

房地产

2014年12月30日

保利地产 (600048)

——上调 RNAV、地产龙头折价应消除

报告原因：强调原有的投资评级

买入

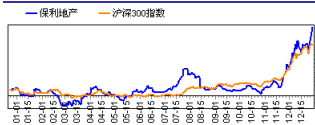
维持

市场数据:	2014年12月30日
收盘价(元)	9.84
一年内最高/最低(元)	10.3/4.83
上证指数/深证成指	3166/10722
市净率	1.9
息率(分红/股价)	2.99
流通A股市值(百万元)	105581

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	5.15
资产负债率%	80.32
总股本/流通A股(百万)	10730/1073
	0
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《保利地产(600048)——低估值蓝筹吸引力大增》 2014/12/08

《保利地产(600048) 10月销售点评——销售业绩彰显龙头实力、沪港通开通受益》 2014/11/10

证券分析师

韩思怡 A0230513060002
hansy@swsresearch.com

研究支持

陈天诚 A0230113080001
chentc@swsresearch.com

联系人

齐东
(8621)23297818x7260
qidong@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	92,356	34	10,747	27	1.51	32.2	20.8	6	7
14Q1-Q3	52,215	18	6,080	32	0.57	33.6	11.0		
2014E	112,667	22	13,061	22	1.22	32.5	21.0	8	
2015E	139,172	24	15,945	22	1.49	32.1	21.7	6	
2016E	168,087	21	18,983	19	1.77	32.0	22.4	5	

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **公司盈利稳定性最好，行业政策利好不断。**1) **盈利稳定性好**：公司产品布局合理（78%一二线城市）、结构健康（92%中小户型住宅）和去化策略得当，销售均价逆市涨 10%，盈利稳定性好，未来毛利率有望稳定在 32%。2) **政策利好不断推动公司市值管理动力**：再融资松绑、营改增、限购进一步放松，公司有望在优先股、债券、增发等多领域尝试，降低融资成本且增强市值管理诉求。
- **地产行业三期叠加，多方面提升公司 RNAV 估值。**我们认为地产行业处于降息周期、销售恢复期以及政策边界突破期三期叠加阶段，各项政策均对能提升公司 RNAV 估值，我们上调房价年均涨幅由 2%至 4%、结算净利率 10%至 11%、下调债务融资成本由 7.03%下降为 6%、营改增导致实际税率由 27%下降为 26%，公司每股 RNAV 由 13.8 元提升至 14.9 元。
- **牛市中估值突破，龙头股 RNAV 折价有望消除。**1) **公司为上证 50 中唯一一个成分股**，随着资本市场的逐渐开放以及个股衍生品的推出，公司作为配置型个股的优势明显；2) **低估值低配置**：地产行业对应 15 年预测 PE 仅 9.69 倍，位列所有行业里面倒数第二，公司对应 15 年仅 6.4 倍 PE，在蓝筹行业轮动的大市场背景下，公司作为地产龙头具备较大上涨空间；3) **消除折价，龙头估值重新超过中小地产公司**：在牛市资金推动以及产业资本野蛮增持的大背景下，地产龙头的 RNAV 折价应该逐渐消除，目前地产蓝筹估值大幅低于中小地产股估值的情况或将改写。
- **投资建议**：公司今年销售均价逆市上涨 10%，再融资放开有利于提升公司市值管理动力，行业三期叠加多方面提升公司 RNAV 估值，在牛市资金推动以及产业资本增持推动中地产龙头折价有望消除，对应目前股价仍有 56% 的上涨空间，维持买入评级及盈利预测。我们基于行业基本面判断以及公司经营判断，将公司每股 RNAV 由 13.8 元上调至 14.9 元，对应目前股价仍有 56% 的空间，维持公司 14-16 年 EPS 1.22、1.49、1.77 的盈利预测，目前股价对应 PE 别为 8.1X、6.6X、5.6X，维持“买入”评级。
- **风险提示**：销售恢复被证伪、社会流动性趋紧

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

投资案件

投资评级与估值

公司今年销售均价逆市上涨 10%，再融资放开有利于提升公司市值管理动力，行业三期叠加多方面提升公司 RNAV 估值，我们将公司每股 RNAV 由 13.8 元上调为 14.9 元，在牛市资金推动以及产业资本增持推动中地产龙头折价有望消除，对应目前股价仍有 56% 的上涨空间，维持买入评级及盈利预测。

我们基于行业基本面判断以及公司经营判断，将公司每股 RNAV 由 13.8 元上调至 14.9 元，对应目前股价仍有 56% 的空间，维持公司 14-16 年 EPS 1.22、1.49、1.77 的盈利预测，目前股价对应 PE 别为 8X、6X、5X，维持“买入”评级。

关键假设点

结算均价年均涨 4%、结算净利率为 11%、综合折现成本为 7.62%

有别于大众的认识

市场可能担心：地产龙头已经经过一轮上涨，目前相对 RNAV 折价较小，不敢再买，且担忧地产政策出利空。

我们认为，地产政策仅存在利好可能，利空可能较小，此外，关于公司股价逐渐逼近 RNAV 估值的情况，我们认为目前地产行业正处于降息周期、销售恢复期和政策边界突破期，多方面利好 RNAV 重估，1) **公司 RNAV 经过重新折算，有超过 56% 的上升空间：**我们上调了结算均价涨幅和结算净利率、下调债务成本和综合折现成本；2) **未来地产龙头 RNAV 折价应该消除，地产龙头估值应高过中小地产股：**在牛市资金推动、产业资本野蛮增持的情况下，地产龙头的 RNAV 折价有望消除，且其估值有望高过中小地产股。

股价表现的催化剂

再融资放开明确、销售恢复持续、个股衍生品推出。

核心假设风险

销售恢复被证伪、社会流动性趋紧

目 录

1 销售均价逆市上涨，盈利稳定性最好.....	4
1.1 公司 14 年销售均价逆市涨 10.4%.....	4
1.2 产品布局合理，盈利稳定性强.....	5
2 地产行业三期叠加，公司边际受益明显	6
2.1 降息周期，有利于公司债务融资成本	6
2.2 销售恢复期，利好公司销售均价及结算净利率.....	7
2.3 政策边界突破期，提升公司市值管理动力.....	8
2.4 上证 50 成分股、低估值、配置优势明显	9
3 公司 RNAV 重估提升 8%，每股 14.9 元	9
3.1 RNAV 简易模型说明.....	9
3.2 关键假设调整及测算结果：每股提升 8%.....	10
4 盈利预测表.....	11

图表目录

图 1：截止 11 月销售均价同比涨幅保利最大.....	4
图 2：公司截止 11 月销售均价 12772.....	4
表 1、上半年前 13 大重点销售项目	5
表 2、广东、四川、上海结算占比最高.....	5
图 3：公司毛利率将维持稳定在 32%.....	6
图 4：公司产品结构和布局相对健康	6
图 5：历次降息均对销售有显著促进	7
图 6：公司有息负债成本逐步下降	7
图 7：行业销售处于缓慢恢复期	7
图 8：公司远期净利率预计维持在 11%的水平	7
表 3、地产再融资相关政策历史一览	8
图 9、行业和公司估值水平都相对较低.....	9
表 4、公司 RNAV 测算表	10

地产行业经历了自 2010 年以来的严厉政策限制，目前正进入政策边界突破期，各项地产限制性政策都逐渐突破，从 3 月份再融资松动，到 9 月份允许发行上市房企在银行间发中票、在交易所发债，地产扭曲的再融资政策有望进一步消除。我们预计国土部将逐步取消对地产再融资的实质性审核，这将明确有利于龙头地产公司。保利作为地产龙头，除了享有地产行业的政策性利好外，还有：

1) 公司盈利稳定性最好，公司销售均价逆市上涨 10%；2) 公司 RNAV 折价较多，上调之后折价接近 56%；3) 指数配置优势凸显，上证 50 唯一地产股，随着资本市场开放和相关衍生品的推出，配置价值凸显；4) 估值优势明显，龙头估值中最低，对应 15 年 EPS 仅有 6.4 倍 PE。

1 销售均价逆市上涨，盈利稳定性最好

1.1 公司 14 年销售均价逆市涨 10.4%

从销售结果来看，2014 年 1-11 月，公司累计实现销售面积 934.9 万方，同比下降 2.6%；累计签约金额 1194.13 亿元，同比增长 7.5%；受制于大环境，公司销售面积有所下降，但公司全年累计销售均价 12772 元，同比增长 10.4%，在龙头企业中表现最佳，万科仅上涨 3.6%，而招商为-8%、金地为-2%。

图 1：截止 11 月销售均价同比涨幅保利最大

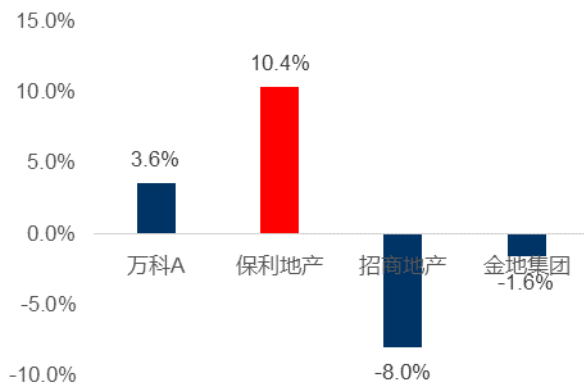
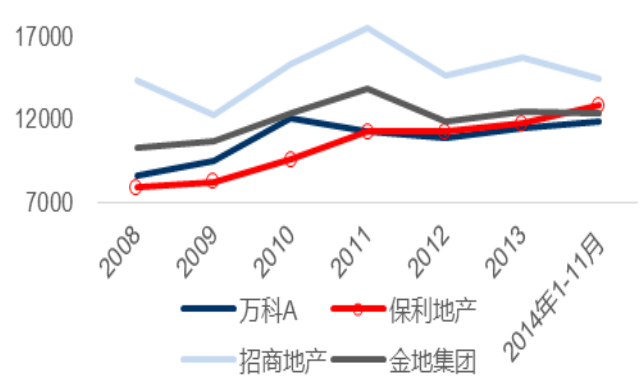


图 2：公司截止 11 月销售均价 12772



资料来源：wind、申万研究

资料来源：wind、申万研究

从公司销售情况来看，无论处于一线城市的保利熙悦春天，还是地处三线城市的遂宁保利江语城，均进入了上半年销售前十的榜单。这显示公司在合理布局的前提下，产品结构因地制宜，即使在不景气的三四线城市，也取得了良好的销售业绩。

从结算分布的角度来看，公司上半年结算的主要集中地在广东、四川、上海和北京，分别占到总结算量的 28.2%、11.0%、10.2%和 8.2%。

表 1、上半年前 13 大重点销售项目

项目名称	区域	总建筑面积(万平 方米)	14 年上半年签约 面积 (万平方米)	累计签约面积(万 平方米)
佛山保利东滨花园	佛山市顺德区	82.4	32.33	42.12
合肥保利东郡	合肥市瑶海区	61.24	14.28	15.31
佛山保利中央公园	佛山市三水区	102.02	11.21	11.21
遂宁保利江语城	遂宁市河东新区	43.23	10.46	21.67
武汉保利关山村项目	武汉市东湖开发区	133.89	9.43	23.42
佛山保利公馆	佛山市南海区	82.51	8.73	25.94
北京保利熙悦春天	北京市大兴区	23.03	8.2	11.53
佛山保利西雅图	佛山市南海区	81.76	8.11	11.9
成都保利城	成都市新都区	71.66	8.06	47.95
石家庄保利花园	石家庄市长安区	128.08	8.05	38.17
西安保利金香槟	西安市未央区	32.1	7.28	9.93
重庆保利花半里	重庆市九龙坡区	61.56	7.25	30.34
大连保利南关岭项目	大连市甘井子区	8.52	7.23	7.23

资料来源：申万研究、公司公告

表 2、广东、四川、上海结算占比最高

地区	营业收入(亿元，2014H1)	占比
广东	95.96	28.2%
四川	37.42	11.0%
上海	34.57	10.2%
北京	27.89	8.2%
湖北	23.83	7.0%
重庆	23.25	6.8%
江苏	23.23	6.8%
天津	17.10	5.0%
其他地区	56.67	16.7%
合计	339.92	100.0%

资料来源：申万研究、公司公告

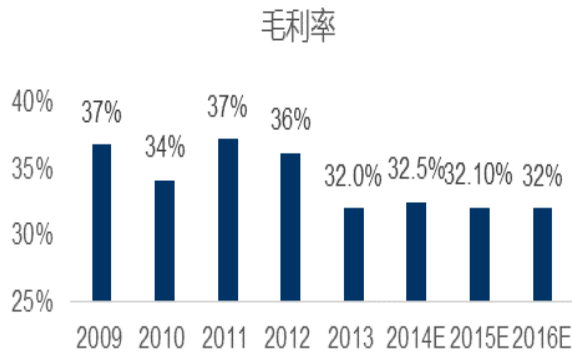
1.2 产品布局合理，盈利稳定性强

公司毛利率较为稳定，预计未来几年将维持在 32% 的水平，在 14 年大部分房企在降价跑量的情况下，公司由于出色的产品布局 and 结构，在维持销量稳步增长的同时，也保持了公司的利润水平。

公司目前 78% 产品布局于相对健康的一二线城市；92% 为去化相对容易的中小户型住宅。同时公司投资也趋于稳健，公司 11 月仅在成都、佛山和武汉新增三个项目，

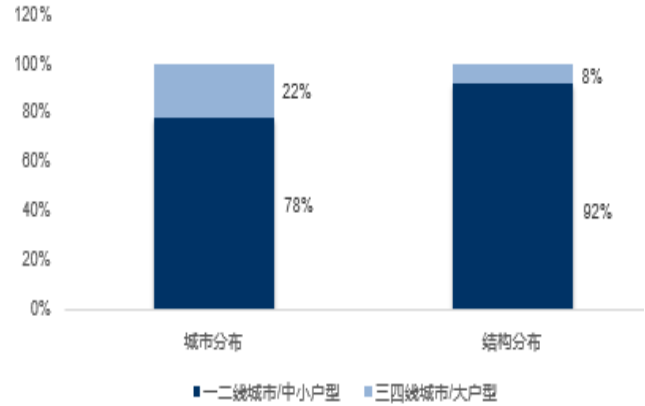
布局依旧主要在一二线城市。2014年1-11月，公司共在24个城市新增34个项目储备，累计拿地价款403亿元，建面971万方，同比去年1718万方大幅减少43.4%，在行业未全面复苏的情况下，公司保持稳健投资。

图3：公司毛利率将维持稳定在32%



资料来源：wind、申万研究

图4：公司产品结构和布局相对健康



资料来源：wind、申万研究

2 地产行业三期叠加，公司边际受益明显

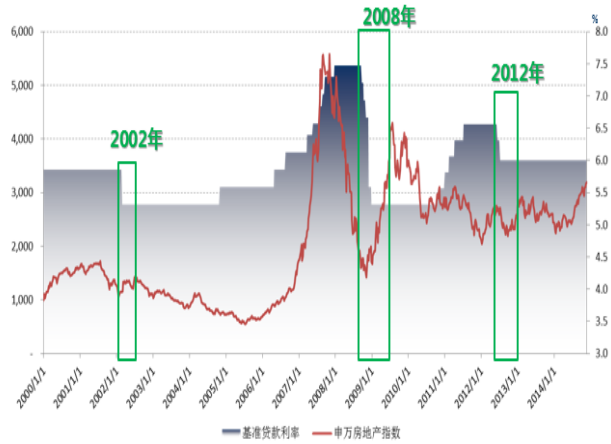
2.1 降息周期，有利于公司债务融资成本

11月21日降息后，我们认为地产行业处于降息周期、销售恢复期以及政策边界突破期三期叠加阶段，降息周期以及政策边界突破三期叠加既利好地产行业基本面又利好地产股票估值，未来一年我认为地产行业将处于近年来少有的地产政策宽松期。

降息周期明显利好公司债务融资成本。自2014年11月22日起，金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；降息最直接的利好是债务融资成本，公司日前公告成功发行10亿元中期票据，发行利率为4.8%，未来两年内仍有140亿元中票发行。这是9月份银行间发债政策放松后公司第一单。公司2013年末有息负债总额991亿元，有息负债的平均融资成本为7.03%，未来公司债务融资成本有望进一步降低至6%。

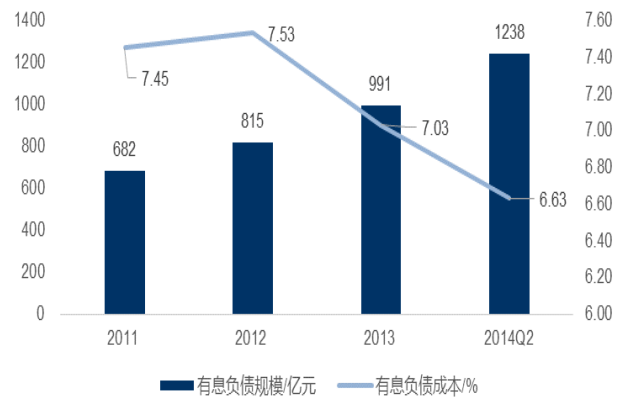
降息周期往往利好销售恢复，对龙头公司优势更加明显。回顾最近的三次降息周期，首次降息月分别为2002年2月、2008年9月和2012年6月，降息当月的销售同比数据分别为4.6%、-17.6%和-4.6%，除了2002年的降息周期销售一直正增长，2008年和2012年首次降息前，销售同比增速为负的月份分别已经持续了6个月和8个月，在宣布降息之后的第4个月地产销售同比数据均全面转正。而龙头公司，在降息过程中销售恢复更加明显。

图 5：历次降息均对销售有显著促进



资料来源：wind、申万研究

图 6：公司有息负债成本逐步下降



资料来源：wind、申万研究

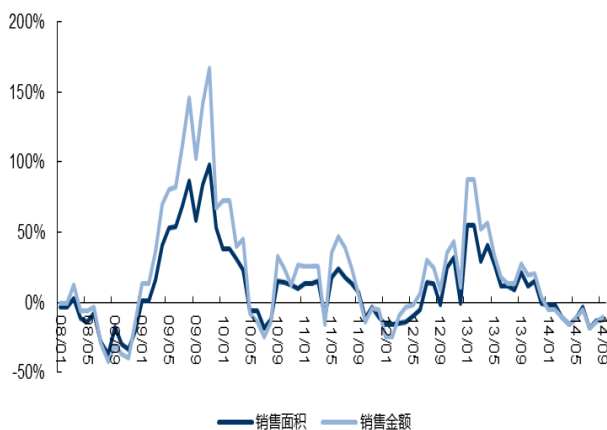
2.2 销售恢复期，利好公司销售均价及结算净利率

自 930 政策之后，我们一直认为四季度销售将明显好于三季度，行业步入销售恢复期，当然这种恢复只是缓慢的过程，并不能扭转全年负增长的局面，我们预计全年增速仍为-8%。

从上文中，我们可以看到公司销售均价逆市上升，累计已经上升 10.4%，我们预测 14 年的复合房价增速为 2%，明显低估，随着明年一线城市房价的回升，我们认为公司年均销售均价增幅复合增速将突破 4%。

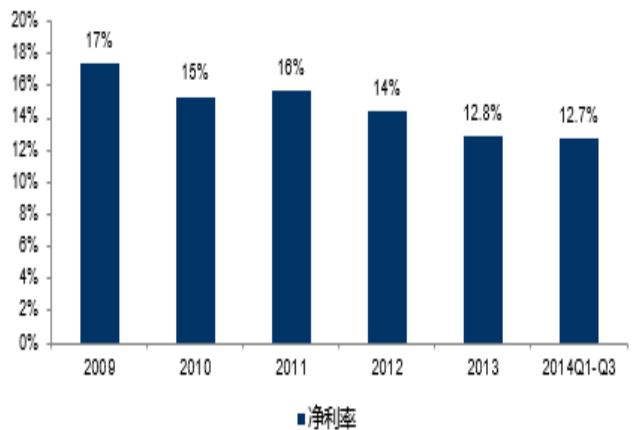
目前结算净利率均超过 12%，我们之前预计相对保守，年初时由于担忧房价下跌，我们将公司结算净利率的预测下调至 10%。通过测算今年的销售情况，我们认为未来三年内公司的净利率水平应该可以维持在 11% 及以上的水平。

图 7：行业销售处于缓慢恢复期



资料来源：wind、申万研究

图 8：公司远期净利率预计维持在 11% 的水平



资料来源：wind、申万研究

2.3 政策边界突破期，提升公司市值管理动力

我们认为政策边界突破，是本轮地产龙头持续上涨的重要动力，因为大部分政策都更加利好地产龙头。

再融资放开，提升市值管理动力：地产行业在15年将步入政策边界突破期，再融资有望全面放开，而之前地产龙头由于项目众多、历史原因复杂，往往在国土部无法通过审核，导致无法进行股权甚至标准债权的融资。未来随着国土部实质性审核的退出，公司将实质性受益，未来也将增加公司对市值管理的主动性。

营改增预计将降低公司税负：房地产行业的营业税改增值税按规定应在2015年完成，我们预计营改增能将公司实际税率由27%下降为26%，此外，由于营改增涉及复杂的财务流程改造，将对公司整体的运营管理产生深刻的变化，而龙头地产公司往往具备良好的后台管理和运营能力，因此在营改增过程中将处于有利地位。

限购松动利好布局一二线城市的公司：目前实际上限购的只剩下北上广深、三亚5个城市，限购的松动有望从这几个城市进行。公司积极布局一二线城市，占比高达78%，限购放松将有效促进公司销售。

表3、地产再融资相关政策历史一览

时间	部门	政策主要内容
2010年4月	国务院	《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》：对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新项目贷款，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。
2010年10月	证监会	为落实国务院在房地产调控上的政策要求，将暂缓受理房地产开发企业重组申请，已受理的重组申请也将征求国土资源部意见。
2011年5月	证监会	日前核准少数公司房地产类并购重组申请，并不意味着当前房地产类并购重组政策发生了变化。仍延续现行政策规定，暂缓受理房地产开发企业并购重组申请。
2013年3月	国务院	《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》：对存在闲置土地和炒地、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产开发企业，证券监管部门暂停批准其上市、再融资或重大资产重组。
2013年6月	证监会	对存在囤积土地、捂盘惜售等违法违规行为的房地产企业将暂停上市和再融资。具体企业是否违规，证监会将在审核时依据国土资源部意见。
2013年9月	证监会	媒体报道至少两家房企被证监会口头通知“暂缓报送”再融资方案，有关房地产企业再融资的审核细则最快将在两三周内制订完成。
2014年4月	证监会	天保基建、北京城建、迪马股份、大名城、中茵股份、天业股份非公开发行股票方案获批。
2014年9月	中国银行间市场交易商协会	中期票据向房地产企业放开，万科A、中南建设、华夏幸福、银亿股份、中华企业等拟发行中期票据。

资料来源：申万研究

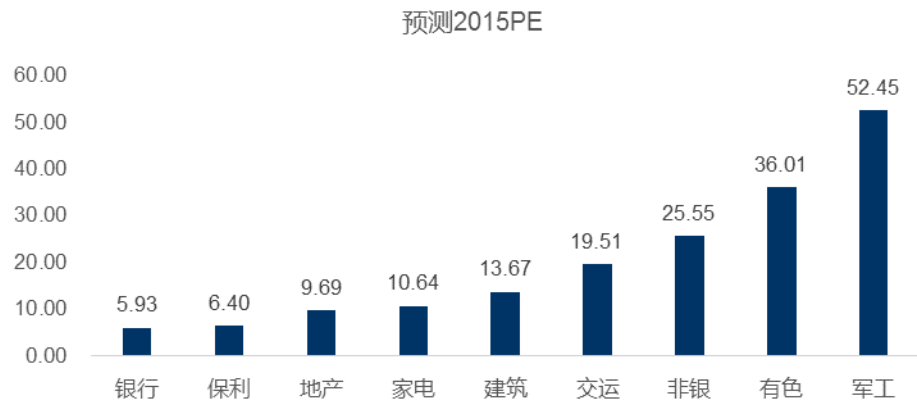
2.4 上证 50 成分股、低估值、配置优势明显

公司为上证 50 中到地产行业唯一成分股，随着资本市场的逐渐开放以及个股衍生品的推出，公司作为配置型个股的优势明显。一般而言，期权的推出对股价的刺激都较大，而且成交量将稳步增长，股票流动性加强。

地产行业对应 15 年预测 PE 仅 9.69 倍，位列所有行业里面倒数第二，仅高于银行行业。公司对应 15 年 1.49 的 EPS 盈利预测仅 6.4 倍 PE，在蓝筹行业轮动的大市场背景下，公司作为地产龙头具备较大上涨空间。

此外公司目前股价对应上调后的 RNAV 有接近 56% 的上涨空间，在牛市资金推动以及产业资本野蛮增持的大背景下，地产龙头的 RNAV 折价应该逐渐消除，目前地产蓝筹估值大幅低于中小地产股估值的情况或将改写。

图 9、行业和公司估值水平都相对较低



资料来源：WIND、申万研究

3 公司 RNAV 重估提升 8%，每股 14.9 元

3.1 RNAV 简易模型说明

一般而言，我们对地产公司均采用项目法估算 RNAV 的方式进行，这种模型对于项目数少于 100 个的公司准确率较高，对于超过 300 个地产项目的公司，往往会造成精确的错误，因为项目从开工、销售、结算、均价等多个地方均存在重复和主观的假设，每个项目误差都较大。因此对于万科、保利这两个龙头公司，公布了较好的开竣工计划和数据，我们也可以采用简易模型进行估算，而且估算结果准确度不比项目法低：

$$RNAV = BV_0 + NPV(r, NI_1, NI_2, NI_3, NI_n)$$

其中，RNAV 为公司整体重估净资产； BV_0 为公司期初净资产； NI_i 为公司第 i 年的结算净利润 ($i=1, 2, 3$)； NI_n 为公司未结算项目的重估价值，可以通过未结算面积、结算均价以及结算净利率估算而出； r 为公司综合折现成本 $wacc$ ，其中股权成本部分根据 WIND 数据得出，而债务融资成本、长期资本结构、长期有效税率均根据公司年报和历

史数据推算得出。

3.2 关键假设调整及测算结果：每股提升 8%

这个简易模型的关键假设主要包括：结算均价涨幅、公司期末结算净利率、WACC（债务成本、股权成本和税率）以及最近三年销售净利润。

我们认为地产行业处于降息周期、销售恢复期以及政策边界突破期三期叠加阶段，降息周期以及政策边界突破（中票使得债务融资成本下降、优先股降低股权融资成本、营改增降低有效税率）均有望降低综合折现成本、销售恢复期有望提升房价涨幅和结算利润率，基于我们对行业三期叠加的判断以及公司的实际经营情况，我们上调 RNAV 相关假设：1) 上调结算均价年均涨幅由 2%至 4%，对应提升每股 RNAV 共 0.4 元；2) 上调公司结算净利率 10%至 11%，对应提升每股 RNAV 共 0.5 元；3) 下调债务融资成本由 7.03% 下降为 6%、营改增导致实际税率由 27%下降为 26%、对应综合折现成本由 8.11%降为 7.62%；综合三项调整，公司每股 RNAV 由 13.8 元提升至 14.9 元，提升 8%，当前股价折价 56%。

表 4、公司 RNAV 测算表

公司 RNAV 测算表					
基期数据		最近 N 年结算净利润测算			
基期 T0	2013	T1	T2	T3	TN
基期销售均价/元每平米	11,771	13,061	15,945	18,983	90,309
期初净资产/百万元	51,763	*净利润预测过程在公司财务模型中，此处仅列出结果。			
房价年均涨幅	4%				
		期末未结测算			
		期末未结算面积/万方	5,962		
		期末结算均价/元每平米	13,770		
		期末结算净利率	11.0%		
综合折现成本测算		期末结算净利润/百万元	90,309		
股权融资成本 KE	15.05%				
债务融资成本 KD	6.00%				
长期资本结构	70%	RNAV 测算			
实际有效税率	26%	净资产增值/百万元		108,445	
综合折现成本 WACC	7.62%	总 RNAV/百万元		160,208	
		总股本/百万股		0	
		每股 RNAV/元		14.9	

资料来源：申万研究

4 盈利预测表

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	68,906	92,356	112,667	139,172	168,087
营业总成本	55,924	76,984	93,422	115,949	140,449
营业成本	43,972	62,655	75,515	94,517	114,306
营业税金及附加	8,120	9,522	12,619	15,031	18,490
销售费用	1,646	2,185	2,442	2,847	3,362
管理费用	1,223	1,576	1,679	2,088	2,538
财务费用	892	986	1,112	1,402	1,681
资产减值损失	71	60	55	64	72
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	411	635	312	343	405
营业利润	13,394	16,007	19,557	23,566	28,043
营业外收支	139	95	114	116	108
利润总额	13,532	16,102	19,672	23,682	28,151
所得税	3,554	4,237	5,319	6,351	7,600
净利润	9,979	11,864	14,353	17,331	20,551
少数股东损益	1,540	1,117	1,292	1,386	1,568
归属于母公司所有者的净利润	8,438	10,747	13,061	15,945	18,983

资料来源:申万研究

合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	9,979	11,864	14,353	17,331	20,551
加: 折旧摊销减值	369	393	345	382	418
财务费用	796	1,040	1,112	1,402	1,681
非经营损失	(718)	(903)	(312)	(343)	(405)
营运资本变动	(7,333)	(22,148)	(8,460)	128	3,124
其它	0	0	0	(0)	(0)
经营活动现金流	3,093	(9,754)	7,039	18,900	25,369
资本开支	71	101	768	768	768
其它投资现金流	180	(1,422)	(503)	(727)	(901)
投资活动现金流	6	(2,226)	(1,271)	(1,495)	(1,668)
吸收投资	4,083	4,512	0	0	0
负债净变化	14,322	13,967	(1,399)	(6,904)	3,728
支付股利、利息	6,853	8,842	2,709	3,965	4,810
其它融资现金流	(226)	(144)	3,032	0	0
融资活动现金流	11,326	12,506	(1,076)	(10,870)	(1,082)
净现金流	14,427	532	4,691	6,536	22,618

资料来源:申万研究

合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	243,128	303,008	368,148	417,772	476,414
现金及等价物	32,673	33,753	38,444	44,980	67,598
应收款项	20,811	29,348	35,411	37,409	39,600
存货净额	189,644	239,907	294,293	335,384	369,215
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,351	3,382	4,197	5,267	6,573
固定资产	1,378	1,985	2,447	2,889	3,311
无形资产及其他资产	5,311	5,565	5,580	5,588	5,588
资产总计	251,169	313,940	380,373	431,516	491,886
流动负债	140,471	166,635	203,417	236,914	276,630
短期借款	25,672	20,995	14,729	2,144	1,370
应付款项	99,356	119,749	172,130	215,316	254,518
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	55,918	78,152	86,051	91,732	96,234
负债合计	196,389	244,787	289,468	328,646	372,864
股本	7,138	7,138	10,707	10,707	10,707
资本公积	10,777	10,964	7,432	7,432	7,432
盈余公积	812	1,101	1,452	1,881	2,392
未分配利润	23,760	32,560	43,172	56,124	71,468
少数股东权益	12,293	17,390	18,682	20,068	21,636
股东权益	54,780	69,153	81,446	96,214	113,636
负债和股东权益合计	251,169	313,940	370,914	424,859	486,500

资料来源:申万研究

重要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	0.79	1.00	1.22	1.49	1.77
每股经营现金流	0.29	-0.91	0.66	1.77	2.37
每股红利	0.12	0.15	0.20	0.24	0.29
每股净资产	3.97	4.83	5.86	7.11	8.59
关键运营指标(%)					
ROIC	10.2	9.3	9.8	12.0	14.6
ROE	19.9	20.8	20.8	20.9	20.6
毛利率	36.2	32.2	33.0	32.1	32.0
EBITDA Margin	20.6	18.1	18.3	17.9	17.6
EBIT Margin	20.1	17.7	18.1	17.7	17.4
收入同比增长	46.5	34.0	22.0	23.5	20.8
净利润同比增长	29.2	27.4	21.5	22.1	19.1
资产负债率	78.2	78.0	76.1	76.2	75.8
净资产周转率	1.62	1.78	1.80	1.83	1.83
总资产周转率	0.27	0.29	0.30	0.32	0.34
有效税率	27.1	27.4	27.5	27.2	27.4
股息率	2.1	2.7	3.5	4.2	5.2

资料来源:申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。