司 16-17 年的业绩仍然充满信心。

图表 1. 中洲控股 2015 年业绩摘要

	2014 年	2015 年	同比变动(%)
营业收入	3,055	5,048	65.3
营业成本	(1,755)	(3,035)	72.9
营业税	(424)	(705)	66.3
毛利润	875	1,308	49.4
其他收入	5	(12)	(352.3)
销售费用	(143)	(242)	69.2
管理费用	(160)	(239)	49.7
营业利润	578	816	41.2
投资收益	19	39	99.8
财务费用	(103)	(224)	118.4
营业外收支	0	(13)	NA
税前利润	494	617	24.8
所得税	(187)	(217)	16.4
少数股东权益	(1)	1	NA
归属上市公司股东净利润	307	401	30.8
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	42.5	39.9	(2.7)
含税毛利率	28.7	25.9	(2.7)
经营利润率	18.9	16.2	(2.7)
净利率	10.0	7.9	(2.1)

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 中洲控股 2015 年营业收入分业务情况

分业务	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入同比 (%)	毛利率增减百 分点(%)
房地产	48.6	40.2	70.0	(3.3)
服务	0.9	16.6	260.9	(14.8)
酒店	2.4	22.3	(3.7)	(5.9)
施工	0.3	(16.1)	155.0	(33.4)

资料来源：公司公告，中银证券

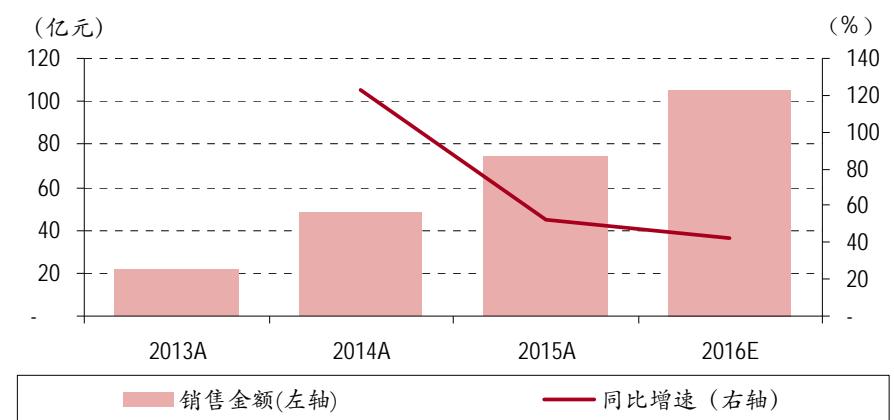
16年计划销售105亿元、同比增42%，三年复合增速达69%

2015年公司全年销售约74亿元，同比增长52%，完成年初计划的144%，并提前完成3年复合增长50%的计划。其中，上海销售48亿元，惠州销售14亿元，成都9亿元和大连2亿元。

2015年公司通过股权收购方式获得上海君廷项目、香港火炭项目、大股东的成都中洲中央公园项目、三岔湖项目以及青岛胶州旺洲、联顺项目。全年为公司增加土地储备215万平米，土地储备几近翻番。截至目前，公司土地储备（未竣工面积口径）为453万平米，其中，深圳、上海、惠州和成都分别占比15%、4%、37%和26%，以上一二线需求健康城市合计占比达超82%。

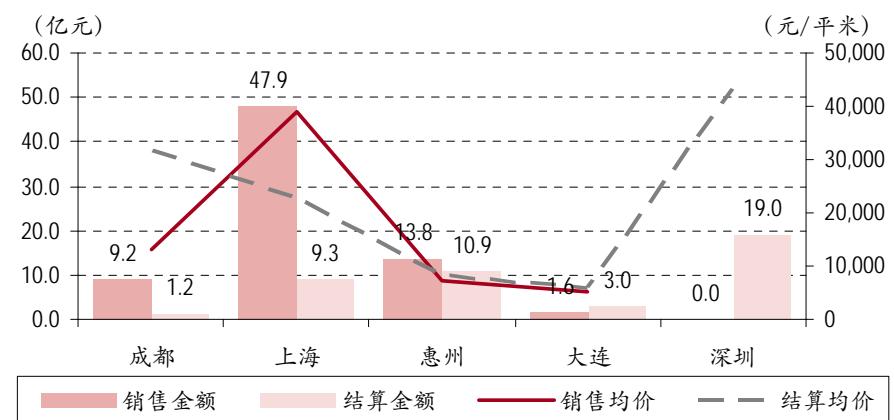
展望2016年，公司全年可售达150亿元，主要包括深圳约50亿元、上海约40亿元、成都约20亿元和惠州约40亿元等，而以上四个城市16年年初至3月中的成交同比分别为22%、53%、0%和123%（注：惠州作为深圳卫星城市成交放量尤为明显，而成都的成交也在逐步改善当中），可见公司今年货值主要分布于一二线热销区域，公司也将借此机会冲刺全年105亿元销售，同比增速将达42%，将实现三年销售复合增速达69%。

图表3. 2013-16年公司销售情况



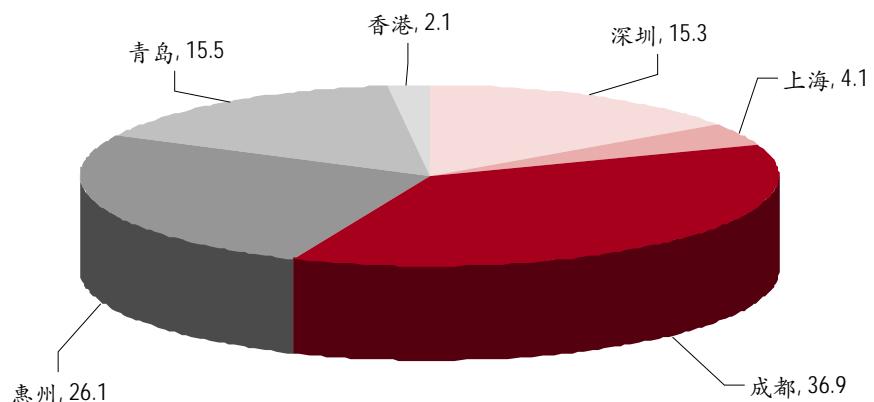
资料来源：公司公告，中银证券

图表4. 2015年公司销售和结算分城市情况



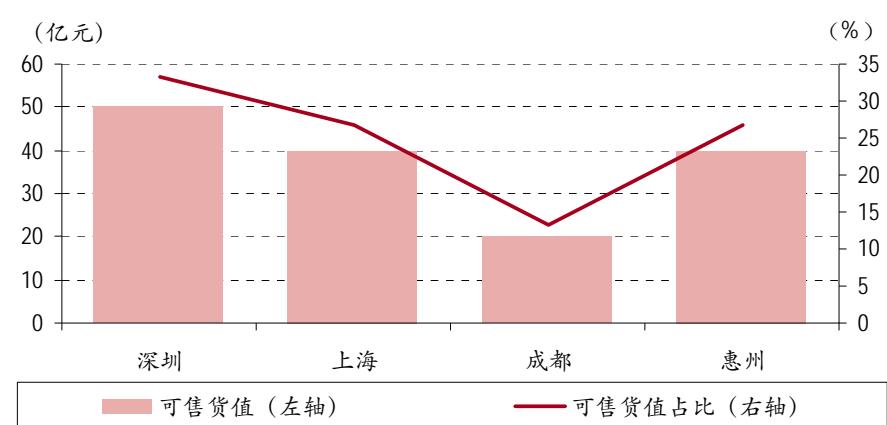
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 截止 2015 年底公司未竣工面积城市分布情况



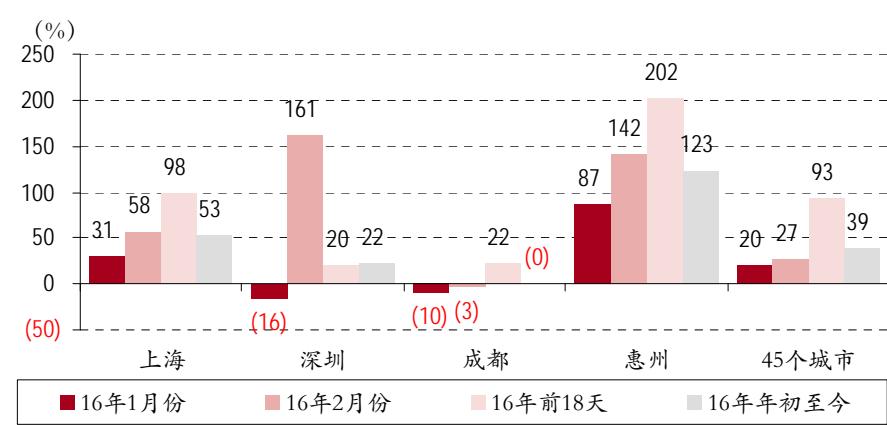
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 16 年公司可售货值分布情况



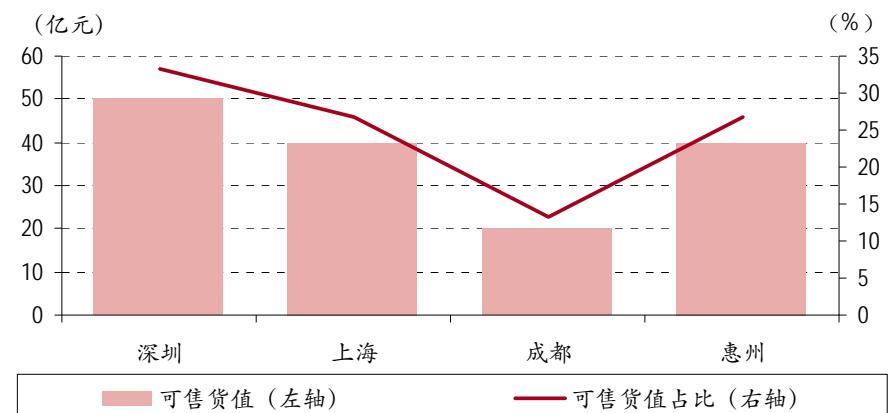
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 7. 16 年年初至 3 月中深圳、上海、成都和惠州的一手房销售情况



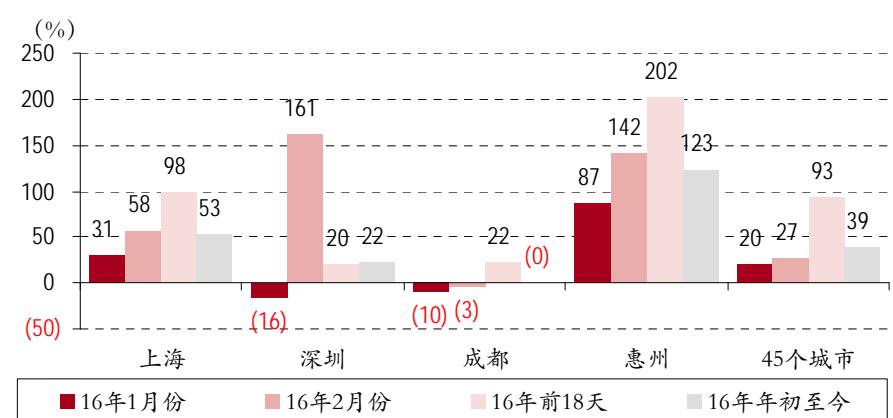
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 8. 16 年公司可售货值分布情况



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 9. 16 年年初至 3 月中深圳、上海、成都和惠州的一手房销售情况



资料来源：万得资讯，中银证券

紧接限制性股票、再推员工持股，公司激励机制再提升

公司作为国企改革先锋，过去 2 年多里规模快速成长，有效内部制度改革是关键因素之一，其中激励制度方面的改革尤为突出，包括：14 年初开始推行的内部市场化考核、15 年 7 月推出员工限制性股票以及 16 年 3 月拟筹划的员工持股计划，多层次的激励制度牢固绑定了员工和公司的利益，充分调动员工的积极性和创造性。并且，预计本次员工持股计划占比总股本将大概率超过去年限制性股票占比的 2%，合计两项激励占比将超过 4%，强于行业平均 2.2% 的水平。

图表 10. 15 年 7 月公司限制性股票在各激励对象间的分配情况

序号	姓名	职务	授予限制性股票的数量	占授予限制性股票总数的比例(%)	占公司目前总股本的比例(%)
1	姚日波	董事长、代总经理	794,900	8.30	0.17
2	谭华森	副董事长	556,400	5.81	0.12
3	宋炳新	副总经理	437,200	4.56	0.09
4	许斌	副总经理	437,200	4.56	0.09
5	张跃千	副总经理	437,200	4.56	0.09
6	尹善峰	副总经理、财务总监、董事会秘书	437,200	4.56	0.09
7	刘继周	副总经理	437,200	4.56	0.09
8	林长青	副总经理	437,200	4.56	0.09
9	吴天洲	董事	159,000	1.66	0.03
10	申成文	董事	159,000	1.66	0.03
11	贾帅	董事	159,000	1.66	0.03
董事及高级管理人员 11 人			4,451,500	46.47	0.93
核心技术（业务）人员 44 人			5,127,000	53.53	1.07
合计共 55 人			9,578,500	100	2.00

资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2014 年以来房地产行业主要房企推出员工持股计划情况

公司	董事会预案日	实施完成日	初始资金规模 (万元)	预计持股数量 (万股)	实际资金规模 (万元)	实际持股数量 (万股)	占总股本(%)	成交均价 (元)
阳光城	2014-9-17	2014-12-18	8,000	2,355	24,181	1,714	1.33	14.11
苏宁环球	2014-12-11	2015-1-13		4,000	25,360	4,000	1.96	6.34
中南建设	2015-4-16	2015-5-13	25,000	4,151	64,899	3,677	3.15	17.65
福星股份	2015-7-4	2015-9-30	20,000	4,800	39,414	4,166		9.46
冠城大通	2015-7-10	2016-1-19	10,000	4,138	23,031	2,964	1.99	7.77
美都能源	2015-7-11		7,500	5,882				
新湖中宝	2015-7-14	2015-9-16	60,000	12,931	56,155	10,622	1.31	5.29
中茵股份	2015-7-14		1,500	94				
东华实业	2015-7-31	2015-12-29	8,400	1,500	8,400	1,500	5.00	5.60
华业资本	2015-8-8	2015-9-2	10,000	1,550	15,777	1,351	0.95	11.68
鼎立股份	2015-8-29		2,000	246				
嘉凯城	2015-10-24		5,000					
万方发展	2015-10-28		2,000	426				
莱茵体育	2016-1-15		15,000	4,270				
阳光城	2016-3-3		30,000	13,975				
宜华健康	2016-3-12		20,000	3,227				
持股数量占总股本行业平均 (%)							2.24	

资料来源：万得资讯，中银证券

图表 12. 2014 年以来房地产行业主要房企推出限制性股票计划情况

公司	预案公告日	首次实施公告日	方案进度	激励方式	有效期(年)	激励总数(万股/万份)	激励总数占总股本比例(%)	期权初始行权价格(股票转让价格)
华联控股	2015-4-20	2015-6-11	实施	股票	4	1,850	1.65	2.68
华发股份	2015-7-11		董事会预案	股票	5	1,625	1.99	9.09
中洲控股	2015-7-31	2015-9-8	实施	股票	2	931	1.94	10.56
莱茵体育	2015-8-1	2015-9-17	实施	期权	5	1,270	1.48	26.11
格力地产	2015-8-13		董事会预案	期权	5	1,149	1.99	25.33
华侨城 A	2015-9-11	2015-10-16	实施	股票	6	8,265	1.14	4.66
中天城投	2015-10-19	2015-12-1	实施	股票	5	6,882	1.59	5.13
金科股份	2015-11-20	2015-12-10	实施	股票	6	20,178	4.88	3.23
华远地产	2015-11-28		股东大会通过	期权	7	1,569	0.86	7.43
新湖中宝	2015-12-4	2016-1-5	实施	期权	4	43,190	4.75	5.58
天业股份	2015-12-12	2016-1-6	实施	股票	4	2,800	3.27	6.65
世联行	2016-2-6	2016-3-16	实施	股票	5	1,536	1.09	5.55
绵世股份	2016-2-27		董事会预案	股票	3	717	2.41	0.00
绵世股份	2016-2-27		董事会预案	期权	3	352	1.18	10.25
激励数量占总股本行业平均 (%)							2.16	

资料来源：万得资讯，中银证券

接连再融资、改善资金结构，在高成长道路上快速奔跑

充分利用资本市场融资平台，继续开展非公开发行和公司债项目，提升公司资金实力，为公司项目开发建设提供有力的资金支持，同时优化公司资产负债结构，增强公司抵御风险能力。

在 15 年 12 月终于完成公司重组后首次 20 亿元仅面向大股东的定增之后，在 16 年 2 月公司紧接着推出了面向机构和大股东的 55 亿元，对应发行额 3.79 亿股、发行价 14.51 元/股，募集资金主要用于成都、青岛和惠州等地的地产项目投资，这将有助于改善公司规模高速增长中的资金结构；另外，本次方案中，实质控制人黄光苗旗下前海阳诚承诺认购比例不低于 15%，锁定三年，彰显信心，按照发行底价估算，实际控制人的控制股权比例将最低摊薄至 35.61%，仍为公司实际控制人，其做大做强上市公司的意愿不会改变。

探索新业务拓展，思考企业转型

在新的市场形势下，公司计划在不影响主营业务发展的前提下，积极探索除房地产开发以外的新业务领域，通过对外股权投资的方式对房地产周边领域进行探索，向以物业管理为平台的房地产服务产业、产业地产以及“房地产+金融”的方式延伸，结合企业自身的资源优势，探索适合公司的转型之路。

香港下行周期中连续拿地，补交地价的拿地方式保证风险并不大

近期市场都比较担心公司在过去半年内连续两度在香港拿地，从公司的口径来看，上述沙田和铜锣湾两个项目的毛利率都在 30% 左右，净利率都在 15% 以上，都还是不错的项目，当然这都基于香港房价稳定的前提下。

目前香港房地产市场看淡者较多，导致大家对以上两个项目并不乐观，但我们认为，不过多去谈香港房价，这属于变量，难于预测，我们更为关注的是，公司上述获得的两个项目基本都需要补交地价（沙田项目支出 14 亿元港币，需补交 42 亿元，后者是变量；铜锣湾项目支出 5.8 亿元，需补交 13.8 亿元，后者是变量），而补交地价款是可以根据市场价格的变化而变化，公司有与土地署商谈的空间，实际上公司相当于 25%-30% 的资金锁定了项目，相当于一个拿地期权。

图表 13. 香港沙田项目盈利情况简单匡算（按照目前情况假设补交地价）

项目	金额/面积
股权（亿港币）	2.8
债权（亿港币）	11.2
补交地价款（亿港币）	42.3
合计总土地成本（亿港币）	56.3
楼面成本（万港币/平米）	6.7
预计建安成本（万港币/平米）	4.5
建筑面积（万平米）	8.4
预计销售价格（万港币/平米）	16.0
预计货值（亿港币）	134.5
预计毛利率（%）	30.1

资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 香港铜锣湾项目盈利情况简单匡算（按照目前情况假设补交地价）

项目	金额/面积
收购价格（亿港币）	4.0
收购关联税费（亿港币）	1.8
补交地价款（亿港币）	13.8
合计总土地成本（亿港币）	19.5
建筑面积（万平米）	1.1
楼面成本（万港币/平米）	16.8
预计建安成本（万港币/平米）	4.5
房价假设（万港币/平米）	31.5
预计货值（亿港币）	34.7
毛利率（%）	32.3

资料来源：公司公告，中银证券

优质成长、激励到位、探索转型，重申买入评级

中洲控股布局一二线城市，包括深圳、惠州、成都、上海和香港等地，资产优质，其 NAV 高达 240 亿元，资产低估明显；目前公司土地储备中深圳、上海和惠州等热销城市的面积占比 50%，今年可售资源中三地货值占比超 80%，优质布局奠定高增长的基础，而同时公司过去 2 年来对于人员引进、激励制度和管理架构方面做了有效内部改革，也奠定高成长的能力；14-15 年销售分别完成 48 和 74 亿元，16 年计划销售 105 亿元，三年复合增速 69%，尽显高成长本色；此外，在市场新形势下，公司也开始探索新业务拓展，思考企业转型，助力更长远发展。鉴于公司结算毛利率略低于我们预期，我们分别将 2016-17 年每股收益预测由 1.32 和 1.72 元下调至 1.24 元和 1.59 元，目标价对应下调至 24.41 元，但我们依然看好公司优质资源沉淀和有效内部变革推动的快速增长，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，请参见中银国际证券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。
- 5、 中洲控股 15 年 1 季报业绩点评报告《1 季度业绩同比翻番，维持估值提升三段论》，出版于 2015 年 4 月 30 日。
- 6、 中洲控股 15 年股权激励公告点评《限制性股票助力成长，优质资源低估明显》，出版于 2015 年 7 月 31 日。
- 7、 中洲控股 15 年中报业绩点评报告《高成长新锐，资产低估明显》，出版于 2015 年 8 月 31 日。
- 8、 中洲控股 15 年定增获批点评报告《定增获批，全力起航》，出版于 2015 年 10 月 15 日。
- 9、 中洲控股 15 年 3 季报业绩点评报告《优质资源沉淀、有效内部变革推动快速成长》，出版于 2015 年 10 月 30 日。
- 10、 中洲控股 16 年员工持股计划点评报告《激励机制再提升，销售持续高增长》，出版于 2016 年 3 月 21 日。
- 11、 中洲控股 15 年年报业绩点评报告《优质成长、激励到位、探索转型》，出版于 2016 年 3 月 29 日。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	3,033	5,048	6,271	7,798	9,705
销售成本	(2,160)	(3,740)	(4,670)	(5,802)	(7,215)
经营费用	(302)	(481)	(597)	(742)	(924)
息税折旧前利润	620	956	1,185	1,435	1,749
折旧及摊销	(50)	(129)	(180)	(181)	(182)
经营利润(息税前利润)	570	827	1,004	1,254	1,567
净利润收入/(费用)	(99)	(226)	(263)	(300)	(353)
其他收益/(损失)	20	16	46	55	65
税前利润	491	617	788	1,010	1,279
所得税	(186)	(217)	(197)	(252)	(320)
少数股东权益	0	1	2	3	3
净利润	306	401	593	760	962
核心净利润	306	401	593	760	962
每股收益(人民币)	0.638	0.838	1.238	1.586	2.009
核心每股收益(人民币)	0.638	0.838	1.238	1.586	2.009
每股股息(人民币)	0.150	0.278	0.410	0.526	0.666
收入增长(%)	37	66	24	24	24
息税前利润增长(%)	22	45	21	25	25
息税折旧前利润增长(%)	20	54	24	21	22
每股收益增长(%)	(25)	31	48	28	27
核心每股收益增长(%)	(25)	31	48	28	27

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	491	617	788	1,010	1,279
折旧与摊销	50	129	180	181	182
净利润息费用	99	226	263	300	353
运营资本变动	(2,062)	(1,464)	(1,607)	(2,038)	(2,545)
税金	(186)	(217)	(197)	(252)	(320)
其他经营现金流	(18)	(138)	(46)	(57)	(69)
经营活动产生的现金流	(1,625)	(847)	(619)	(856)	(1,120)
购买固定资产净值	(18)	(72)	0	0	(1)
投资减少/增加	(61)	(21)	19	23	29
其他投资现金流	0	(4)	583	(130)	(156)
投资活动产生的现金流	(80)	(97)	602	(107)	(128)
净增权益	0	2,078	0	0	0
净增债务	1,901	1,765	1,376	2,319	2,938
支付股息	(380)	(767)	(197)	(252)	(319)
其他融资现金流	(54)	(1,014)	583	(130)	(156)
融资活动产生的现金流	1,466	2,062	1,762	1,938	2,464
现金变动	(239)	1,118	1,744	975	1,216
期初现金	1,375	1,142	2,261	4,006	4,981
公司自由现金流	(1,705)	(944)	(18)	(963)	(1,248)
权益自由现金流	196	822	1,358	1,356	1,691

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,137	3,224	4,006	4,981	6,200
应收帐款	65	167	207	258	320
库存	13,485	16,351	20,314	25,261	31,439
其他流动资产	412	674	397	493	613
流动资产总计	15,098	20,416	24,924	30,993	38,572
固定资产	93	1,530	1,347	1,237	1,127
无形资产	6	8	8	7	7
其他长期资产	998	2,667	2,719	2,806	2,936
长期资产总计	1,098	4,205	4,073	4,050	4,069
总资产	16,196	24,621	28,997	35,043	42,641
应付帐款	3,599	4,152	5,186	6,444	8,014
短期债务	1,098	1,275	2,651	4,970	7,909
其他流动负债	4,247	6,444	8,002	9,950	12,384
流动负债总计	8,944	11,871	15,839	21,364	28,306
长期借款	3,950	7,123	7,123	7,123	7,123
其他长期负债	1	11	11	11	12
股本	479	665	665	665	665
储备	2,821	4,950	5,359	5,881	6,539
股东权益	3,300	5,615	6,024	6,546	7,204
少数股东权益	1	1	(0)	(2)	(4)
总负债及权益	16,196	24,621	28,997	35,043	42,641
每股帐面价值(人民币)	6.89	8.44	9.06	9.84	10.83
每股有形资产(人民币)	0.19	2.30	2.02	1.86	1.69
每股净负债/(现金)(人民币)	8.17	7.78	8.67	10.69	13.28

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.5	18.9	18.9	18.4	18.0
息税前利润率(%)	18.8	16.4	16.0	16.1	16.1
税前利润率(%)	16.2	12.2	12.6	12.9	13.2
净利率(%)	10.1	7.9	9.5	9.7	9.9
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
利息覆盖率(倍)	5.7	3.7	3.8	4.2	4.4
净权益负债率(%)	118.5	92.1	95.8	108.7	122.7
速动比率(倍)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	26.0	19.8	13.4	10.5	8.3
核心业务市盈率(倍)	26.0	19.8	13.4	10.5	8.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	38.3	29.1	19.7	15.4	12.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.4	2.0	1.8	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	(4.9)	(13.0)	(17.8)	(12.9)	(9.9)
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	31.8	28.0	25.3	24.1	23.0
周转率					
存货周转天数	1,606.4	1,455.9	1,432.9	1,433.6	1,434.3
应收帐款周转天数	11.0	8.4	10.9	10.9	10.9
应付帐款周转天数	313.6	280.2	271.8	272.2	271.9
回报率					
股息支付率(%)	23.5	33.2	33.2	33.2	33.2
净资产收益率(%)	9.3	7.1	9.8	11.6	13.4
资产收益率(%)	2.9	2.6	2.8	2.9	3.0
已运用资本收益率(%)	8.5	7.5	6.9	7.4	7.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

净利润同比增 31%，预计毛利率小降和高所得税率均将有所改善

2015 年，公司实现营业收入 50.5 亿元，同比增长 65%，净利润 4.0 亿元，同比增长 31%，每股收益 0.84 元，略低于我们预期；毛利率和净利率为 39.9% 和 7.9%，分别下降 2.7 和 2.1 个百分点，但毛利率仍属于行业较高水平；此外，公司每 10 股派 2.8 元。

三项费用率由去年的 13.3% 小幅上升至 14.0%；所得税费用 2.2 亿元，对应所得税税率高达 35%（2014 年所得税率为 38%），远高于正常的 25% 的水平，主要源于公司 14-15 年中通过股权收购方式拿地的项目较多，而在结算过程中递延所得税资产或负债的抵扣与否所造成的影响，14-15 年分别影响 4,983 万元和 7,099 万元，仅是暂时影响，中长期来公司所得税率也将回归正常水平；目前预收帐款高达 59 亿元，同比增长 71%，锁定我们对 16 年地产预测收入的 97%，保证 16 年丰富的结算资源。

业绩虽有较高幅度增长，但仍低于预期，主要源于惠州和大连等低毛利率项目的结算以及暂时性的高所得税率的影响，随着近半年来上海和惠州的价格上涨，预计 16 年的结算毛利率将保持稳定，同时预计所得税率也将回落趋势，与此同时 15-16 年的销售高增速也将保证 16 年足够的可结算资源，我们对于公司 16-17 年的业绩仍然充满信心。

图表 1. 中洲控股 2015 年业绩摘要

	2014 年	2015 年	同比变动(%)
营业收入	3,055	5,048	65.3
营业成本	(1,755)	(3,035)	72.9
营业税	(424)	(705)	66.3
毛利润	875	1,308	49.4
其他收入	5	(12)	(352.3)
销售费用	(143)	(242)	69.2
管理费用	(160)	(239)	49.7
营业利润	578	816	41.2
投资收益	19	39	99.8
财务费用	(103)	(224)	118.4
营业外收支	0	(13)	NA
税前利润	494	617	24.8
所得税	(187)	(217)	16.4
少数股东权益	(1)	1	NA
归属上市公司股东净利润	307	401	30.8
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	42.5	39.9	(2.7)
含税毛利率	28.7	25.9	(2.7)
经营利润率	18.9	16.2	(2.7)
净利率	10.0	7.9	(2.1)

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 中洲控股 2015 年营业收入分业务情况

分业务	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入同比 (%)	毛利率增减百 分点(%)
房地产	48.6	40.2	70.0	(3.3)
服务	0.9	16.6	260.9	(14.8)
酒店	2.4	22.3	(3.7)	(5.9)
施工	0.3	(16.1)	155.0	(33.4)

资料来源：公司公告，中银证券

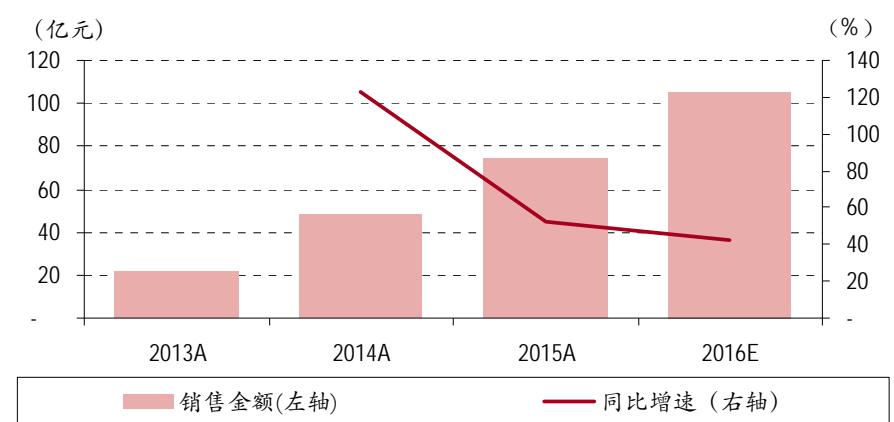
16年计划销售105亿元、同比增42%，三年复合增速达69%

2015年公司全年销售约74亿元，同比增长52%，完成年初计划的144%，并提前完成3年复合增长50%的计划。其中，上海销售48亿元，惠州销售14亿元，成都9亿元和大连2亿元。

2015年公司通过股权收购方式获得上海君廷项目、香港火炭项目、大股东的成都中洲中央公园项目、三岔湖项目以及青岛胶州旺洲、联顺项目。全年为公司增加土地储备215万平米，土地储备几近翻番。截至目前，公司土地储备（未竣工面积口径）为453万平米，其中，深圳、上海、惠州和成都分别占比15%、4%、37%和26%，以上一二线需求健康城市合计占比达超82%。

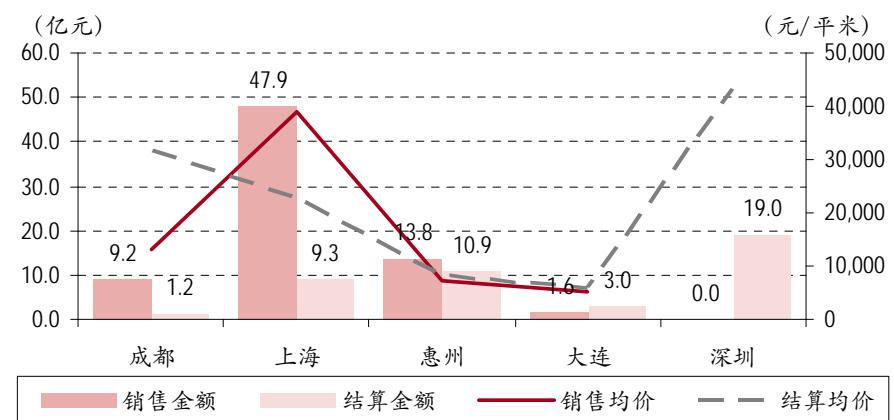
展望2016年，公司全年可售达150亿元，主要包括深圳约50亿元、上海约40亿元、成都约20亿元和惠州约40亿元等，而以上四个城市16年年初至3月中的成交同比分别为22%、53%、0%和123%（注：惠州作为深圳卫星城市成交放量尤为明显，而成都的成交也在逐步改善当中），可见公司今年货值主要分布于一二线热销区域，公司也将借此机会冲刺全年105亿元销售，同比增速将达42%，将实现三年销售复合增速达69%。

图表3. 2013-16年公司销售情况



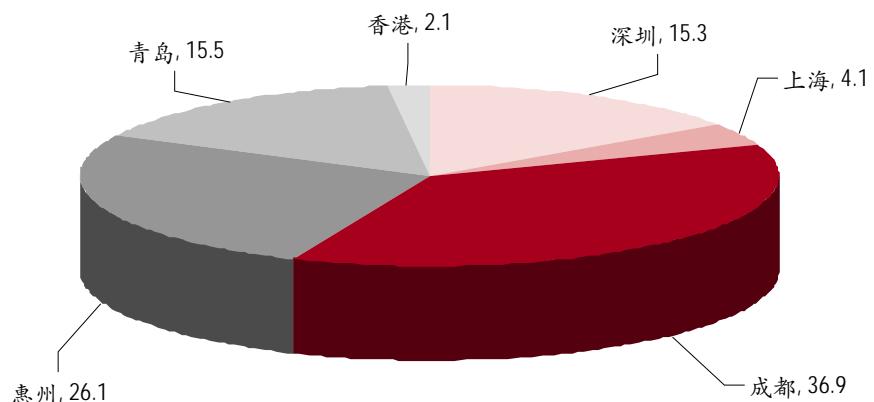
资料来源：公司公告，中银证券

图表4. 2015年公司销售和结算分城市情况



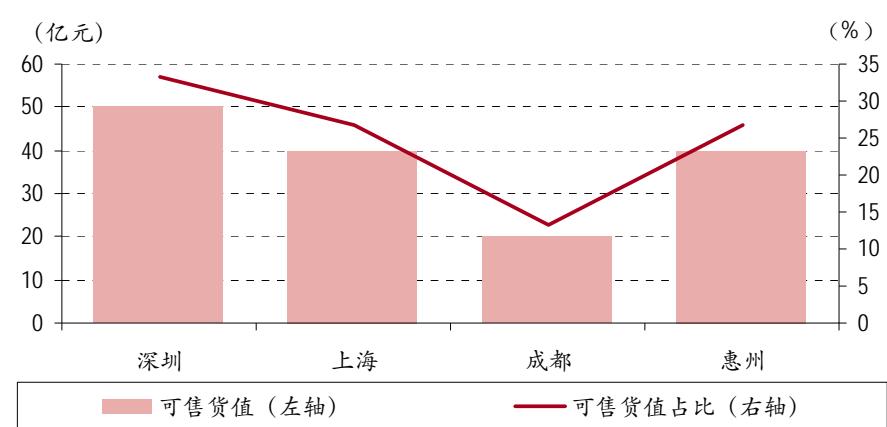
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 截止 2015 年底公司未竣工面积城市分布情况



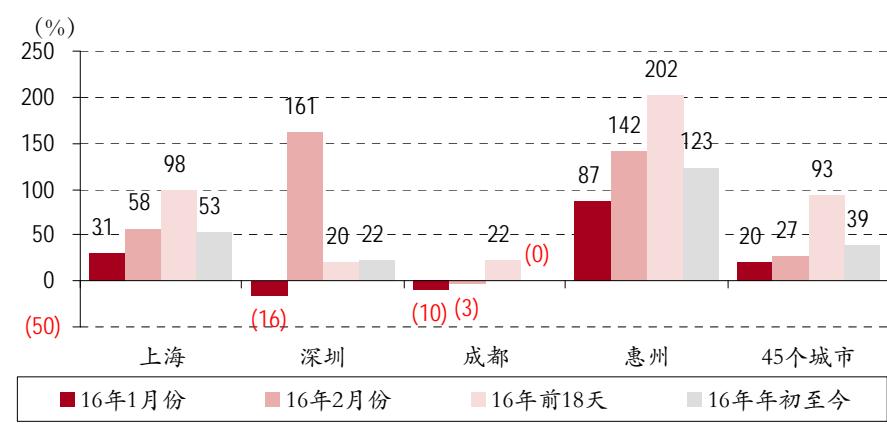
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 16 年公司可售货值分布情况



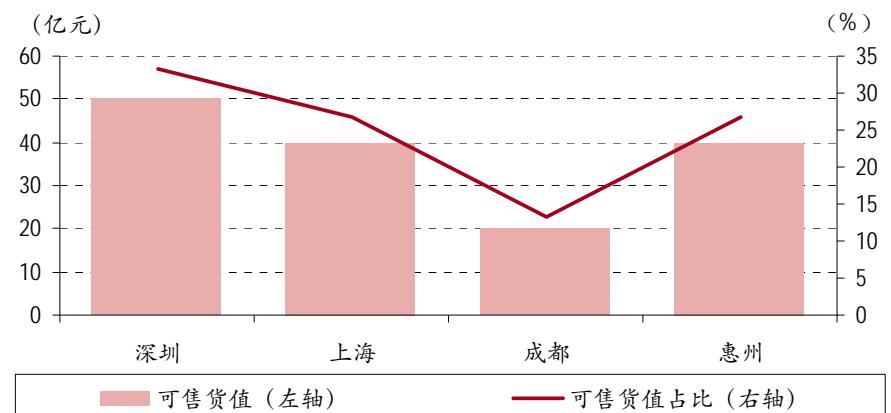
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 7. 16 年年初至 3 月中深圳、上海、成都和惠州的一手房销售情况



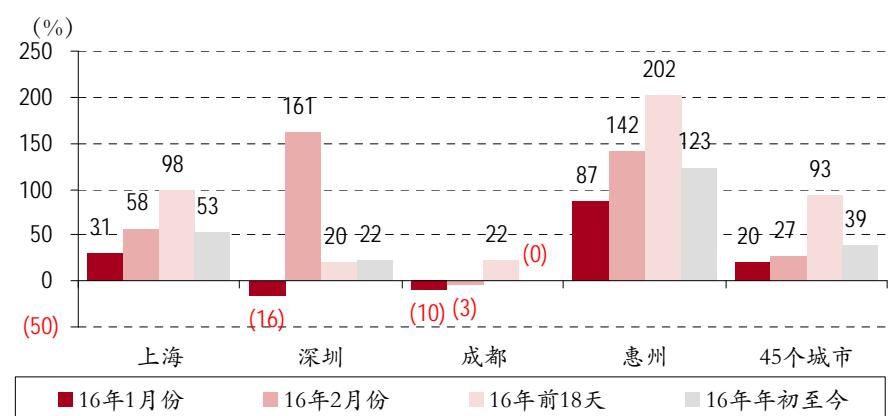
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 8. 16 年公司可售货值分布情况



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 9. 16 年年初至 3 月中深圳、上海、成都和惠州的一手房销售情况



资料来源：万得资讯，中银证券

紧接限制性股票、再推员工持股，公司激励机制再提升

公司作为国企改革先锋，过去 2 年多里规模快速成长，有效内部制度改革是关键因素之一，其中激励制度方面的改革尤为突出，包括：14 年初开始推行的内部市场化考核、15 年 7 月推出员工限制性股票以及 16 年 3 月拟筹划的员工持股计划，多层次的激励制度牢固绑定了员工和公司的利益，充分调动员工的积极性和创造性。并且，预计本次员工持股计划占比总股本将大概率超过去年限制性股票占比的 2%，合计两项激励占比将超过 4%，强于行业平均 2.2% 的水平。

图表 10. 15 年 7 月公司限制性股票在各激励对象间的分配情况

序号	姓名	职务	授予限制性股票的数量	占授予限制性股票总数的比例(%)	占公司目前总股本的比例(%)
1	姚日波	董事长、代总经理	794,900	8.30	0.17
2	谭华森	副董事长	556,400	5.81	0.12
3	宋炳新	副总经理	437,200	4.56	0.09
4	许斌	副总经理	437,200	4.56	0.09
5	张跃千	副总经理	437,200	4.56	0.09
6	尹善峰	副总经理、财务总监、董事会秘书	437,200	4.56	0.09
7	刘继周	副总经理	437,200	4.56	0.09
8	林长青	副总经理	437,200	4.56	0.09
9	吴天洲	董事	159,000	1.66	0.03
10	申成文	董事	159,000	1.66	0.03
11	贾帅	董事	159,000	1.66	0.03
董事及高级管理人员 11 人			4,451,500	46.47	0.93
核心技术（业务）人员 44 人			5,127,000	53.53	1.07
合计共 55 人			9,578,500	100	2.00

资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2014 年以来房地产行业主要房企推出员工持股计划情况

公司	董事会预案日	实施完成日	初始资金规模 (万元)	预计持股数量 (万股)	实际资金规模 (万元)	实际持股数量 (万股)	占总股本(%)	成交均价 (元)
阳光城	2014-9-17	2014-12-18	8,000	2,355	24,181	1,714	1.33	14.11
苏宁环球	2014-12-11	2015-1-13		4,000	25,360	4,000	1.96	6.34
中南建设	2015-4-16	2015-5-13	25,000	4,151	64,899	3,677	3.15	17.65
福星股份	2015-7-4	2015-9-30	20,000	4,800	39,414	4,166		9.46
冠城大通	2015-7-10	2016-1-19	10,000	4,138	23,031	2,964	1.99	7.77
美都能源	2015-7-11		7,500	5,882				
新湖中宝	2015-7-14	2015-9-16	60,000	12,931	56,155	10,622	1.31	5.29
中茵股份	2015-7-14		1,500	94				
东华实业	2015-7-31	2015-12-29	8,400	1,500	8,400	1,500	5.00	5.60
华业资本	2015-8-8	2015-9-2	10,000	1,550	15,777	1,351	0.95	11.68
鼎立股份	2015-8-29		2,000	246				
嘉凯城	2015-10-24		5,000					
万方发展	2015-10-28		2,000	426				
莱茵体育	2016-1-15		15,000	4,270				
阳光城	2016-3-3		30,000	13,975				
宜华健康	2016-3-12		20,000	3,227				
持股数量占总股本行业平均 (%)							2.24	

资料来源：万得资讯，中银证券

图表 12. 2014 年以来房地产行业主要房企推出限制性股票计划情况

公司	预案公告日	首次实施公告日	方案进度	激励方式	有效期(年)	激励总数(万股/万份)	激励总数占总股本比例(%)	期权初始行权价格(股票转让价格)
华联控股	2015-4-20	2015-6-11	实施	股票	4	1,850	1.65	2.68
华发股份	2015-7-11		董事会预案	股票	5	1,625	1.99	9.09
中洲控股	2015-7-31	2015-9-8	实施	股票	2	931	1.94	10.56
莱茵体育	2015-8-1	2015-9-17	实施	期权	5	1,270	1.48	26.11
格力地产	2015-8-13		董事会预案	期权	5	1,149	1.99	25.33
华侨城 A	2015-9-11	2015-10-16	实施	股票	6	8,265	1.14	4.66
中天城投	2015-10-19	2015-12-1	实施	股票	5	6,882	1.59	5.13
金科股份	2015-11-20	2015-12-10	实施	股票	6	20,178	4.88	3.23
华远地产	2015-11-28		股东大会通过	期权	7	1,569	0.86	7.43
新湖中宝	2015-12-4	2016-1-5	实施	期权	4	43,190	4.75	5.58
天业股份	2015-12-12	2016-1-6	实施	股票	4	2,800	3.27	6.65
世联行	2016-2-6	2016-3-16	实施	股票	5	1,536	1.09	5.55
绵世股份	2016-2-27		董事会预案	股票	3	717	2.41	0.00
绵世股份	2016-2-27		董事会预案	期权	3	352	1.18	10.25
激励数量占总股本行业平均 (%)							2.16	

资料来源：万得资讯，中银证券

接连再融资、改善资金结构，在高成长道路上快速奔跑

充分利用资本市场融资平台，继续开展非公开发行和公司债项目，提升公司资金实力，为公司项目开发建设提供有力的资金支持，同时优化公司资产负债结构，增强公司抵御风险能力。

在 15 年 12 月终于完成公司重组后首次 20 亿元仅面向大股东的定增之后，在 16 年 2 月公司紧接着推出了面向机构和大股东的 55 亿元，对应发行额 3.79 亿股、发行价 14.51 元/股，募集资金主要用于成都、青岛和惠州等地的地产项目投资，这将有助于改善公司规模高速增长中的资金结构；另外，本次方案中，实质控制人黄光苗旗下前海阳诚承诺认购比例不低于 15%，锁定三年，彰显信心，按照发行底价估算，实际控制人的控制股权比例将最低摊薄至 35.61%，仍为公司实际控制人，其做大做强上市公司的意愿不会改变。

探索新业务拓展，思考企业转型

在新的市场形势下，公司计划在不影响主营业务发展的前提下，积极探索除房地产开发以外的新业务领域，通过对外股权投资的方式对房地产周边领域进行探索，向以物业管理为平台的房地产服务产业、产业地产以及“房地产+金融”的方式延伸，结合企业自身的资源优势，探索适合公司的转型之路。

香港下行周期中连续拿地，补交地价的拿地方式保证风险并不大

近期市场都比较担心公司在过去半年内连续两度在香港拿地，从公司的口径来看，上述沙田和铜锣湾两个项目的毛利率都在 30% 左右，净利率都在 15% 以上，都还是不错的项目，当然这都基于香港房价稳定的前提下。

目前香港房地产市场看淡者较多，导致大家对以上两个项目并不乐观，但我们认为，不过多去谈香港房价，这属于变量，难于预测，我们更为关注的是，公司上述获得的两个项目基本都需要补交地价（沙田项目支出 14 亿元港币，需补交 42 亿元，后者是变量；铜锣湾项目支出 5.8 亿元，需补交 13.8 亿元，后者是变量），而补交地价款是可以根据市场价格的变化而变化，公司有与土地署商谈的空间，实际上公司相当于 25%-30% 的资金锁定了项目，相当于一个拿地期权。

图表 13. 香港沙田项目盈利情况简单匡算（按照目前情况假设补交地价）

项目	金额/面积
股权（亿港币）	2.8
债权（亿港币）	11.2
补交地价款（亿港币）	42.3
合计总土地成本（亿港币）	56.3
楼面成本（万港币/平米）	6.7
预计建安成本（万港币/平米）	4.5
建筑面积（万平米）	8.4
预计销售价格（万港币/平米）	16.0
预计货值（亿港币）	134.5
预计毛利率（%）	30.1

资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 香港铜锣湾项目盈利情况简单匡算（按照目前情况假设补交地价）

项目	金额/面积
收购价格（亿港币）	4.0
收购关联税费（亿港币）	1.8
补交地价款（亿港币）	13.8
合计总土地成本（亿港币）	19.5
建筑面积（万平米）	1.1
楼面成本（万港币/平米）	16.8
预计建安成本（万港币/平米）	4.5
房价假设（万港币/平米）	31.5
预计货值（亿港币）	34.7
毛利率（%）	32.3

资料来源：公司公告，中银证券

优质成长、激励到位、探索转型，重申买入评级

中洲控股布局一二线城市，包括深圳、惠州、成都、上海和香港等地，资产优质，其 NAV 高达 240 亿元，资产低估明显；目前公司土地储备中深圳、上海和惠州等热销城市的面积占比 50%，今年可售资源中三地货值占比超 80%，优质布局奠定高增长的基础，而同时公司过去 2 年来对于人员引进、激励制度和管理架构方面做了有效内部改革，也奠定高成长的能力；14-15 年销售分别完成 48 和 74 亿元，16 年计划销售 105 亿元，三年复合增速 69%，尽显高成长本色；此外，在市场新形势下，公司也开始探索新业务拓展，思考企业转型，助力更长远发展。鉴于公司结算毛利率略低于我们预期，我们分别将 2016-17 年每股收益预测由 1.32 和 1.72 元下调至 1.24 元和 1.59 元，目标价对应下调至 24.41 元，但我们依然看好公司优质资源沉淀和有效内部变革推动的快速增长，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，请参见中银国际证券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。
- 5、中洲控股 15 年 1 季报业绩点评报告《1 季度业绩同比翻番，维持估值提升三段论》，出版于 2015 年 4 月 30 日。
- 6、中洲控股 15 年股权激励公告点评《限制性股票助力成长，优质资源低估明显》，出版于 2015 年 7 月 31 日。
- 7、中洲控股 15 年中报业绩点评报告《高成长新锐，资产低估明显》，出版于 2015 年 8 月 31 日。
- 8、中洲控股 15 年定增获批点评报告《定增获批，全力起航》，出版于 2015 年 10 月 15 日。
- 9、中洲控股 15 年 3 季报业绩点评报告《优质资源沉淀、有效内部变革推动快速成长》，出版于 2015 年 10 月 30 日。
- 10、中洲控股 16 年员工持股计划点评报告《激励机制再提升，销售持续高增长》，出版于 2016 年 3 月 21 日。
- 11、中洲控股 15 年年报业绩点评报告《优质成长、激励到位、探索转型》，出版于 2016 年 3 月 29 日。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	3,033	5,048	6,271	7,798	9,705
销售成本	(2,160)	(3,740)	(4,670)	(5,802)	(7,215)
经营费用	(302)	(481)	(597)	(742)	(924)
息税折旧前利润	620	956	1,185	1,435	1,749
折旧及摊销	(50)	(129)	(180)	(181)	(182)
经营利润(息税前利润)	570	827	1,004	1,254	1,567
净利润收入/(费用)	(99)	(226)	(263)	(300)	(353)
其他收益/(损失)	20	16	46	55	65
税前利润	491	617	788	1,010	1,279
所得税	(186)	(217)	(197)	(252)	(320)
少数股东权益	0	1	2	3	3
净利润	306	401	593	760	962
核心净利润	306	401	593	760	962
每股收益(人民币)	0.638	0.838	1.238	1.586	2.009
核心每股收益(人民币)	0.638	0.838	1.238	1.586	2.009
每股股息(人民币)	0.150	0.278	0.410	0.526	0.666
收入增长(%)	37	66	24	24	24
息税前利润增长(%)	22	45	21	25	25
息税折旧前利润增长(%)	20	54	24	21	22
每股收益增长(%)	(25)	31	48	28	27
核心每股收益增长(%)	(25)	31	48	28	27

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	491	617	788	1,010	1,279
折旧与摊销	50	129	180	181	182
净利润息费用	99	226	263	300	353
运营资本变动	(2,062)	(1,464)	(1,607)	(2,038)	(2,545)
税金	(186)	(217)	(197)	(252)	(320)
其他经营现金流	(18)	(138)	(46)	(57)	(69)
经营活动产生的现金流	(1,625)	(847)	(619)	(856)	(1,120)
购买固定资产净值	(18)	(72)	0	0	(1)
投资减少/增加	(61)	(21)	19	23	29
其他投资现金流	0	(4)	583	(130)	(156)
投资活动产生的现金流	(80)	(97)	602	(107)	(128)
净增权益	0	2,078	0	0	0
净增债务	1,901	1,765	1,376	2,319	2,938
支付股息	(380)	(767)	(197)	(252)	(319)
其他融资现金流	(54)	(1,014)	583	(130)	(156)
融资活动产生的现金流	1,466	2,062	1,762	1,938	2,464
现金变动	(239)	1,118	1,744	975	1,216
期初现金	1,375	1,142	2,261	4,006	4,981
公司自由现金流	(1,705)	(944)	(18)	(963)	(1,248)
权益自由现金流	196	822	1,358	1,356	1,691

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,137	3,224	4,006	4,981	6,200
应收帐款	65	167	207	258	320
库存	13,485	16,351	20,314	25,261	31,439
其他流动资产	412	674	397	493	613
流动资产总计	15,098	20,416	24,924	30,993	38,572
固定资产	93	1,530	1,347	1,237	1,127
无形资产	6	8	8	7	7
其他长期资产	998	2,667	2,719	2,806	2,936
长期资产总计	1,098	4,205	4,073	4,050	4,069
总资产	16,196	24,621	28,997	35,043	42,641
应付帐款	3,599	4,152	5,186	6,444	8,014
短期债务	1,098	1,275	2,651	4,970	7,909
其他流动负债	4,247	6,444	8,002	9,950	12,384
流动负债总计	8,944	11,871	15,839	21,364	28,306
长期借款	3,950	7,123	7,123	7,123	7,123
其他长期负债	1	11	11	11	12
股本	479	665	665	665	665
储备	2,821	4,950	5,359	5,881	6,539
股东权益	3,300	5,615	6,024	6,546	7,204
少数股东权益	1	1	(0)	(2)	(4)
总负债及权益	16,196	24,621	28,997	35,043	42,641
每股帐面价值(人民币)	6.89	8.44	9.06	9.84	10.83
每股有形资产(人民币)	0.19	2.30	2.02	1.86	1.69
每股净负债/(现金)(人民币)	8.17	7.78	8.67	10.69	13.28

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.5	18.9	18.9	18.4	18.0
息税前利润率(%)	18.8	16.4	16.0	16.1	16.1
税前利润率(%)	16.2	12.2	12.6	12.9	13.2
净利率(%)	10.1	7.9	9.5	9.7	9.9
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
利息覆盖率(倍)	5.7	3.7	3.8	4.2	4.4
净权益负债率(%)	118.5	92.1	95.8	108.7	122.7
速动比率(倍)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	26.0	19.8	13.4	10.5	8.3
核心业务市盈率(倍)	26.0	19.8	13.4	10.5	8.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	38.3	29.1	19.7	15.4	12.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.4	2.0	1.8	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	(4.9)	(13.0)	(17.8)	(12.9)	(9.9)
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	31.8	28.0	25.3	24.1	23.0
周转率					
存货周转天数	1,606.4	1,455.9	1,432.9	1,433.6	1,434.3
应收帐款周转天数	11.0	8.4	10.9	10.9	10.9
应付帐款周转天数	313.6	280.2	271.8	272.2	271.9
回报率					
股息支付率(%)	23.5	33.2	33.2	33.2	33.2
净资产收益率(%)	9.3	7.1	9.8	11.6	13.4
资产收益率(%)	2.9	2.6	2.8	2.9	3.0
已运用资本收益率(%)	8.5	7.5	6.9	7.4	7.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测