

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

南京中商 (600280)

推荐 (维持)

结构化调整有望激活 70 年老店

2008 年 12 月 30 日

现价 6.98 元

瞿永祥 商贸行业高级研究员

021-62483364

quyx@pasc.com.cn

汪立亭 商贸行业研究员

021-62078707

wanglt@pasc.com.cn

主要数据

行业	零售业
公司代码	600280
公司网址	http://www.njzysc.co
总股本(万股)	14354.18
流通股(万股)	11633.54
流通市值(百万)	812.02
每股净资产(元)	4.44
净资产收益率(%)	2.82
总资产负债率(%)	79.32

相关研究报告

<<南京中商中报点评—经营机制转换将带

独到见解

未来 2~3 年，公司业务重心将在百货业务的内部结构化调整，力图通过集团化、连锁化和信息化，以实现内部流程和管理标准化，以及对客户服务的专业化。我们认为，这样的结构调整，有望通过销售规模的明显提高和费用率的实质下降，达致我们所预期的良好业绩前景。

投资要点

1. 治理结构已趋完善。雨润已经取得公司实质控制权并派出具备丰富百货管理经验的总经理，治理结构的完善将驱动公司实施以业绩改善为目标的优化调整。

2. 结构化调整的空间巨大。组织结构上推进集团化、连锁化；门店结构上实行区别对待、优化管理；人员结构上精简增效；营销结构上更新服务意识，创新营销手段；另外还包括信息系统建设和考核激励制度完善。若调整顺利推进，将可明显提速销售额增长、改善商品结构和毛利率，尤其是大幅降低费用率，实现业绩的持续性优异表现。

3. 地产业务：2 年内对业绩贡献较小。主要地产项目可能于 2010 年开始进入结算期，但鉴于房地产市场的疲弱，公司地产收入及利润均有一定不确定性。

4. 盈利预测与投资建议。预测公司 08、09 年 EPS 分别为 0.23 元和 0.37 元，对应动态 PE 为 30.5 倍和 18.5 倍。08 年来看，公司估值偏高，但考虑到公司未来巨大的管理改善空间和业绩增长潜力，我们认为其仍是值得市场重点关注的公司之一，维持“推荐”评级。

风险提示

- 结构优化的推进涉及到相关利益调整，影响对业绩改善时点的准确判断。
- 或有负债和未确认投资损失的处理进程，将影响业绩释放进度。



请务必参阅文后免责条款

12 月 31 日	2005	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万)	2,842.	3,094.1	3,605.4	4,415.3	5,019.5	5,744.3
净利润(百万)	44.40	25.21	43.13	38.20	61.74	152.44
净利润增长率(%)	(5.23)	(40.59)	59.19	(27.94)	61.61	146.90
每股盈利(元)	0.34	0.20	0.32	0.23	0.37	0.91
市盈率(倍)	20.78	34.98	21.97	30.49	18.87	7.64
股息(元)	0.20	0.20	0.20	0.12	0.19	0.48
股息率(%)	0.60	1.00	0.63	0.45	0.45	0.45

目 录

一、治理结构已趋完善	3
二、结构化调整的空间巨大	4
（一）组织结构：集团化、连锁化	4
（二）门店结构：具体分析，优化管理	5
（三）人员结构：精简增效	6
（四）营销结构：营销创新、服务意识	6
（五）其他方面：信息系统建设、考核激励机制完善	7
三、地产业务简析：2 年内对业绩贡献微弱	7
四、盈利预测与投资建议	8
（一）相关的假设与判断	8
（二）主要盈利预测	8
（三）估值比较	9
（四）投资建议	10
五、风险提示	10

我们认为公司在治理结构已趋完善的情况下，未来 2~3 年的业务重心在于百货业务的内部结构化调整，通过集团化、连锁化、信息化，从而实现内部流程和管理标准化，以及对客户服务的专业化，这种结构调整的转变，有望通过销售规模的明显提高和费用率的实质下降，达致我们所预期的良好业绩表现。

一、治理结构已趋完善

南京中商的主力门店南京中央商场始建于 1936 年，历经 70 多年的发展，中商成为目前拥有 9 家百货门店、2 家超市、并辅以房地产开发业务的区域连锁商业龙头。但是与公司所在区域经济以及自身门店规模不相称的是，其销售额和利润增速一直缓慢。

图表 1 江苏消费市场规模明显高于安徽

	人口总数(万)		人均 GDP(元)		人均可支配收入(元)		人口总数(百万)		人均 GDP(元)	
	南京	合肥	南京	合肥	南京	合肥	江苏	安徽	江苏	安徽
2004	584	445	33050	13378	11602	8610	74	65	20223	7682
2005	596	456	40887	18960	14997	9684	75	61	24560	8670
2006	607	470	46114	23203	17538	11013	75	61	28814	10055
2007	617	479	44852	28125	20317	13426	76	61	33928	12045

资料来源：CEIC、平安证券

图表 2 销售和盈利规模低于同城百货和安徽区域龙头

规模与增速指标	公司	2004	2005	2006	2007	1H08
营业收入(%)	南京中商	19.1%	23.1%	8.8%	16.5%	20.2%
	金鹰商贸	103.3%	23.0%	14.8%	35.8%	34.3%
	合肥百货	46.5%	21.3%	30.8%	22.2%	30.6%
坪效(万元/平米)	南京中商	1.39	1.32	1.32	1.41	
	金鹰商贸	2.33	2.78	3.10	3.18	
	合肥百货	1.58	1.75	1.58	1.82	
净利润(%)	南京中商	27.2%	-7.1%	-35.4%	42.0%	9.3%
	金鹰商贸	165.7%	747.4%	125.1%	68.0%	95.0%
	合肥百货	33.6%	22.2%	40.5%	101.4%	48.9%

资料来源：CEIC、平安证券

我们认为，这种规模与区域经济发展不匹配的情况，主要原因在于公司原先的国企体制和经营机制一直未能改善，管理效率低下。

2004 年 8 月至 2005 年 2 月期间，江苏雨润集团控股的江苏地华房地产开发公司通过上证所集中竞价交易，购入 3326.6 万流通股，占比 23.7%，2006 年股改后，地华的股权占比增加到 29.49%。成为公司的第一大股东。

图表 3 目前股东及股权结构 (2008 年中报)

股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)	股本性质
江苏地华实业集团有限公司	4233	29.49	A 股流通股
南京市国有资产经营(控股)有限公司	2256	15.72	限售流通 A 股
南京中天投资发展有限公司	975	6.79	限售流通 A 股,A 股流通股
上投摩根中国优势证券投资基金	700	4.88	A 股流通股
兴业趋势投资混合型证券投资基金	557	3.88	A 股流通股

资料来源：公司定期报告、平安证券

但雨润进入后，一直以来并未对公司的经营管理发挥实际的控制作用，直至 2008 年 6 月 28 日公司董事会改选，雨润派出的董事全部获得通过，表明雨润已经取得实质控制权。雨润已于 2008 年 9 月委任具有丰富百货业管理经验的原金鹰商贸常务副总担任南京中商总经理，我们认为，治理结构的逐步完善将驱动公司组织结构的优化，我们判断公司以业绩改善为驱动的结构化调整已经展开。

在存在上述动力（或可能）的情况下，我们以下主要分析其或会选择的措施以及预期的改善空间。

二、结构化调整的空间巨大

（一）组织结构：集团化、连锁化

公司 9 个百货门店和 2 个超市，除本部店外，其他都是以子公司模式运营，长期以来，公司异地扩张的门店“连而不锁”，旗下各个门店独立进行大部分招商谈判、门店管理和日常运营，集团对各门店的招商、管控能力较弱，区域连锁的规模优势没有体现出来。

图表 4 中商其他门店主营毛利率明显低于南京本部店

主营毛利率	2004	2005	2006	2007	1H08
本部店	18.95%	20.03%	21.73%	22.10%	22.63%
其他门店	14.34%	14.06%	15.44%	17.23%	13.03%
合并	17.47%	17.37%	18.88%	19.87%	17.47%

资料来源：公司定期报告、平安证券

图表 5 区域连锁龙头的毛利率对比

综合毛利率	2004	2005	2006	2007	1-3Q08
南京中商	17.05%	16.80%	18.73%	18.57%	18.45%
金鹰商贸	15.78%	19.33%	18.75%	17.81%	17.83%
银座股份	15.92%	16.34%	18.08%	18.22%	18.49%
合肥百货	13.03%	11.76%	12.69%	14.69%	16.73%

资料来源：公司定期报告、平安证券

注：金鹰商贸 08 年是中报数据；合肥百货包含较多的家电，毛利率较低，但其毛利变化具有参考意义。

我们认为，未来集团在组织架构上或会成立一个统一的招商部门，上收招商权，解决门店各自为战的局面，形成合力，发挥规模优势，这会对公司毛利率有一定的提升。组织结构的优化会带来招商水平的提高，使毛利率的提升不仅来自规模议价能力的有效发挥，而且会得益于对商品理解的加深和品类单品结构的优化。

对商品理解的加深和商品结构调控能力的提高，也会在基本不损害毛利率的情况下，提高营业额，从而毛利额的增速也会有较好表现。

图表 6 中商主力门店坪效远低于同业可比门店

坪效对比 (万元/平米):	2004	2005	2006	2007	1H08
南京中商本部店	2.56	2.06	2.18	2.57	1.51
同比(%)		-19.68%	6.10%	17.67%	17.13%
金鹰商贸本部店	5.81	6.17	7.19	9.12	5.30
同比(%)		6.28%	16.48%	26.87%	22.64%
合肥百货鼓楼商厦	2.01	2.53	2.74	3.14	
同比(%)		25.86%	8.40%	14.43%	

资料来源：公司定期报告、平安证券

另外，集团化、连锁化还包括其他方面，比如由专门的发展部进行新开门店的项目开发，统筹选址、门店装修等工作，实现项目的专业化运作。这也将对未来的连锁发展预做良好铺垫。

(二) 门店结构：具体分析，优化管理

公司旗下 9 家百货门店经营水平参差不齐，其中本部店经营最好，为公司利润的主要贡献门店，异地门店中以徐州店和淮安店经营较好，其他店表现一般或处于连续亏损之中。

图表 7 异地门店成公司业绩拖累

			净利润(万元)				
公司	所含门店		2004	2005	2006	2007	1H08
母公司	中央商场	本部店	4514	5377	7099	8981	3229
子公司	太平洋百货	太平洋店	267	109	-19	-93	-97
子公司	南京中央百货 连锁	淮安店、泰州店、连云 港店、洛阳店、济宁店	-1345	-1933	-1745	-3568	-421
子公司	淄博中央百货	淄博店				-1260	-1008
子公司	徐州中央百货	徐州店	-104	269	-416	617	344

资料来源：公司定期报告、平安证券

上述门店经营水平差异的原因也各有不同，我们认为公司可能针对各门店的具体情况采取不同调整措施：比如对质地较好、经营增速快的淮安店、徐州店进一步打实基础；对太平洋店、泰州、洛阳、济宁店，调整结构，提升管理水平，以实现业绩的快速增长；连云港店虽然选址和商圈条件暂时不利，但目前该地尚未有明显竞争对手，通过调整培育，仍具扭亏为盈可能。对于经营不善，连续亏损的门店，我们认为基于具体问题具体分析的原则，不排除关店的可能。

另外，门店调整还包括各门店内部结构调整。例如，南京中商本部店体量较大，并且有效经营面积仍有较大增加空间，可以进一步挖潜利用，丰富商品经营品类，或开发餐饮、电影娱乐等综合配套设施，营造良好的购物环境和氛围，提升客流量和顾客购买点数。

（三）人员结构：精简增效

人工成本是构成百货经营的主要费用，而费用率又是影响公司业绩的主要因素，通过对比发现，公司工资占收入比与可比同业对照，平均高出 3 个百分点。调研了解，金鹰商贸本部店 07 年销售额 22.8 亿，员工人数仅有 500 多人，而中商本部店 07 年 16.2 亿的销售额对应在岗员工 1500 多人，效率损失由此可见。

图表 8 人工成本远高于同业

工资占比收入	2004	2005	2006	2007	1-3Q08
南京中商	6.4%	6.4%	6.4%	5.7%	6.3%
金鹰商贸	2.8%	2.2%	2.3%	2.3%	
合肥百货	3.5%	3.0%	2.7%	3.1%	3.1%

资料来源：公司定期报告、平安证券

图表 9 管理费用率远高于同业

管理费用率占比	2004	2005	2006	2007	1-3Q08
南京中商	7.56%	8.00%	8.80%	8.38%	8.83%
金鹰商贸	6.28%	4.16%	4.08%	2.71%	2.60%
合肥百货	7.21%	6.54%	6.80%	6.62%	8.21%

资料来源：公司定期报告、平安证券

商业连锁企业随规模的扩大，一般会有一个管理的规模效应，在我们的对比分析中，发现金鹰商贸的管理费用率具有十分明显的下降趋势，而合肥百货由于管理改善，近 2 年也有微幅下降。如果南京中商能够成功有效地解决减员增效问题，则管理费用率的下降应是可预期的。

图表 10 销售费用率同样高于同业水平

销售费用率占比	2004	2005	2006	2007	1-3Q08
南京中商	5.46%	5.29%	4.83%	4.86%	5.22%
金鹰商贸	5.71%	5.08%	4.87%	4.70%	4.45%
合肥百货	2.78%	2.71%	2.50%	2.42%	2.64%

资料来源：公司定期报告、平安证券

由于南京中商门店自有物业比例高，约 75%（仅考虑现有百货门店），并且很多物业由于经营时间长，折旧已经较低，这一点与合肥百货类似，我们认为合肥百货的销售费用率具备更大参考意义，两相比较，南京中商的销售费用率平均高出 2.5 个百分点，这部分来自较高的人工费，部分来自不合理的营销方式，而这两块都可以通过结构调整实现改善。

我们认为，公司的效率提升和费用率下降存在较大空间，这也可构成公司未来业绩改善的主要动力因素。

（四）营销结构：营销创新、服务意识

包括营销手段和营销理念两个层面：

（1）营销手段方面，改变单一的“买减”，实施“买送”活动，并且由于信息系统的完

善，可以送电子券，这些都是促进销售的更有效手段。

另外，改变促销手段，历史上，广告是公司的主要促销手段，公司 08 年电视广告促销费约 1400 万，未来公司可能减少这部分广告投放，而加大 VIP 会员的拓展，08 年有效会员有 7 万人，09 年计划发展到 20 万；目前公司在商场 7 楼开设了 VIP 活动中心和客服中心，这将其 VIP 会员拓展提供良好的后台支持。

买送电子券和 VIP 客户的开发等都是近 2 年的创新营销手段，可以增加顾客忠诚度和持续性购买行为，对销售增加具有积极作用。

通过开发网上购物和论坛交流平台，建立多层次、互动式营销体系，挖掘销售增长潜力。

(2) 营销理念方面，将通过员工培训，更新“销售货品”思路为“提供服务”的理念，从员工着装、导购服务，以及卖场环境和氛围等细节方面，增强顾客暗示和购物体验，通过持续提高顾客价值，实现公司自身价值。

在这一方面，不仅南京中商，国内大部分商业企业都还有较大的提升空间。

(五) 其他方面：信息系统建设、考核激励机制完善

目前公司已经实现了内部办公 OA 系统，未来进一步强化信息系统建设，这也是管理效率提高的重要手段。

减员之后的增效，应与激励机制结合，包括薪酬体系、培训体系、考核体系和奖励制度，业绩与奖金挂钩，可充分发挥员工积极性。

三、地产业务简析：2 年内对业绩贡献微弱

公司的规划战略为“以本埠零售单体店为龙头，以百货连锁经营、房地产开发为两翼发展”。公司的商业地产开发与的门店拓展相结合，比如淮安新亚国际广场、宿迁项目等都设计有商业裙楼，百货业务可通过购买或租赁物业方式进行经营。房地产业务也是公司百货连锁经营的重要支撑，同时也控制了地产业务的风险。

公司的主要商业地产项目包括南京万豪公寓、淮安中央新亚国际广场、淮安金陵名府以及待开发的徐州、宿迁和苏州的项目。

图表 11 主要地产项目简况

项目概况	权益	预计收入	预计利润	结算开始时间
万豪中心公寓，10 万平米，已预售未结算	70%	7 亿元	1.4 亿元	2011 年
金陵明府，17 栋，占地 188 亩，已预售未结算	51%	2.33 亿元	0.7 亿元	2009 年
淮安：商业裙楼+住宅/写字楼，15 万平米	80%			
宿迁：商业裙楼+住宅/写字楼，13 万平米	80%			
徐州：60.54 亩（地块面积）（16 万商业+14 万）	100%			

资料来源：公司定期报告、平安证券

万豪公寓的收获期在 2011 年，目前销售均价在 1~1.2 万左右。而金陵名府因为有一期

销售的问题，收益可能在 09 年即体现出来，但这一块的利润比较少。宿迁项目，要在 2 年以后开始。

因此，公司主要地产项目可能于 2010 年开始进入结算期，贡献利润。但鉴于目前房地产市场的疲弱，公司地产收入及利润均有一定不确定性，我们在盈利预测中暂未考虑其业绩贡献。

四、盈利预测与投资建议

（一）相关的假设与判断

图表 12 我们对收入、毛利和费用的基本假设

主要假设：	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
营业收入	2310.20	2842.81	3094.13	3605.43	4415.31	5019.50
yoy(%)	19.09%	23.05%	8.84%	16.52%	22.46%	13.68%
综合毛利率	17.05%	16.80%	18.73%	18.57%	18.38%	18.28%
销售费用率	5.46%	5.29%	4.83%	4.86%	5.02%	4.97%
管理费用率	7.56%	8.00%	8.80%	8.38%	8.83%	8.78%
财务费用率	1.26%	1.27%	1.44%	1.77%	1.83%	1.30%
实际所得税率	34.59%	42.39%	59.65%	57.29%	53.45%	43.45%

资料来源：公司定期报告、平安证券

营业收入方面，根据调研了解的各门店信息，以及公司 08 年前三季度的和最新的 10 月、11 月销售数据（10 月：6%，11 月：20%左右），我们假设 4 季度同比增长 25%，08 全年增长 22.46%。09 年来看，虽然公司处于改善进程之中，但考虑到经济环境和公司内部门店调整对销售的可能影响，我们假设收入增长约 14%。

毛利率方面，公司总部的毛利率已经较高，未来毛利率的提升空间主要来自下属门店由于招商的规模效应而带来的扣率上浮，商品结构的调整对毛利率也有一定贡献。但我们认为由于经济低迷时期，为实现销量增长而产生的大力度促销不可避免地会对毛利率产生侵蚀，使毛利率的提升效果在未来 2 年内不容易体现。

销售费用率和管理费用率方面，若各项结构化调整顺利推进，费用率的实质性下降应在预期之中。但至少在 2009 年将进展缓慢，主要原因在于结构调整涉及到诸多人员安排，门店调整、资产处置等相关费用支出。而在 1~2 年的调整期后，费用率将开始驱动业绩高速增长。

所得税率上，我们发现其实际所得税率远远高于 25% 的水平，原因在于下属几家子公司亏损严重，另外公司纳税范围上也不合理之处，预期未来随着下属门店盈利改善，以及公司对纳税的重新梳理，实际所得税率应逐步下降。

（二）主要盈利预测

根据我们的假设情况，预测公司 08、09 年 EPS 分别为 0.23 元和 0.37 元，对应目前 6.98 元股价的动态 PE 分别为 30.5 倍和 18.5 倍。

图表 13 主要的盈利预测输出

单位：百万元(除 EPS 外)	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
营业收入	2310.20	2842.81	3094.13	3605.43	4415.31	5019.50
营业利润	73.31	71.15	76.61	96.16	77.89	109.13
营业利润率	3.17%	2.50%	2.48%	2.67%	1.76%	2.17%
利润总额	72.64	65.27	70.64	94.79	82.07	109.18
净利润	47.52	44.14	28.50	40.48	38.20	61.74
净利率	0.02%	1.55%	0.92%	1.12%	0.87%	1.23%
归属于母公司的净利润	50.19	47.96	31.94	42.95	32.86	53.10
yoy(%)	41.62%	-4.45%	-33.41%	34.48%	-23.50%	61.61%
EPS	0.35	0.33	0.22	0.30	0.23	0.37

资料来源：平安证券

(三) 估值比较

我们对比了公司与目前主要百货公司的估值发现，按当前价格，公司 09 年 PE 以及最新的 PB、PS 水平基本低于主要可比上市公司，尤其是 PS 水平明显偏低，表明公司的销售额并未带来相应的利润贡献，净利率的比较也可以发现，公司盈利能力不仅远低于管理水平较高的同城百货公司金鹰商贸，也低于合肥百货、银座股份等其他区域龙头。

我们认为，随着公司管理改善，真实的盈利能力将逐步体现，这从我们预测的 PEG 指标也可看出。

图表 14 估值水平低于主要可比上市公司

估值比较	当前价格	PE			PB	PS	PEG
2008-12-24	元	07A	08E	09E			
南京中商	6.98	22.0	30.5	18.9	1.54	0.23	0.15
合肥百货	8.65	31.9	24.7	20.3	3.86	0.60	0.32
银座股份	15.90	31.9	24.3	20.6	3.26	0.92	0.60
金鹰商贸	5.24	24.7	16.9	16.4	0.60	0.16	0.26
王府井	20.95	30.9	20.0	15.5	4.16	0.80	0.59
百联股份	8.34	25.9	22.7	17.7	1.75	0.94	0.30
大商股份	18.13	17.5	18.1	17.3	1.70	0.27	2.28

资料来源：Wind、公司定期报告、平安证券

图表 15 与可比上市公司的净利率比较

净利率	2004	2005	2006	2007	1-3Q08
南京中商	2.06%	1.55%	0.92%	1.12%	0.66%
金鹰商贸	0.48%	3.27%	6.42%	7.94%	11.77%
南京新百	1.67%	1.44%	1.73%	3.86%	6.32%
银座股份	3.35%	3.16%	3.77%	4.08%	3.73%
合肥百货	1.96%	2.00%	2.16%	3.56%	1.94%

资料来源：Wind、公司定期报告、平安证券

（四）投资建议

08 年来看，公司估值偏高，但考虑到公司未来巨大的管理改善空间和业绩增长潜力，我们认为其是值得市场重点关注的公司之一，维持“**推荐**”评级。

五、风险提示

公司可能的风险点主要存在于两个方面：

1. 结构化调整的关键是组织结构和人员结构问题，由于调整的推进必然涉及到相关利益，我们目前尚难以较好地判断业绩改善的时点。
2. 或有负债和未确认投资损失的处理进程会影响业绩释放进度。
3. 另外需要提示的是，如果确如我们对公司 08 年 EPS 0.23 元的盈利估计，公司将无法达到 2006~2008 年 17% 的利润复合增长率这一股改业绩承诺。而关于股改承诺业绩能否实现以及如无法实现后的承诺兑现问题，可能给公司 08、09 年的业绩带来不确定性。

附：财务报表

资产负债表	2005	2006	2007	2008E	2009E	利润表	2005	2006	2007	2008E	2009E
流动资产	816.5	905.8	1,452.8	1,471.3	1,750.2	营业收入	2,842.8	3,094.1	3,605.4	4,415.3	5,019.5
货币资金	214.0	212.9	366.1	320.1	401.3	营业成本	2,365.1	2,514.6	2,935.9	3,603.7	4,102.2
应收账款	7.7	8.0	5.4	9.1	9.8	营业税金及附加	14.8	25.9	29.0	48.4	52.5
预付款项	152.7	95.9	177.3	193.4	218.7	主营业务利润	462.9	553.6	640.5	763.2	864.8
其他应收款	162.1	103.6	230.8	232.6	267.1	销售费用	150.4	149.6	175.2	221.7	249.5
存货	278.4	483.3	671.0	713.4	849.9	管理费用	227.3	272.3	302.2	390.0	440.9
待摊费用和其他流动资产	1.6	2.1	2.3	2.8	3.4	财务费用	35.8	47.9	61.0	81.0	65.3
非流动资产	1,440.1	1,752.0	1,756.7	1,900.4	1,942.6	资产减值损失	0.0	11.6	6.1	(3.3)	0.0
长期股权投资	116.2	45.1	43.2	68.2	52.2	投资净收益	(6.9)	1.2	2.9	4.1	0.0
固定资产	1,234.5	1,293.4	1,268.9	1,389.1	1,451.8	营业利润	70.3	73.3	98.8	77.9	109.1
在建工程	61.8	87.4	103.3	86.6	68.3	加：营业外收入	0.2	1.2	2.5	6.1	0.0
无形资产	0.3	213.3	206.4	220.6	234.6	减：营业外支出	5.4	7.1	3.9	2.1	0.0
其他非流动资产	27.3	112.8	135.0	135.8	135.7	利润总额	65.5	67.3	97.4	82.1	109.2
资产总计	2,256.6	2,657.8	3,209.5	3,371.7	3,692.7	减：所得税	27.7	42.1	54.3	43.9	47.4
流动负债	1,454.9	1,723.0	2,277.1	2,439.2	2,709.6	净利润	44.4	25.2	43.1	38.2	61.7
短期借款	639.8	652.7	838.7	838.7	838.7	减：少数股东损益	-3.8	-3.4	-2.5	5.3	8.6
应付账款	435.5	408.9	371.9	534.2	588.5	归属于母公司的净利润	48.2	28.6	45.6	32.9	53.1
预收款项	56.5	79.4	380.2	285.2	360.0	EPS（最新股本摊薄）	0.34	0.20	0.32	0.23	0.37
其他流动负债	323.1	582.0	686.2	781.1	922.4	现金流量表（百万元）					
非流动负债：	134.5	258.3	227.7	220.5	224.0	经营活动现金净流量	101.5	256.5	273.1	324.0	481.7
长期借款	52.2	161.7	127.4	127.4	127.4	投资活动现金净流量	-179.8	-315.8	-164.1	-132.4	-93.8
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	融资活动现金净流量	117.3	58.8	44.2	-305.7	-624.4
长期应付款	82.3	90.5	89.5	87.5	89.2	当年现金净流量	39.0	-0.5	153.2	-114.1	-236.5
递延所得税负债	0.0	2.1	8.4	3.5	4.7	期初现金余额	0.0	213.4	212.9	401.3	565.2
其他非流动负债	0.0	3.9	2.4	2.1	2.8	期末现金余额	0.0	212.9	366.1	287.2	328.7
负债合计	1,589.4	1,981.3	2,504.7	2,659.6	2,933.6	重要财务指标					
实收资本	143.5	143.5	143.5	143.5	143.5	主营收入增速(%)	23.05%	8.84%	16.52%	22.46%	13.68%
资本公积金	299.3	305.7	323.5	323.5	323.5	净利润增速(%)	-5.23%	-40.59%	59.19%	-27.94%	61.61%
盈余公积金	104.5	96.8	105.8	110.7	118.7	综合毛利率	16.80%	18.73%	18.57%	18.38%	18.28%
未分配利润及其他	105.0	88.9	94.2	94.9	122.9	销售净利率	1.56%	0.81%	1.20%	0.87%	1.23%
少数股东权益	26.3	41.6	37.8	43.2	51.8	ROE	7.55%	4.49%	7.00%	4.92%	7.72%
归属于母公司所有者权益	640.9	635.0	667.0	668.9	707.3	PE	20.78	34.98	21.97	30.49	18.87
股东权益合计	667.2	676.6	704.8	712.1	759.1	PB	1.58	1.56	1.58	1.50	1.50
负债及股东权益总计	2,256.6	2,657.8	3,209.5	3,371.7	3,692.7	EV/EBITDA	7.45	7.43	6.12	6.80	6.00

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼8楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257