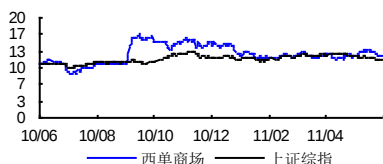


证券研究报告—深度报告
商业贸易
零售
西单商场(600723)
推荐

(维持评级)

2011年6月2日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	409.7/317.9
总市值(百万元)	5,260.8/4,081.5
沪深300/深圳成指	2,743.47/11,665.14
12个月最高/最低(元)	16.83/8.96

相关研究报告:

《西单商场-600723-增发方案水落石出,公司旧貌换新颜》——2010-9-1

证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120031

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。

公司点评

合并新燕莎 步入新纪元

●老牌百货,自有物业占比48%,贸易业务净利贡献占比68%

公司属于北京地区老牌百货门店,下辖8家百货,其中西单商场、西单友谊商店均位于北京市核心商圈,自有物业面积12.4万方,占比47%,物业价值折合50亿,比账面价值高出45亿,折合每股6.9元。公司有三家经营品牌代理的贸易公司,占2010年收入及净利润贡献分别为31%及68%。

●合并新燕莎控股,2011年可贡献EPS为0.34元/股

公司合并新燕莎控股100%股权后,将新增9家门店及燕莎、贵友两个百货品牌,按摊薄股本计算,2011年新燕莎可贡献每股0.34元。

●合并后盈利能力提升空间巨大,并可能成为首旅的商业平台

合并后公司步入百亿元百货公司的行列,除了收入规模扩大4倍外,还能够在业态组合(包括专营专卖、大众百货、中高端百货、奥特莱斯、购物中心等)经营上实现新的突破,且在议价能力、管理效率上取得提升。从盈利能力来说,公司2010年的净利润率仅为1.6%,而合并后备考的净利润率高达5.9%,提升空间巨大,公司步入“规模+效率”的双叠加提升周期。

●风险提示

公司历史负担较重,人员较多,重组后的新公司若不能妥善解决这些问题,未来业绩发展可能受累。

●盈利预测、估值及投资评级

未来公司的看点在于西单、燕莎原有门店的内生增长、盈利能力提升,综合来看,我们看好合并后的业绩重塑机会,在规模与收入大幅扩张后,我们认为公司还能够在盈利能力、管理效率上取得进步,进入“规模与效率”叠加的提升周期,而且公司也有望成为首旅集团的商业平台,未来存在运作空间。预计公司2011/12/13年收入增幅分别为247%/18%/12%,三年对应的EPS分别为0.53/0.66/0.77元/股(对应摊薄的65841万股),给予“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,485.56	2,993	10,396	12,267	13,739
(+/-%)	6.87%	20.4%	247.4%	18.0%	12.0%
净利润(百万元)	30.87	40	348	437	509
(+/-%)	201.05%	31.5%	776.1%	25.6%	16.5%
每股收益(元)	0.08	0.10	0.53	0.66	0.77
EBIT Margin	2.19%	2.7%	5.2%	5.4%	5.6%
净资产收益率(ROE)	2.83%	3.5%	24.5%	24.5%	23.0%
市盈率(PE)	170.40	127.8	23.4	18.7	16.0
EV/EBITDA	39.52	40.8	18.3	15.5	13.9
市净率(PB)	4.82	4.49	5.74	4.57	3.69

投资摘要

估值与投资建议

按照摊薄后的股本,我们结论认为 2010-2012 年每股盈利分别为 0.53 元、0.66 及 0.77 元,对应增速分别为 776%、26%及 17%,前一日的收盘价 13.3 元对应 2011、12 年的 PE 分别为 23 倍和 19 倍。我们认为新燕莎的合并,不仅给公司带来 9 家门店及 2 个百货品牌,更重要是的将改变西单商场的机制及管理,增强合并后双方的竞争力。

核心假设或逻辑

(1) 收入增长假设: 营业收入 2010~2012 年分别增长 247%、18%及 12%; 收入假设偏低, 其中 2011 年西单商场及新燕莎的收入分别增长 30.9%及 29.7%, 2012 年分别增长 23.2%及 14.5%;

(2) 假设合并后的毛利率与备考接近, 2012 年毛利率有 0.2%的上升, 财务费用、销售费用率水平保持微幅下降。

股价变化的催化因素

2010 年 9 月公司公布合并新燕莎的合并预案, 由于预案中对于新燕莎的资产、盈利状况进行了比较完整的描述, 市场对于新燕莎的合并带来的业绩增厚有了相对一致的共识。未来股价的上涨取决于两个因素:

一是合并后的盈利增长能否超越收购报告书的备考 (2011 年收入增长 3%、利润增长 14%): 一季度西单商场超预期的表现 (收入增长 31%、净利润增长 67%) 以及新燕莎估计接近 30%的增长, 全年超此预期是相当确定的;

二是合并后的商业体的战略、管理重塑及再融资等能否带来主观上的改变: 西单商场去年仅有一家新店, 新燕莎自 08 年后没有新店, 我们认为作为跨入“百亿级”的零售公司, 公司将在内部管理、外部开店上加快速度。而且公司作为首旅旗下主要的商业平台, 不排除大股东的其他扶持。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、如果宏观经济的调控超出预期, 股市面临一定的调整压力;
- 2、公司战略推进、管理提升的程度低于预期;

合并新燕莎控股，首旅成为控股股东	4
合并后首旅控股公司 58%，成为控股股东	4
燕莎的规模远大于西单商场，合并后收入及利润约增大 4 倍及 8 倍	5
合并后盈利能力提升空间大	5
原西单商场介绍	5
北京老牌百货，自有物业占比 48%	5
西单商场盈利能力一般，但年报及一季报喜人	6
主力门店分析	7
原西单商场的主力门店：西单商场老店	8
代理贸易 2010 年净利润增长 31%，贡献公司净利润的 68%	7
新燕莎有 9 家门店	9
新燕莎主力门店 1：金源新燕莎 MALL	10
新燕莎主力门店 2：燕莎奥特莱斯	11
自有物业价值近 50 亿元	7
盈利预测、估值及投资评级	12
附表 1：财务预测与估值	13

合并新燕莎控股，首旅成为控股股东

合并后首旅控股公司 58%，成为控股股东

2011 年 6 月 1 日，公司中国证监会的核准，向首旅集团增发 248,689,516 股股份购买相关资产。首旅集团以持有的新燕莎控股（集团）有限责任公司 100% 股权认购发行股份。合并后的公司将新增北京燕莎友谊商城有限公司（50%），北京贵友大厦有限公司（75%），北京新燕莎商业有限公司（100%）三个子公司的股权，以及燕莎、贵友两个百货品牌。合并完成后，公司可新增百货门店 9 家，包括金源燕莎 MALL、贵友通州店、贵友金源店、贵友方庄店、贵友建国门店、燕莎太原店、燕莎金源店、燕莎亮马店、北京奥特莱斯购物中心 A/B/C 座。建筑面积共计 45 万，其中自有物业 1 万，租赁物业 39 万。

合并增发后 248,689,516 股股份，首旅集团占合计控制公司 380,440,409 股股份，约占本公司总股本的 57.78%，成为公司的控股股东。

图 1: 合并前股权结构

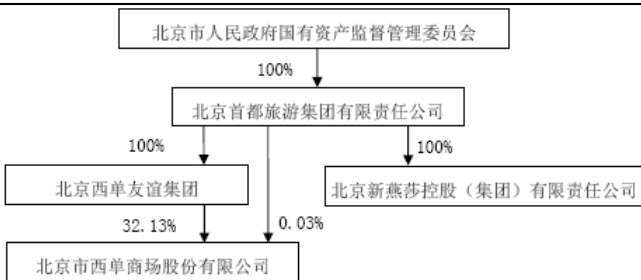
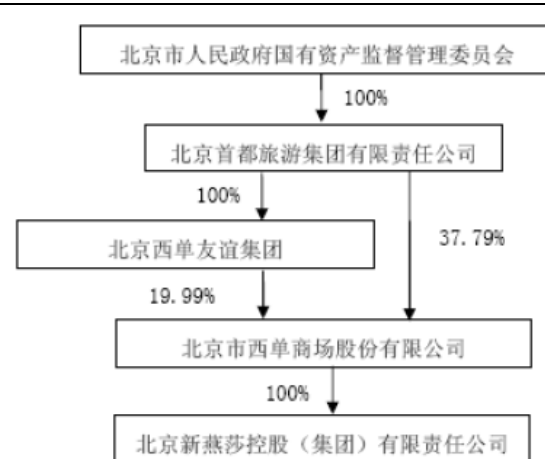
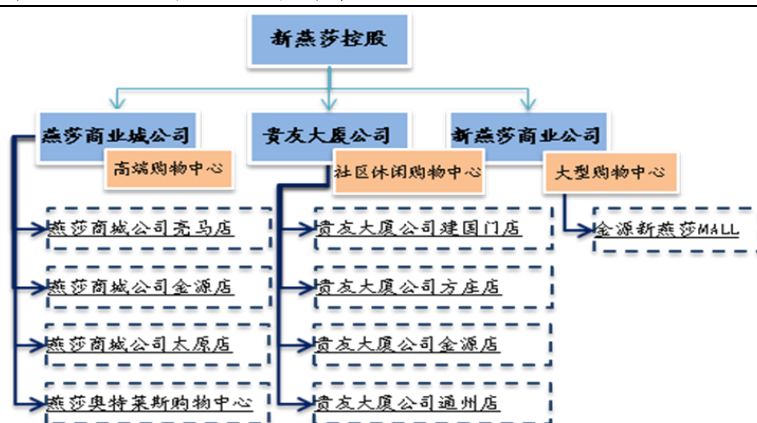


图 2: 合并后的公司股权结构



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 3: 新燕莎控股子公司定位、及其所属门店



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

燕莎的规模远大于西单商场，合并后收入及利润约增大 4 倍及 8 倍

我们认为，此次资产注入，对于公司的益处十分明显：

- 1) **公司的规模扩张明显：** 门店数量增长了 9 家，新增燕莎、贵友两个百货品牌；备考的 2010 年收入为 94 亿元，对比公司 2009 年的收入为 25 亿元，扩张了 3.8 倍；备考 2010 年的利润为 2.4 亿元，对比 2009 年公司的净利润为 3000 万元，增长 7.8 倍；从总资产来说，新燕莎控股 2010 年 9 月底的总资产为 6.2 亿元；
- 2) **有利于公司的整体盈利能力的提高：** 合并前公司的营业利润/总收入与归属于母公司的净利润/总收入的比值分别为 2.2% 及 1.4%，根据收购报告书，两者可增长至 5.9% 及 2.5%。（见表 3）

表 1：燕莎与西单商场的规模及盈利能力的对比

项目	发行前		发行后		倍数（发行后 2010 备考 / 发行前 2009）
	2010 年 1-9 月	2009 年	2010 年	2011 年	
营业收入	2087	2486	9437	9829	380%
营业利润	49	55	561	572	1026%
利润总额	46	50	562	572	1130%
净利润	33	35	413	421	1165%
归属于母公司股东的净利润	27	30	236	269	781%
营业利润/总收入 (%)	2.39	2.22	5.9	5.8	
归属于母公司的净利润/总收入 (%)	1.57	1.43	2.5	2.7	

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

合并后盈利能力提升空间大

由于西单商场的离退休员工负担较重，2010 年公司的在岗员工 2082 人，需承担的离退休员工 1902 人，而且公司的管理费用率一直偏高，成为拖累公司业绩增长的主要障碍。**2010 年，公司的管理费用率为 14.2%，比王府井高 11.1 个百分点；而且公司的净利率仅为 1.6%，低于王府井 1.6 个百分点。比备考的净利率也低 4.3 个百分点。**

随着新燕莎控股的并入，我们觉得公司的收入规模上升的同时，管理费用率占整体比重有望持续下降，另外，随着西部地区业务逐渐进入成长期，新西单的整体盈利能力有望改善。

表 2：可比公司盈利能力及费用率情况对比

公司	毛利率			销售（营业）费用率			管理费用率			净利率		
	2011Q	2010Y	2009Y	2011Q	2010Y	2009Y	2011Q	2010Y	2009Y	2011Q	2010Y	2009Y
西单商场	20.6%	21.7%	22.3%	3.3%	3.9%	4.9%	11.6%	14.2%	13.9%	3.6%	1.6%	1.4%
王府井	18.4%	18.2%	18.7%	8.0%	8.7%	8.9%	2.8%	3.1%	3.7%	4.5%	3.1%	3.8%
新世界	22.8%	29.3%	28.6%	3.4%	4.5%	4.4%	8.1%	11.0%	10.8%	5.7%	6.7%	6.9%
重庆百货	12.7%	14.9%	15.9%	6.6%	9.1%	8.5%	1.8%	2.3%	4.1%	3.1%	2.5%	2.2%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

原西单商场介绍

北京老牌百货，自有物业占比 48%

西单商场属于北京地区老牌百货门店，下辖的主要百货门店中的西单商场、西单友谊商店均位于北京市核心商圈，客流量较大，长期业绩发展平稳。

北京市西单商场股份有限公司拥有著名的西单商场外，还拥有友谊商店、万方西单商场、新疆西单商场、兰州西单商场、成都西单商场，以及北京天通苑购物中心等8家门店及企业，另外还有法雅公司、西羽戎腾等贸易公司。

表 3: (原) 西单商场主要门店情况

	建筑面积	使用面积	物业性质
天通苑店	15000	12000.00	自有
万方店	19000	11000.00	自有
友谊店	25000	10000.00	自有
十里堡	32000	28000.00	租赁
兰州西单	41500	30000.00	租赁
成都西单	36000	22000.00	租赁
新疆西单	24000	19000.00	租赁
西单商场	65000	32000.00	自有
合计	257500	164000	
		自有物业比例:	48.2%

资料来源:公司公告 国信证券经济研究所整理

图 4: 西单商场



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所

图 5: 北京友谊商店



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所

图 6: 成都西单商场



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所

图 7: 新疆西单商场



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所

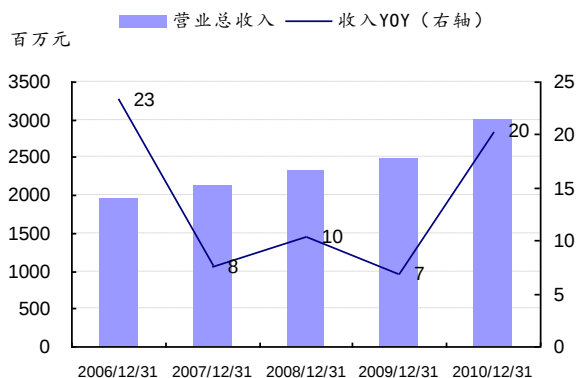
西单商场盈利能力一般，但年报及一季报喜人

2010 年公司实现销售收入 29.9 亿元，同比增加 20.4%，主要由于西单兰州商场（11%）的恢复性增长和西单成都商场（32%）、西单新疆商场（29%）和西羽商贸（53%）业绩的大幅增加所致；2010 年公司人工成本较上年略有下降，导致公司利润总额同比增加 36.2%，高于收入增速；归属于母公司的净利润 0.4 亿元，同比增加 28.7%；实现 EPS0.097 元/股，同比增加 28.65%。

2011 年 1 季度，公司实现销售收入 9.6 亿元，同比增长 31%，高于一般市场预期。

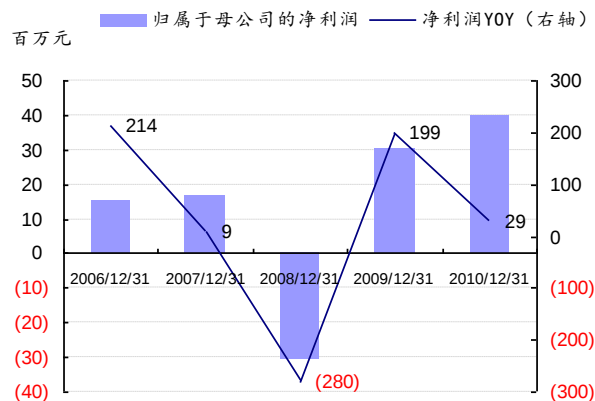
通过对各子公司营业收入进行分拆，我们认为销售收入增长主要来自成都店、新疆店、西羽商贸公司和金鹏食品公司增长超预期所致，实现每股收益 0.0784 元，同比增长 67.5%，高于收入增幅，我们认为随着西部地区业务开始进入收获期，公司收入增长趋势将得以在全年持续；随着收入增速加快，公司固定成本摊销比例也将随之下降，预期内净利润增速仍将高于收入增速。

图 8：06-10 年营业总收入 单位：百万



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 9：06-10 年归属于母公司所有者的净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

西单的自有物业价值近 50 亿元

经过我们的初步统计，公司在北京地区的自有物业面积 12.4 万平米，物业价值折合 49.6 亿元，比目前账面价值 4.9 亿元高出 44.7 亿，折合每股 6.9 元，物业价值突出。

表 10：（原）西单商场自有物业的门店情况及物业价值重估

	建筑面积	使用面积	物业性质
天通苑店	15000	12000	自有
万方店	19000	11000	自有
友谊店	25000	10000	自有
西单商场	65000	32000	自有
合计	124000	65000	
自有物业比例:			48.20%
北京市商用房价:	40000	自有物业重估价值:	4960
		固定资产账面价值:	490 百万
		物业资产溢价:	4470 百万

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

代理贸易 2010 年净利润增长 31%，贡献公司净利润的 68%

除了百货门店外，西单商场还兼营一些品牌代理的业务，其中法雅商贸、西羽戎腾商贸及光彩伟业分别代理了运动品牌、羽绒服及食品等，在华北地区有一定的影响力。根据我们的统计，三家公司合计的收入占合并报表 2010 年的 31%，净利润占比为 68%。而且代理贸易这三家公司，成长性较全公司高，2010 年收入及净利润分别增长 24%及 31%。

- 法雅商贸公司成立于 03 年，是北京市西单商场股份有限公司投资控股的子公司，代理阿迪达斯、耐克、锐步、茵宝、迪阿多纳、诺蒂卡世界知名运动

及休闲服装品牌；在北京、河北、山西等地开设店中店、专卖店、吸收加盟店共计 200 余家；

- 西羽戎腾商贸成立于 07 年，由北京市西单商场股份有限公司和北京市法雅商贸有限公司共同投资组建，公司专营羽绒服及羽绒制品。公司拥有多家门店，均开设在大型百货商场和社区商场，经营总面积达 7000 平米；
- 光彩伟业商业公司成立于 02 年，主营业务为专业化品牌代理营销与第三方物流两方面，涉及食品、酒水、针织品、家居用品等四大类 1000 多个单品，销售对象涉及：百货商场、大型综合超市、连锁超市和餐饮业等 1000 多家店铺。

表 4：代理贸易的三家公司概况

公司名称	持股比例	开业时间	业态定位	收入（百万元）			净利润（百万元）		
				08 年	09 年	10 年	08 年	09 年	10 年
法雅商贸公司	72%	2003 年	品牌运动服代理	500	566	669	11.39	12.84	17.47
西羽戎腾商贸	80%	2007 年	专营羽绒服及羽绒制品。	60	87	133	2.61	5.73	8.51
光彩伟业	80%	2001 年	专业化品牌与第三方物流	50	83	111	0.87	1.99	0.98
三公司合计				610	736	913	15	21	27
YOY					21%	24%		38%	31%
合并报表收入及净利润				2325.7	2485.6	2992.9	-30.55	30.21	39.73
三家公司占合并报表的比重（%）				26%	30%	31%	-49%	68%	68%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

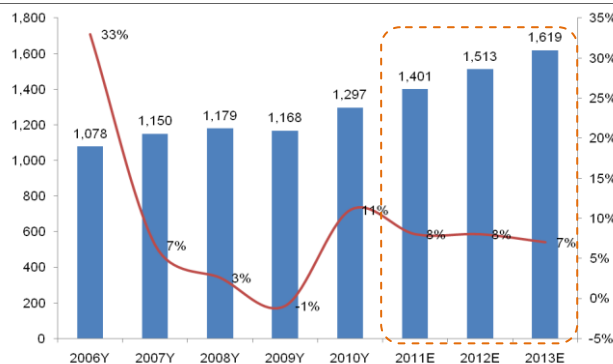
主力门店分析

原西单商场的主力门店：西单商场老店

西单商场成立于 1978 年，位于北京市西单步行街核心地段，是公司成立最早、规模最大的门店，在北京市拥有较高的品牌价值和稳定的客户基础。03 年西单商场完成第二次装修改造，营业面积扩大到 3 万余平方米，合并了百货、超市等业务形态，在商品结构和经营布局上进行调整后，基本上形成了“大众时尚百货”的定位。

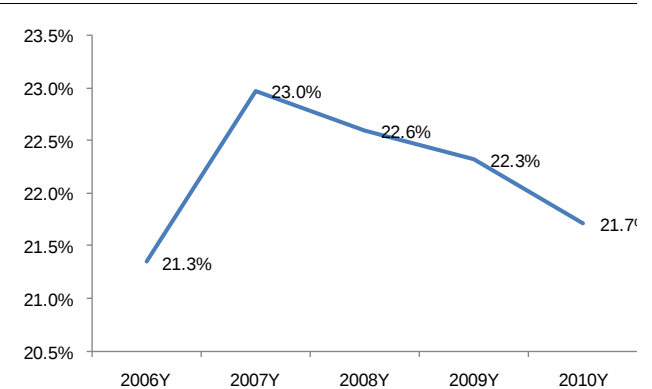
2010 年母公司（含西单商场、十里堡店、天通苑店）营业收入 12.97 亿元，同比增加 11.0%，占合并报表收入的 43.3%，其中主要收入贡献就是西单商场老店，我们判断西单老店营业收入约 10 亿元，坪效约 3 万/平方，作为一个相当历史的老店，从一季度的来说，由于全公司收入增长 31%，我们认为老店收入同比增长约 20% 左右，作为一个有 23 年历史的老店来说，应该说是十分不错的成绩。

图 10：08-13 年西单老店的收入、增速及预测 单位：百万



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 11：06-10 年西单老店毛利率变动情况

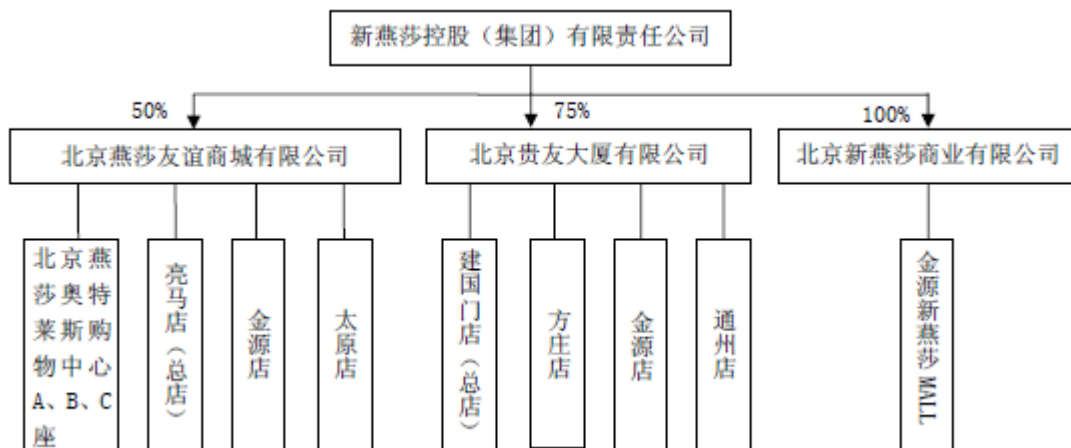


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

新燕莎有 9 家门店

本次首旅集团注入的是新燕莎控股 100% 股权。新燕莎控股直接持有燕莎商城公司 50% 的股权、贵友大厦公司 75% 的股权和新燕莎商业公司 100% 的股权，新燕莎控股下属子公司及经营的主要门店情况如下：

图 12：新燕莎股权与门店结构



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 5：新燕莎控股的备考业绩（2011-13 年）

	FY2008	FY2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	464255	536882	658565	679397	699718	720335
YOY		15.64%	22.66%	3.16%	2.99%	2.95%
毛利率	23.54%	22.98%	22.09%	22.42%	22.32%	22.39%
经营性费用率	16.48%	15.53%	13.44%	13.74%	13.62%	13.62%
财务费用	1023	1402	2470	2753	2720	2806
净利润率	5.27%	4.82%	5.59%	5.87%	5.88%	5.92%
净利润	24453	25902	36834	36917	38066	39479
YOY		5.92%	42.21%	0.22%	3.11%	3.71%
归属于母公司股东的净利润	14132	13074	19798	22502	23338	24260
YOY		7.48%	51.42%	13.66%	3.71%	3.95%
摊薄 EPS（元/股）65841 万股		0.20	0.30	0.34	0.35	0.37

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 6：燕莎商城子公司盈利情况

（百万）	2010Y2Q	2009Y	2008Y	2007Y
营业收入	2,174.9	3,717.1	3,507.9	3,158.2
收入增长率	-	0.1	0.1	-
营业利润	181.7	266.5	191.4	154.1
利润总额	181.7	268.0	191.7	155.5
净利润	125.5	195.9	149.6	108.0
净利润增长率	-	0.3	0.4	-
销售净利率	5.8%	5.3%	4.3%	3.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

表 7：北京新燕莎奥特莱斯商业运营有限公司盈利情况

（百万）	2010Y2Q	2009Y	2008Y	2007Y
营业收入	396.2	547.5	168.7	8.0
收入增长率	-	2.2	20.2	-
营业利润	14.1	11.3	5.3	-14.0
利润总额	14.1	10.2	5.3	-14.0
净利润	10.5	8.9	5.1	-13.8
净利润增长率	-	0.7	-	-
销售净利率	2.7%	1.6%	3.0%	-173.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

表 8: 贵友大厦子公司盈利情况

(百万)	2010Y2Q	2009Y	2008Y	2007Y
营业收入	501.1	748.5	652.3	534.5
收入增长率	-	0.1	0.2	-
营业利润	11.9	11.5	9.1	16.8
利润总额	11.8	20.1	9.1	16.7
净利润	8.9	16.1	6.8	11.5
净利润增长率	-	2.4	-0.4	-
销售净利率	1.8%	2.2%	1.1%	2.1%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

表 9: 新燕莎商业子公司盈利情况

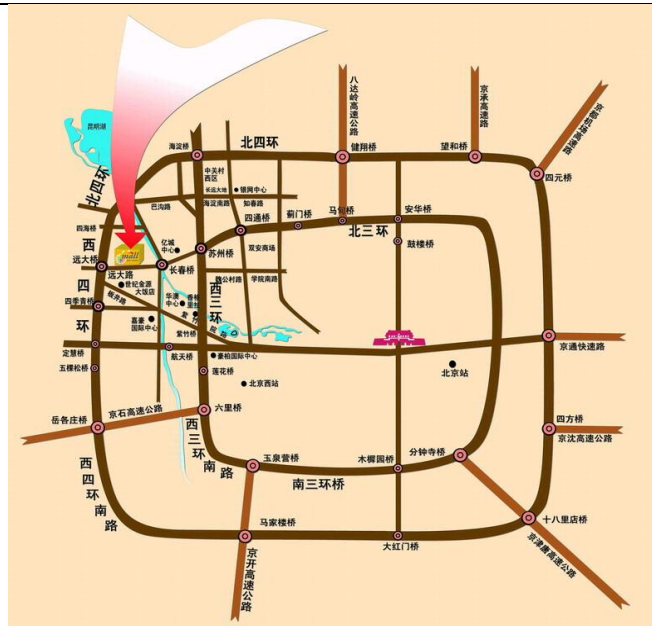
(百万)	2010Y2Q	2009Y	2008Y	2007Y
营业收入	246.4	463.6	413.7	346.4
收入增长率	-	0.1	0.2	-
营业利润	67.0	98.7	82.5	38.0
利润总额	67.1	98.9	82.3	38.0
净利润	50.3	74.2	61.7	27.4
净利润增长率	-	0.2	1.3	-
销售净利率	0.2	0.2	0.1	0.1

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

新燕莎主力门店 1: 金源新燕莎 MALL

金源新燕莎 MALL 位于北京市海淀区中关村西沿线, 在西三环和西四环之间, 总建筑面积 68 万平方米, 集休闲、娱乐、餐饮、购物于一体, 体量上堪称全球最大的购物中心。04 年 10 月正式开业, 目前已有燕莎、贵友两个主力店, 近 500 家各式旗舰店、专卖店、特色店、快餐店和服务设施。新燕莎商业公司负责运营其中的 18 万平米折合 13.2 万平米的营业面积。

图 13: 金源新燕莎 MALL 地理位置

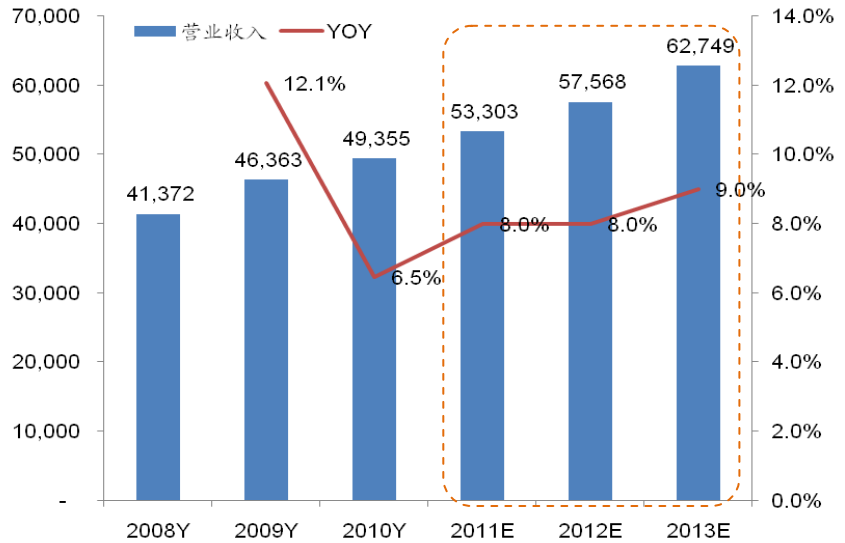


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

金源新燕莎 MALL 目前的整体吸引客流能力尚有待提高。我们认为随着购物中心逐步完成后续招商工作, 整体客流聚集能力和商场品牌价值有望持续提升。我们认为目前商圈整体尚处于培育阶段, 未来随着北京中心商圈向外围扩散, 外环大型商圈的影响力将持续提升, 新燕莎 MALL 的后续成长能力值得期待。

新燕莎商业公司 (即金源 MALL) 2010 年的销售收入 4.94 亿元, 增速 6.5%, 按 13.2 万平方米的营业面积计, 坪效为 3,739 元/平方米, 按购物中心平均坪效 8,000-10,000 元/平方米计, 金源 MALL 的坪效应该有 100%以上的提升空间。预计在商圈整体完成招商后, 商场的增长潜力会得到逐步释放。

图 14: 08-13 年金源新燕莎 MALL 销售收入、增速及预测 单位: 万



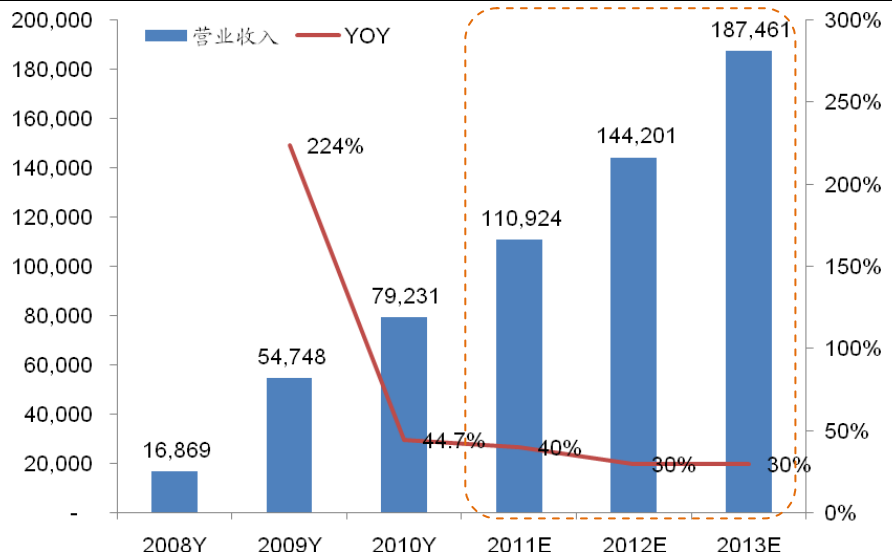
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

新燕莎主力门店 2: 燕莎奥特莱斯

燕莎奥特莱斯购物中心位于京城东四环路的北工大桥边, 开业于 2002 年, 是国内第一家奥特莱斯业态的购物中心, 整体经营面积近 10 万平方米, 邻近京城东面的 CBD 商圈和欢乐谷主题公园, 交通条件便利。

燕莎奥特莱斯整体由 A、B、C 三座组成, 分别于 2002、2003、2007 年开业, 08 年整体开始进入盈利阶段, 2010 年销售收入 7.9 亿元, 同比增长 44.7%, 08-10 年年均复合增长率达 123.2%, 坪效 7,923 元/平米。考虑到燕莎奥特莱斯刚经过培育期, 开始进入成长阶段, 我们预计未来三年仍将保持 30% 以上的增速, 给予 2011/12/13 年收入增速预测为 40%/30%/30%。

图 15: 08-13 年燕莎奥特莱斯销售收入、增速及预测 单位: 万



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

盈利预测、估值及投资评级

我们认为新燕莎控股的资产注入将有助于提高公司整体盈利能力,使公司重新焕发活力。我们看好:

- 1) 西单、燕莎原有门店的内生增长: 2011 年第一季度西单原有业务收入同比增长 31%, 利润增长 67%, 而燕莎的门店同比收入增长也可能超过 30%;
- 2) 盈利能力提升: 合并前公司 2010 年的净利润率仅为 1.6%, 而合并后的备考净利润率高于 5.9%, 提升空间巨大;
- 3) 燕莎奥特莱斯与新燕莎商业公司金源新燕莎 MALL, 我们判断这两家店正步入快速增长期。综合来看, 我们看好合并后的业绩重塑机会, 在规模与收入大幅扩张后, 我们认为公司还能够在盈利能力、管理效率上取得进步, 进入“规模与效率”叠加的提升周期, 预计公司 2011/12/13 年收入增幅分别为 247%/18%/12%, 三年对应的 EPS 分别为 0.53/0.66/0.77 元/股 (对应摊薄的 65841 万股), 给予“推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	569	1791	2450	3135	营业收入	2993	10396	12267	13739
应收款项	80	278	328	367	营业成本	2343	7869	9257	10344
存货净额	234	799	941	1051	营业税金及附加	27	86	101	114
其他流动资产	25	86	101	113	销售费用	116	483	570	639
流动资产合计	908	2954	3820	4667	管理费用	426	1421	1675	1874
固定资产	486	496	503	507	财务费用	8	(11)	(23)	(31)
无形资产及其他	342	331	320	308	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	220	220	220	220	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	(0)	0
资产总计	1956	4001	4862	5702	营业利润	71	546	685	798
短期借款及交易性金融负债	50	50	50	50	营业外净收支	(4)	(4)	(4)	(4)
应付款项	314	1071	1261	1409	利润总额	68	543	682	794
其他流动负债	384	1323	1558	1742	所得税费用	21	136	170	199
流动负债合计	748	2444	2868	3201	少数股东损益	7	59	74	86
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	40	348	437	509
其他长期负债	7	14	21	27					
长期负债合计	7	14	21	27					
负债合计	755	2458	2889	3228					
少数股东权益	71	122	186	261					
股东权益	1130	1421	1787	2212					
负债和股东权益总计	1956	4001	4862	5702					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	40	348	437	509
资产减值准备	(1)	(1)	0	0
折旧摊销	62	45	48	51
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	8	(11)	(23)	(31)
营运资本变动	67	878	224	177
其它	7	52	64	75
经营活动现金流	176	1323	775	813
资本开支	(8)	(44)	(44)	(44)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(8)	(44)	(44)	(44)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(5)	(57)	(72)	(84)
其它融资现金流	(15)	0	0	0
融资活动现金流	(26)	(57)	(72)	(84)
现金净变动	143	1222	659	685
货币资金的期初余额	427	569	1791	2450
货币资金的期末余额	569	1791	2450	3135
企业自由现金流	201	1281	725	760
权益自由现金流	186	1289	742	783

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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飏	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	0755-82131528			秦 波	010-66026317
				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	罗 洋	0755-82150633	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	梁 丹	0755- 82134323	谭权胜	0755-82136019
				胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
		邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
欧阳仕华	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		余 辉	0755-82130741	周 琦	0755-82133568
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	彭甘霖	0755-82133259
李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163	秦国文	0755-82133528
刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154		
潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165	数据与系统支持	
				赵斯尘	021-60875174
				徐左乾	0755-82133090
				李扬之	0755-82136165
				陈爱华	0755-82133397
				袁 剑	0755-82139918

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		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	