

动态报告

商业贸易

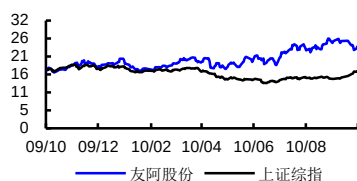
零售

友阿股份(002277)
推荐

2010 年 3 季报及动态点评（奥特莱斯专题 2）

2010 年 10 月 21 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	24.19
总股本/流通 A 股(百万股)	349.2/206.1
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	8,447.1/4,986.4
上证综指/深圳成指	3,001.85/12,970.20
12 个月最高/最低 (元)	37.46/17.42

财务数据

净资产值(百万元)	1,629.33
每股净资产(元)	4.67
市净率	5.18
资产负债率	43.80%
息率	1.24%

相关研究报告:

《友阿股份-002277-2010 中报点评: 净利率提升 1.5 个百分点, 进一步管理激励有助于业绩提升》
《友阿股份深度报告: 挖潜、升级及奥特莱斯》——2010-7-21

《家润多: 稳健增长的区域龙头百货》——2009-7-6

分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209070360

联系人: 祝彬

电话: 0755-82131528

E-mail: zhubin@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩增长超预期, 低估值深挖掘

●长沙奥特莱斯预计元旦开业, 引领长沙百货业升级

我们看好奥特莱斯在中国的发展, 对于奥特莱斯模式的研究, 请参考我们本周行业专题报告: **“Outlet 模式发展专题研究-奥特莱斯绽放零售业新光 20101019”**。报告内我们对比了中外奥特莱斯的发展, 并通过实例解析, 展望了奥特莱斯模式的未来发展, 我们认为: 从供给与需求双方来看, 奥特莱斯在中国都会有较大的发展空间。除了本周推荐的西单商场以后, 我们于 7 月 21 日还推荐了经营奥特莱斯的另一代表——友阿股份。

●3 季度净利润 3.3 亿, 同比增长 46%, 符合预期

公司 3 季度营业收入 7.6 亿元, 同比 33.5%; 归属母公司所有者的净利润 3.3 亿, 同比增长 45.5%, 符合预期, 实现每股收益 0.52 元/股。公司整体的净利率增速保持了上季度的 47%, 我们认为主要得益于对财务费用的有效控制, 3 季度财务费用减少 280 万元。

●7 月报告提及的两个催化剂预计将分别出现在下个月及明年 1 月

我们在前期报告中提及公司的催化剂共有两个, 包括长沙奥特莱斯的开业、中山集团股权先进入集团, 再置入公司。两者预计将分别于将出现在明年 1 月出现及今年 11 月, 股价上涨有动力; **另外我们认为下一轮的催化剂包括: 进一步股权激励、长沙银行的 IPO 以及公司其他的新项目投资或开业。**

●盈利预测与估值建议

我们维持 10 年收入增长 30%, 利润增长 60% 以上的预期; 预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.70 元、0.94 元、1.48 元, 对应净利润增速为 64%、34%、57%, 扣除地产收入的每股收益维持为 0.70 元、0.94 元和 1.06 元(增速为 64%、34%、11%)。考虑到公司的主力店面增长较快、有外延扩张空间、如果按 2011 年 25 倍的主业 PE, 对应 23.5 元, 天津地产项目折合每股 0.5 元, 加上公司持有股权的价值约合 3.5 元/股, 公司的合理价值 27.5 元/股。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,747	3,553	4,517	6,170
(+/-%)	23.8%	29.4%	27.1%	36.6%
净利润(百万元)	150	245	328	516
(+/-%)	24.6%	63.8%	33.9%	57.4%
每股收益 (元)	0.77	0.70	0.94	1.48
EBIT Margin	7.3%	9.1%	8.7%	12.4%
净资产收益率 (ROE)	9.9%	9.2%	11.3%	15.8%
市盈率 (PE)	32.4	35.6	26.6	16.9
EV/EBITDA	21.2	24.7	22.1	13.2
市净率 (PB)	3.22	3.26	3.00	2.67

3 季度净利润 3.3 亿，同比增长 46%，符合预期

公司 3 季度营业收入 7.6 亿元，同比 33.45%；归属母公司所有者的净利润 3.3 亿，同比增长 45.48%，符合预期，每股收益 0.52 元/股。1-9 月净利润的同比增长 31.04%。我们维持 10 年收入增长 30%，利润增长 60%以上的预期。

据我们了解，增长较快的商场包括友谊商店等，主力店面都实现了 30%以上的增长；增长较慢的主要是春天百货，受五一大道地铁施工影响，其次是友谊商城，但也实现了 25%左右的增长。

3 季度净利率增速保持 47%，毛利率微降

受部分门店周边环境改造以及天津和长沙的奥特莱斯成本投入的影响，公司的毛利率下降了 1.1 个百分点，预计全年基本稳定在 20%左右的水平；公司整体的净利率增速保持了上季度的 47%，我们认为主要得益于对财务费用的有效控制，3 季度财务费用减少 280 万元。

表 1: 财务指标比较

毛利率	2008	2009	2010
1Q	0.00	0.00	19.84
2Q	0.00	20.67	19.05
3Q	0.00	20.48	19.40
4Q	17.88	17.09	0.00
全年	20.86	19.37	0.00
净利率	2008	2009	2010
1Q	0.00	0.00	9.61
2Q	0.00	7.03	8.70
3Q	0.00	4.02	4.44
4Q	2.38	3.15	0.00
全年	5.42	5.50	0.00
净利润增速	2008	2009	2010
1Q	0.00	0.00	57.85
2Q	0.00	0.00	47.70
3Q	0.00	-11.99	47.35
4Q	0.00	76.35	0.00
全年	31.00	24.60	0.00

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

股价催化剂较多，管理层注重挖潜

我们在前期报告中提及公司的催化剂包括：包括长沙奥特莱斯的开业、中山集团股权先进入集团，再置入公司。两者预计将分别于将出现在明年 1 月出现及今年 11 月，股价上涨有动力；

另外我们认为下一轮的催化剂包括：进一步股权激励、长沙银行的 IPO 以及公司其他的新项目投资或开业。

中山集团资产首轮“流拍”体现了管理层的审慎态度，符合投资者利益

9月11日，长沙市产权交易所发布了《湖南长沙中山集团有限责任公司国有资产转让公告》。挂牌转让湖南长沙中山集团有限责任公司将一次性转让所有经营性国有资产，包括房屋建筑物、土地使用权在内的资产评估总值50045.84万元。

我们认为集团获得本次中山公司的资产是基本确定的，那么在此情况下，10月18日公告期截止日的“流拍”，我们分析其原因可能是由于没有其他公司参与竞争，公司也认为价格偏高，而之所以未参与本次登记交易，旨在寻求更低价格获得资产。体现了管理层的审慎态度。预计产权交易所将于近期再次拍卖，预计11月下旬为下期截止日期。

中山集团的资产含商业用地1.5万平米，商业大厦建筑面积8万多平米，主要集中在开福区和天心区这类核心区域，区位优势明显。**假设友阿集团如果下次拍卖成功取得中山集团股权，我们认为会在较快的时间内，将中山集团的主要经营性资产注入上市公司，由上市公司完成后续的棚户区拆迁、改造及春天百货的扩建公司。结合五一地大的地铁工程，扩建后的春天百货预计将于2012年底或2013年开业，届时将成为五一大道上重量级的商业。**

长沙银行等股权投资价值较高

公司拥有长沙银行7.45%的股权，长沙银行09年度利润分配预案：按每10股派发现金股利0.5元（含税），按每10股送红股2股，利润分配后公司可分得现金股利437万元，股份持有数量由原来的87,364,921股增加到104,837,905股。长沙银行成立于1997年5月，总行位于湖南省长沙，下辖包括株洲支行在内的33家分支机构61个营业网点，控股祁阳村镇银行。

截至2009年末，长沙银行股本达到11.73亿，净资产26.9亿元，每股收益达0.69元，全行资产总额达640亿元，存款余额达553亿元，贷款余额达274亿元，实现报表利润8.7亿元，不良贷款率控制在1.79%，拨备覆盖率达到152%，资本充足率达到11.2%，资产收益率超过1.2%。综合实力在全国140多家城商行中排名前列，并被评为中国“最具成长力中小银行”。

表2：股权投资

被投资单位名称	年初金额 (万元)	投资比例 (%)	期末金额 (万元)	年末预期 (万元)
湖南家润多超市有限公司	1,008.93	20%	1,008.93	1,008.93
长沙银行股份有限公司	7,636.79	7.45%	7,636.79	8,073.62
资兴浦发村镇银行股份有限公司	450.00	9%	450.00	450.00
合计	9,095.72		9,095.72	9,532.55

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

长沙奥特莱斯元旦开业，引领长沙百货业升级

公司外延扩张有两种形式：1）百货业务目前省内的13个地级市已经占据了4个（二个直营、二个加盟店），预计明年可增开新店；2）长沙奥特莱斯项目的定位可能是一个“有奥特莱斯特色”的SHOPPING MALL，借地处新的省政府附近，可能引领长沙百货业向购物中心“升级”；天津项目主要用地产收益用于商业投资，项目净投入较小，两个项目可为公司中长期业绩增长提供支持。据我们最新了解到情况长沙奥特莱斯将于明年元旦开业。

对于奥特莱斯模式的研究请参考我们本周行业专题报告《行业专题报告-Outlet 模式发展专题研究-奥特莱斯绽放零售业新光 20101019》。报告内我们对比了中外奥特莱斯的发展，并对奥特莱斯模式在中国发展给予了厚望。

百货业竞争日益激烈，公司可能有进一步股权激励的需求

公司上市时，公司董事长胡子敬先生，间接持有友阿公司 14.375%股份、并控制其它 68 名一致行动人 46.9%股份，共持有友阿股份 61.275%股份，为友阿公司和友阿股份的实际控制人。公司其他高管也有部分股权激励。

但伴随百货业的竞争日益激烈，需求管理层创造性地工作及付出，我们认为公司有进一步股权激励的需求。根据我们前期的草根调研，目前公司的一线人员，如店长、店员等收入在长沙地区的商业中属于中等，甚至偏低的水平，我们认为进一步实施股权激励将有利于进一步将管理层利益与股东权益绑定起来。

盈利预测与估值建议

我们维持 10 年收入增长 30%，利润增长 60% 以上的预期；预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.70 元、0.94 元、1.48 元，对应净利润增速为 64%、34%、57%，扣除地产收入的每股收益维持为 0.70 元、0.94 元和 1.06 元（增速为 64%、34%、11%）。考虑到公司的主力店面增长较快、有外延扩张空间、如果按 2011 年 25 倍的主业 PE，对应 23.5 元，天津地产项目折合每股 0.5 元，加上公司持有股权的价值约合 3.5 元/股，公司的合理价值 27.5 元/股。

附《Outlet 模式发展专题研究-奥特莱斯绽放零售业新光》部分内容

1. 国外奥特莱斯的发展情况

1.1 奥特莱斯定义

奥特莱斯是英文 Outlets 的中文直译，其英文原意是“出口、出路”的意思，实际上是品牌服装的工厂直销折扣店，由于其在零售商业中专门销售名牌过季、下架、断码商品，因此也被称为“品牌直销购物中心”。这种商业模式，在海外已盛行几十年。

早在上世纪 70 年代，美国的工厂直销商店（Factory Outlet Store），基本上是一家工厂一个商店，所经营的商品既是品牌商品又价格低廉，能吸引大批顾客。在之后的发展阶段，很多工厂把工厂直销店逐渐集中在一起开设，形成了直销区域。而奥特莱斯购物中心的形成，把这一工厂直销业态推向了新的高度和零售业充分融合。奥特莱斯购物中心的功能更加齐全，实行休闲购物一体化。很多中心已突破该业态最硬化的数量指标，即必须半数以上的租户是工厂直销零售商的界线。工厂直销中心与购物中心产业边缘模糊。

2005 年国际购物中心协会(ICSC)新修改的购物中心分类中已正式将直销中心（Outlet Center）列为购物中心类型之一。这似乎标志着，北美已不再将 Outlet 作为一个独立的业态，而是视作为购物中心的一种类型，即作为整合各种零售业态

的超业态平台。

1.2 国外奥特莱斯分类

奥特莱斯形式上经历了从仓库尾货—厂家直销中心—卖场直销—花园式奥特莱斯村的变化，面积也由 100-200 平米不断扩大到 10 万平方米以上。甚至目前还出现了无实体店的网上奥特莱斯。

表 1: 国外奥特莱斯分类

类型	特点	示例
大卖场式	多品牌聚集一个卖场	奥兰多 BELZ 直销购物中心
商业街区	奥特莱斯街	首尔奥特莱斯街
Mall 式	花园式奥特莱斯村	Woodbury premium outlets
购物中心式	主力店+专卖店+餐饮+娱乐+休闲	Bicester outlet village
群体专卖店式	专卖店+休闲娱乐环境	McArthur Glen Designer Outlets
俱乐部式	集中一个建筑内	德国名品俱乐部 SNB

资料来源：北京世纪英华商业管理有限公司，国信证券整理

1.3 奥特莱斯的运营模式与经营特点

在运作方面，奥特莱斯也有着多种方式：联营方式（类百货模式的统一收银，按照合作扣率比例收取销售提成，扣除销售提成及必要费用后余款按合同约定日期返还厂商），自营模式（自行代理或买断一些品牌的商品，以获取更高毛利）和传统的租赁模式（将商铺租赁给个厂商，收取租金）。

这些运作方式各有利弊，如：联营模式增强了现金流能力，分享了风险，但也造成运营成本比较高。而传统的租赁模式除前期运作资金比较大、投资回报期长外，在于招商引入后，收入就能保持稳定。

其中自营模式主要倡导的买手纸目前国内还较少，但在欧美各国比重却相对比较高。其优势在于买断后，商场能自主定价和灵活调动，但也因为其对于买手眼光要求较高，管理事务繁琐，因为在国内尚未得到发展。

表 2: 奥特莱斯运营模式对比

类型	特点	国外奥特莱斯经营模式比例分配
自营	赚取差价，对买手要求高，资金占用量大	大
联营	收入扣点，对品牌商有经营管理要求	少
租赁	对品牌商收取租金，管理经营干涉少	大

资料来源：北京世纪英华商业管理有限公司，国信证券整理

在模式上奥特莱斯与一般的百货经营模式差别并不大，但在经营特点上，奥特莱斯与百货有着显著差别。

表 3: 奥特莱斯与百货的经营特点对比

对比项目	百货	奥特莱斯
品牌包容度	百货的品牌包容度尤其是大体量百货品牌包容度越来越大	品牌跨度更大，从顶级品牌到外贸尾货都囊括
商品价格弹性	小，品牌商要维持正价形象	大，价格调整灵活，以降低库存为目的
销售规模	相对小	大，走量为主
销售毛利	高，综合在 20%-25% 区间	低，15% 左右
地理位置	城市核心或次核心商圈	交通方便，停车自由的郊区
经营成本	高，核心商圈租金高昂，硬件装修费用越来越贵	相对低，郊区租金便宜，装修力求形象佳但低成本
货源	少，代理为主	多，工厂直销、品牌直销、进口、尾货、定牌、代理等

资料来源：北京世纪英华商业管理有限公司，国信证券整理

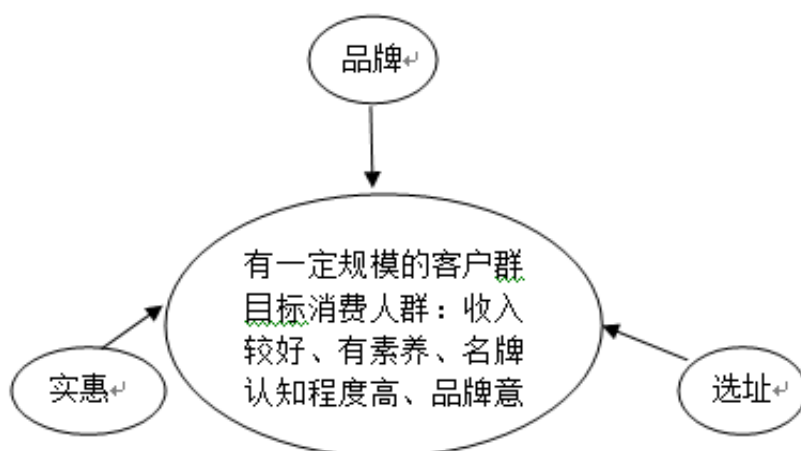
1.4 奥特莱斯成功运营的关键要素 “选址+品牌+实惠”

通过与国内资深专家的交流，我们非常认可奥特莱斯的实质就是品牌+实惠。在具备认可奥特莱斯业态的客户基础上，选址+品牌+实惠是我们认为的奥特莱斯成功三要素。

选址上，首选要考虑在远离城市中心，具备较强客流汇聚能力的交通交汇点，其次面积要足够大，具备大容量的停车场与休闲餐饮配套设施，停车方便自由。

品牌上，我们认同北京世纪英华商业管理公司总经理万文英女士提出的所提的奥特莱斯的品牌要有国际、国内知名、著名品牌、消费者喜爱品牌，此外品牌要具备真实性，可靠性与丰富性。要能保证品牌货源充足，365 天都能有折扣销售。实惠上，六折以下的价格才真正具有折扣吸引力。

图 1：奥特莱斯运营要素



资料来源：国信证券经济研究所

1.5 国外成功的奥特莱斯简介

1. Chelsea Property Group 是世界上经营奥特莱斯中心规模最大的开发商、业主和运营商。2004 年 10 月被美国最大的商业房地产商 Simon property Group 以近 50 亿美元的价格收购，从此成为其全资子公司。2004 年公司在美国国内的 36 个奥特莱斯中心出租率达 99%。2006 年，在美国 27 个州、日本和墨西哥拥有全产权或部分产权的奥特莱斯中心 Premium Outlet 和其他一些购物中心共 52 个，计 1720 万平方英尺 (GLA)。在 2006 年间，其商场每平方英尺平均售价达 471 美元。

图 2：Chelsea Outlet 外景



资料来源：国信证券经济研究所收集

同在 Simon property Group (SPG) 名下的 outlets 公司还有 Mills Corporation。Mills 是由 SPG-FCM Ventures, LLC (SPG 旗下一个实体与 Farallon 所管理的基金之间的一个合资企业) 对 The Mills Corporation 的收购已于 2007 年 4 月 3 日

完成。

图 3: Ontario Mill Outlet 外景



资料来源: 国信证券经济研究所收集

2.Value Retail company 重点经营高端 OUTLETS 商业村, 名下共有 9 家 Chic Outlets Shopping Villages 开设在欧洲重要城市。其优质的管理水平和商业模式提供了最佳的商业性能和消费服务水平。

图 4: Chic Shopping Village 外景



资料来源: 国信证券经济研究所收集

3.Tanger 是一家房地产公司, 名下拥有连锁的 Tanger Outlets (有时也称为 Tanger Mall), 总部位于美国北卡罗莱纳州。2006 年 Tanger 的 30 购物中心拥有

约 840 万平方英尺（78 万平方米）GLA 的和超过 1800 个商铺。

图 5: Tanger Outlet 外景



资料来源：国信证券经济研究所收集

4. McArthur Glen 其连锁 Designer Outlets 遍布全欧洲，其中欧洲大陆 11 家，UK 三岛 7 家。集团作为全球领先的开发商、Outlet 经营商，与世界领先的时尚和奢侈品牌集团的合作伙伴，共拥有优质购物环境的设计型 outlets19 家，经营面积约为 50 万平米，年均客户超过 7500 万人。

图 6: Roemond Designer Outlets 外景



资料来源：国信证券经济研究所收集

2. 奥特莱斯在国内的发展

2.1 奥特莱斯在中国发展空间广阔

消费客户群在不断成熟与扩大。国际上奥特莱斯的主流消费者主要是富有攀比心理、有一点品牌观念的中产阶级，在中国又多出了一批较强品牌欲、借助家庭而具备消费能力的青少年群体。这部分人追求高品质生活的同时，却又未能摆脱对价格敏感的消费习惯，奥特莱斯模式正迎合了这种消费心态。尤其中国人注重品牌又喜欢折扣的消费特性与奥特莱斯可谓是天作之合。

据麦肯锡研究预测，尽管全球经济低迷不振，但中国富裕家庭的数量仍在不断攀升。到 2015 年，中国将拥有全球第四大的富裕消费群体。作为其中主流的中产阶层和青少年群体亦将成熟发展，届时不论是绝对数量还是消费占比来讲都将会是一支不可小觑的消费力量。因此，我们认为从需求市场的角度考虑，奥特莱斯将会是中国具有发展前景的零售业态之一。

国内的品牌供应商需要奥特莱斯来延长商品销售线。每年品牌生产商有 50% 以上的商品不能以正价售出，奥特莱斯能解决品牌商大库存的困难，消费者又得了实惠。

2.2 国内奥特莱斯项目一览

自 2002 年北京燕莎引进奥特莱斯模式之后，奥特莱斯在国内掀起了一股快速发展的浪潮，而且一些二三线城市已经出现了奥特莱斯，并呈现出了增长的态势。据不完全统计，在引进奥特莱斯模式不到 8 年的时间中，国内各种类型奥特莱斯已有约 400 家。

全国主要及正在规划的奥特莱斯主要项目如下：

表 4: 各地奥特莱斯资料

时间	奥特莱斯	城市	地理位置	经营面积 (万平米)	业务情况	投资方	投资额
2002 年 12 月	燕莎奥特莱斯	北京	外城区	10	03 年销售额近 3 亿元，06 年销售额 9.4 亿元，单日最高销售额达 743 万	新燕莎集团	二期项目投资约 3 亿元
2006 年 4 月	青浦奥特莱斯	上海	外城区	11	09 年净利润 3867.2 万	百联集团和香港九 龙仓（中国）	4.7 亿
2006 年 6 月	燕莎奥特莱斯	哈尔滨	市中心	3.2		新燕莎集团	
2006 年 9 月	先锋奥特莱斯	南京	市中心	1			
2006 年 12 月	香港城奥特莱斯	张家港	外城区	2.5			
2007 年 10 月	休博园奥特莱斯	杭州	外城区	10			
2008 年 9 月	太平洋西部奥特莱斯	重庆	外城区	8			
2008 年 10 月	和顺奥特莱斯	苏州	外城区	5			
2009 年 3 月	美兰湖奥特莱斯	上海	外城区	2.5	日销售额 200-300 元，周末 1500 元		
2009 年 6 月	金街奥特莱斯	长春	市中心	0.2			
2009 年 8 月	赛特奥特莱斯	北京	市中心	15		中国巴黎春天百货 集团有限公司	
2010 年 6 月	下沙奥特莱斯	杭州	外城区	8		百联集团	

2011 年 5 月	海西奥特莱斯	福州	外城区	总规格 3000 亩	客流 1000 万+	香港奥特莱斯控股 公司	50 亿
2011 年	房山奥特莱斯	北京	外城区	15	一线品牌 40%+, 客流量 1500 万	首创置业	
2011 年	昌平奥特莱斯	北京	外城区	20+			2011 年

资料来源：国信证券经济研究所

2.3 国内发展奥特莱斯面临的问题

招商难是奥特莱斯最大的问题。奥特莱斯主要通过将商品的供应链压缩到最短，从而达到将销售价格压缩到最低的目的，为顾客提供价廉质优的品牌商品。奥特莱斯的名品聚集力和招商力是提供高质量真品的保证，而目前大量奥特莱斯最缺乏的就是名品聚集力和招商力，招不来名品一是由于名品自身的品牌发展策略还以重点发展正价店为主，二是名品要考虑消费人群的购买力与意识是否到达相关条件。由于大部分奥特莱斯招不到一、二线名品，造成奥特莱斯是折扣店而不是名品折扣店。

对品牌的认知度不够。一方面是消费者对名品的认知度不够，缺乏购买此类商品的意识与需求，北京世纪英华的万文英总经理认为除了城市经济发展水平外，一个城市最少应该有 3%到 5%的人能够对品牌有深刻的认知并且还要消费得起才适合开设奥特莱斯。既受制于正价商品的压制，还难以在离城市不远的新区商业以及品牌意识不强的城市广泛发展成为中国的奥特莱斯发展的两难。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1521	3058	3722	4709	营业收入	2747	3553	4517	6170
应收款项	32	78	99	135	营业成本	2215	2828	3682	4910
存货净额	59	85	111	148	营业税金及附加	32	42	53	72
其他流动资产	36	71	90	123	销售费用	145	179	194	216
流动资产合计	1647	3292	4023	5116	管理费用	109	124	135	145
固定资产	583	535	486	436	财务费用	(3)	(7)	(12)	(13)
无形资产及其他	136	131	127	123	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	6	6	6	6	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	91	98	105	112	其他收入	(46)	(58)	(59)	(60)
资产总计	2634	4187	4847	5871	营业利润	203	330	405	780
短期借款及交易性金融负债	0	31	50	50	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	409	578	755	1011	利润总额	202	330	405	780
其他流动负债	682	863	1113	1471	所得税费用	51	82	101	195
流动负债合计	1091	1471	1918	2533	少数股东损益	1	2	(24)	69
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	150	245	328	516
其他长期负债	24	24	24	24					
长期负债合计	24	24	24	24					
负债合计	1115	1494	1942	2556					
少数股东权益	14	16	(1)	47					
股东权益	1505	2677	2906	3267					
负债和股东权益总计	2634	4187	4847	5871					

现金流量表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	150	245	328	516
资产减值准备	(2)	0	0	0
折旧摊销	81	91	90	88
公允价值变动损失	(0)	0	0	0
财务费用	(3)	(7)	(12)	(13)
营运资本变动	216	242	361	508
其它	3	1	(17)	48
经营活动现金流	447	580	763	1161
资本开支	(33)	(12)	(12)	(12)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(37)	(19)	(19)	(19)
权益性融资	925	1000	0	0
负债净变化	(100)	0	0	0
支付股利、利息	(47)	(74)	(98)	(155)
其它融资现金流	69	50	19	0
融资活动现金流	699	976	(79)	(155)
现金净变动	1109	1537	664	987
货币资金的期初余额	412	1521	3058	3722
货币资金的期末余额	1521	3058	3722	4709
企业自由现金流	413	563	734	1159
权益自由现金流	382	625	771	1181

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908		
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
刘智景	021-60933148	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	