



消费品及服务 - 商业

Retailing

2011 年 4 月 6 日

市场数据	2011 年 4 月 6 日
当前价格 (元)	23.67
52 周价格区间 (元)	19.15-31.98
总市值 (百万)	3397.64
流通市值 (百万)	3018.79
总股本 (百万股)	143.54
流通股 (百万股)	127.54
日均成交额 (百万)	21.15
近一月换手 (%)	16.77%
Beta (2 年)	
第一大股东	江苏地华实业集团有限公司
公司网址	http://www.njzsc.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
南京中商	-5.21%	-10.68%	0.55%
沪深 300	1.24%	4.79%	-2.76%

冯乐宁

执业证书号: S1030511010001

(0755)83199599-8218

fengln@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 冯乐宁, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

重担卸下一身轻

—南京中商 (600280) 年报点评

评级: 增持 (首次)

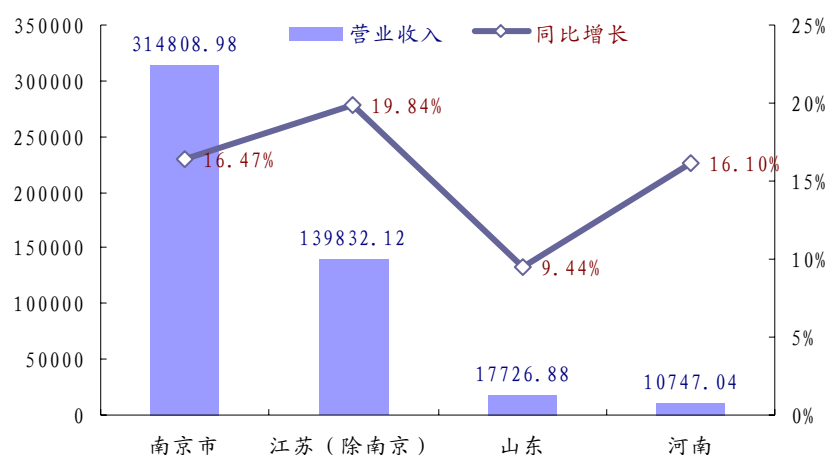
预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	4938	5866	6629	7424
净利润 (百万元)	47	167	224	285
每股收益 (元)	0.32	1.16	1.56	1.99
净利润增长率%	9%	257%	35%	27%
每股净资产 (元)	4.48	5.49	6.47	7.67
市盈率	72.85	20.40	15.16	11.92
市净率	5.28	4.32	3.66	3.09
EV/EBITDA	18.23	11.36	10.19	9.09

资料来源: 世纪证券研究所

- **净利润在扣除非经常性损益后增长 86%。**2010 年公司全年实现营业收入 49.38 亿元, 同比增长 17.31%, 实现营业利润 1.18 亿元, 同比增长 26.9%; 归属母公司的净利润为 4664 万元, 同比增长了 8.77%, 对应每股收益为 0.325 元; 其中在扣除了非经常性损益后的净利润为 8301 万元, 同比增长了 86.28%, 对应每股收益为 0.578 元, 从扣非后的净利润数据中, 反映出公司的实际经营业绩表现的颇为理想, 其中公司于第四季度单季的经营显示出强势增长。
- **综合毛利率与期间费用率表现良好。**公司经营状况逐步改善, 2010 年公司的综合毛利率水平在 21.05%, 较上一年增长了 0.97 个百分点, 从公司单季的综合毛利率变化的情况来看, 贯穿整年, 公司的毛利率均保持了稳定增长的趋势。同时公司期间费用率全年为 16.39%, 较去年同期下降了 0.12 个百分点, 且从单季的期间费用的变化情况分析, 公司的期间费用已经从 2010 年 2 季度见高点后逐步开始回落, 四季度更是达到了两年以来的单季最低。
- **百货与商业地产协同发展。**公司未来将延续以百货为发展核心, 商业地产为助推的协同发展模式, 而随着对公司中历史担保、负债等一系列问题的计提准备, 令公司主业中的遗留问题得到完善解决, 因而令百货业面临着转折性的发展机遇。特别是在大股东雨润集团的支持下, 公司的商业地产也与百货形成了良好的互补推动, 随着部分在建工程的完工, 商业地产项目不仅可以为百货业发展提供空间, 也将逐步增厚公司未来的业绩。
- **盈利预测与投资评级:** 百货业的内生性增长将进一步延续, 而公司加大力度发展购物广场和城市综合体项目对公司的商业发展形成一定的提振。我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为: 1.16 元、1.561 元和 1.986 元。对应当前市盈率分别为 20.4 倍、15.2 倍和 12 倍。(按照 2011 年 25 倍市盈率) 六个月目标价 29 元, 因而首次给予“增持”的评级。
- **风险提示:** 地产收益结算日期不确定, 且地产项目均需考虑一定的风险因素, 如销售进展延迟或不达预期等。另外公司负债率偏高, 经营性现金流偏低。

2010 年，南京中商在市场整体消费环境积极向好，国家着力于扩大内需的大环境下，进行了一系列的品牌结构的调整和营销手段的创新，对旗下的门店也进行了大力整合，除了前期对效益不佳的门店采取了闭店处理之外，也对如南京中心店、淮安店和徐州店等门店采取了加强和扩大地区优势的举措，而其他的门店也有较好的提升和发展，使公司的经营业绩以及内生性增长得以持续性的提升。从发展区域来看，公司南京本部以及江苏(除南京外)的营业收入仍是推动公司发展的主要力量，其中南京本部商场营业收入达到近 31.5 亿元，同步增长 16.47%，而江苏(除南京外)的整体营业收入增长接近 20%至约 14 亿元。公司在继续提升现有门店的销售水平和盈利能力、保持较强的内生性增长动力的基础上，以淮安、徐州优秀门店为基点，制订了区域扩张的目标，形成以点带面的辐射效应和区域规模效应，收到良好的效果。

Figure 1. 公司主营业务发展区域及收入增长情况

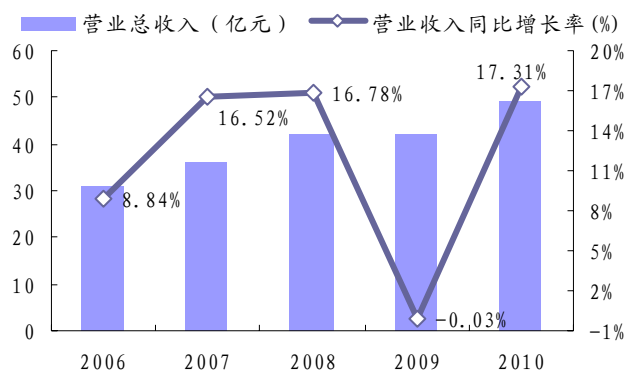


资料来源：公司年报、世纪证券研究所

扣除非经常性损益后的净利润大幅增长

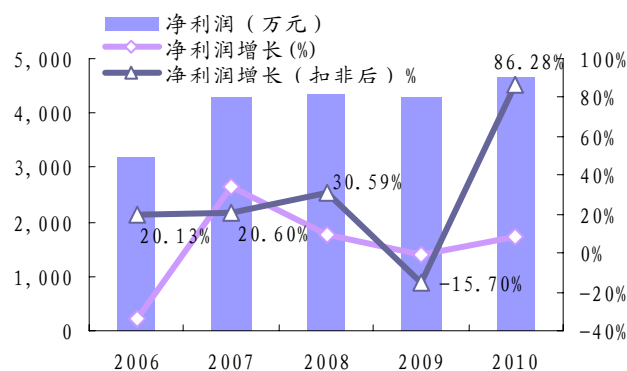
2010 年公司全年实现营业收入 49.38 亿元，同比增长 17.31%，实现营业利润 1.18 亿元，同比增长 26.9%；归属母公司的净利润为 4664 万元，同比增长了 8.77%，对应每股收益为 0.325 元；其中在扣除了非经常性损益后的净利润为 8301 万元，同比增长了 86.28%，对应每股收益为 0.578 元，从扣非后的净利润数据中，反映出公司的实际经营业绩表现的颇为理想。当然另一方面，由于公司目前运作的商业+地产的模式中，房地产开发成本相应的增加，也使公司的经营现金流净额大幅下降了 427%至-9.34 亿元，对应每股经营性现金流为-6.51 元，短期而言是偏紧。公司年度的分红预案，将以 2010 年末的总股本 1.43 亿股为分配基数，拟每 10 股派发现金红利 1.6 元（含税）。

Figure 2. 公司营业收入及同比



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 3. 公司归属母公司净利润及增长



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

从公司去年单季发展的角度来看，第四季度的单季经营能力显示出强势增长，在第四季度公司的营业收入实现 1.5 亿元，同比增长 28.19%；实现营业利润 6509.97 万元，同比增长 64.91%；实现归属母公司净利润 2912.36 万元，同比增长 12.52%，从单季度数据看，第四季度的每股收益 0.2 元，为全年经营最好的一个单季，反映出公司在进行结构调整和经营整改后，业绩已经展露良好提升的势头。

Figure 4. 公司 2009-2010 年单季利润表分析 (单位: 万元)

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010
营业总收入	119772	91265	92541	117337	140811	101463	101092	150416
同比增长	-9.78%	5.72%	-6.22%	13.61%	17.57%	11.17%	9.24%	28.19%
营业总成本	116610	91817	90092	113577	139604	99708	98958	143967
同比增长	-10.47%	8.21%	-8.23%	15.56%	19.72%	8.60%	9.84%	26.76%
营业成本	97584.67	74453.2	74151.8	90203.80	112748.2	80213.59	79542.84	117350.8
营业税金及附加	1277.06	832.82	1065.35	1934.44	1517.69	887.85	1320.11	2217.87
销售费用	3453.04	3817.21	4153.94	7309.54	7071.64	5441.75	6224.66	4902.03
销售费用率	2.88%	4.18%	4.49%	6.23%	5.02%	5.36%	6.16%	3.26%
管理费用	12823.21	11407.5	9480.71	11478.14	16256.88	11142.45	9200.27	13196.73
管理费用率	10.71%	12.50%	10.24%	9.78%	11.55%	10.98%	9.10%	8.77%
财务费用	1408.73	1279.40	1267.95	1564.24	1782.44	2202.70	2479.28	974.50
财务费用率	1.18%	1.40%	1.37%	1.33%	1.27%	2.17%	2.45%	0.65%
资产减值损失	63.02	26.71	-27.79	1086.86	227.50	-179.82	190.63	5325.20
投资净收益	64.87	2.60	241.97	187.38	49.08	134.73	36.36	60.74
营业利润	3227.16	-549.03	2691.15	3947.51	1255.71	1889.33	2170.51	6509.97
同比增长	27%	-137%	204.05%	-27.44%	-61.09%	444.12%	-19.35%	64.91%
营业外收入	27.83	148.67	70.07	459.35	39.21	33.42	2465.54	5181.00
营业外支出	1400.93	-1127.6	224.87	396.42	345.06	731.77	2929.88	9073.81
利润总额	1854.05	727.24	2536.35	4010.43	949.86	1190.98	1706.17	2617.16
同比增长	-29.68%	-51.98%	118.36%	-1.44%	-48.77%	63.77%	-32.73%	-34.74%
所得税	1508.31	214.43	1032.93	1599.53	611.15	757.40	553.67	-80.53
净利润	345.74	512.81	1503.42	2410.89	338.71	433.58	1152.51	2697.69
同比增长	-79.43%	1515.9%	241.11%	-13.28%	-2.03%	-15.45%	-23.34%	11.90%
少数股东损益	127.18	147.86	387.22	-177.37	131.46	85.00	-43.27	-214.67
归属于母公司净利润	218.56	364.96	1116.20	2588.26	207.24	348.59	1195.78	2912.36
同比增长	-85.87%	2688.6%	315.26%	2.15%	-5.18%	-4.49%	7.13%	12.52%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

毛利率水平保持稳定增长

2010 年公司的区域发展战略取得了一系列的成绩，淮安中央新亚国际广场开业、徐州中央国际广场、雨润中央新天地、宿迁、泗阳项目建设也稳步推进，公司经营状况逐步改善，2010 年公司的综合毛利率水平在 21.05%，较上一年增长了 0.97 个百分点，而从公司单季的综合毛利率变化的情况来看，贯穿整年公司的毛利率均保持了稳定增长的趋势，同时其他经营性指标如 ROE、ROA 以及净利率等也表现出每季趋好的状况，显示出公司的经营状况在去年随着经营策略的调整，已经显现出良好的效益回馈。

Figure 5. 公司经营性指标单季变化及年度同比

	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010A
每股收益 EPS (元)	0.299	0.01	0.02	0.08	0.20	0.325
净资产收益率 ROE	6.41%	0.31%	0.54%	1.88%	4.55%	7.24%
净资产收益率 (扣非后)	6.74%	0.70%	1.41%	2.44%	8.38%	12.65%
总资产利润率 ROA	3.79%	0.08%	0.09%	0.22%	0.44%	2.26%
销售净利率	1.13%	0.24%	0.43%	1.14%	1.79%	0.94%
销售毛利率	20.08%	19.93%	20.94%	21.32%	21.98%	21.05%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

其中公司主业的毛利率中，百货是占据主要影响因素的，公司本部的百货去年内生性增长依然强劲，共实现 23.84 亿元的营业收入，同比增长了 21.48%，而本部百货的毛利率上升了 0.49 个百分点至 24.94%，盈利表现较好，也推动公司整体的百货业的毛利率情况保持在 21.09%，同比增加了 1.23 个百分点。而公司的仓储超市的营业收入去年在 6.98 亿元，同比增长 5.42%，毛利率水平也上升了 0.51 个百分点至 10.84%。显示公司依托区域发展平台，随着品牌结构的不断优化调整，在项目拓展、规模扩张和营运建设等方面已经开始提速发展。

Figure 6. 公司经营主业的毛利率情况（单位：万元）

行业	营业收入	同比增长	营业成本	同比增长	2009 毛利率	2010 毛利率	同比变化
百货业	413184.21	+20.06%	326023.54	+18.41%	19.86%	21.09%	+1.23 个百分点
其中：本部百货	238407.05	+21.48%	178956.71	+20.69%	24.45%	24.94%	+0.49 个百分点
仓储超市	69773.95	+5.42%	62239.61	+4.82%	10.33%	10.84%	+0.51 个百分点
房地产	156.87	110.43	29.61%	-94.10%	-61.30%	-90.04%	-28.7 个百分点
合计	483115.03	+17.14%	388373.58	+15.65%	18.57%	19.61%	+1.04 个百分点

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

期间费用率逐步降低

Figure 7. 公司销售费用细分项变化

项目	2009A	2010A	变化额	同比%
职工薪酬	8839.71	9254.05	414.34	4.69%
水电费	5106.58	6681.67	1575.09	30.84%
广告费	2246.98	4314.24	2067.26	92.00%
包装运输费	622.06	1403.92	781.86	125.69%
办公费	501.03	549.08	48.05	9.59%
其他费用	1417.35	1437.13	19.78	1.40%
销售费小计	18733.7	23640.1	4906.36	26.19%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

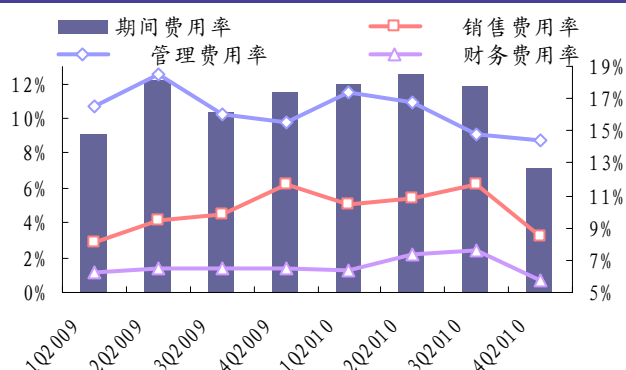
Figure 8. 公司管理费用细分项变化

项目	2009A	2010A	变化额	同比%
职工薪酬	27132	30092	2959	10.91%
折旧费	5188	5474	286	5.52%
修理费	2091	3876	1785	85.36%
租赁费	3753	3215	-538	-14.32%
摊销	1864	898	-966	-51.84%
其他费用	5162	6242	1080	20.92%
管理费小计	45190	49796	4607	10.19%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

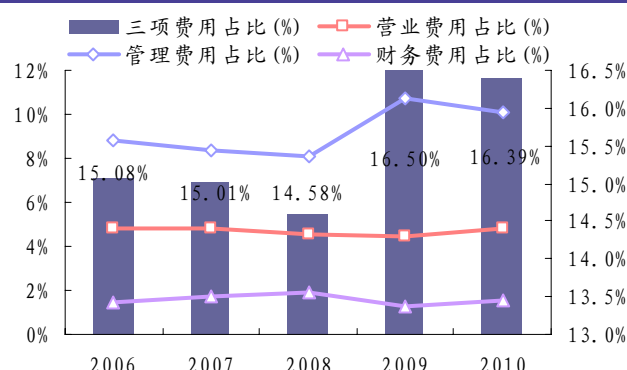
公司 2010 年期间费用率为 16.39%，较去年同期下降了 0.12 个百分点。从公司期间费用的细分项目中可以看到，在销售费用内，运输费、广告费和水电费的成本增长幅度最大，分别为增长 125.7%、92%和 30.8%，这也使销售费用整体较去年提升了 26.19%。而在期间费用里，数额绝对值占比最大的人工费用项，在销售费用的细分项里增加了 4.69%；在管理费用的细分项里增加了 10.91%，两者合计共增加了约 3373 万元，该费用的增幅仍低于公司整体的收入增幅，显示人工费用仍处于合理增长范围。而在管理费用的细分项内，除了修理费用增加了 1785 万元，较上年上升 85.36%，其他的细分项目维持了小升或下降的趋势，令全年管理费用率同比下降 0.65 个百分点。全年销售和管理费用率合计为 14.87%，同比减少 0.31 个百分点。

Figure 9. 期间费用 09-10 年单季变化情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10. 期间费用在过去五年期间的变化趋势



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

从公司最近五年的期间费用变化趋势来分析，在 2006-2008 年是明显降低的，但其后在公司进行经营创新和资产整理的策略下，公司期间费用

在 2009 年快速提升，并在 2010 年保持高位，但从单季期间费用的变化情况分析，公司的期间费用已经从 2010 年 2 季度见高点后逐步开始回落，四季度更是达到了两年以来的单季最低。显示公司经过资产调整后，成本控制和费用支出的情况得到了有效的控制，预期今后两年公司期间费用的比率仍将延续缓降的趋势。

非经常性损益的处置解决历史遗留问题

2010 年公司整体的非经常性损益额总计为 3637 万元，较 2009 年的 168 万元大幅上升。这也是公司 2010 年进行资产调整，解决历史问题的最主要动作之一。公司利用目前业绩稳步提升的时机，通过一系列的措施，对公司的资产进行优化整理和风险处置：一方面在非经常性损益项目中，对资产减值进行计提，如计提了徐州百大的应收账款 5564 万元，从而使这一历史遗留问题得到解决，因而预期今年徐州百大的盈利情况将处于正常的状态。此外公司对南大科技园的投资也进行了减值准备，大约计提了 1549 万元；同时公司对以前积累的辞退员工的补偿问题也计提 7836 万元，这样相应的解决了公司一直以来人工费用偏高的问题。

Figure 11. 公司主要财务数据同比变动（单位：万元）

项目	2009	2010	同比增加
财务费用	5520.32	7438.92	34.76%
资产减值损失	1148.80	5563.51	384.29%
投资收益	496.82	280.91	-43.46%
营业外收入	705.91	7719.18	993.51%
营业外支出	894.62	13080.52	1362.13%
所得税费用	4355.21	1841.69	-57.71%
少数股东收益	484.89	-41.48	-108.55%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

整体来看，公司对坏账损失计提大幅增加，资产减值的损失准备达到 5563.51 万元，较去年上升了 384.29%，显示了管理层对解决历史问题的魄力。另外，公司子公司淮安新亚商城的家电城，以及徐州百货大楼家电广场进行拆迁，所产生的拆迁损失，公司需要计提拆迁资产的损失所导致（其中新亚商场家电城拆迁资产损失 1460 万元，子公司徐州百大家电广场拆迁资产损失 3589 万元），同时公司也需要对子公司担保或有负债计提非常损失 5580 万元。因而大量的计提使公司报表中的营业外收入和支出同时出现了大幅波动，其中，营业外支出项上升更加显著，较上一年大幅度上升了 13.6 倍至 1.3 亿元。

这次非经常性损益的产生，对公司的业绩有一定的影响，这从报表中归属母公司的净利润仅增长 8.77%，而扣除非经常性损益后的净利润增长高达 86.28% 的反差中可以感受得到。但这是短期性的，通过对公司不良资产或负债的计提准备，使南京中商在今年往后的时间里，可以轻装上阵，公司的一些历史遗留问题也因此得到了解决，有利于公司的发展进入到良性的循环中。

商业地产做为公司发展的侧翼有望增厚未来业绩

我们认为，公司未来将延续着以百货为发展核心，以地产为推动力的协同发展模式，特别是在大股东雨润集团的支持下，公司的商业地产和百货形成了良好的互补推动。其中随着公司前期的部分在建项目的逐步完工（如南京万豪国际中心、淮安金陵冥府以及徐州黄河丽景花园等项目），将有望增厚公司的业绩（若能于 2011 年结算收益的话），而其他的在建项目如苏州云深处花园及淮安国际购物广场等，若能于 2011-2012 年如期竣工的话，也将有望在结算收益后，对公司未来两年的业绩增加推动力。

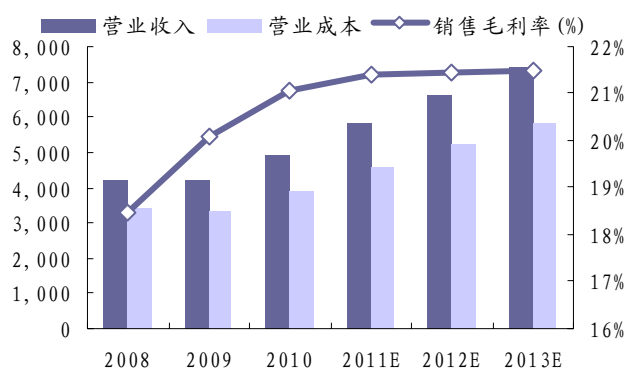
另外，在远期的商业地产的发展方面，除了公司在泗阳及宿迁的两个项目外，公司于今年 1 月 28 日公告了旗下的子公司总投资达 91 亿元的两项大型地产的开发项目，建设周期均在六年，以上四个项目的总投资额将超过百亿元。其中子公司淮安雨润中央新天地置业发展有限公司投资建设的淮安雨润中央新天地城市综合体项目的议案的项目投资约 47 亿元，项目建成后将成为淮安的地标性建筑和城市的名片；另外子公司徐州中央国际广场置业有限公司投资 44 亿元建设的徐州中央国际广场，该项目位于徐州中心商圈的核心地段，是集购物中心、五星级酒店、甲级写字楼、酒店式公寓于一体的大型城市商业综合体，在项目建成后将成为徐州地区第一、淮海经济区最具影响力、具有国际一流水平的大型地标性城市商业综合体。

公司的商业地产项目如达到发展预期，将会令公司商业零售的定位稳固于高端，同时在降低经营成本上也会有一定的帮助，因而有利于公司百货业的长期稳定的增长，使百货和商业地产真正发挥互补协同的作用。

盈利预测与投资评级

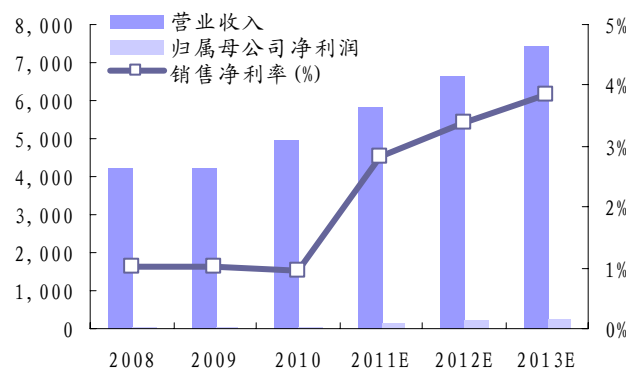
随着公司百货业的稳定发展，以及公司加大力度对历史遗留问题的理清，使公司主业的各项关键性指标趋向于正常或增长的态势。预期公司百货的业绩于今年将得到逐步提升，特别是在公司商业地产的协同发展下，如加大力度发展购物广场等商业地产，也对百货业形成一定的互补和推动。我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为：1.16 元、1.561 元和 1.986 元。对应当前市盈率分别为 20.4 倍、15.2 倍和 12 倍。（按 2011 年 25 倍市盈率）六个月目标价 29 元，因而首次给予“增持”的评级。

Figure 12. 主营收入及成本发展预期



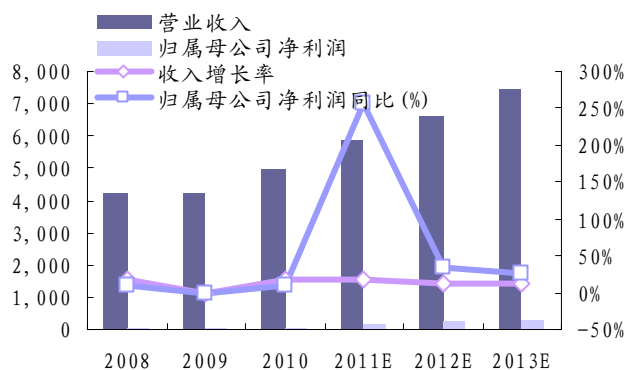
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 13. 收入及净利率表现预期



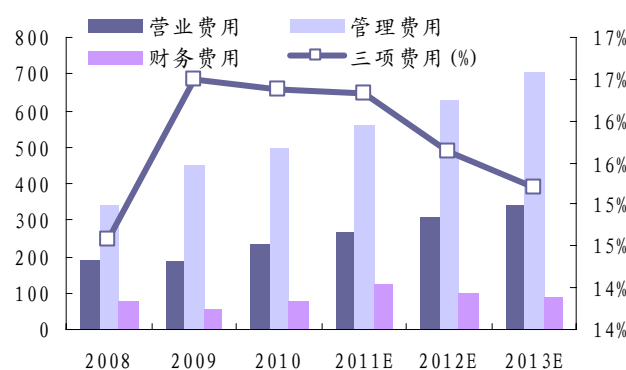
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 14. 收入及净利润增长变化预期



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 15. 期间费用发展预期



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

风险提示

- 地产收益结算日期不确定，且地产项目均需考虑一定的风险因素，如销售或延迟，不达预期等。
- 公司负债率偏高，经营性现金流偏低。

附：公司经营的关键性指标

Figure 16. 公司关键性指标一览

	项目(单位: 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性	营业收入同比 (%)	-0.03%	17.31%	18.80%	13.00%	12.00%
	营业利润同比 (%)	-9.98%	26.93%	92.75%	34.49%	23.59%
利润水平	归属母公司净利润同比 (%)	-1.10%	8.77%	257.12%	34.52%	27.24%
	销售毛利率 (%)	20.08%	21.05%	21.40%	21.45%	21.50%
	营业费用占比 (%)	4.45%	4.79%	4.60%	4.60%	4.55%
	管理费用占比 (%)	10.74%	10.08%	9.53%	9.53%	9.50%
	财务费用占比 (%)	1.31%	1.51%	2.19%	1.50%	1.15%
	三项费用占比 (%)	16.50%	16.39%	16.32%	15.63%	15.20%
	销售净利率 (%)	1.02%	0.94%	2.84%	3.38%	3.84%
	总资产净利率 ROA (%)	1.07%	0.70%	3.00%	4.11%	4.77%
杜邦分析	净资产收益率 (%)	6.41%	7.24%	21.15%	24.14%	25.89%
	销售净利率 (%)	1.02%	0.94%	2.84%	3.38%	3.84%
	总资产周转率	1.05	0.74	1.06	1.22	1.24
	权益乘数	5.97	10.41	7.05	5.87	5.43
营运效率	应收账款周转率	502.97	1009.51	1098.49	1061.03	1056.60
	存货周转率	3.27	1.92	1.98	3.41	3.97
	应付账款周转率	9.57	9.11	7.65	7.61	9.25
	核心营运资本周转率	496.67	1002.32	1092.83	1056.83	1051.32
	ROIC	7.91%	6.43%	19.27%	19.28%	33.49%
	ROCE	8.40%	5.30%	12.33%	11.86%	14.97%
偿债能力	流动比率	0.75	0.84	0.82	0.87	0.93
	速动比率	0.35	0.32	0.43	0.56	0.58
	资产负债率 (%)	82.47%	90.27%	85.65%	82.81%	81.44%
估值水平	P/E(最新摊薄)	79.24	72.85	20.40	15.16	11.92
	P/B(最新摊薄)	5.08	5.28	4.32	3.66	3.09
	EV/EBITDA	21.40	18.23	11.36	10.19	9.09
	每股收益(最新摊薄)	0.299	0.325	1.160	1.561	1.986
	每股净资产(最新摊薄)	4.66	4.48	5.49	6.47	7.67

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

附：公司财务报表及预测

Figure 17. 财务报表预测

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4688	3694	3683	4286	营业收入	4938	5866	6629	7424
现金	1434	1534	1866	2020	营业成本	3899	4611	5207	5828
应收账款	5	6	7	7	营业税金及附加	59	70	80	89
其他应收款	114	176	199	223	营业费用	236	270	305	338
预付账款	247	231	312	408	管理费用	498	559	632	705
存货	2886	1747	1298	1627	财务费用	74	128	99	85
其他流动资产	2	1	1	1	资产减值损失	56	0	0	0
非流动资产	2016	1853	1769	1695	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	1594	1521	1446	1371	营业利润	118	228	307	379
无形资产	163	163	163	163	营业外收入	77	10	9	9
其他非流动资产	219	128	119	120	营业外支出	131	0	0	0
资产总计	6704	5547	5451	5981	利润总额	65	238	316	388
流动负债	5569	4489	4252	4609	所得税	18	71	92	103
短期借款	2729	1809	2192	1698	净利润	46	167	224	285
应付账款	514	692	677	583	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	2326	1988	1383	2328	归属母公司净利润	47	167	224	285
非流动负债	482	263	263	263	EBITDA	269	431	481	539
长期借款	258	258	258	258	EPS (元)	0.32	1.16	1.56	1.99
其他非流动负债	225	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	6052	4751	4514	4872	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	9	9	9	9	成长能力				
股本	144	144	144	144	营业收入	17.3%	18.8%	13.0%	12.0%
资本公积	269	269	269	269	营业利润	26.9%	92.8%	34.5%	23.6%
留存收益	231	375	515	688	归属于母公司净利润	8.8%	257.1%	34.5%	27.2%
归属母公司股东权益	644	787	928	1101	获利能力				
负债和股东权益	6704	5547	5451	5981	毛利率 (%)	21.0%	21.4%	21.5%	21.5%
现金流量表					净利率 (%)	0.9%	2.8%	3.4%	3.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE (%)	7.2%	21.2%	24.1%	25.9%
经营活动现金流	-934	1151	132	845	ROIC (%)	6.4%	19.3%	19.3%	33.5%
净利润	46	167	224	285	偿债能力				
折旧摊销	76	75	75	75	资产负债率 (%)	90.3%	85.6%	82.8%	81.4%
财务费用	74	128	99	85	净负债比率 (%)	49.34%	43.50%	54.27%	40.15%
投资损失	-3	0	0	0	流动比率	0.84	0.82	0.87	0.93
营运资金变动	-1119	800	-275	401	速动比率	0.32	0.43	0.56	0.58
其他经营现金流	-9	-19	8	-1	营运能力				
投资活动现金流	-183	19	0	0	总资产周转率	0.92	0.96	1.21	1.30
资本支出	187	0	0	0	应收账款周转率	1010	1098	1061	1057
长期投资	-61	-19	0	0	应付账款周转率	9.11	7.65	7.61	9.25
其他投资现金流	-56	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1840	-1070	200	-691	每股收益 (最新摊薄)	0.32	1.16	1.56	1.99
短期借款	1929	-919	383	-494	每股经营现金流	-6.51	8.02	0.92	5.89
长期借款	-10	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.48	5.49	6.47	7.67
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-45	0	0	0	P/E	72.85	20.40	15.16	11.92
其他筹资现金流	-34	-151	-183	-197	P/B	5.28	4.32	3.66	3.09
现金净增加额	723	100	332	154	EV/EBITDA	18	11	10	9

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.