

无评级(首次)

目标价格: 10.43-12.17 元

当前价格: 元

市场数据:

商业零售指数	4527
三个月涨跌幅	-7.8%
上证综合指数	2899
沪深 300 指数	3217

基础数据:

每股净资产(元)	1.61
资产负债率(%)	69.0%
总股本(百万)	351
流通股(百万)	

行业相对股价表现:



相关研究:

研究员:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号:S0120109030554

刘晓华

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26

楼,200122

http://www.tebon.com.cn

专注于社区居民的连锁超市

报告摘要:

公司简介: 三江购物是一家专注于社区平价超市业务的区域性零售企业。公司目前在浙江省的宁波、杭州、金华、台州等三十多个城市和地区共拥有直营门店 142 家, 营业面积合计 43.31 万平方米, 其经营规模居于浙江省本土超市的第一位。

主营业态: 公司主营业态是社区平价超市, 其单店经营面积一般为 3000 平方米左右, 目标顾客主要是城市社区周边的居民, 通过为这些消费者提供便宜、便捷的零售服务, 公司与大卖场、便利店等竞争对手形成差异化经营。

门店经营状况: 1) 门店扩张相对稳健; 2) 综合毛利率略低于行业均值; 3) 门店坪效优势明显; 4) 费用控制优于国内同行。

竞争力分析: 公司定位于“便利”和“便宜”的社区平价超市, 其相对于其它同类企业的竞争优势主要在于公司具有比较好的适应能力和复制能力: 1) 公司门店面积通常为 3000 平方米左右, 对物业要求相对较低; 2) 公司单店开店成本远低于国内同行; 3) 社区平价模式易于获得社区消费者的认可; 4) 实行会员制能够在较大程度上锁定目标顾客群。

盈利预测及投资建议: 我们预计公司 10-14 年营业收入分别增长 10.5%、11.6%、11.4%、10.7%和 10.8%, 净利润分别增长 7.4%、9.5%、17.6%、14.0%和 14.5%, 按发行后总股本摊薄的 EPS 分别为 0.32 元/0.35 元/0.41 元/0.47 元/0.53 元。基于公司目前的经营模式、行业地位及其成长性、盈利性等方面考虑, 我们认为可以给予公司 2011 年 30-35 倍 PE, 即其合理价值区间为 10.43-12.17 元/股。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012 E	2013E	2014E
营业收入	4455	4925	5495	6124	6782	7517
(+/-, %)	11.2%	10.5%	11.6%	11.4%	10.7%	10.8%
净利润	121	130	143	168	191	219
(+/-, %)	32.8%	7.4%	9.5%	17.6%	14.0%	14.5%
毛利率(%)	16.4%	16.5%	16.7%	17.1%	17.2%	17.4%
ROE(%)	24.5%	20.0%	11.2%	11.6%	11.7%	11.8%
EPS-摊薄(元)	0.30	0.32	0.35	0.41	0.47	0.53

1. 公司简介

三江购物是一家专注于社区平价超市业务的区域性零售企业。公司目前在浙江省的宁波、杭州、金华、台州等三十多个城市和地区共拥有直营门店142家，营业面积合计43.31万平方米，其经营规模居于浙江省本土超市的第一位。

公司主营业态是社区平价超市，其单店经营面积一般为3000平方米左右，目标顾客主要是城市社区周边的居民，通过为这些消费者提供便宜、便捷的零售服务，公司与大卖场、便利店等竞争对手形成差异化经营。

1.1 门店基本情况

社区平价超市是一种介于大型超市和便利店之间的零售业态，定位于为社区居民提供服务。下图可以看出，与大卖场相比，社区超市面积偏小、单品数较少，但由于通常靠近城市社区，因此能够为居民消费者提供更为便利的服务；与便利店相比，社区超市则通过提供较为丰富的商品类别和一定的规模优势，在价格上具备更大的竞争力。

图表 1 超市业态划分

业态	面积	选址	辐射半径	单品数	主营产品
大卖场	>10000 m ²	商业区、大型居住区	5-20 公里	3 万种以上	生鲜、日常品、食品、服装、家居等
综合超市	5000-10000	商业区和住宅	3-5 公里	1.5-3 万种	生鲜产品、日常用品和服装
社区超市	1500-5000	城市社区	1-3 公里	0.8-1 万种	生鲜产品、食品和日常必需品
便利店	<200 m ²	商业区、交通流量区	<1 公里	0.3 万种	速成食品、饮料及小百货

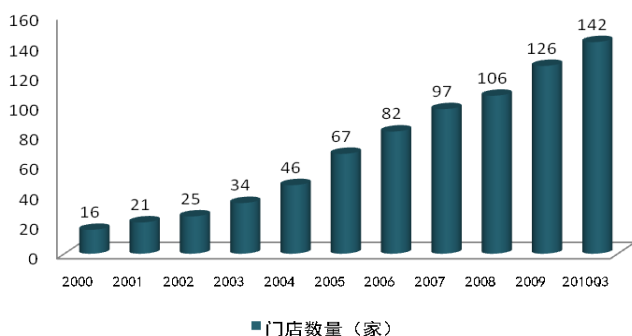
资料来源:德邦研究

1.1.1 门店扩张及分布

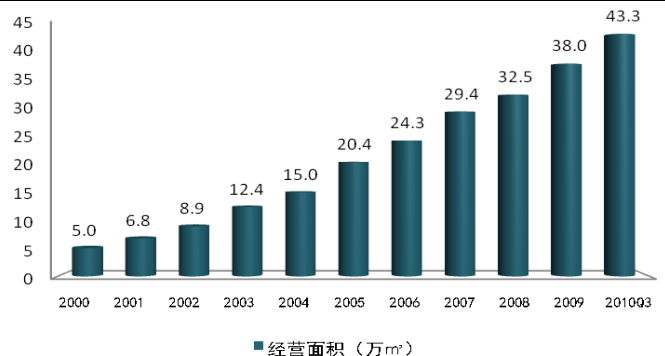
公司坚持区域领先、稳步推进的发展战略。通过以宁波为根据地并不断向省内各个中小城市进行纵深化业务渗透，公司已在浙江地区形成了规模优势和领先优势。目前公司是浙江省连锁行业的龙头企业，在经营规模上列全省本土连锁超市第一位。

从近年的情况来看，公司在浙江省内门店数量呈现扩张趋势：04-09年公司每年平均新开门店数约15家，营业面积也从03年底的12.39万平方米扩大至10年9月底的43.31万平方米，累计增幅达到249.5%。

图表 2 公司历年门店数量增长情况

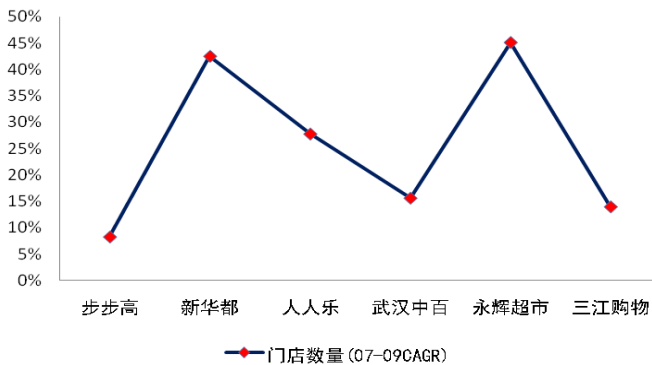


图表 3 公司历年营业面积增长情况

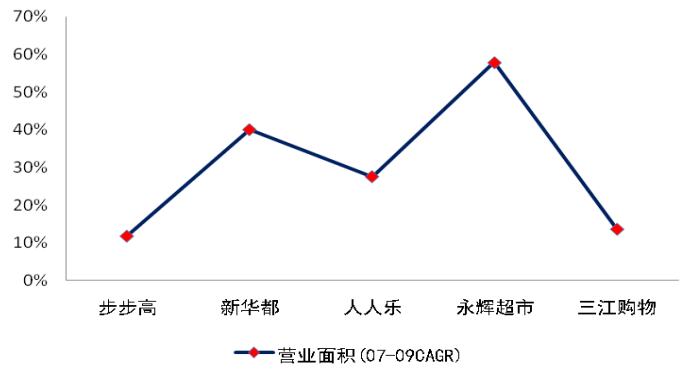


资料来源:公司公告, 德邦研究

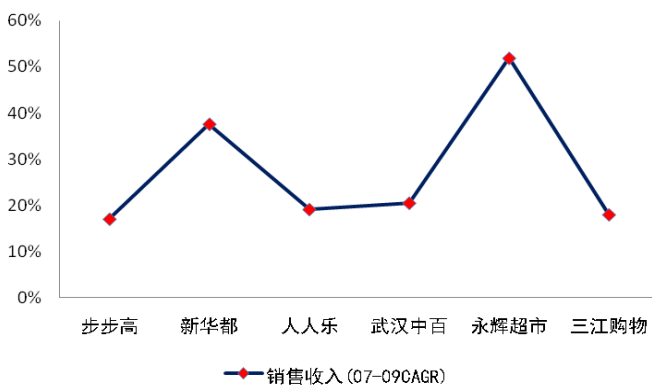
图表 4 超市企业门店数量增长比较



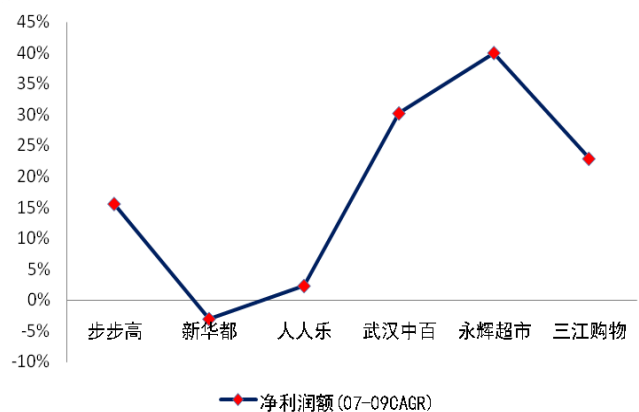
图表 5 超市企业营业面积增长比较



图表 6 超市企业销售收入增长比较



图表 7 超市企业净利润增长比较

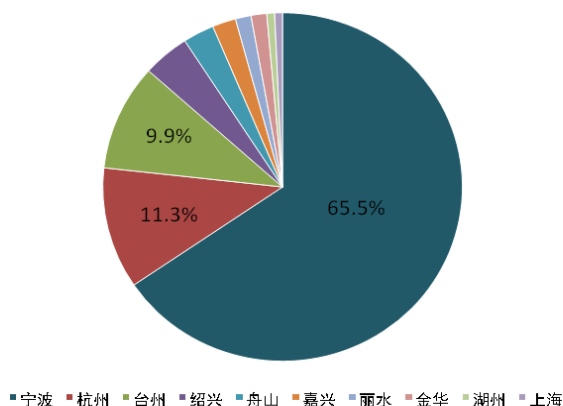


资料来源:公司公告, 德邦研究

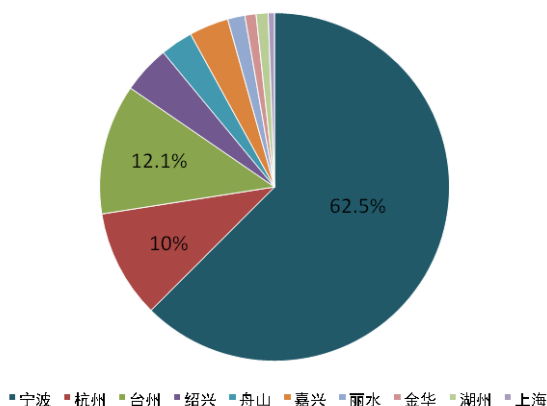
通过比较,我们发现:公司07-09年门店数量、营业面积及销售收入之CAGR分别达到13.97%、13.59%和17.92%,在国内同行中并不占据优势,但同期净利润CAGR则达22.88%,增速仅低于永辉超市和武汉中百,显示了公司比较稳健的盈利能力。与其它连锁企业不同的是,公司经营超市业务时间相对较早,自1995年开设第一家门店以来,公司便进入了持久的外延扩张过程,我们可以把其归结为公司发展的两个阶段:其中,1995-2002年为公司扩张的第一阶段,这一时期公司年均新开门店数量为3家左右;2003-2010年为公司扩张的第二阶段,这一时期公司年均新开门店数量为15家左右。显然,公司首次步入快速扩张的时间是在2003年,与其它连锁超市企业相比,公司在近几年的门店扩张速度相对平稳,由于主业经营时间较长及门店成熟度较高,其盈利能力也更为稳健。

从门店分布来看,目前公司门店主要集中在浙江省,而宁波市又是公司的核心市场和根据地。截至10年9月底,公司在浙江省内拥有门店数量141家,营业面积43.23万平方米:其中,宁波地区门店93家,营业面积27.17万平方米,分别占公司全部门店的65.5%和62.5%;杭州地区门店16家,营业面积4.37万平方米,分别占全部门店的11.3%和10%;台州地区门店14家,营业面积5.25万平方米,占比分别为9.9%和12.1%;其它如绍兴、舟山、嘉兴等城市公司门店数量一般不超过10家,未来几年依然具有较大的拓展空间。

图表 8 公司门店数量区域分布情况



图表 9 公司门店面积区域分布情况

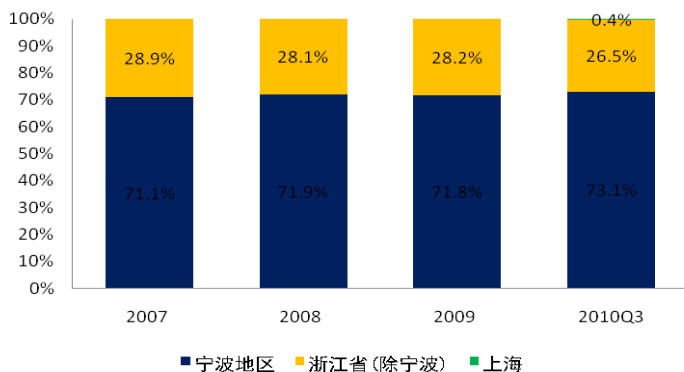


资料来源:公司招股书, 德邦研究

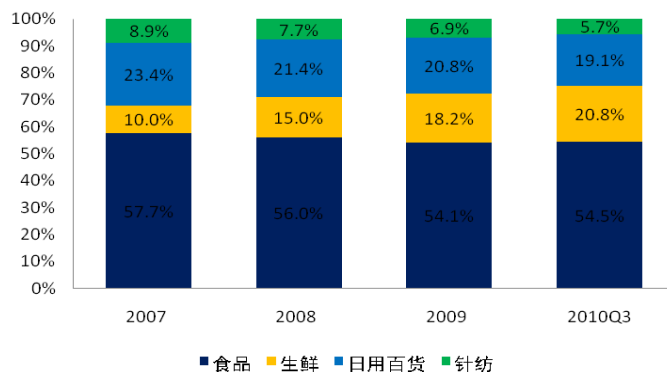
09年公司实现营业收入共计36.15亿元, 其中宁波地区收入就接近32亿元, 占公司全部收入的71.8%。由于公司宁波区域门店比较成熟, 因此其单店销售和坪效水平均比其它城市要高。10年1月, 公司在上海市开出了首家异地门店-张扬店, 意味着公司外延扩张战略进入了新的阶段。

从产品结构来看, 公司食品品类占比最大, 约54%; 生鲜产品占比逐年上升, 已从07年的10%提升至目前的20%左右, 生鲜产品销售的快速增长符合公司社区平价超市的业态定位。

图表 10 公司历年收入地区分布情况



图表 11 公司历年收入产品占比情况



资料来源:公司公告, 德邦研究

1.1.2 门店经营状况分析

1) 单店销售额及门店的坪效

与国内同类企业相比, 公司定位社区超市, 单店面积在3000平方米左右, 明显低于人人乐 (13091m²)、步步高 (7653m²)、新华都 (6297m²)、永辉超市 (5895m²) 等。基于单店面积偏小的原因, 公司门店单店销售额也不高, 09年为3536万元, 明显低于行业均值。但从门店坪效来看, 公司经营优势明显, 09年达11727元/m², 仅低于永辉超市, 明显高于步步高、新华都、人人乐等其它连锁超市公司。

图表 12 超市企业单店销售和门店坪效比较

		2005	2006	2007	2008	2009
步步高	单店销售额 (万元)	4357	4663	4810	5254	5613
	门店坪效额 (元/m²)	6131	6310	6694	6866	7335
新华都	单店销售额 (万元)	7477	5315	4693	4749	4379
	门店坪效额 (元/m²)	7450	6715	7206	7252	6955
人人乐	单店销售额 (万元)		10064	10848	10528	9426
	门店坪效额 (元/m²)		7539	8265	8042	7201
永辉超市	单店销售额 (万元)			6333	7374	6947
	门店坪效额 (元/m²)			12724	14001	11783
三江购物	单店销售额 (万元)			3303	3781	3536
	门店坪效额 (元/m²)			10880	12346	11727

资料来源:公司公告, 德邦研究

2) 门店毛利率

近年公司主营业务毛利率一般维持在13%左右, 接近行业平均水平, 但综合毛利率则略低于行业均值约2-3个百分点, 主要原因在于: 公司定位于社区平价超市, 采取低价让利的策略, 压低了毛利率水平; 公司采取会员制, 会员消费占到公司70%以上销售, 由于一般会员价比非会员价低5%左右, 因此毛利整体低于其它连锁超市水平。

图表 13 国内超市企业毛利率比较

		永辉	步步高	新华都	京客隆	联华	三江	中百	人人乐	华联	物美	均值
主业毛利率	2008	15.7%	14.6%	14.8%	14.0%	13.6%	13.8%	13.1%	11.8%	11.1%	8.8%	13.1%
	2009	15.4%	15.6%	14.5%	13.9%	13.1%	13.1%	12.9%	11.1%	10.7%	8.9%	12.9%
综合毛利率	2008	17.9%	19.7%	19.0%	16.7%	23.9%	16.4%	18.2%	20.5%	19.5%	18.1%	19.0%
	2009	17.9%	19.3%	18.8%	18.4%	20.6%	16.4%	17.8%	20.6%	19.9%	18.7%	18.9%

资料来源:公司公告, 德邦研究

3) 门店费用率

首先是租赁费。租赁费是超市企业门店运营的主要费用构成。三江购物09年单店租赁费仅为73.52万元, 处于行业的最低水平, 但同期单位面积租金水平则为243.84元/m², 除了低于人人乐之外, 基本与新华都和永辉超市持平。我们认为, 公司单店租赁费低的主要原因在于其主营社区平价超市, 其单店营业面积仅3000平方米左右, 要普遍小于国内其它同类公司。与单店租赁费相比, 单位面积租金水平或许更能反映公司门店的实际运营状况。

社区平价超市的主要特征之一是“薄利多销”, 即以牺牲一定的毛利率来提高客单价, 拉动更多的顾客消费量, 因此从某种意义上讲, 低价是公司的一种核心战略, 可以大幅提高公司的各项费用比率。07-09年公司门店租赁/收入占比平均维持在2%左右的水平, 远远低于行业均值。此外, 由于公司近三年扩张相对平稳(07-09年面积CAGR为13.59%), 门店租金增速也远低于行业内大多数公司。

其次是人工成本。07-09年公司门店人工成本分别为1.34亿元、1.93亿元和2.21亿元, 折合单店成本为138万元、182万元和176万元, 低于行业均值(原因是公司单店面积较小); 单位面积人工成本分别456元/m²、595元/m²和582元/m², 略高于行业均值(如永辉09年为491元/m²)。

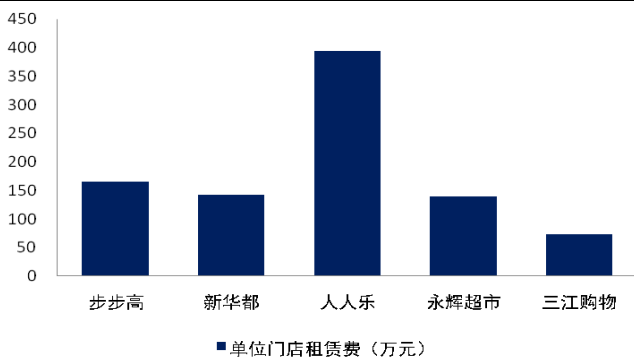
综合来看, 公司三大费用率相对较低, 低于行业均值约2-3个百分点。

图表 14 超市企业门店租赁费及其增速

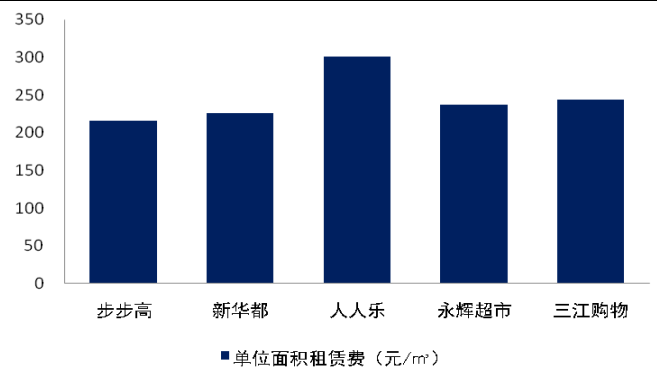
		2005	2006	2007	2008	2009
步步高	单位门店租赁费 (万元)	64.19	98.43	138.62	135.89	165.54
	单位面积租赁费 (元/m ²)	90.34	133.20	192.93	177.58	216.31
	租赁费/收入额 (%)	1.47%	2.11%	2.88%	2.59%	2.95%
	租赁费同比增幅 (%)		112.78%	80.19%	11.55%	25.51%
新华都	单位门店租赁费 (万元)	238.10	162.33	159.39	143.19	142.18
	单位面积租赁费 (元/m ²)	237.24	205.10	244.75	218.68	225.80
	租赁费/收入额 (%)	3.18%	3.05%	3.40%	3.02%	3.25%
	租赁费同比增幅 (%)		36.36%	71.82%	23.20%	46.88%
人人乐	单位门店租赁费 (万元)		382.03	393.45	337.38	394.21
	单位面积租赁费 (元/m ²)		286.17	299.75	257.73	301.14
	租赁费/收入额 (%)		3.80%	3.63%	3.20%	4.18%
	租赁费同比增幅 (%)			24.90%	9.82%	48.86%
永辉超市	单位门店租赁费 (万元)			107.93	125.58	139.80
	单位面积租赁费 (元/m ²)			216.85	238.42	237.14
	租赁费/收入额 (%)			1.70%	1.70%	2.01%
	租赁费同比增幅 (%)				54.47%	76.39%
三江购物	单位门店租赁费 (万元)			66.18	76.15	73.52
	单位面积租赁费 (元/m ²)			218.01	248.60	243.84
	租赁费/收入额 (%)			2.00%	2.01%	2.08%
	租赁费同比增幅 (%)				25.73%	14.77%

资料来源:公司公告, 德邦研究

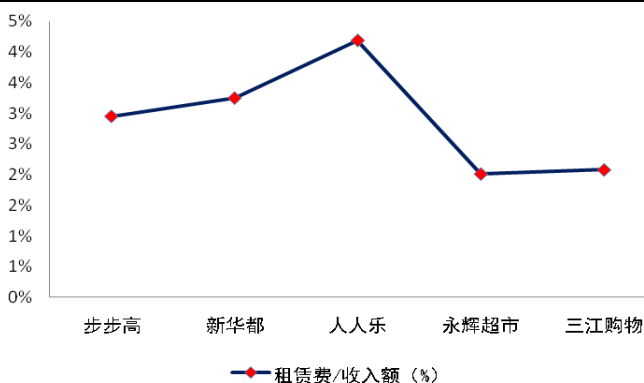
图表 15 超市企业单位门店租赁费比较



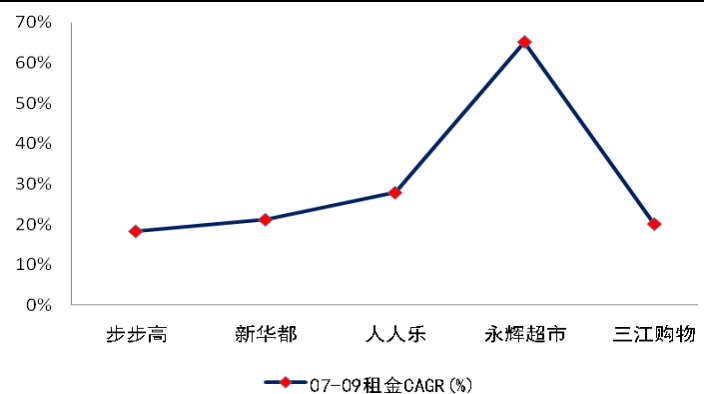
图表 16 超市企业单位面积租赁费比较



图表 17 超市企业门店租金/收入比较



图表 18 超市企业门店租金增长比较



资料来源:公司公告, 德邦研究

图表 19 超市企业费用率比较

	销售费用率(%)	管理费用率(%)	财务费用率(%)	合计
武汉中百	10.9%	3.7%	0.2%	14.9%
步步高	13.6%	2.0%	-0.4%	15.2%
新华都	13.4%	2.6%	-0.2%	15.7%
人人乐	14.1%	3.0%	0.1%	17.2%
华联综超	15.6%	1.6%	0.6%	17.8%
永辉超市	11.2%	2.0%	0.4%	13.6%
三江购物	11.4%	1.6%	0.1%	13.0%
均值	12.9%	2.4%	0.1%	15.3%

资料来源:公司公告, 德邦研究

1.2 股权结构

公司控股股东是和安投资, 持有公司25200万股, 占发行前总股本的71.84%; 公司实际控制人为陈念慈先生, 持有和安投资80%股权, 还直接持有三江购物2.64%股权。

除控股股东和安投资外, 公司另有176位自然人股东, 主要包括公司管理层和门店业务骨干, 持有公司发行前28.16%股权。我们认为, 管理层和业务骨干的持股对公司未来业务快速发展具有显著的激励作用。

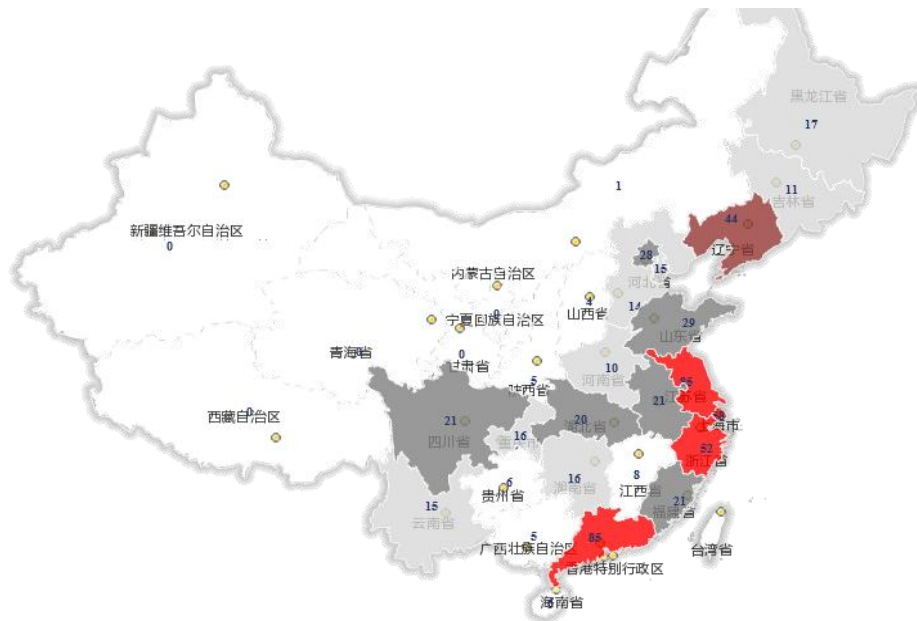
2.成长空间及竞争力分析

2.1 外部经营环境分析

浙江是目前中国民营经济最活跃的省份, 2009年全省人均GDP达到44641元, 居于全国第四位; 实现城镇居民人均可支配收入24611元, 同比增长9.7%; 实现零售额8622亿元, 同比增长15.9%; 城市化率57.9%。浙江省优越的经济环境, 为发展现代零售业提供了绝好条件。

浙江也成为国际零售巨头聚集之地。下图表明, 目前中国外资超市门店集中度最高的省市分别为沪、苏、浙、粤和辽等5地。截至2010年底, 沃尔玛、家乐福、乐购以及大润发等4家外资超市在浙江省内拥有门店已达52家, 占其在全国网点总数的8.48%。外资超市的大肆扩张与本土企业的异军突起, 共同推动浙江零售市场竞争变得异常激烈。

三江购物, 经过十多年的持续发展, 目前已成为全省最大的本土连锁超市, 其门店数量、经营规模和品牌影响力均处区域市场前列。在未来几年, 公司计划通过继续加大门店布局, 进一步提升其在区域市场内的占有率。



目前公司在浙江省的竞争对手主要是欧尚、家乐福、沃尔玛等外资超市及其它一些本土超市。与公司相比，外资超市尽管门店数量不多，但基于单店面积较大，加上其通常拥有先进的管理理念以及高效的物流配送体系和信息支持平台，在一定程度上对包括公司在内的所有本土零售商构成威胁。

从门店布局来看，公司已在浙江境内9个城市开设门店（除了温州和衢州外），且在宁波、杭州、台州等地建立了较大的竞争优势。我们认为，随着宁波市场网点布局日趋密集，公司将不得不考虑把其战略重点不断向周边其它城市进行转移。以目前市场容量分析，浙江省内大部分城市依然具备拓展超市业务的巨大空间。

图表 20 公司门店布局及其主要竞争对手

地区	三江购物		主要竞争对手		其中：外资超市		本土超市	
	门店(家)	面积(万m ²)	门店(家)	面积(万m ²)	门店(家)	面积(万m ²)	门店(家)	面积(万m ²)
宁波	93	27.17	282	43.19	13	14.72	269	28.47
杭州	16	4.37	154	52.77	20	24.30	134	28.47
嘉兴	3	1.59	69	13.90	8	6.31	61	7.59
湖州	1	0.48	11	6.45	4	4.70	7	1.75
绍兴	6	1.92	135	17.85	6	7.70	129	10.15
金华	2	0.45	33	9.23	4	3.43	29	5.80
丽水	2	0.69	7	1.95	1	0.65	6	1.30
舟山	4	1.30	102	3.30	1	0.78	101	2.52
台州	14	5.25	139	10.83	4	3.00	135	7.83
合计	141	43.23	932	159.48	61	65.59	871	93.89

资料来源:公司招股书, 德邦研究

2.2 公司竞争优势分析

公司定位于社区平价超市，以“便利”和“便宜”作为其两大经营特色。公司目标顾客定位于社区周边的居民，其门店坐落于社区周边，因此可以近距离贴近社区居民，满足他们对日常必需品的消费需求。另外，公司采取的是会员制和非会员制相结合的销售模式，其中 75% 左右的销售来自会员消费。与同类企业相比，会员制能够使得公司商品维持相对低价（一般会员价比非会员价要低 5% 左右），通过坚持“天天低价”策略，公司门店之低价率（低价商品品种数量/门店商品品种总数）通常能够保持在 60% 以上。

我们认为，公司定位于“便利”和“便宜”的社区平价超市，其相对于其它同类企业的竞争优势主要在于公司具有比较良好的适应能力和复制能力：一是公司门店面积通常为 3000 平方米左右，其能够比较容易地找到新的物业；二是公司单店开店成本约 450 万元，远低于国内同行，如永辉超市（2100 万元）、人人乐（1800 万元）、新华都（1000 万元）及步步高（1100 万元）；三是社区平价模式易于获得社区消费者的认可；四是实行会员制能够在较大程度上锁定目标顾客群。

我们认为，浙江是中国经济发达的沿海省市，除了杭州、宁波、绍兴等中心城市外，其所辖的三四线城市（各县市）的民营经济也十分发达，人均 GDP 和居民可支配收入相对较高。公司全力布局该省，并以社区平价超市业态大举扩张，前景向好。通过本次募集资金投入，公司在浙江区域的市场地位有望进一步获得巩固。

3. 募集资金投向

公司此次募集资金主要用于三个项目：1) 投资 36409 万元的连锁超市拓展项目（即通过购物和租赁的方式新建连锁超市 70 家）；2) 投资 4584 万元的加工配送中心升级改造项目；3) 投资 3000 万元的信息系统改造升级项目。

4. 盈利预测

公司未来几年将以宁波为核心市场，继续在浙江省内各个中小城市进行网点布局和业务渗透，并择机向周边省市扩张和辐射，公司在长三角地区具有较强的规模优势和品牌影响力。

4.1 基本假设：

- 1) 假设公司利用本次募投资金及自筹资金，10-14 年每年新开门店数量分别为 19 家/23 家/24 家/20 家/20 家，平均单店门店约 3000 平方米左右；
- 2) 基于物流配送建设和信息化系统的逐步完善以及产品结构的不断调整，公司未来几年的销售毛利率将逐年有所上升，10-14 年分别为 16.45%、16.70%、17.10%、17.20% 和 17.4%；

3) 假设10-14年公司销售费用率分别为11.7%、11.8%、11.9%、11.8%和11.8%，每年管理费用率均为1.3%；

4.2 盈利预测：

我们预计公司10-14年营业收入分别增长10.5%、11.6%、11.4%、10.7%和10.8%，净利润分别增长7.4%、9.5%、17.6%、14.0%和14.5%，按发行后总股本摊薄的EPS分别为0.32元/0.35元/0.41元/0.47元/0.53元。

图表 21 公司损益表预测 (2010-2014)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
门店数量(家)	97	106	126	145	168	192	212	232
净增数量(家)	15	9	20	19	23	24	20	20
门店面积(万m²)	29.45	32.47	37.99	44.27	51.65	59.34	65.75	72.17
(+/-, %)	21.4%	10.3%	17.0%	16.5%	16.7%	14.9%	10.8%	9.8%
单店面积(m²)	3,036	3,063	3,015	3,053	3,074	3,091	3,102	3,111
营业收入(万元)	320,392	400,833	445,544	492,521	549,510	612,380	678,185	751,658
(+/-, %)		25.1%	11.2%	10.5%	11.6%	11.4%	10.7%	10.8%
单店销售(万元)	3,303	3,781	3,536	3,397	3,271	3,189	3,199	3,240
门店坪效(元/m²)	10,880	12,346	11,727	11,124	10,639	10,319	10,314	10,416
毛利率(%)	15.5%	16.4%	16.4%	16.5%	16.7%	17.1%	17.2%	17.4%
营业费用(万元)	32,376	44,554	50,624	57,526	64,842	72,873	80,026	88,696
营业费用率(%)	10.1%	11.1%	11.4%	11.7%	11.8%	11.9%	11.8%	11.8%
管理费用(万元)	4,946	6,031	6,908	6,255	7,144	7,961	8,816	9,772
管理费用率(%)	1.5%	1.5%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
财务费用(万元)	1,305	1,444	564	416	(110)	(300)	(225)	(170)
财务费用率(%)	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润(万元)	8,623	10,358	12,501	13,395	16,046	19,896	23,283	27,230
(+/-, %)		20.1%	20.7%	7.1%	19.8%	24.0%	17.0%	16.9%
所得税(万元)	3,365	3,923	4,535	4,349	4,761	5,599	6,383	7,307
所得税率(%)	29.5%	30.0%	27.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(万元)	8,046	9,145	12,148	13,046	14,284	16,797	19,150	21,922
(+/-, %)		13.7%	32.8%	7.4%	9.5%	17.6%	14.0%	14.5%
净利率(%)	2.5%	2.3%	2.7%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%

资料来源：德邦研究

5. 估值及投资建议

基于公司目前的经营模式、行业地位及其成长性、盈利性等方面考虑，我们认为可以给予公司2011年30-35倍PE，即其合理价值区间为10.43-12.17元/股。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,002	1,154	1,847	2,097	营业收入	4,455	4,925	5,495	6,124
现金	242	338	943	1,102	营业成本	3,723	4,115	4,577	5,077
应收账款	5	4	6	5	营业税金及附加	30	34	38	43
其他应收款	23	25	27	31	营业费用	506	575	648	729
预付款项	126	123	137	152	管理费用	69	63	71	80
存货	514	572	636	705	财务费用	6	4	-1	-3
其他流动资产	90	93	98	103	资产减值损失	-3	-0	0	0
非流动资产	643	722	817	885	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	19	19	19	19	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	549	616	698	754	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	33	47	60	73	营业利润	125	134	160	199
其他非流动资产	42	40	39	39	营业外净收支	42	40	30	25
资产总计	1,644	1,876	2,664	2,983	利润总额	167	174	190	224
流动负债	1,147	1,233	1,386	1,537	所得税	45	43	48	56
短期借款	80	0	0	0	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	671	748	831	920	净利润	121	130	143	168
其他流动负债	396	485	556	617	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	121	130	143	168
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	181	188	215	258
其他非流动负债	1	1	1	1	EPS-摊薄 (元)	0.30	0.32	0.35	0.41
负债合计	1,148	1,234	1,387	1,538	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	334	351	411	411	成长能力				
资本公积	67	66	683	683	营业收入	11.2%	10.5%	11.6%	11.4%
留存收益	95	225	184	352	营业利润	20.7%	7.1%	19.8%	24.0%
归属母公司股东权益	496	642	1,277	1,445	归属于母公司净利润	32.8%	7.4%	9.5%	17.6%
负债和股东权益	1,644	1,876	2,664	2,983	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	16.4%	16.5%	16.7%	17.1%
单位:百万元					净利率(%)	2.7%	2.6%	2.6%	2.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	24.5%	20.3%	11.2%	11.6%
经营活动现金流	202	296	262	287	偿债能力				
净利润	121	130	143	168	资产负债率(%)	69.8%	65.8%	52.1%	51.6%
折旧摊销	51	50	56	62	流动比率	0.87	0.94	1.33	1.36
财务费用	6	4	-1	-3	速动比率	0.47	0.47	0.87	0.91
营运资金变动	33	113	66	61	营运能力				
其他经营现金流	-9	-1	-1	-1	总资产周转率	2.86	2.80	2.42	2.17
投资活动现金流	-84	-131	-151	-131	净资产周转率	10.78	8.65	5.73	4.50
资本支出	110	100	120	100	每股指标 (元)				
长期投资	3	0	0	0	EPS-摊薄 (元)	0.30	0.32	0.35	0.41
其他投资现金流	29	-31	-31	-31	每股净资产	1.49	1.83	3.11	3.52
筹资活动现金流	-68	-69	493	3	每股经营现金流	0.60	0.84	0.64	0.70
短期借款	-96	-80	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E				
普通股增加	34	17	60	0	P/B				
资本公积增加	29	-1	617	0	P/S				
现金净增加额	50	96	605	159					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。