

重庆百货：区域经济增长和整合双向驱动

——重庆百货调研

报告关键点：

- 未来整合将在收购正式完成后展开
- 最大程度地分享区域经济增长是重百长期看点

报告摘要：

- **主城区和二商圈门店不断扩容，并向四川贵州扩张：**重百百货店每年开3家左右，重百和新世纪超市都每年12-15家；重庆有40个区县，公司目前进入了27个区县，还有一定的空间；不断进入四川地区，公司在四川已经开了5个店。主城和二商圈门店将扩容，重庆百货将装修改造，营业面积增加4000-5000平米，增加20%。2010年底-2011年，2个自建百货店将开业，位于四川彭州和重庆梁平，营业面积都在20000平米以上。
- **未来整合将在收购正式完成后展开。**由于重庆百货和新世纪百货经营体制上有较大的区别，我们认为整合将在重庆商社的主导下进行，并主要集中在后台运营方面，将实现部门商品统一采购和统一配送、招商品牌资源上一定程度上能够共享，并能够避免百货的价格战和其他恶性竞争。
- **盈利预测与投资评级。**新世纪连锁在重组草案中承诺2010年-2012年净利润分别为3.29亿、3.34亿、3.75亿，若按照新世纪2010年全年净利润3.29亿（同比增长14.76%），重庆百货部分同比增长25%，则2010年公司每股收益约为1.37元。新世纪上半年的业绩要超出预期，我们预计2010年、2011年、2012年每股收益为1.42元、1.80元、2.26元，对应PE分别为35倍、28倍、22倍。我们认为公司短期股价基本上反映了整合的预期，维持公司增持-B的投资评级，公司具有长期投资价值，给予6个月目标价57元。
- **最大程度地分享区域经济增长是重百的主要看点。**重庆市两江新区规划、住房和户籍制度改革将加速重庆城镇化，拉动居民收入增长、城镇人口增加和消费繁荣。重庆商社销售额约占社会消费品零售额12%左右，商业零售和汽车销售为商社集团主要利润来源。重庆百货作为本土最大的商业零售，相对于外来零售企业占有一定先机。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,420.6	7,312.3	8,295.8	9,366.0	10,611.7
Growth(%)	17.0%	13.9%	13.5%	12.9%	13.3%
净利润	162.6	156.7	192.8	234.2	278.6
Growth(%)	61.4%	-3.6%	23.0%	21.5%	18.9%
毛利率(%)	15.8%	15.9%	15.9%	16.0%	15.9%
净利润率(%)	2.5%	2.1%	2.3%	2.5%	2.6%
每股收益(元)	0.80	0.77	0.95	1.15	1.37
每股净资产(元)	4.14	4.71	5.43	6.25	7.29
市盈率	62.7	65.1	52.9	43.6	36.6
市净率	12.1	10.6	9.2	8.0	6.9
净资产收益率(%)	19.6%	16.6%	17.7%	18.7%	19.0%
ROIC(%)	31.5%	35.5%	121.2%	54.5%	48.1%
EV/EBITDA	32.5	33.2	32.2	27.3	23.6
股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%

评级：
增持-B

上次评级： 增持-B

目标价格： 57.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 48.00 元

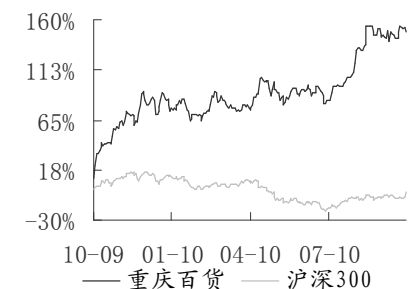
现价： 50.02 元

报告日期： 2010-10-11

市场数据

总市值(百万元)	10,920.12
流通市值(百万元)	7,266.67
总股本(百万股)	204.00
流通股本(百万股)	135.75
12 个月最高/最低	23.83/57.00 元
十大流通股东(%)	38.18%
股东户数	3,399

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.14	15.03	152.12
绝对收益	3.95	30.03	148.34

研究员

储丽雯
行业分析师

021-68765335

chulw@essence.com.cn

证书编号

S1450210010311

前期研究成果

重庆百货：整合仍是未来最大看点

2010-07-16

重庆百货：09 年业绩基本持平

2010-03-01

重庆百货：收购新世纪百货将奠定重百的区域龙头地位

2009-10-12

1. 重庆百货调研情况

我们于9月调研了重庆百货，总结主要内容如下：

1.1. 未来开店和扩店计划

重庆百货：百货店每年3家左右，超市每年12-15家；重庆有40个区县，公司目前进入了27个区县，还有一定的空间；不断进入四川地区，四川很多地级市除成商之外没有很强的区域性百货店，公司在四川已经开了5个店。这两年二商圈一些区县发展较快，百货门店不断扩容。

公司2010年底-2011年，2个自建百货店将开业，位于四川彭州和重庆梁平，营业面积都在20000平方米以上。尚熙百货2009年销售收入5000多万，净利润仍然亏损2000多万；今年基本上已经调整完毕了，一定程度能够减亏。

主城区和二商圈的部分门店视情况进行扩容。重庆百货大楼将提升定位进行品牌调整，办公室要搬走，营业面积增加4000-5000平方米左右。重百大楼目前营业面积2.16万平米，在目前的基础上增加20%左右。

1.2. 重庆百货和新世纪超市盈利能力有待整合后提升

从开店速度和定位重合度看，重百和新世纪超市的主要竞争为永辉超市，永辉超市目前约有46家门店，未来2年开店目标是重庆地区100家门店，门店多为城市中心店，门店面积5000平方米左右，生鲜占比较高，集客能力要比重百和新世纪的门店要强。

重百超市去年销售收入21.86亿元，净利润1000多万，今年上半年税前净利润2000万左右；新世纪超市去年销售收入30亿左右，净利润2000万不到，盈利能力要低于我们的预期。重庆主城区还有较大的开店空间，近几年超市开店仍然以主城商圈为主，开店的规模效应比较显著；二三商圈单独设立超市较少主要是跟随百货店开店。

1.3. 未来整合将在收购正式完成后展开

由于重庆百货和新世纪百货经营体制上有较大的区别（新世纪趋于扁平化，重庆百货国有体制且有历史包袱）。新世纪百货原有的激励机制比较充分，自然人股东（业务骨干）持有新世纪百货约30%的股权，而重组时新世纪连锁以5.6亿元收购了这部分的股权。我们认为整合将在重庆商社的主导下进行，并主要集中在后台运营方面，将实现部门商品统一采购和统一配送、招商品牌资源上一定程度上能够共享（对重百有利），并且能够避免百货的价格战和其他恶性竞争。

1.4. 今年业绩测算

新世纪连锁在重组草案中承诺2010年、2011年、2012年净利润分别为3.29亿、3.34亿、3.75亿，如果按照新世纪2010年全年净利润3.29亿（同比增长14.76%），重庆百货部分同比增长25%，则2010年重庆百货整体每股收益约为1.37元。新世纪上半年的业绩要超出预期，如按全年净利润增长22%计算，则预计今年每股收益为1.42元。我们预计2011年、2012年公司每股收益为1.80元、2.26元，目前股价为54.48元，对应2010年、2011年、2012年PE分别为38倍、30倍、24倍。我们认为公司短期股价基本上已经反映了整合的预期，维持公司增持-B的投资评级，公司具有长期投资价值。

2. 最大程度地分享区域经济增长是重百的主要看点

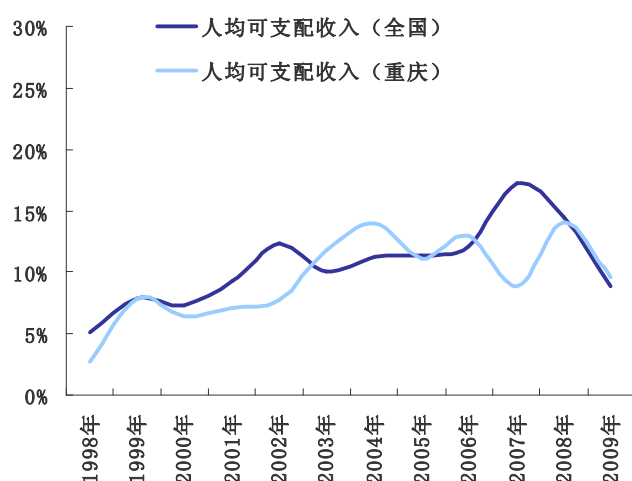
2.1. 重庆经济规划将加速收入增长和人口增加

零售业增长的根本动力是城市人口的增加、居民收入和消费倾向提高、以及盈利模式和业态的变革。

按照《重庆市统筹城乡户籍制度改革意见》及《重庆市户籍制度改革配套方案》，力争到 2020 年全市户籍人口城市化率从目前的 28% 上升至 60% 到 70%，这意味着有近 1000 万农村人口将转为市民。城镇化对零售业推动的本质是工业化带动居民收入水平的提高以及人口密度的提高为零售业的发展奠定基础。

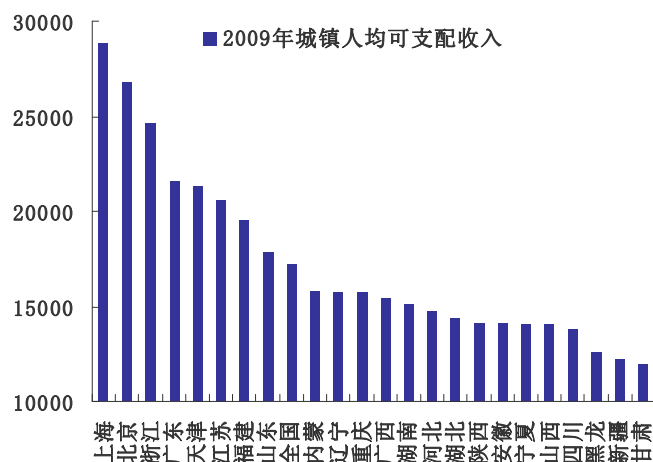
重庆两江新区将率先启动住房户籍制度及开放模式改革。依照重庆市的规划，两江工业开发区将以低碳经济、自主创新为方向，布局产业主要以汽车产业、装备制造产业及物流产业等为主。区内还规划建设西部最重要的水铁联运基地和港口物流集散地。两江新区包括江北区、渝北区、北碚区 3 个行政区部分区域和国家级经济技术开发区、高新技术开发区和两路寸滩内陆保税港区。两江地区将是重庆户籍制度改革、公租房、住房制度改革的示范基地。按照重庆市制定的目标，两江新区 10 年内将“再造一个重庆”，即实现 GDP6000 亿元，工业销售值将超过 1 万亿元，常住人口约 400 万人。两江新区的通过将带动该区域的投资和消费需求，同时也将带动重庆其他区域商业和消费的繁荣。成渝经济区规划与重庆市两江新区规划相结合，为重庆发展提出了长期的目标。

图 1 城镇人均可支配收入（元）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 2 2009 年各省份人均可支配收入

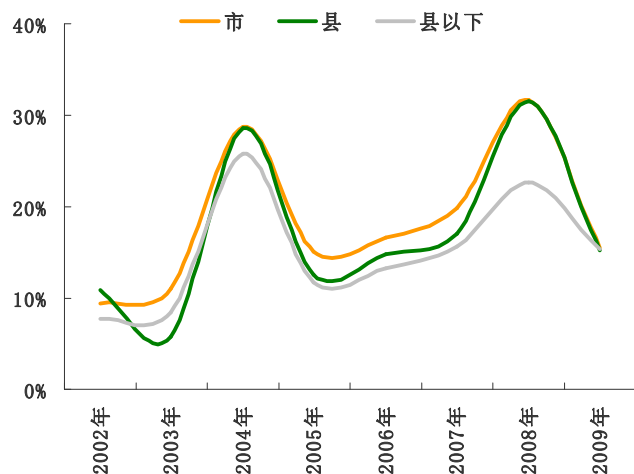


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2.2. 未来消费增长潜力在两江新区以及二级商圈

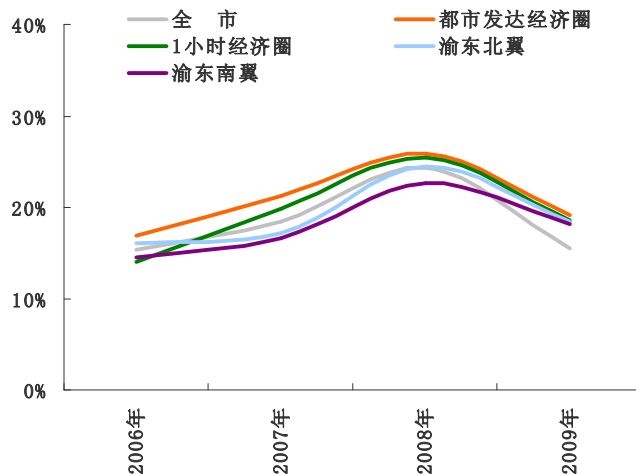
从社会消费品零售总额分类数据看，2004 年以来市、县零售额增长趋势一直要好于县级以下零售额增长趋势。都市发达经济圈（9 个城区）和 1 小时经济圈（周边 13 个区县）的增长趋势明显要好于其他欠发达地区，这表明中心城区仍然有较大的发展空间，县级区域因为零售渠道下沉，消费增长表现出了强劲的增长势头。

图3 社会消费品零售总额（市、县、县以下）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图4 社会消费品零售总额（各经济圈）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

表1 重庆市分区域人口和消费情况

2009年	社消零售额(亿)	占比	人口(万)	占比	人均社消零售	人均GDP	有形消费占比
重庆市总体	2479	100%	3276	100.00%	7568	22920	33.02%
主城区 (9个区)	1317	53%	601	18.33%	21921	42085	52.09%
1小时经济圈 (周边13个区县)	669	27%	1229	37.53%	5438	29541	18.41%
渝东北翼	363	15%	1084	33.09%	3347	12942	25.86%
渝东南翼	131	5%	362	11.06%	3621	12649	28.63%

数据来源：安信证券研究中心

图5 重庆市区域地图



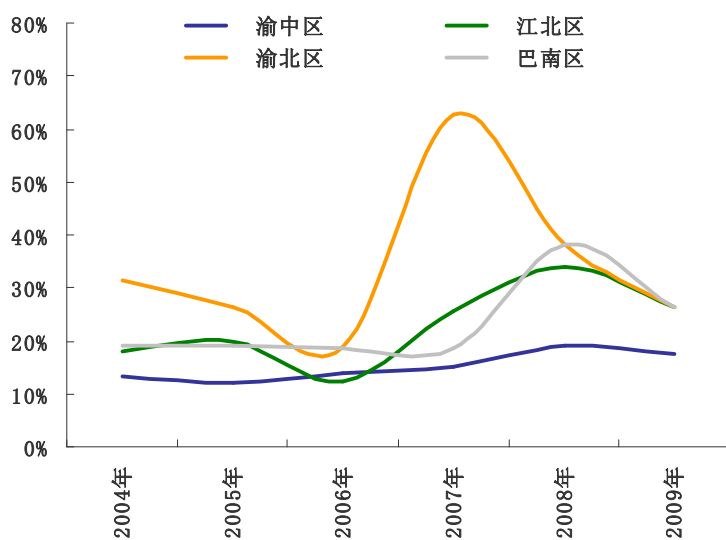
数据来源：安信证券研究中心

重庆主城区人口虽然只占重庆市总人口的 18%，但是社会消费品零售总额占到全市的 52%。这一方面与城区的购买力较强有关，另一方面主城区辐射范围较广，尤其是对 1 小时经济圈内的 13 个区县；1 小时经济圈人均 GDP 较高，与本区内社会消费品零售并不匹配，主要是中高端消费被主城区分流明显。从社会消费品零售总额/GDP 比重来看，二级商圈明显要低于主城区，甚至要低于渝东北翼和渝东南翼。我们认为主城商圈在较长的时间内仍然占主导地位，但是二线商圈发展的潜力很大，三线商圈与前两者相比差距较大。

商业发展与城市发展规划紧密相连。重庆城区向比拓展的态势十分明显。在两江新区之前，重庆选择的是北部新区。北部新区位于重庆江北和渝北区境内，并非行政区划意义上的“区”，而是该市内两个开发区，该区于 2001 年 4 月末挂牌，规划面积 136.6 平方公里，定位是重庆经济的新引擎。北部新区一直以来是主城建设的热点地区，继续保持了较快的发展势头。这也带来了江北和渝北地区的商业繁荣。

作为传统商业区的渝中区解放碑商圈，由于人口密度和商业密度都较高，外地游客所占比重较高，社会消费品零售总额增速已经主要由通胀因素以及基本的内生增长所推动。近几年增长最突出的是渝北区、巴南区 and 江北区。

图 6 典型区域零售额增速差异较大



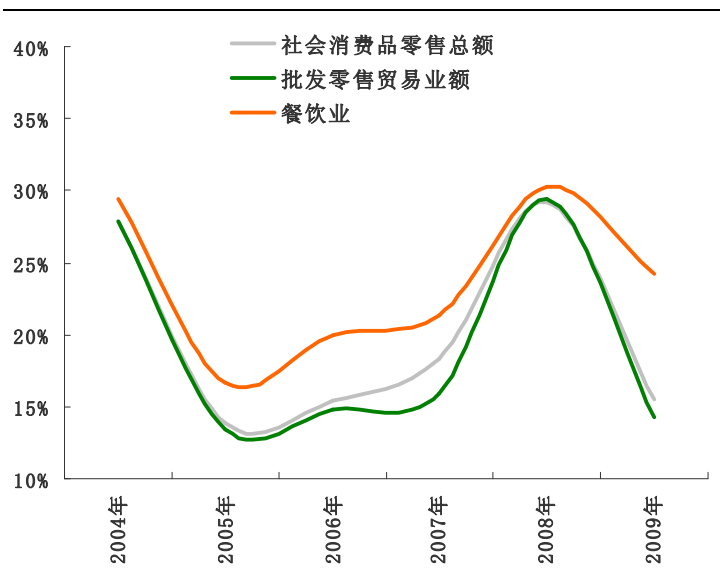
数据来源：安信证券研究中心

2.3. 服务类消费增速大于有形商品，汽车和住房相关类商品增速最快

我们对未来整体消费的一个趋势判断为：服务型消费大于有形商品消费，汽车和住房相关类（主要是家具和建筑装潢类消费要）好于普通商品零售额增速。百货店、超市、家电连锁等大型现代销售渠道对于普通商品如食品饮料、纺织服装、家用电器、金银珠宝的渗透率相对较高，短期内对于其他渠道（如农批市场、服装或者专卖店）的替代已经没有那么明显，但是仍然要大大高于发达国家如美国的零售额增速。

从商品品类看消费增长趋势——餐饮增速（服务业）快于有形商品，有形汽车住房类相关增速最快。重庆市 2009 年社会消费品零售总额为 2479 亿，其中批发零售额为 2049 亿，餐饮额为 381 亿，餐饮业占比较低，但是近几年随着生活节奏的加快、居民外出就餐次数提升，增长迅猛，尤其是一些连锁快餐扩张十分迅速。

图 7 批发零售贸易额和餐饮业



数据来源：重庆统计局，安信证券研究中心

表 2 限额以上企业分类商品增速

	7 年复合增长率
家具类	65.51%
建筑及装潢材料类	65.29%
石油及制品类	44.45%
汽车类	38.97%
食品、饮料、烟酒类	33.59%
金银珠宝类	30.56%
服装鞋帽、针、纺织品类	28.73%
化妆品类	26.85%
通讯器材类	25.07%
日用品类	23.84%
家用电器和音像器材类	23.80%

限额以上企业零售额增速，除了零售企业内生增长之外，还包含了随着现代零售渠道的扩展新开店的增长。普通商品如食品饮料、金银珠宝、服装鞋帽、化妆品、通讯器材类增长较为平缓。住房和汽车相关商品类虽然波动较大，但是年均复合增长远高于吃、穿用类普通商品。

3. 重庆地区零售格局剖析

3.1. 山城特点决定经营效率要低于平原地区

重庆市特殊的山城地形，决定一些在平原地区适用的常规的判断门店选址的方法或者商业密度的判定方法不一定有效。重庆市区的交通工具主要是公共汽车、出租车、私家车和步行，自行车或者电动车极少，因为上下坡很不方便，在超市里买的东西太多在没有车或者坐车不方便的情况下甚至要雇用挑夫。

地形和交通问题导致了每个商圈辐射的范围要小于平原地区，因为平面距离和实际距离的差异很大，这也是大卖场较难盈利的原因。而 2000-3000 平米的标超很难达到大卖场的经营效率，这也是新世纪超市和重庆百货超市盈利能力要低于一般地区超市的原因。重庆百货超市部分 2009 年销售额 21.86 亿元，净利润 1000 多万；新世纪连锁超市部分销售额 30 亿左右，净利润 2000 万不到。

重庆在很长的时间内形成了就近购买的习惯。但是随着基础设施条件的改进、轻轨的开通、交通成本的降低，连锁大卖场在品类丰富程度和价格上还是有吸引力。

3.2. 百货竞争——本土百货在二三商圈有先入优势，主城新商圈不断形成

购物中心是最快的填补商业空白的方式。伴随着城市人口的增加和经济发展，主城商圈的扩容是必然趋势。重庆西部经济中心的地位吸引了越来越多的商业企业入住。重庆老商圈基本由各百货大楼围成的步行街，新进入者很难找到合适的物业，在新的商圈中和房地产开发商一起开发购物中心的形式越来越多，北城天街也是购物中心的发展模式。新的大型购物中心项目不断涌现，如南坪万达广场等。

外资百货和外埠百货目前仍然主要进入重庆的主城商圈。目前活跃在重庆的外来百货公司仍然是具有管理和资金优势的连锁百货，如百盛集团、太平洋百货、王府井百货和茂业百货。百盛社区百货定位的门店目前已经进入重庆的二商圈万州区。

表3 主要商圈百货店

商圈	百货店	营业面积	商圈
解放碑商圈	新世纪解放碑商都	16426	重庆市规模和密度最大的商圈，外地客流占比很高
	重庆百货大楼	21600	
	重庆百货临江商场	25800	
	王府井百货1店	47000	
	大都会太平洋百货	22000	
	美美百货	20000	
江北商圈	新世纪世纪新都百货	39881	重庆北部新城，近今年发展很快，具有现代商业氛围
	重庆百货江北店	25800	
	龙湖北城天街购物中心	100000	
	茂业百货	43463	
	远东百货	20000	
沙坪坝商圈	新世纪凯瑞商都	22047	人流量仅此于解放碑商圈
	重庆百货沙坪坝店	37500	
	王府井百货2店	35000	
	立洋百货	20000	
南坪商圈	新世纪江南商都	15162	正在崛起中的商圈
	重百尚熙百货	21100	
	大连万达广场	127000	
	百盛	25000	

数据来源：安信证券研究中心

3.3. 超市竞争激烈，单店产出是困扰

我们认为单店产出可能是困扰重庆地区超市经营者的一个问题。重庆地区目前租金水平约为40元/平方米/月，重庆的人力成本要高于西安等西部中心城市，但是因为山城的地形结构，单店辐射范围较小，客流量要低于其他地区；重庆地区超市竞争激烈，布点很集中，常常是1平方公里之内，新世纪超市、重百超市、武汉中百、好又多、永辉超市家乐福或者沃尔玛等多家超市扎堆。从武汉中百和人人乐的经营情况来看，外来超市在重庆的培育期普遍比较长。随着重庆交通的改善和城市的发展，我们仍然看好大卖场的发展前景。

表4 重庆超市门店情况

	门店家数	单店面积	基本情况
新世纪	77家	大部分 1500-2500 平米	未来开店计划
重百	62家	大部分 2000-3000 平米	未来开店计划为每年12-15家
永辉	46家	5000 平米左右	城市中心店，未来2年开店总数 100家
武汉中百	35家	大卖场 3家 4000 以上 社区店 19家 100-1000 食品加强型 13家 1000-4000	重庆地区开店仍然没有扭亏
沃尔玛	8家(3家好又多)	10000 平米以上	/
家乐福	6家	10000 平米左右	/
人人乐	5家	10000 平米以上，超市+百货模式	大卖场 2009年重庆地区基本盈亏平衡，总店渝州店为重庆营业面积最大的超市
麦德龙	1家	10000 平米以上	07年下半年开始盈利

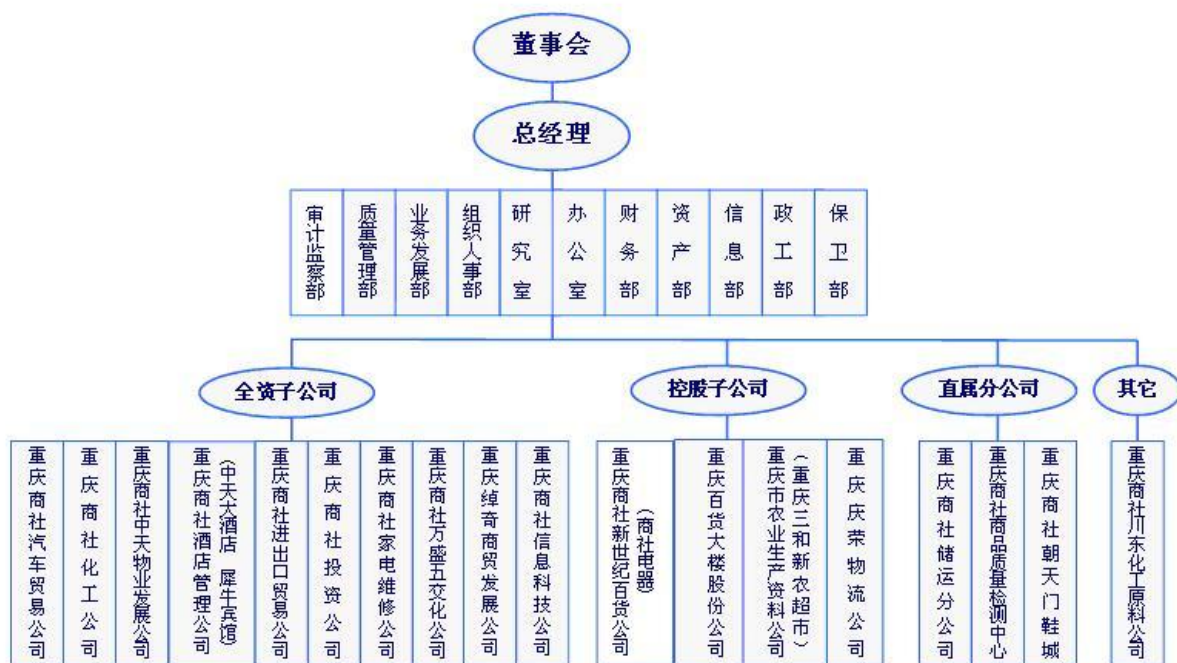
数据来源：安信证券研究中心

4. 重庆商社集团占有先机

重庆商社（集团）有限公司成立于 1996 年，是中国西部最大的商贸流通集团。连续多年跻身中国企业 500 强、零售企业百强、连锁企业百强，位列 2009 中国企业 500 强第 256 名（商业零售业第 3 名）。商社集团以百货（含电器）、汽车贸易等为核心，覆盖化工原料、进出口贸易、农业生产资料、物流、房地产开发、酒店等领域的经营格局，业态涉及综合商场、连锁超市、便利店、专业店等。旗下有“商社新世纪百货”、“重庆百货”、“商社电器”、“商社汽贸”、“商社化工”等知名品牌企业。2009 年商社集团销售收入突破 300.5 亿元，实现税利突破 10 亿元，总资产 121 亿元，网点 313 个。

商社集团 2009 年销售收入 300 亿元，重庆社会消费品零售总额 2479 亿元，商社集团销售额约占重庆社会消费品零售总额的 12%；百联集团 2009 年销售收入 1653 亿元，上海市 2009 年社会消费品零售总额 5173 亿，约占上海社会消费品零售总额的 32%。作为重庆市最大的本土零售企业，商社集团的市场份额仍然有较大的提升空间。伴随着重庆新的城区规划和商圈扩容，商业集团作为重庆本土最大的商贸集团，在网点获得方面将占有先机。

图 4 重庆商社子公司情况



数据来源：商社网站，安信证券研究中心

重庆商社汽车销售业务盈利能力很强

商社另一块盈利性较好的业务是汽车贸易业务。商社汽贸是中国西部最大的汽车经销商之一，2009 年销售各型汽车 18000 辆，销售金额 38 亿元，净利润 8000 多万。

公司经营 12 家品牌汽车 4S 店，4 家品牌汽车专卖店，并拥有汽车销售中心、万州分公司、涪陵分公司、永川分公司、汽车俱乐部、汽车消费中心、汽车租赁公司、汽车美容服务公司等庞大的网络渠道和服务功能。4S 店高端品牌包括奔驰、保时捷、奥迪、进口现代等，另外代理广州本田、东风日产、一汽大众、上海大众、郑州日产、东风悦达起亚（主城区和万州区店）、奇瑞、华泰、风行、庆铃、帝豪等国内外各种品牌汽车等品牌。

表 5 各区县情况和重百新世纪布点（截至 2009 年）

	人口 (万)	社消零售 总额(亿)	人均社 消零售额	重百 (百货)	新世纪 (百货)	重百 (超市)	新世纪 (超市)
重庆市总体	3276	2479	7568	26	11	55	77
主城区	601	1317	21921	11	5	39	57
渝中区	59	291	49778	2	1	9	7
九龙坡区	81	216	26799	1	1	0	10
沙坪坝区	77	171	22334	1	1	6	9
江北区	54	181	33754	1	1	6	3
南岸区	58	162	27683	2	1	3	9
渝北区	98	180	18261	1		10	9
北碚区	64	67	10608	1		4	2
巴南区	88	84	9589	1		0	5
大渡口区	23	23	9870	1		1	3
1 小时经济圈	1229	669	5440	9	4	11	7
永川区	110	92	8367	1		2	0
江津区	149	89	5945	1		2	0
涪陵区	115	87	7583	1	1	1	0
合川区	154	84	5445	1	1	2	2
綦江县	95	47	4993		1		1
长寿区	90	46	5153	1	1		1
铜梁县	83	40	4826	1			1
璧山县	63	41	6614	2		2	1
大足县	96	39	4125				1
南川区	66	40	6052				
荣昌县	83	38	4567	1		1	
潼南县	93	35	3705				
万盛区	27	16	5922			1	
双桥区	5	3	6503				
渝东北翼	1084	363	3347	5	2	5	13
万州区	173	106	6154	2	1	2	6
开 县	162	58	3590		1		
云阳县	134	35	2603	1		1	2
垫江县	94	35	3700	1		1	1
梁平县	91	31	3442				1
忠 县	100	29	2892	1		1	
丰都县	82	26	3164				1
奉节县	106	26	2414				1
巫山县	63	16	2503				1
巫溪县	54	11	2121				
城口县	24	6	2268				
渝东南翼	362	131	3621	1			
黔江区	53	30	5679	1			

数据来源：重庆市统计局，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-11

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,420.6	7,312.3	8,295.8	9,366.0	10,611.7	成长性					
减: 营业成本	5,404.7	6,152.5	6,976.8	7,872.1	8,922.3	营业收入增长率	17.0%	13.9%	13.5%	12.9%	13.3%
营业税费	41.9	50.9	53.9	60.9	69.0	营业利润增长率	47.0%	-1.4%	30.2%	26.0%	18.1%
销售费用	516.9	621.0	681.1	758.6	850.0	净利润增长率	61.4%	-3.6%	23.0%	21.5%	18.9%
管理费用	272.1	303.0	340.1	379.3	424.5	EBITDA 增长率	32.7%	-6.4%	4.8%	17.8%	14.6%
财务费用	10.2	19.7	20.0	15.0	15.0	EBIT 增长率	35.7%	3.8%	27.2%	21.8%	17.2%
资产减值损失	2.0	0.1	2.0	0.3	0.5	NOPLAT 增长率	46.5%	1.9%	19.2%	17.6%	17.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.6%	-65.1%	161.4%	33.6%	23.1%
投资和汇兑收益	0.6	5.9	0.8	1.0	1.0	净资产增长率	17.1%	13.8%	15.3%	15.1%	16.7%
营业利润	173.5	171.1	222.7	280.7	331.4	利润率					
加: 营业外净收支	7.5	11.3	5.0	-1.0	1.0	毛利率	15.8%	15.9%	15.9%	16.0%	15.9%
利润总额	181.0	182.3	227.7	279.7	332.4	营业利润率	2.7%	2.3%	2.7%	3.0%	3.1%
减: 所得税	15.8	23.2	31.9	42.0	49.9	净利润率	2.5%	2.1%	2.3%	2.5%	2.6%
净利润	162.6	156.7	192.8	234.2	278.6	EBITDA/营业收入	4.7%	3.9%	3.6%	3.7%	3.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	2.9%	2.6%	2.9%	3.2%	3.3%
货币资金	233.5	617.3	518.1	488.9	542.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	63	56	47	40	36
应收帐款	28.2	19.1	30.0	30.0	52.4	流动营业资本周转天数	-37	-42	-36	-22	-15
应收票据	2.1	1.9	6.8	10.3	8.7	流动资产周转天数	54	59	61	57	56
预付帐款	146.9	128.4	135.4	143.3	152.2	应收帐款周转天数	0	0	0	1	1
存货	587.1	631.5	743.2	860.1	999.2	存货周转天数	31	30	30	31	32
其他流动资产	0.0	-	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	127	126	118	105	100
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	30	17	14	21	23
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	ROE	19.6%	16.6%	17.7%	18.7%	19.0%
投资性房地产	48.9	46.9	50.0	75.0	89.0	ROA	7.0%	5.8%	7.3%	8.5%	9.1%
固定资产	1,165.0	1,118.9	1,065.1	1,015.1	1,105.0	ROIC	31.5%	35.5%	121.2%	54.5%	48.1%
在建工程	9.9	9.8	6.5	20.0	25.0	费用率					
无形资产	28.2	26.2	24.6	23.0	21.6	销售费用率	8.1%	8.5%	8.2%	8.1%	8.0%
其他非流动资产	111.9	126.7	94.5	112.9	116.1	管理费用率	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%
资产总额	2,368.9	2,734.1	2,681.5	2,785.8	3,118.9	财务费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.4%	12.9%	12.6%	12.3%	12.2%
应付帐款	984.0	1,178.6	1,108.6	1,063.2	1,125.6	偿债能力					
应付票据	209.8	277.3	248.5	230.0	255.0	资产负债率	64.4%	64.9%	58.7%	54.2%	52.3%
其他流动负债	270.2	292.2	295.0	281.0	326.8	负债权益比	180.7%	184.7%	142.1%	118.6%	109.7%
长期借款	45.0	-	-	-	-	流动比率	0.67	0.79	0.91	1.01	1.08
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.28	0.43	0.44	0.44	0.46
负债总额	1,524.9	1,773.9	1,574.0	1,511.1	1,631.6	利息保障倍数	18.02	9.70	12.13	19.71	23.10
少数股东权益	19.3	19.6	22.3	25.4	29.0	分红指标					
股本	204.0	204.0	204.0	204.0	204.0	DPS(元)	0.20	0.20	0.24	0.34	0.34
留存收益	620.7	736.6	881.2	1,045.2	1,254.1	分红比率	25.1%	26.0%	25.0%	30.0%	25.0%
股东权益	844.0	960.2	1,107.5	1,274.6	1,487.1	股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	165.2	159.1	192.8	234.2	278.6	EPS(元)	0.80	0.77	0.95	1.15	1.37
加: 折旧和摊销	130.1	133.0	135.0	110.0	109.0	BVPS(元)	4.14	4.71	5.43	6.25	7.29
资产减值准备	2.0	0.1	2.0	0.3	0.5	PE(X)	62.7	65.1	52.9	43.6	36.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.1	10.6	9.2	8.0	6.9
财务费用	11.5	5.9	-0.7	20.0	15.0	P/FCF	77.9	23.2	-112.3	127.7	74.8
投资收益	-0.6	-5.9	-0.8	-1.0	-1.0	P/S	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
少数股东损益	2.5	2.3	3.0	3.5	4.0	EV/EBITDA	32.5	33.2	32.2	27.3	23.6
营运资金的变动	63.1	267.5	75.7	22.8	-22.5	CAGR(%)	12.9%	21.1%	19.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	369.3	544.2	527.8	584.8	612.5	PEG	4.9	3.1	2.7	-0.4	-0.4
投资活动产生现金流量	-248.0	-73.7	-39.3	-29.1	-29.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-135.0	-86.8	-68.2	-85.3	-84.6	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008年3月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编：100034