



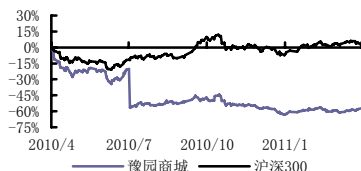
消费品及服务 - 商业

Retailing

2011 年 4 月 25 日

市场数据	2011 年 4 月 25 日
当前价格 (元)	13.32
52 周价格区间 (元)	11.41-31.10
总市值 (百万)	19145.13
流通市值 (百万)	19145.13
总股本 (百万股)	1437.32
流通股 (百万股)	1437.32
日均成交额 (百万)	259.53
近一月换手 (%)	21.75%
Beta (2 年)	
第一大股东	上海复星产业投资有限公司
公司网址	http://www.yuyuantm.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
豫园商城	4.31%	16.74%	-57.02%
沪深 300	-1.36%	10.58%	1.87%

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。

黄金批零业务首季增长显著

—豫园商城 (600655) 2011 年一季报点评

评级: 增持

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	12070	13519	16222	19791
净利润 (百万元)	673	793	935	1148
每股收益 (元)	0.468	0.552	0.651	0.799
净利润增长率	39.7%	17.9%	17.9%	22.8%
每股净资产 (元)	3.18	3.69	4.25	4.95
市盈率	28.37	24.07	20.41	16.63
市净率	4.18	3.60	3.13	2.68
EV/EBITDA	15	14	12	10

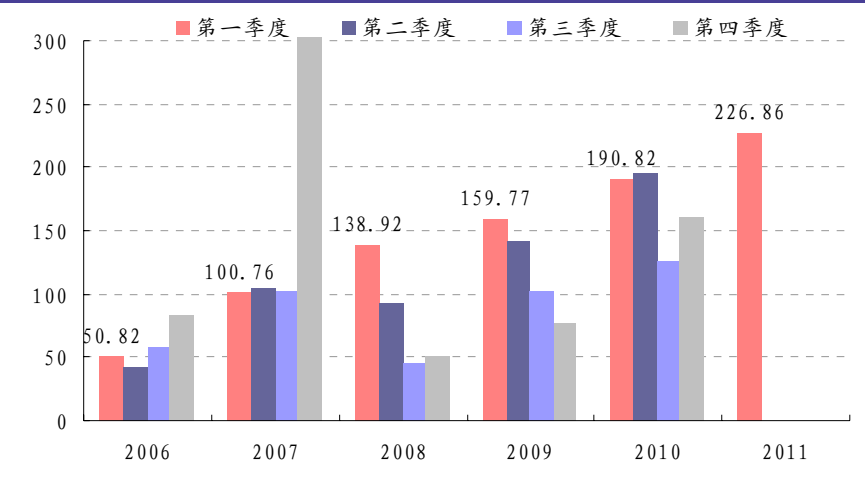
资料来源: 世纪证券研究所

- **营业成本同比大幅提升导致毛利率下滑较快。**豫园商城一季度实现营业收入 53.18 亿元, 同比上升 85.81%, 实现归属母公司股东的净利润为 2.27 亿元, 同比增长 18.89%, 对应一季度每股收益 0.158 元。而在扣除非经常性损益后, 公司基本每股收益为 0.125 元, 较去年同期仅微升了 1.63%。同时由于营业成本提升快 (增长 101%), 毛利率回落为 8.6%, 较去年同期下降了 6.83 个百分点。
- **期间费用率处于较低水平。**公司一季度的期间费用率为 4.56%, 较去年同期大幅下降了 2.89 个百分点, 在一定程度上成为推动一季度盈利增长的因素之一, 一季度公司的期间费用比去年四季度环比下降了 28%, 这也显示了管理层在成本管理上较有效果的。同时营业费用、管理费用和财务费用远低于营业收入 85.8% 的增幅, 这也是令期间费用率处于较低数值的原因之一。
- **长期投资收益保持增长推动首季的业绩增速。**公司一季度的投资收益达到 10.59 亿元, 主要原因是在国际金价大幅提升的背景下, 公司参股招金矿业的投资收益比上年同期大幅增加; 另外公司今年处置的申银万国证券公司的股权也结算了相应的收益; 总体上看, 一季度公司的投资收益同比大幅上升 190.3%, 也使得公司投资活动产生的现金流量净额同比上升 76.75%。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 2011 年-2013 年公司营收分别为 12%, 20% 和 22%, 而归属母公司股东的净利润增长在 18%-22% 之间。通过业务分拆预期, 我们得到公司 2011-2013 年的盈利分别为 0.552 元、0.651 元和 0.799 元, 当前股价对应市盈率分别为 24.1 倍、20.4 倍和 16.6 倍。我们测算到, 公司未来 3 年, 归属母公司股东净利润的复合年增长率为 19.5%。按 2011 年 30 倍的估值, 给予公司六个月目标位 16.5 元。因而首次给予“增持”评级。

公司营业成本同比上升较快

豫园商城一季度实现营业收入 53.18 亿元，同比上升 85.81%，主要是因为公司大力发展黄金批发零售业务，扩大黄金珠宝业的连锁、加盟和经销网点加大外延式扩张，令销售规模及批发业务收入同比大幅增加，实现归属母公司股东的净利润为 2.27 亿元，同比增长 18.89%，对应一季度每股收益 0.158 元。而在扣除非经常性损益后，公司基本每股收益为 0.125 元，较去年同期仅微升了 1.63%。公司前五年一季度盈利的情况均保持了稳定的增长，除 08 年由于全球金融危机影响令全年业绩回落外，公司近两年的盈利情况已经有很大的改观，特别是在去年，在世博会的推动下，加上国际金价提升和公司在黄金、餐饮等多业态大幅扩张的基础上，全年的盈利有了显著提升。

Figure 1. 公司历年一季度业绩表现（2006-2011）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

从一季度的经营表现上看，在收入增加的基础上，公司每股净资产为 3.29 元，而净资产收益率（ROE）为 4.88%，高于去年全年单季度的水平，公司营业收入虽然大幅上升 85.81%，但一季度的营业成本同比也较去年大幅增加，并且上升幅度更高，数据显示，公司首季的营业成本较去年同期增加 24.4 亿元，同比上升了 100.8%。

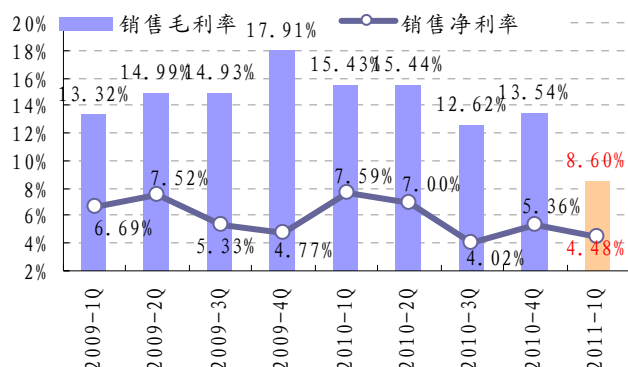
Figure 2. 公司单季业绩增长和指标表现

	2009-1	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1	2010-2	2010-3	2010-4	2011-1
营业收入同比	-3.32%	13.75%	7.70%	6.33%	13.68%	41.89%	62.80%	78.85%	85.81%
归属母公司利润同比	15%	50.7%	125%	54.8%	19.4%	38%	22.6%	107.5%	18.89%
净资产收益率 ROE	4.87%	4.07%	2.83%	2.01%	4.64%	4.63%	2.94%	3.60%	4.88%
总资产净利率 ROA	2.22%	1.96%	1.37%	0.99%	2.41%	2.06%	1.32%	1.63%	2.24%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

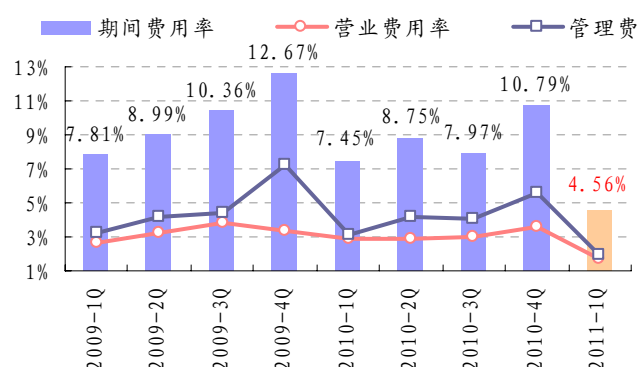
快速增长的营业成本导致了公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 188%，当然公司加大了对黄金原料的采购；以及预付货款和暂借项目工程借款在一季度增加，也是导致公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅下降的主要原因，因而一季度的每股经营活动现金流量净额滑落为-0.235 元。另外一季度公司营业成本的大幅上升，也令销售毛利率回落为 8.6%，较去年同期下降了 6.83 个百分点。

Figure 3. 销售毛利率及净利率单季表现



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4. 期间费用率单季表现



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

期间费用率呈现快速回落

公司业务在以金银连锁零售批发为主导，餐饮、医药、旅游等业务为助推力，加上潜力极佳的长期股权投资，盈利能力能够维持在较为稳定的状态中。随着公司收入的增长，公司一季度的期间费用率为 4.56%，较去年同期大幅下降了 2.89 个百分点，在一定程度上成为推动一季度盈利增长的因素之一，一季度公司的期间费用比去年四季度环比下降了 28%，这也显示了管理层在成本管理上较有效果的。

Figure 5. 期间费用率单季拆分分析

	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q
营业费用	66.26	64.37	78.27	58.59	81.11	79.69	99.37	112.32	93.71
同比 (+/-%)	-9.66%	3.93%	45.15%	-15.54%	22.40%	23.81%	26.97%	91.72%	15.54%
营业费用率	2.63%	3.25%	3.88%	3.36%	2.83%	2.84%	3.03%	3.60%	1.76%
管理费用	80.63	83.41	89.78	126.14	89.66	118.89	133.70	172.65	103.21
同比 (+/-%)	-7.58%	11.44%	18.71%	11.96%	11.20%	42.54%	48.92%	36.86%	15.12%
管理费用率	3.20%	4.22%	4.45%	7.24%	3.13%	4.23%	4.07%	5.54%	1.94%
财务费用	49.65	30.05	40.78	36.16	42.48	47.19	28.46	51.49	45.58
同比 (+/-%)	1.70%	-45.58%	-23.97%	-24.65%	-14.44%	57.02%	-30.22%	42.41%	7.30%
三项费用合计	196.54	177.83	208.82	220.89	213.24	245.78	261.53	336.46	242.50
同比 (+/-%)	-6.15%	-7.38%	14.00%	-3.97%	8.50%	38.21%	25.24%	52.32%	13.72%
环比 (+/-%)	-14.55%	-9.52%	17.43%	5.78%	-3.46%	15.26%	6.41%	28.65%	-27.92%
三项费用率	7.81%	8.99%	10.36%	12.67%	7.45%	8.75%	7.97%	10.79%	4.56%

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

从期间费用的拆分情况看，其中营业费用率和管理费用率较去年同期下降了 1.07 个百分点和 1.09 个百分点；另一方面，营业费用、管理费用和财务费用较去年同期分别仅上升 15.5%、15.3%和 7.3%，远低于营业收入 85.8%的增幅，这也是令期间费用率处于较低数值的原因之一。

投资收益是首季的业绩支柱之一

此外，公司一季度的投资收益达到 10.59 亿元，主要原因是在国际金价大幅提升的背景下，公司参股招金矿业的投资收益比上年同期大幅增加；另外公司今年处置的申银万国证券公司的股权也结算了相应的收益；同时公司处置了交易性金融负债的收益也同比增加，总体上看，一季度公司的投资收益同比大幅上升 190.3%，也使得公司投资活动产生的现金流量净额同比上升 76.75%。我们认为其中招金矿业的投资收益推动，与金价的波动有较大的间接相关性，目前而言，世界金价在世界局部地区动荡、美元下行和全球通胀有蔓延趋势的集中推动下，有继续攀升的趋势，从而给公司的投资收益带来一定的正面推动，当然我们也不排除假设金价出现长期性反向走势，会给公司带来同样的负面效果。

Figure 6. 季度利润分配表（单位：百万元）

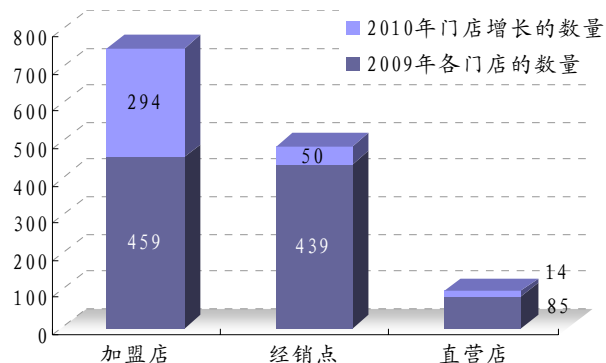
	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q
营业收入	2,518.11	1,978.79	2,015.78	1,743.51	2,862.50	2,807.65	3,281.76	3,118.31	5,318.72
同比(+/-%)	-3.32%	13.75%	7.70%	6.33%	13.68%	41.89%	62.80%	78.85%	85.81%
营业成本	2,182.77	1,682.24	1,714.75	1,431.26	2,420.81	2,374.28	2,867.68	2,696.11	4,861.28
同比(+/-%)	-2.65%	13.19%	5.55%	5.71%	10.91%	41.14%	67.24%	88.37%	100.81%
营业税金及附加	34.35	30.28	28.02	30.39	45.09	38.92	37.90	37.31	44.80
三项费用合计	196.54	177.83	208.82	220.89	213.24	245.78	261.53	336.46	242.50
资产减值损失	1.25	0.85	4.55	4.42	2.75	-1.47	0.49	-0.18	8.91
公允价值变动	1.63	-0.50	-6.87	-21.34	29.45	-34.47	-9.78	26.45	3.71
投资净收益	79.72	84.17	49.04	58.98	36.47	102.89	41.71	168.96	105.88
同比(+/-%)	40.45%	229.30%	148.39%	33.49%	-54.25%	22.23%	-14.93%	186.45%	190.31%
营业利润	184.55	171.27	101.81	94.19	246.54	218.57	146.10	244.03	270.82
营业外收入	9.11	4.57	4.78	3.94	7.67	17.94	4.28	4.98	12.62
营业外支出	0.43	0.29	0.31	1.07	0.69	1.02	1.00	2.03	1.11
利润总额	193.22	175.55	106.27	97.07	253.52	235.49	149.39	246.98	282.34
所得税	24.87	26.74	-1.17	13.84	36.22	38.99	17.60	79.77	43.80
净利润	168.36	148.81	107.44	83.23	217.29	196.50	131.79	167.22	238.53
同比(+/-%)	7.27%	47.14%	121.50%	37.79%	29.07%	32.04%	22.66%	100.91%	9.78%
少数股东损益	8.58	7.40	4.65	5.74	26.47	1.42	5.76	6.41	11.67
归属母公司净利润	159.77	141.41	102.79	77.50	190.82	195.08	126.02	160.80	226.86
同比(+/-%)	15.01%	50.72%	124.64%	54.84%	19.43%	37.95%	22.60%	107.50%	18.89%
EPS (元)	0.22	0.18	0.12	0.10	0.24	0.24	0.09	0.11	0.16

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

黄金批零业务拓展有条不紊

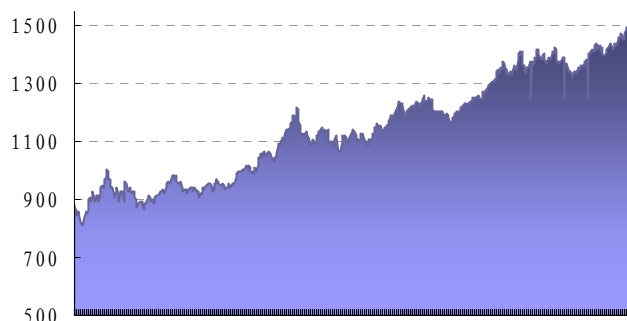
公司对黄金珠宝业加大了外延式拓展的力度，并积极谋求行业龙头的地位，截止 2010 年底，公司黄金珠宝业在全国布网总量已达到 1341 家，新增了 173 家，其中加盟店 753 家，新增了 294 家、而直营连锁店 99 家，新增了 14 家、特约经销点 489 家，新增了 50 家。公司的黄金批发零售业务，不仅得益于国际金价的长期上行的发展趋势，并有望在国内温和通胀背景，及居民收入及消费水平提升的基础上有良好的回报。老庙黄金和亚一金店推出的金条销售受到市场热捧，其中老庙黄金于去年 6 月率先推出“世博投资金条”，抓住市场热点，而亚一金店于去年 9 月新辟的投资金条销售领域，并与瑞士美泰乐、经易金业联袂在豫园亚一母店打造上海最大的投资收藏品交易中心，开发、引进了一批投资金条新品，扩大了投资者的选择范围，并适应了国际流通需求。

Figure 7. 黄金珠宝各类门店变动 (2009-2010) (单位: 个)



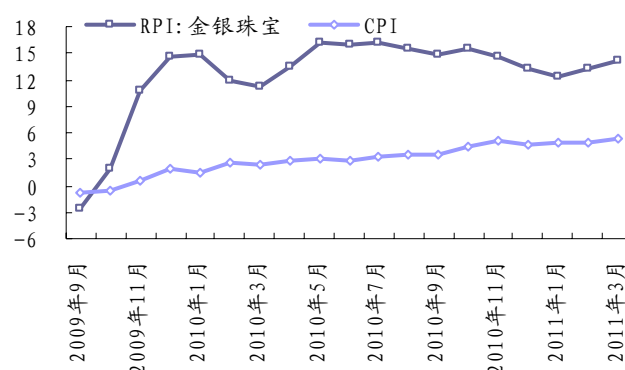
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9. 国际黄金现货价格 (2008.01.01-2011.04.25)



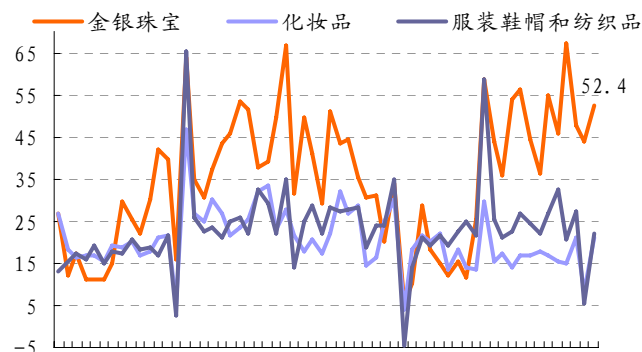
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8. 金银珠宝零售价格涨幅与 CPI 的对比 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10. 黄金珠宝与其他主要百货商品月零售增长%



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

同时，随着公司黄金批零业务的扩大，但随着黄金价格的坚挺，对公司门店的销售有促进作用，一方面，消费者对黄金的需求不仅来自于时

尚和装饰的价值需求，随着国内温和型通胀的延续，以及原材料价格的攀升，加上国际金价的坚挺，令消费者对投资型购买黄金金条等奢侈品的需求也在日益增强，虽然世博会的因素对 2010 年的黄金批零主业有直接性的推动，但今年的黄金珠宝业务提升仍有望保持稳定，我们预期该主业能够保持 20%左右的利润增长。

餐饮、旅游、医药等业务力推主业发展

公司通过旗下百余家子公司的运作，范围包括黄金珠宝、餐饮、医药、零售、旅游及投资等业务。使公司经营更加灵活和有弹性，有利于各项业务运作的效率。除了黄金批零业务外，公司的餐饮、医药、旅游等业务也是推动业绩的发展动力。

餐饮连锁加快国内外门店拓展。公司对豫园商圈内的松运楼、南翔馒头店、绿波廊酒楼进行全面布局调整和形象提升，同时继续以南翔品牌为发展主体拓展网点数。年初新开南翔馒头福州路店，莘庄龙之梦店也正在开业筹备中；国外加盟合作方面，南翔品牌在印尼、新加坡两地发展较为顺利，印尼雅加达 6 号店的和新加坡 3 号店相继开业，海外南翔馒头店数量维持在 14 家。此外，与日本创造餐饮株式会社合作开设的涉谷西武百货店，也为南翔品牌在日本的发展注入了新的生机。

重视和加大对旅游资源的投资。去年 12 月，公司受让江西三清山旅游公司持有的江西婺源旅游股份有限公司 16%股权，共计 3015.84 万股。我们认为，在成功退出德邦证券和申银万国证券的股权投资后，婺源旅游和上海银行的股权投资成为公司长期投资的佳品，不论表现在这两家公司的业务发展方面，还是未来存在的于资本市场上市机会等方面。其中婺源被誉为是“中国最美乡村”。拥有 6 处国家 AAAA 级旅游景区及世界知名的油菜花观赏地，独特的旅游资源，使其具有很大的增长空间。

中医药业全面实施童涵春堂中国驰名商标品牌发展战略。去年 11 月，老城隍庙童涵春堂开出上海中医药行业首家博物馆，社会成效显著。通过不断完善博物馆的互动性和体验性，深化“中国驰名商标”品牌影响力，凸显“名药、名品、名店、名医、名馆”的品牌特色。

Figure 11. 公司主要子公司或参股公司的经营情况及经营业绩 (单位: 百万元)

子公司名称	总资产	净资产	净利润		
			2009年	2010年	同比变化
上海老庙黄金有限公司	2281.46	683.14	153.80	195.74	27.27%
上海亚一金店有限公司	596.74	186.69	28.79	41.47	44.03%
上海老城隍庙餐饮(集团)有限公司	160.03	143.16	16.19	25.10	55.03%
上海豫园南翔馒头店有限公司	106.88	83.45		23.64	
上海老城隍庙食品有限公司	74.71	44.04	7.01	13.85	97.68%
上海豫园商城房地产发展有限公司	958.54	118.28	-3.77	4.03	206.79%
上海豫泰房地产有限公司	211.73	93.65	8.14	19.73	142.24%
上海童涵春堂投资发展有限公司	82.00	79.57	5.79	7.45	28.82%
上海童涵春堂药业股份有限公司	131.03	50.58	8.13	6.41	-21.12%
上海豫园商城小商品有限公司	39.53	23.83	10.08	9.13	-9.37%
上海豫园商城百货有限公司	42.94	22.24	1.11	5.10	357.66%
上海豫园旅游服务有限公司	91.73	16.76	2.63	4.29	63.35%
上海豫园商城进出口有限公司	296.60	17.95	2.68	3.05	13.44%
上海豫园商城工艺品有限公司	46.53	22.82	2.59	6.42	148.13%
上海豫园文化传播有限公司	3.87	2.01	0.16	0.41	158.76%
上海豫园旅游商城物业管理有限公司	22.39	5.08	0.87	0.70	-18.97%
上海豫园电子商务有限公司	53.94	1.78	-4.49	1.42	131.73%
裕海实业有限公司	181.44	1.08	-3.22	-1.02	68.24%
上海豫园商城商业投资有限公司	79.96	79.03	0.48	3.11	554.73%

资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

公司五年规划将重点发展几大强势品牌

2011 年起五年, 公司计划将重点发展几大强势品牌, 如黄金珠宝业、餐饮业、中医药业等, 除了老庙黄金和亚一黄金外, 对其他品牌也将形成品牌价值和形象的提升, 并分步实施, 最终实现品牌的持续优化与可持续发展新格局。同时在黄金珠宝、餐饮、中医药、商业地产等产业, 以保持行业龙头地位或追求行业领先为目标, 加快自有品牌的拓展步伐, 扩大市场占有率。同时通过投资并购引进具有优势的国内外品牌, 从而实现品牌的多元化, 加大主业发展动力。我们注意到, 公司对 2011 年黄金珠宝连锁的新增网点的预测是不少于 200 家。

2011 年公司重点瞄准长三角地区, 加快餐饮业如南翔等品牌的外拓开店速度; 对旗下的中医药业将继续发扬“童涵春堂”中国驰名商标的美誉度, 积极打造多个中华老药铺, 探索药妆、药食、药膳等混合业态组合的外拓发展道路, 以社区商业中心和城镇商业街作为目标市场, 加快童涵春堂连锁业态的发展。在商业地产方面, 将聚合公司的产业、品牌方面的优势, 积极对外复制豫园商城多业态、多品牌融合的经营模式, 在依托人文旅游区的商旅文主题型地产开发中放大商业效应。

盈利预测及投资评级

公司对 2011 年的经营也有一个略显保守的预期，即在基于目前国际国内宏观经济形势、现行各项政策以及公司经营发展计划的逐步推进的基础上初步预算，计划实现营业收入 130 亿元，营业成本 112 亿元，三项费用 11.5 亿元。我们对豫园商城的估值预期，略高于公司的预期：营业收入增长 2011 年-2013 年分别为 12%，20%和 22%，而归属母公司股东的净利润增长在 18%-22%之间。通过业务分拆预期，我们得到公司 2011-2013 年的盈利分别为 0.552 元、0.651 元和 0.799 元，当前股价对应市盈率分别为 24.1 倍、20.4 倍和 16.6 倍。我们测算到，公司未来 3 年，归属母公司股东净利润的复合年增长率为 19.5%。按 2011 年 30 倍的估值，给予公司六个月目标位 16.5 元。首次给予“增持”评级。

Figure 12. 公司主业分拆盈利预测 1 (单位: 万元)

主业类别	2008		2009		2010		2011E		2012E		2013E	
	利润	同比	利润	同比	利润	同比	利润	同比	利润	同比	利润	同比
黄金珠宝	16122	16.83%	17688	9.71%	22742	28.57%	27290	20.00%	32748	20.00%	39952	22.00%
餐饮医药零售	6515	86.14%	4501	-30.91%	7215	60.30%	9019	25.00%	10823	20.00%	12988	20.00%
长期投资收益	10835	-51.27%	25100	131.66%	35003	39.45%	36502	4.28%	38303	4.93%	40102	4.70%
其他项	-617	-101.69%	858	239.06%	2313	169.58%	6485	180.37%	11643	79.54%	21763	86.92%
利润合计	32855	-56.78%	48147	46.54%	67273	39.72%	79296	17.87%	93517	17.93%	114805	22.76%

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 13. 公司主业分拆盈利预测 2 (单位: 元/股)

主业类别	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
黄金珠宝	0.112	0.123	0.158	0.190	0.228	0.278
餐饮医药零售	0.045	0.031	0.050	0.063	0.075	0.090
长期投资收益	0.075	0.175	0.244	0.254	0.266	0.279
其他项	-0.004	0.006	0.016	0.045	0.081	0.151
总股本(万股)	72592	79851	143732	143732	143732	143732
EPS 合计	0.453	0.603	0.468	0.552	0.651	0.799
EPS(摊薄)	0.229	0.335	0.468	0.552	0.651	0.799

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

风险提示

- 黄金批零销售及餐饮销售不达预期
- 长期投资收益出现下滑

财务报表及盈利预测

Figure 14. 财务报表及盈利预测 (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	5853	6142	6833	8491	营业收入	12070	13519	16222	19791
现金	2511	2610	2750	3577	营业成本	10359	11546	13837	16863
应收账款	124	125	151	184	营业税金及附加	159	178	213	257
其他应收款	309	322	332	368	营业费用	372	437	511	621
预付账款	451	502	574	675	管理费用	515	615	722	873
存货	2422	2580	3023	3684	财务费用	170	100	128	102
其他流动资产	38	3	3	4	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	4420	4408	4430	4469	公允价值变动收益	12	12	12	12
长期投资	2996	2993	2993	2993	投资净收益	350	365	383	401
固定资产	953	996	1059	1118	营业利润	855	1019	1206	1488
无形资产	74	70	66	62	营业外收入	35	35	35	35
其他非流动资产	397	349	313	297	营业外支出	5	4	2	2
资产总计	10273	10549	11263	12960	利润总额	885	1051	1239	1521
流动负债	3432	3777	3479	3939	所得税	173	210	248	304
短期借款	611	1728	1165	1236	净利润	713	840	991	1217
应付账款	279	311	372	454	少数股东损益	40	47	56	69
其他流动负债	2542	1738	1942	2250	归属母公司净利润	673	793	935	1148
非流动负债	2059	1211	1363	1515	EBITDA	1131	1221	1447	1715
长期借款	1025	1177	1329	1481	EPS (元)	0.468	0.552	0.651	0.799
其他非流动负债	1034	34	34	34					
负债合计	5491	4988	4843	5454					
少数股东权益	212	259	315	384					
股本	1437	1437	1437	1437					
资本公积	946	946	946	946					
留存收益	2186	2907	3699	4703					
归属母公司股东权益	4570	5302	6105	7121					
负债和股东权益	10273	10549	11263	12960					

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	555	566	604	633
净利润	713	840	991	1217
折旧摊销	106	101	113	126
财务费用	170	100	128	102
投资损失	-350	-365	-383	-401
营运资金变动	-98	-154	-272	-433
其他经营现金流	14	43	27	23
投资活动现金流	276	296	218	217
资本支出	48	92	150	169
长期投资	394	-3	0	0
其他投资现金流	717	385	368	386
筹资活动现金流	235	-763	-682	-23
短期借款	-415	1117	-563	71
长期借款	-5	152	152	152
普通股增加	639	0	0	0
资本公积增加	-266	0	0	0
其他筹资现金流	282	-2032	-272	-245
现金净增加额	1065	99	140	827

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	46.2%	12.0%	20.0%	22.0%
营业利润	55.0%	19.2%	18.4%	23.4%
归属于母公司净利润	39.7%	17.9%	17.9%	22.8%
获利能力				
毛利率(%)	14.2%	14.6%	14.7%	14.8%
净利率(%)	5.6%	5.9%	5.8%	5.8%
ROE(%)	14.7%	15.0%	15.3%	16.1%
ROIC(%)	29.6%	31.2%	33.7%	35.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	53.5%	47.3%	43.0%	42.1%
净负债比率(%)	37.45%	58.24%	51.51%	49.82%
流动比率	1.71	1.63	1.96	2.16
速动比率	0.99	0.94	1.09	1.21
营运能力				
总资产周转率	1.28	1.30	1.49	1.63
应收账款周转率	91	103	107	108
应付账款周转率	40.17	39.16	40.53	40.84
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.468	0.552	0.651	0.799
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.39	0.42	0.44
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.69	4.25	4.95
估值比率				
P/E	28.37	24.07	20.41	16.63
P/B	4.18	3.60	3.13	2.68
EV/EBITDA	15	14	12	10

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.