

2010-10-12

房地产业/房地产开发与经营

公司研究 / 深度研究

荣盛发展 (002146)

# 金麟岂是池中物，一遇风云便化龙

增持/ 首次评级

股价：RMB11.19

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162  
+755-82492232 yujinhua@lhqz.com

联系人

周雅婷

0755-82125148 zhouyt@lhqz.com

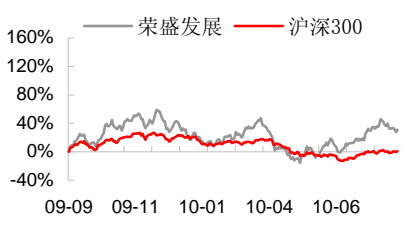
- 公司是一个致力于二三线城市甚至更低一级城市区域发展的公司,2009年,我国十大重点城市商品住宅成交面积和金额占全国成交数的 17%和 36%,二三线甚至三四线城市未来将成为我国商品住宅成交的主力区域。从我国经济发展趋势和国家政策导向来看,受到二三线城市城市化率的推进和住宅品质提升的需求,未来公司布局的重点区域将会同时面临量和价的双重提升机遇。
- 从纵向和横向两个维度分析公司未来的成长空间我们认为公司的高估值仍然可以维持,首先,仅就目前公司布局的 15 个城市而言,未来 5 年公司通过市场占有率的提升(从目前的 2.6%提高到 10.6%),潜在销量增幅可达到 395%,其次从横向上看,公司目前定位的目标城市在我国城市群中分布最广,人口数在 50-100 万之间的城市有 110 个,人均 GDP 在 10000-20000 元间的城市有 76 个,公司目前已进入的城市为 15 个,未来可选择进入的城市仍有 3 倍以上空间,随着城市化的提升和居民收入水平的提高,我们也不排除公司在发展壮大后往更高一级城市进军的可能,在扩张道路上走出一条“农村包围城市”的道路。
- 公司目前拥有未结权益建面 1427.5 万平米,其中 33%分布在河北各地,24%分布在沈阳,31%分布在江苏,按 10 年新开工 297 万平米计算,公司目前储备量足够支撑 4 年以上的发展。公司项目储备重点分布的三大区域 GDP 总量在全国均属于前十名,几大重点储备区域的城市化率分布呈阶梯状,整体来看都有较大增长空间,且处于城市化加速阶段。
- 公司费用管理能力突出,10 年半年报三费为 4.12%,而毛利水平则保持在较为合理的 30%左右,公司出众的费用控制能力一方面得益于公司对建筑承包过程中费用细节的深刻理解和完善采购流程,严防过程中不必要费用支出,另一方面由于项目所在城市普遍不太需要营销宣传和代理销售,公司可在销售环节节省广告营销和代理销售费用支出。
- 预计公司今明两年 EPS 为 0.61 元,0.85 元,对应 PE 为 18X,13X,考虑到公司潜在发展空间巨大,本身已进入加速扩张阶段,未来成长空间可期,首次给予增持评级。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	1434
流通 A 股(百万股)	1280
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	14822

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3289.0	2858.1	6660	8372	10566
(+/-%)	62.1	102.4	102.5	25.7	26.2
归属母公司净利润(百万元)	609.5	400.6	872	1222	1653
(+/-%)	64.4	60.9	43.0	40.2	35.3
EPS(元)	0.43	0.28	0.61	0.85	1.15
P/E(倍)	27.2	41.4	17.7	12.7	9.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 目 录

目 录.....	2
图表目录.....	3
公司基本情况.....	4
<b>三四线城市开发龙头，重点布局区域面临量价双重提升空间.....</b>	<b>4</b>
<b>潜在成长空间仍然巨大，高估值可持续.....</b>	<b>5</b>
纵向成长空间未完全释放，未来5年销量潜在增幅可达395%.....	5
横向拓展具备3倍以上增长空间.....	7
管理半径和人力资源储备待突破，“先纵后横”是扩张的较优路径.....	7
<b>储备呈“三足鼎立”之势，兼顾稳健与成长.....</b>	<b>8</b>
<b>开发提速，进入高成长通道.....</b>	<b>11</b>
<b>销售情况优异，业绩保障性高.....</b>	<b>12</b>
<b>建筑工程起家，费用控制能力突出.....</b>	<b>12</b>
<b>快人一步的开发速度保证盈利水平和现金周转.....</b>	<b>13</b>
<b>股权激励推动业绩释放力度加大.....</b>	<b>14</b>
估值与投资建议.....	14
风险提示.....	14
附：公司重点项目介绍.....	15
香河香城郦舍.....	15
廊坊豪邸坊.....	15
廊坊阳光逸墅.....	16
南京龙湖半岛.....	17

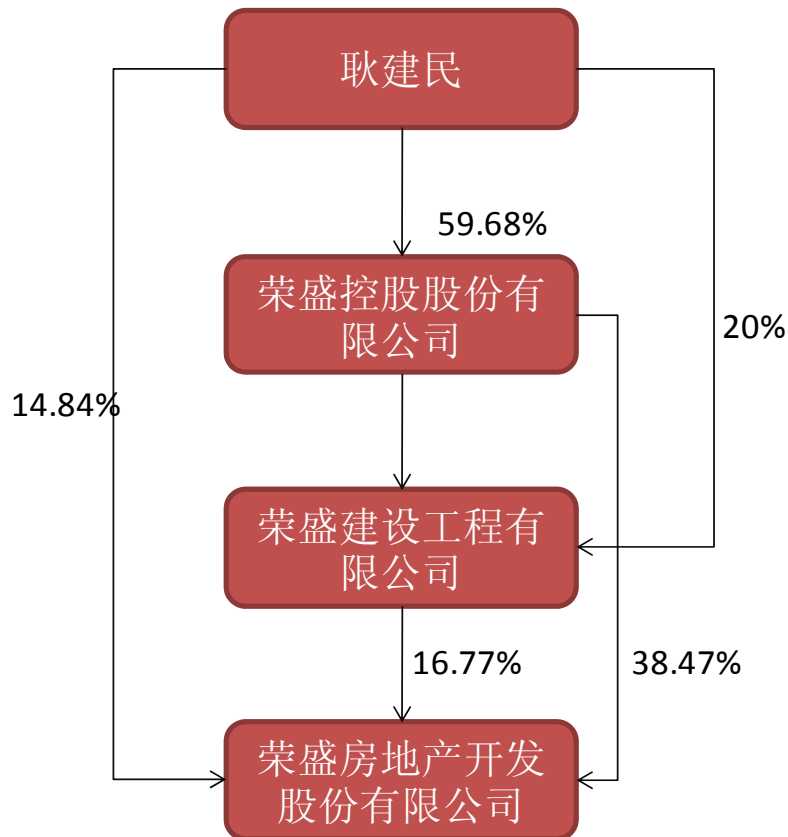
## 图表目录

图 1 公司股权结构 .....	4
图 2 公司重点储备区域面临城市化率提升空间 .....	5
图 3 公司可选择进入城市分布广泛 .....	7
图 4 公司土地储备呈三足鼎立之势 .....	8
图 5 公司重点布局省份经济实力排名较强 .....	10
图 6 南京房地产市场走势 .....	10
图 7 沈阳房地产市场走势 .....	11
图 8 公司新开工进入加速通道 .....	11
图 9 公司新开工进入加速通道 .....	12
图 10 公司费用控制能力较强 .....	13
图 11 公司销售毛利率可以得到保障 .....	13
图 12 香河香城郦舍效果图 .....	15
图 13 廊坊豪邸坊效果图 .....	16
图 14 廊坊阳光逸墅效果图 .....	16
图 15 南京龙湖半岛效果图 .....	17
表 1 三四线城市商品住宅成交空间更大 .....	5
表 2 公司重点布局城市储备去化比和市场占有率情况（万平米） .....	6
表 3 公司销售成长空间敏感性测算（万平） .....	6
表 4 公司人力资源储备情况 .....	8
表 5 公司项目储备情况 .....	9

## 公司基本情况

公司成立于 1996 年是一家主要在中等城市进行普通商品住宅开发的跨地区房地产开发企业，已在河北的廊坊、沧州，安徽的蚌埠，江苏的南京六合、徐州等多个中等城市开展了房地产开发业务。公司 07 年发行 7000 万股上市。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司 09 年年报，华泰联合研究所

## 三四线城市开发龙头，重点布局区域面临量价双重提升空间

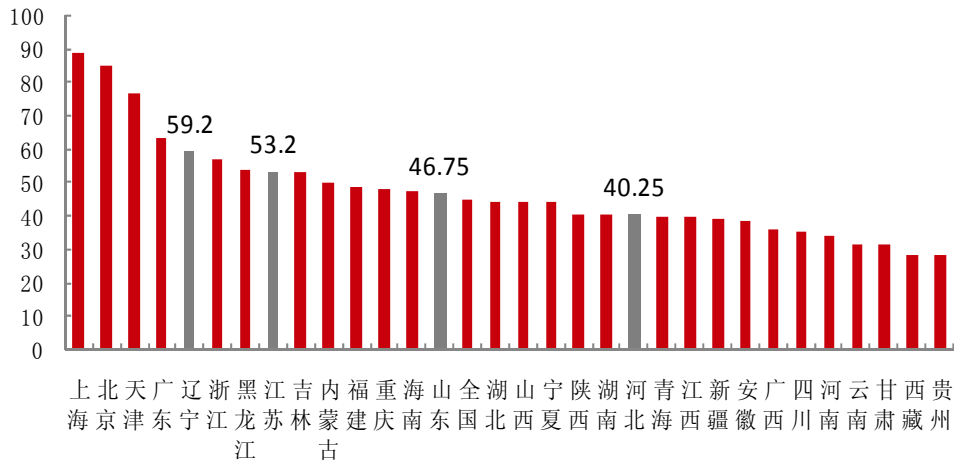
公司是一个致力于二三线城市甚至更低一级城市区域发展的公司，2009 年，我国全国共成交商品住宅 80400 万平米，36763 亿元，而十大重点城市 09 年商品住宅成交面积和金额占全国成交数的 17% 和 36%，二三线甚至三四线城市未来将成为我国商品住宅成交的主力区域。从我国经济发展趋势和国家政策导向来看，未来公司布局的重点区域将会同时面临量和价的双重提升机遇。一方面，由于城市化的推进，二三线城市将成为吸纳新增农转非人口的重点区域，需求的提升将会带来量的释放，另一方面，随着成交量的放大和需求质量的提升将会推动二三线城市房屋户型和小区环境等软性设计的提高，而这将带来品质推动的价格提升，公司在这个过程中由于具备更多层次城市需求的开发经验将能够更敏锐和迅速地捕捉市场需求变化讯息，从而更广泛地介入到价格提升的收益中。

表 1 三四线城市商品住宅成交空间更大

	成交面积(万 M <sup>2</sup> )	成交金额(亿元)
成都	2827	1442
北京	2037	2921
上海	1880	2958
天津	1330	986
南京	1180	888
广州	1123	1061
杭州	648	940
深圳	637	984
西安	1260	621
武汉	1061	584
十大城市 09 年合计	13982	13385
全国 09 年住宅销售	80400	36763
十大城市成交占比	17%	36%

资料来源：国家统计局，华泰联合研究所

图 2 公司重点储备区域面临城市化率提升空间



资料来源：公司 09 年年报，华泰联合研究所

## 潜在成长空间仍然巨大，高估值可持续

### 纵向成长空间未完全释放，未来 5 年销量潜在增幅可达 395%

公司近两年销量呈现爆发式增长，也使得公司在资本市场上估值相对其他开发类公司显得更高，未来公司在三四线城市的潜在销量空间是否能继续支持公司保持高速增长的趋势是市场比较关心的问题，根据我们对公司目前重点布局的 12 个城市年成交量和公司储备情况的分析，我们认为仅就目前公司布局的城市而言，未来 5 年公司通过市场占有率的提升（从目前的 2.6% 提高到 10.6%），潜在销量增幅可达到 395%，市

场纵向的成长空间仍然是巨大的，而我们认为公司在这 12 个城市中整体市场占有率提升到 10%左右是有可能的，一方面在于目前并没有出现一个可以在所有布局城市中与公司进行竞争的对手，公司在这些布局城市中的规模和品牌优势明显，另一方面，公司在部分先期运作的城市中如廊坊和聊城市场占有率已经达到 15%和 25%，充分证明公司是有能力经过深耕细作实现当地市场领导者的地位。

**表 2 公司重点布局城市储备去化比和市场占有率情况（万平米）**

城市	商品住宅成交面积(08年)	公司储备建面	存货去化比(年)
石家庄	326.4	43.1	7.6
唐山	291.9	159	1.8
邯郸	143.9	87.1	1.7
沧州	170.6	65.4	2.6
廊坊	413.2	130.9	3.2
沈阳	1,307.2	273.2	4.8
南京	655.3	333.1	2.0
徐州	267.9	53.2	5.0
常州	425.5	11.3	37.7
蚌埠	115.1	92.9	1.2
聊城	132.0	63.8	2.1
湛江	65.4	12	5.5
长沙	767.0	20.4	37.6
临沂	352.0	12	29.3
<b>合计</b>	<b>5,433.3</b>	<b>1357.4</b>	<b>4.0</b>
公司 08 年销售面积	54.3		
<b>08 年公司整体市场占有率</b>	<b>1.0%</b>		
公司 09 年销售面积	143.1		
<b>09 年公司整体市场占有率*</b>	<b>2.6%</b>		

资料来源：CEIC，华泰联合研究所；注：\*由于缺乏 12 市 09 年市场成交数据，为以 08 年整体市场成交数据为基数计算

**表 3 公司销售成长空间敏感性测算（万平）**

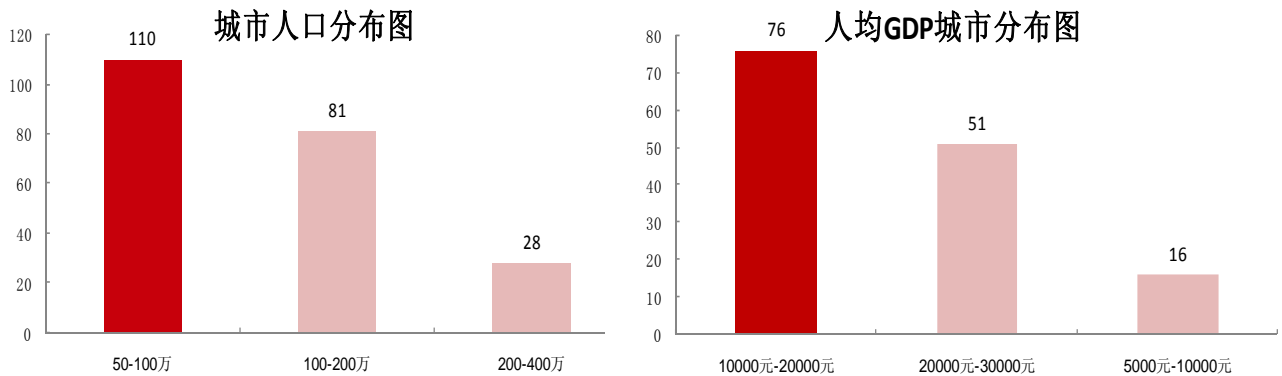
		市场整体成交量（按 5%年增长率测算）				
		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
		<b>5,990.2</b>	<b>6,289.7</b>	<b>6,604.2</b>	<b>6,934.4</b>	<b>7,281.2</b>
市场占有率	<b>2.60%</b>	155.7	163.5	171.7	180.3	189.3
	<b>3.60%</b>	215.6	226.4	237.8	249.6	262.1
	<b>4.60%</b>	275.6	289.3	303.8	319.0	334.9
	<b>5.60%</b>	335.5	352.2	369.8	388.3	407.7
	<b>6.60%</b>	395.4	415.1	435.9	457.7	480.6
	<b>7.60%</b>	455.3	478.0	501.9	527.0	553.4
	<b>8.60%</b>	515.2	540.9	568.0	596.4	626.2
	<b>9.60%</b>	575.1	603.8	634.0	665.7	699.0
	<b>10.60%</b>	635.0	666.7	700.0	735.1	<b>771.8</b>

资料来源：华泰联合研究所

### 横向拓展具备 3 倍以上增长空间

公司在横向上的成长空间来自可进入城市的拓展，从目前的已进入城市看，公司的目标城市人口数在 50-100 万之间，人均 GDP 在 10000-20000 元间，在这个范围内，我国城市数分布最广，人口数在 50-100 万之间的城市有 110 个，人均 GDP 在 10000-20000 元间的城市有 76 个，公司目前已进入的城市为 15 个，未来可选择进入的城市仍有 3 倍以上空间，随着城市化的提升和居民收入水平的提高，我们也不排除公司在发展壮大后往更高级城市进军的可能，在扩张道路上走出一条“农村包围城市”的道路。

图 3 公司可选择进入城市分布广泛



数据来源：国家统计局，华泰联合研究所

### 管理半径和人力资源储备待突破，“先纵后横”是扩张的较优路径

总体而言我们认为相较于纵向空间上的成长性，公司横向拓展的空间更大，但难度主要来自于公司管控能力和人力资源的配备，公司目前管理人员 189 人，扣除高层后有 177 人，平均每个项目 4.5 人，按每个项目 2-3 个高级管理人员的配备来说公司目前的管理人员储备尚有余地，但若要实现规模的翻倍扩张，公司目前的人力储备仍显不足。在目前的人员配备水平下选择在原有城市上做纵向拓展更有利于现有团队的稳定以及开发、销售理念的有机接续，同一个领导团队对本区域持续开展的把控能力更强，扩展规模的边际成本更小，而横向的扩张则需要公司培养更多稳定忠诚的精英团队，再次提升公司的管理半径。我们认为现阶段公司最好的选择仍然是先对纵向成长空间进行深耕发展，一方面可保障已有优势经验的延续，另一方面可在纵向拓展过程中培养积蓄人才力量，为下一步的横向扩张做充分准备，减少扩张的失败成本。

**表 4 公司人力资源储备情况**

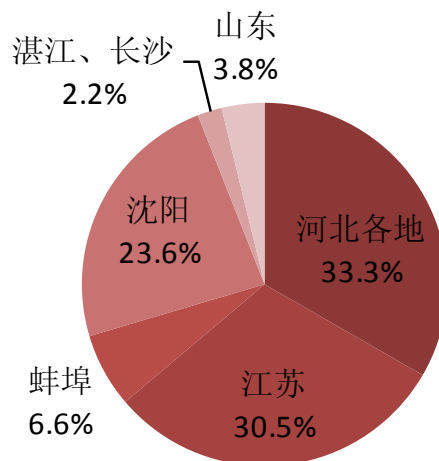
专业构成			学历构成		
专业	人数	比例 (%)	学历	人数	比例 (%)
管理人员	189	22.88%	硕士	22	2.66%
专业人员	201	24.33%	本科	336	40.68%
技术人员	186	22.52%	大专	296	35.83%
市场人员	122	14.77%	大专以下	172	20.82%
操作人员	132	15.98%			

资料来源：公司 09 年年报，华泰联合研究所

### 储备呈“三足鼎立”之势，兼顾稳健与成长

公司目前拥有未结权益建面 1427.5 万平米，其中 33% 分布在河北各地，24% 分布在沈阳，31% 分布在江苏，土地储备呈现“三足鼎立”之势。按 10 年新开工 297 万平米计算，公司目前储备量足够支撑 4 年以上的发展。公司项目储备重点分布的三大区域 GDP 总量在全国均属于前十名，几大重点储备区域的城市化率分布呈阶梯状，辽宁、江苏两省目前已超过 50%，而山东、河北两省则低于 50%，整体来看都有较大增长空间，且处于城市化加速阶段。从目前的储备分布情况看，河北和江苏作为和公司历史渊源最深的两个省份合计占公司储备总量达 59%，继续保持公司持续发展的根基作用，也成为公司全国扩张的源动力。公司在原有优势区域的持续深耕发展为公司提供了稳健扩张的基础，而新优势区域如沈阳的扩张则可为公司提供积极成长性。

**图 4 公司土地储备呈三足鼎立之势**



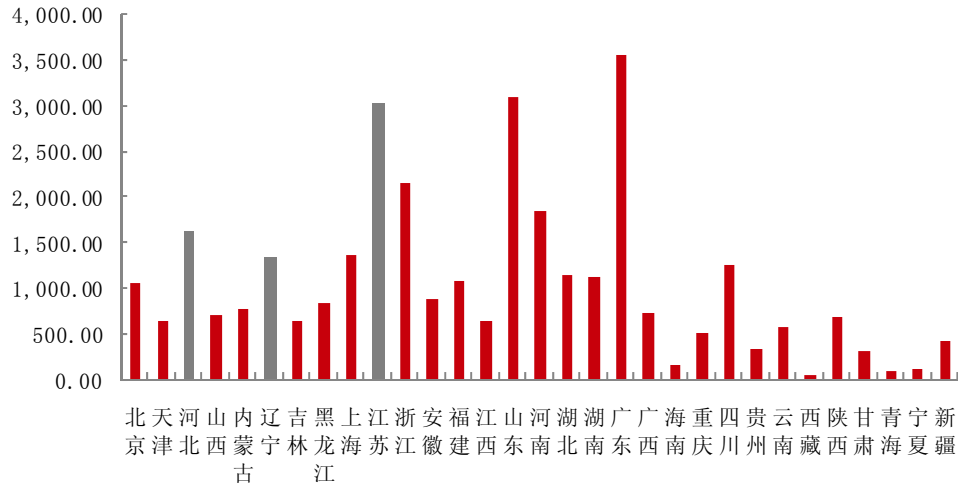
资料来源：公司 09 年年报，华泰联合研究所

**表 5 公司项目储备情况**

项目	权益	建筑面积	未结权益建面	毛利率	结算均价
廊坊盛远江南水郡	100%	18.0	15.8	34%	5599
廊坊阳光逸墅	100%	17.0	17.0	29%	5667
廊坊晓·廊坊-盛景	100%	22.7	22.7	42%	6614
廊坊豪邸·坊项目	100%	12.0	12.0	38%	6496
廊坊香河香城郦舍项目	100%	30.0	30.0	44%	4627
廊坊恒盛塞纳荣府	100%	33.0	33.0	56%	10191
廊坊君兰苑	100%	17.6	0.4	38%	4000
南京阿尔卡迪亚	100%	70.0	25.9	17%	3484
南京盛棠苑	100%	18.7	4.3	40%	4464
南京龙湖半岛	100%	227.0	227.0	43%	4627
南京 N02009G76 地块（八街区）	70%	16.0	11.2	14%	4707
常州恐龙园 B 地块	100%	11.3	11.3	16%	4945
沧州文景苑	100%	12.0	12.0	24%	3678
沧州兰亭苑	100%	12.0	12.0	25%	3709
沧州阿尔卡迪亚	100%	44.8	40.3	35%	3901
沧州 CTP-1004 地块	100%	1.0	1.0	23%	3954
蚌埠阿尔卡迪亚	100%	76.0	15.2	30%	4013
蚌埠香堤荣府	100%	20.4	20.4	32%	5001
蚌埠南山俪都	100%	57.3	57.3	26%	4119
徐州阿尔卡迪亚	100%	43.0	18.1	38%	5060
徐州九里峰景	100%	26.1	26.1	29%	5199
徐州 2010-20 地块	60%	9.0	5.4	31%	15075
邳州文景苑	100%	26.1	6.5	24%	2366
邳州迎宾馆	100%	92.5	92.5	47%	3161
石家庄阿尔卡迪亚	100%	64.4	43.1	31%	6793
邯郸阿尔卡迪亚	100%	61.1	61.1	30%	3699
邯郸锦绣花苑	100%	26.0	26.0	23%	4664
沈阳香提澜山	100%	29.1	29.1	33%	3585
沈阳东湖项目	100%	139.4	139.4	43%	5667
沈阳幸福大道	100%	33.2	33.2	28%	3700
沈阳阿尔卡迪亚	100%	99.1	99.1	17%	3300
沈阳爱家俪都	100%	23.0	23.0	44%	6060
沈阳 158 经开地块	100%	9.3	9.3	18%	3300
聊城阿尔卡迪亚	100%	46.9	33.8	33%	3617
聊城西湖馨苑	100%	30.0	30.0	37%	3228
湛江南亚俪都	100%	12.0	12.0	15%	2500
临沂 2010-099 地块	79%	12.0	9.5	19%	3000
长沙财智广场	90%	20.4	18.4	15%	2057
唐山丰南区地块	90%	159.0	143.1	59%	6621
<b>合计</b>		<b>1678.5</b>	<b>1427.5</b>		

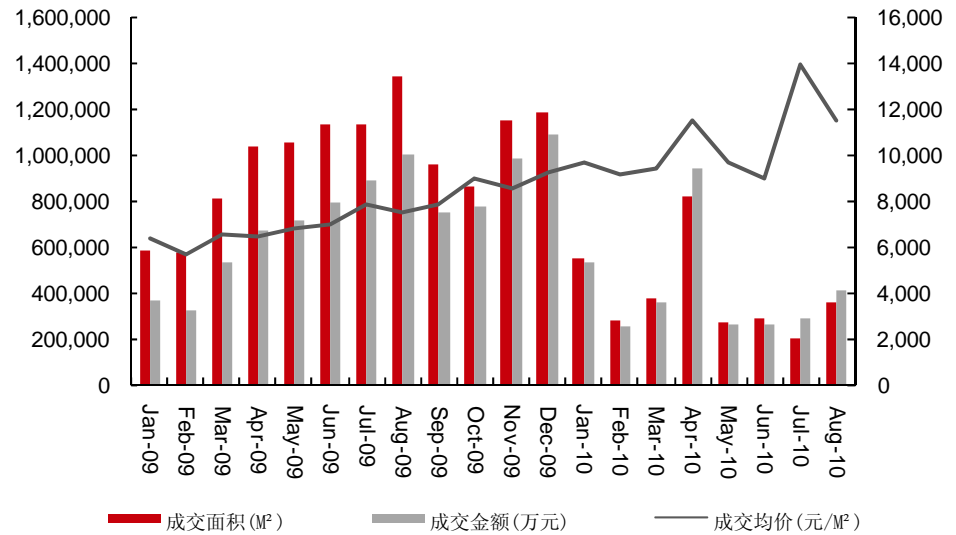
资料来源：公司公告，公司调研，华泰联合研究所

图 5 公司重点布局省份经济实力排名较强



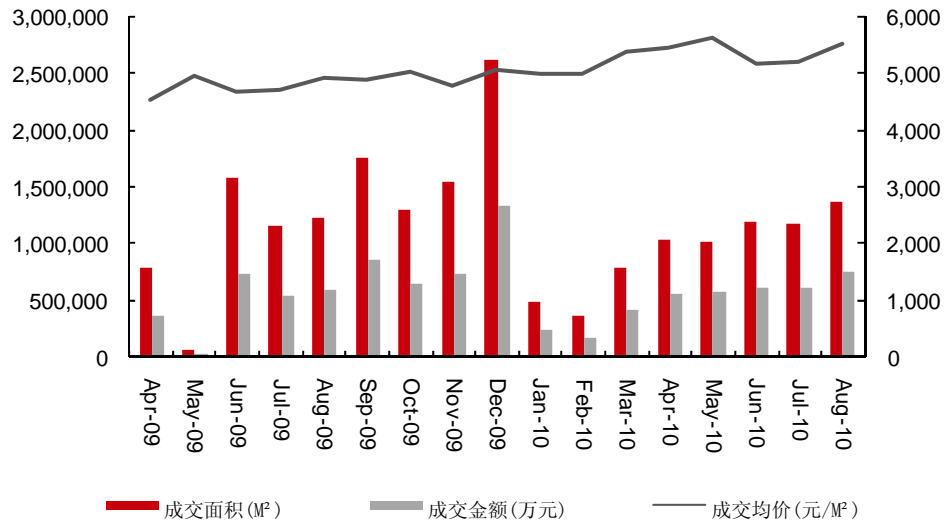
资料来源：公司 09 年年报，华泰联合研究所

图 6 南京房地产市场走势



资料来源：南京市房管局，华泰联合研究所

图 7 沈阳房地产市场走势

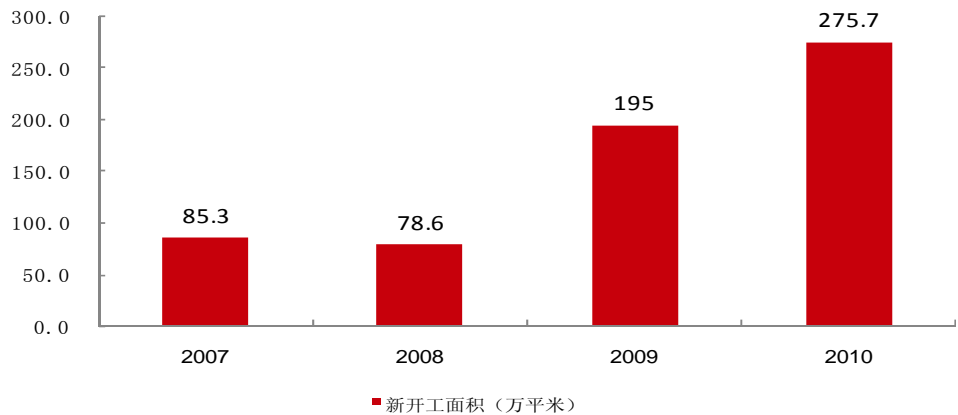


资料来源：沈阳市房管局，华泰联合研究所

### 开发提速，进入高成长通道

公司 09 年实际完成新开工面积 195 万平米，比 08 年增长 148%，10 年计划新开工 275.5 万平米，比 09 年仍旧环比增加 41.4%，公司从 09 年开始进入加速开发的通道，从结算周期上看将会从明年开始进入业绩贡献期。开发的提速揭开了公司高成长的序幕，公司在二三线城市扩张的步伐将逐步扩大，随着销售推动开发持续增长的良性循环的继续，一个立足于二三四线城市的新高周转龙头将逐步成型，公司的未来是可以值得期待的。

图 8 公司新开工进入加速通道

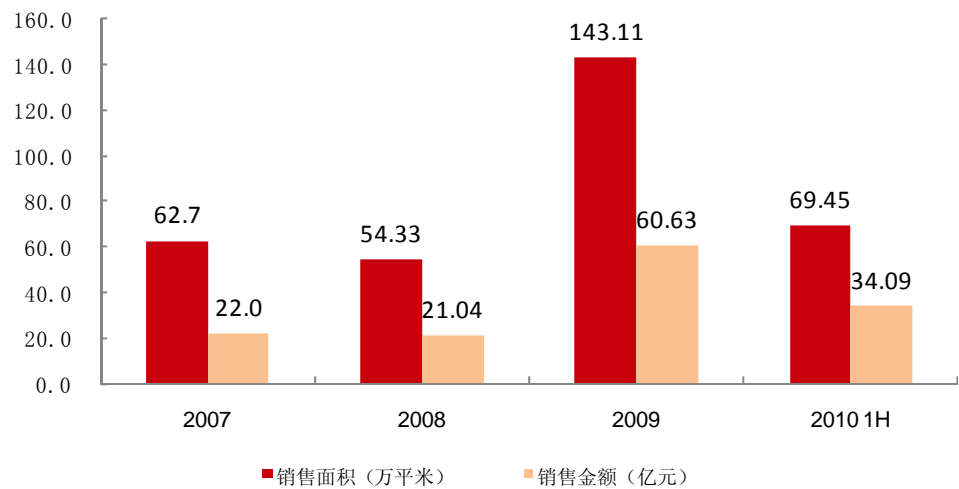


资料来源：公司 09 年年报，华泰联合研究所

## 销售情况优异，业绩保障性高

公司近年大幅提升新开工量得到了销售回款的有力保障，09年销售面积和金额分别同比08年增长163.4%和188.2%，10年半年度完成销售面积69.5万平方米，为09年全年数的49%，完成销售收入34.09亿元，为09年全年数的56%。销售的提速充分说明公司对自有区域和项目的加速开发是有充分准备的，规模的提升不是头脑发热的一时决定，而是管理半径扩展和开发销售经验累积到一定阶段的自由落体。从公司目前销售和开发速度的匹配程度上看，未来进入增长快车道是有保障的。

图9 公司新开工进入加速通道

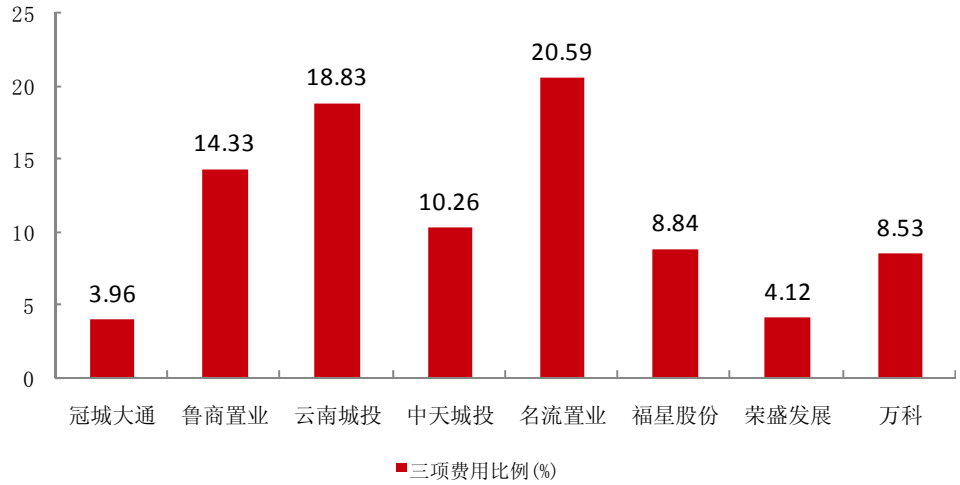


资料来源：公司09年年报，华泰联合研究所

## 建筑工程起家，费用控制能力突出

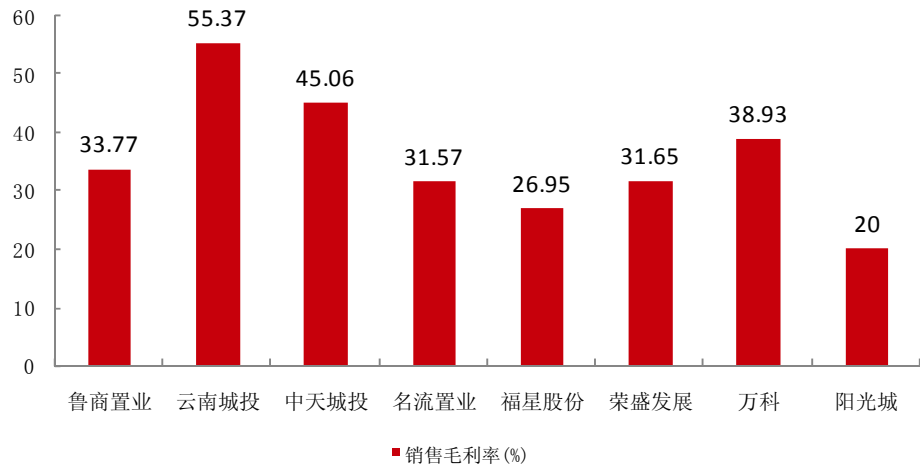
公司作为主要运作于北方二三线城市的周转型开发企业，目前发展的区域和项目规模对管理能力要求相对较高，建筑工程起家的背景使得公司在成本费用控制上显得十分出众，另一方面经过几年的全国化发展，公司管理半径得到一定程度的提升，项目运作和成本管理都得到了很好的检验，与主流开发企业和同规模开发商相比，公司的三费水平处于较低位置（10年半年报为4.12%），而毛利水平则保持在较为合理的30%左右，即使与许多运作与一线城市的开发企业相比公司的毛利水平都不逊色。公司出众的费用控制能力一方面得益于公司对建筑承包过程中费用细节的深刻理解并完善采购流程，严防过程中不必要费用支出，另一方面由于项目所在城市普遍不太需要营销宣传和代理销售，公司可在销售环节节省广告营销和代理销售费用支出。

图 10 公司费用控制能力较强



资料来源：各公司 10 年半年报，华泰联合研究所

图 11 公司销售毛利率可以得到保障



资料来源：各公司 10 年半年报，华泰联合研究所

## 快人一步的开发速度保证盈利水平和现金周转

公司市政工程建筑承包起家的背景使其具备了长期的建筑工程管理经验，这项优势带来的好处不仅表现在费用控制上，还表现在公司的建筑工程的速度和质量上，公司高层住宅一般 7-9 月即可封顶，由于项目所处区域预售条件宽松，公司工程进度也快于其他开发企业，因此公司实现销售回款的速度上要比竞争对手有优势，由于公司民企的背景和布局二三线城市的战略特点，高周转能力是保证盈利水平和现金流充裕的必备条件，目前来看，公司长期的建筑工程承包经营和在全国采取的大盘复制战略可以充分满足高周转的需求。

## 股权激励推动业绩释放力度加大

公司 10 年 7 月份公布了为期 5 年的股权激励计划，行权价格确定为 11.99 元，行权条件为公司 09-12 年扣除非经常性损益的净利润增长率分别不低于 35%，每年加权平均净资产收益率不低于 15%。这项股权激励计划的提出一方面可以帮助解决公司在加速扩张过程中中高层管理人员团队稳定问题，另一方面，每年 35% 的净利润增长率也充分显示了公司管理层对未来三年的业绩信心。

## 估值与投资建议

预计公司今明两年 EPS 为 0.61 元，0.85 元，对应 PE 为 18X，13X，考虑到公司潜在发展空间巨大，本身已进入加速扩张阶段，未来成长空间可期，首次给予增持评级。

## 风险提示

- ✓ 公司属民营企业在扩张过程中不可避免的将遇到资金瓶颈，房地产调控对地产股融资渠道的收紧以及银行信贷利率的提升都可能对公司高周转的运营模式带来冲击；
- ✓ 公司高级管理和项目经营人才未来可能遭遇大型全国性企业的挖角而被迫加入薪资竞争，管理成本的提高将影响公司整体盈利水平；
- ✓ 房地产调控的持续将对公司整体市场经营情况产生负面影响。

## 附：公司重点项目介绍

### 香河香城郦舍

项目位于河北香河新华大街和五一路交口，占地 150 亩，由 14 栋高层和 2 栋酒店式公寓组成。项目 10 年 7 月开盘，首批销售户型为 36 平方米一居、80 平方米两居、117 平方米三居，均价 4800 元/平方米，总价 17 万/套起，2011 年底交房。

图 12 香河香城郦舍效果图



资料来源：搜房网，华泰联合研究所

### 廊坊豪邸坊

豪邸坊项目位于廊坊市银河南路与光明西道交口，项目占地 90 亩，总建筑面积 12 万平方米，由 13 栋住宅楼和 2 栋酒店式公寓构成，项目分 2 期开发。10 年 5 月开盘推售 1 期约 500 套，已完成销售 60%，均价 6400 元/平米，下半年将推出 2 期。预计 2011 年底交房。

图 13 廊坊豪邸坊效果图

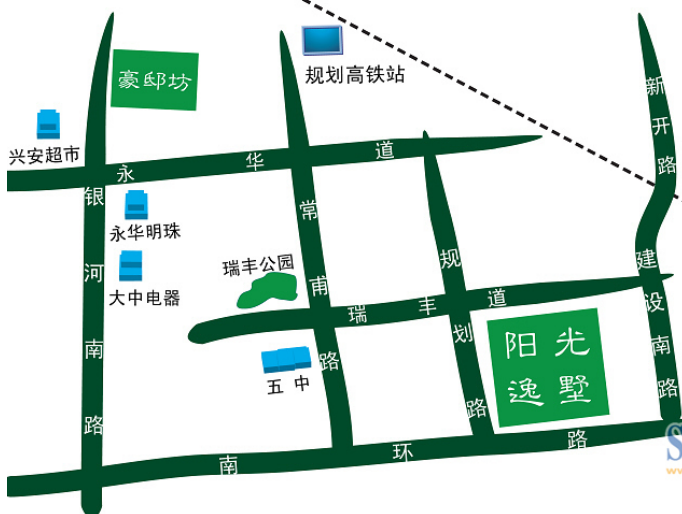


资料来源：摄于 2010 年 8 月 10 日，华泰联合研究所

#### 廊坊阳光逸墅

阳光逸墅项目位于廊坊市南侧，小区南侧紧邻南外环路，北靠瑞丰道，西接规划路，东临建设南路。小区占地 112 亩，总建筑面积 17 万平方米，共 13 栋住宅楼，项目分 2 期开发。10 年 5 月开盘推售一期 7 栋楼，目前已售 60%，均价 6000 元左右，2011 年底交房。

图 14 廊坊阳光逸墅效果图



资料来源：搜房网，华泰联合研究所

### 南京龙湖半岛

荣盛龙湖半岛位于六合经济开发区龙池湖畔华欧大道1号,总建筑面积227万平方米,10年7月开盘销售项目5期,销售均价4600元/平米,目前推售项目整体销售率为47%。

图 15 南京龙湖半岛效果图



资料来源:搜房网,华泰联合研究所

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	12949	15778	18335	20384	<b>营业收入</b>	3289	6660	8372	10566
现金	1922	2179	3649	4518	营业成本	2120	4655	5679	6923
应收账款	21	7	7	7	营业税金及附加	227	266	335	423
其他应收款	252	970	970	970	营业费用	47	313	393	497
预付账款	1864	1757	1757	1757	管理费用	85	166	209	264
存货	8493	10617	11678	12846	财务费用	4	107	142	190
其他流动资产	397	249	274	286	资产减值损失	9	4	0	0
<b>非流动资产</b>	703	773	743	709	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	229	329	363	365	<b>营业利润</b>	796	1148	1614	2271
无形资产	162	160	157	154	营业外收入	17	18	18	18
其他非流动资产	312	284	222	190	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	13652	16551	19078	21094	<b>利润总额</b>	811	1164	1630	2287
<b>流动负债</b>	6776	7936	8870	9370	所得税	201	291	407	572
短期借款	237	317	817	817	<b>净利润</b>	609	873	1222	1715
应付账款	1028	1028	1028	1028	少数股东损益	-0	3	1	62
其他流动负债	5511	6591	7025	7525	归属母公司净利润	610	872	1222	1653
<b>非流动负债</b>	3011	3965	4482	4490	<b>EBITDA</b>	820	1279	1785	2493
长期借款	2529	3863	4363	4363	<b>EPS (元)</b>	0.68	0.61	0.85	1.15
其他非流动负债	482	102	119	127					
<b>负债合计</b>	9787	11901	13352	13860	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	81	83	84	146		<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	896	1434	1434	1434	<b>成长能力</b>				
资本公积	1680	1321	1321	1321	营业收入	62.1%	102.5%	25.7%	26.2%
留存收益	1209	1812	2886	4333	营业利润	59.9%	44.3%	40.5%	40.7%
归属母公司股东权益	3784	4566	5641	7087	归属于母公司净利润	64.4%	43.0%	40.2%	35.3%
<b>负债和股东权益</b>	13652	16551	19078	21094	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	35.5%	30.1%	32.2%	34.5%
					净利率(%)	18.5%	13.1%	14.6%	15.6%
					ROE(%)	16.1%	19.1%	21.7%	23.3%
					ROIC(%)	10.8%	12.6%	16.2%	21.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	71.7%	71.9%	70.0%	65.7%
					净负债比率(%)	35.11%	40.75%	43.81%	42.20%
					流动比率	1.91	1.99	2.07	2.18
					速动比率	0.66	0.65	0.75	0.80
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.33	0.44	0.47	0.53
					应收账款周转率	168	446	1047	1321
					应付账款周转率	2.44	4.53	5.52	6.73
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.61	0.85	1.15
					薄)	0.18	-0.67	0.53	0.88
					每股净资产(最新摊薄)	2.64	3.19	3.93	4.94
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.35	17.73	12.65	9.35
					P/B	4.08	3.38	2.74	2.18
					EV/EBITDA	21	13	10	7

资料来源:公司公告,华泰联合证券研究所

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com