

2011-6-23

国信证券泰九投资研究中心

胡金环

0755-33912124

20262@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210010522

天虹商场(002419)——

门店扩张稳健 业绩或超预期

调研报告

评级：买入

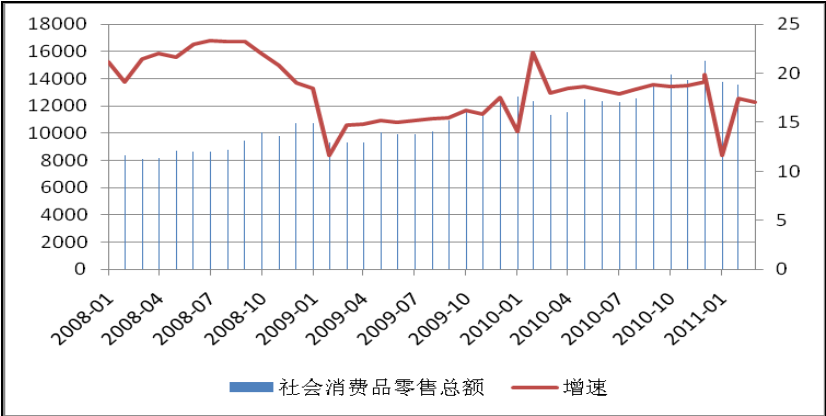
公司介绍

天虹商场是中外合资连锁零售企业，1985年深南天虹开业。天虹在国内首创“百货+超市+X”的业态组合模式，在此基础上根据目标顾客的不同，以城市中心店和社区购物中心两种模式经营百货商场，打造“亲和、信赖、享受生活”的品牌核心价值。公司的大股东是中航技深圳公司。公司收入主要来自深圳、东莞、福建、江西等地区。

●预计“十二五”社会消费品零售总额年均复合增长 15%

2010 年社会消费品零售总额 15.45 万亿元，同比增长 18.4%。内贸“十二五”规划预计在 6 月底出台，要在“十二五”期末使我国社会销售零售总额、生产资料销售总额、批发、零售、住宿、餐饮等重要消费品市场的经营规模比“十一五”期末翻一番，“十二五”期末达到 30 万亿，每年新增 3 万亿，未来 5 年复合增长率 15%。

图 2：中国社零总额及增速



资料来源：WIND, 国信证券

深圳是最早引入外资零售的城市，早在 1984 年，深圳就引进了香港百佳，学习其先进的超市业态。1996 年前后，世界零售巨头沃尔玛、家乐福将进驻中国的第一步，迈向了深圳，这极大促进了深圳的商业开放格局。目前的深圳市场，集合了美国沃尔玛、法国家乐福、日本吉之岛、德国麦德龙等世界知名零售连锁企业。深圳零售业的发展也从最初的单一业态向多种业态发展，百货、超市、购物中心、城市综合体等多业态并存，也培育了大型的零售商，华润万家、天虹商

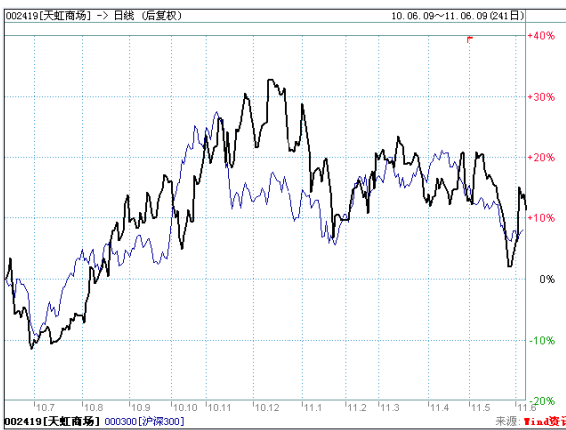
深市主板	前收盘价	20.66 元
商业贸易-百货	总市值	165.28 亿元
	流通市值	33.88 亿元
	主要股东	中航技深圳公司

表 1 基础数据（百万）

	2008	2009	2010	2011Q1
收入	6862	8057	10174	3586
同比增速	4.05	17.41	26.28	34.38
毛利率	24.3	22.96	23.02	21.83
净利率	4.57	4.42	4.77	5.62
净利	13	355	485	201
同比增速	2.44	13.5	36.25	43.52
销售费率	15.79	15.19	14.61	12.67
管理费率	2.3	1.59	1.88	1.25
财务费率	0	0.12	-0.05	-0.16
EPS	0.9	1.02	1.28	0.5
PE	PB	S	总股本	流通盘
28	5.7	1.67	8	33.88

资料来源：WIND 国信证券

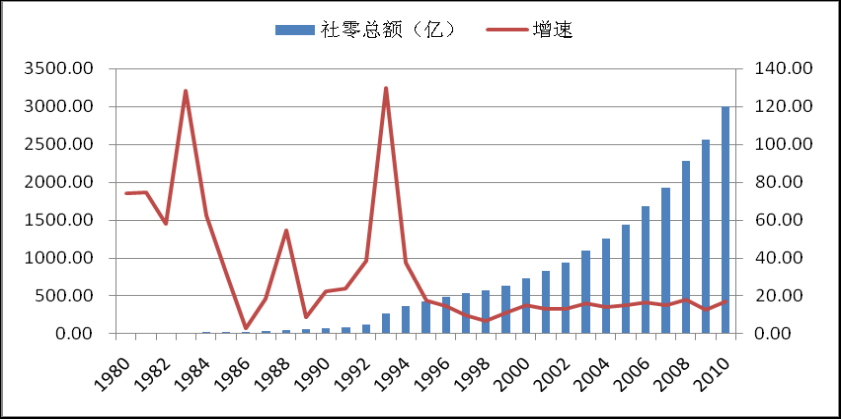
图 1：行情走势图



资料来源：WIND 国信证券

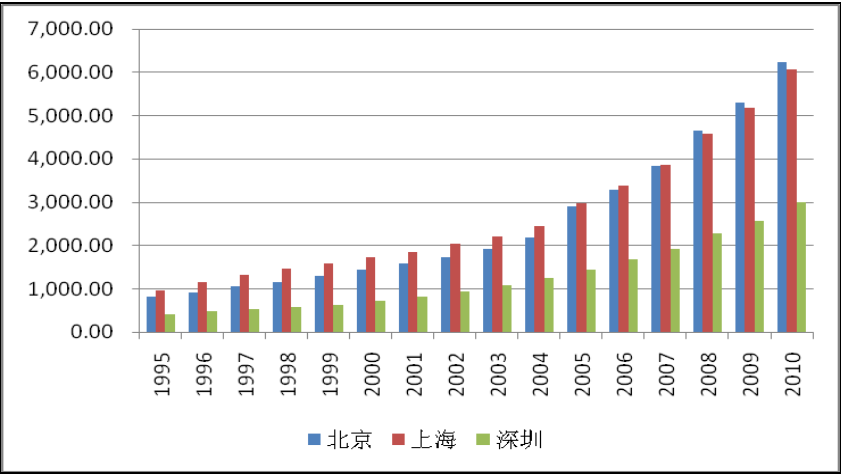
场、茂业百货、岁宝百货等全国性零售商和本土零售商。经历了 30 年的高速发展，深圳零售行业竞争激烈，2010 年深圳社会消费品零售总额突破 3000 亿元，达到 3000.76 亿，同比增长 16.85%，比 2009 年增速上升了 4.05 个百分点。深圳社会消费品零售总额仍居全国大中城市第四位，仅次于上海、北京、广州。我们预计在“十二五”期间，深圳零售业仍将保持稳健的增速。深圳是公司的发家之地，也是公司利润主要来源，在深圳地区有 20 家门店。

图 3：深圳社零总额及增速



资料来源：WIND, 国信证券

图 4：1995-2010 年北京上海深圳社零总额



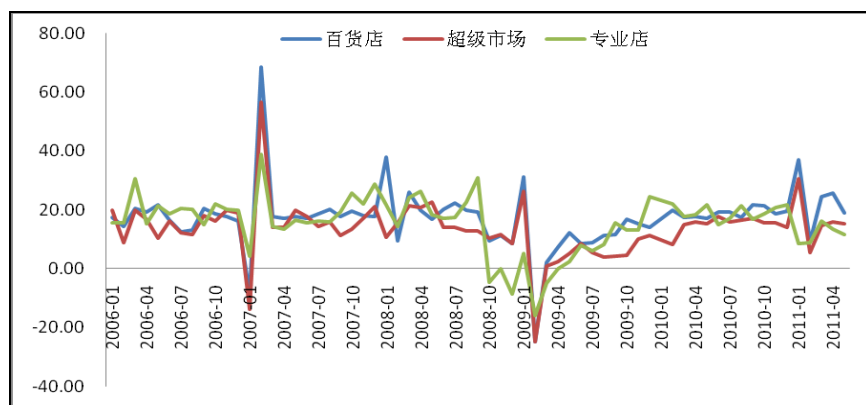
资料来源：WIND, 国信证券

●重点零售企业保持快速增长 百货店增速明显高于超市和专业店

从商务部监测的千家重点零售企业销售数据来看，重点零售企业保持快速增长势头，4 月份，重点零售企业销售额同比增长 14.7%，环比下降 2.9 个百分点。5 月份百货店增长 19%，环比下降 6.6 个百分点，比社零增速快 2.1 个百分点。5 月份超级市场增长 15.2%，环比下降 0.6 个百分点。5 月份专业店增长 11.7%，环比继续回落 1.8 个百分点。5 月份各子行业的销售增速出现放缓，主要原因：1、二季度和三季度是百货零售传统的淡季；2、通货膨胀高企带来的负面

影响显现。由于必需品需求刚性，通货膨胀对其影响较小，所以 5 月份超级市场的增速环比下滑较缓；百货店的销售的商品偏中高端，需求弹性较大，受到通货膨胀的影响较大，5 月份百货店增速环比下滑速度较大。但整体来看，百货店增速高于超级市场店和专业店。

图 5：2006-2011 年百货超市专业店增速



资料来源：WIND, 国信证券

●网络零售未来五年仍处于高速增长

2010 年中国电子商务市场交易额已达 4.5 万亿，同比增长 22%。其中，B2B 市场交易额达到 3.8 万亿，网上零售市场交易规模达 5131 亿元，同比增长约占社会消费品零售总额的 3.32%。“十二五”规划中，网上零售交易额占社会商品零售总额的比例要提高到 5%。我们预计 2011 年网购交易额将继续保持 50%以上增速。天虹商场 2010 年 3 月开始涉足网络零售，由于物流的局限性，目前主要集中在深圳地区。

表 2：2007-2012E 网络交易额及增速

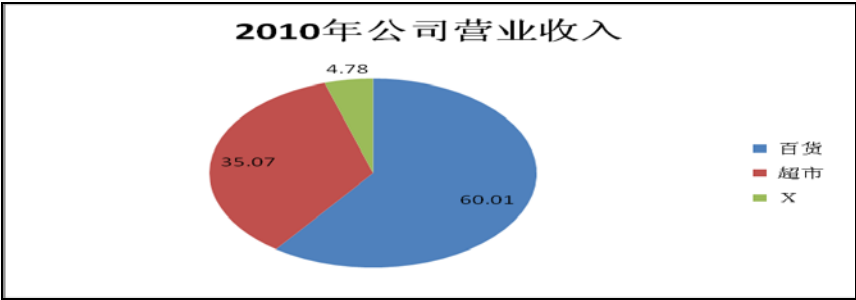
项目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
网络交易额 (亿)	561	1281	2630	5131	7953	11134
增速 (%)	113.2	128.5	105.2	95.1	55	40
占社零份额 (%)	0.6	1.2	2.1	3.3	4.5	5.4

资料来源：易观国际, 国信证券

●公司收入结构分析：百货收入占据半壁江山

公司的主营业务收入来自百货、超市和 X（电器、家居、银行、餐饮）等。截至到 2010 年底，百货收入 60.01 亿元，占营业收入比例 58.98%；超市收入 35.07 亿元，占营业收入 34.47%，X（电器、家居、银行、餐饮）等收入 4.78 亿元，占营业收入 4.69%。公司通过百货+超市+X 的业态组合模式，强化了业态间的协同效应，满足顾客的“一站式”购物需求。公司未来将主打天虹商场+君商百货两个品牌，进行百货连锁，双品牌运作覆盖中高端人群。

图 6：公司 2010 年收入结构



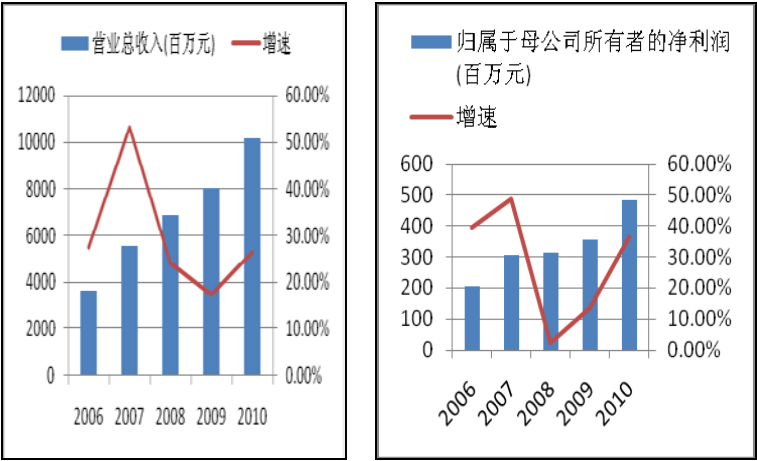
资料来源：公司年报, 国信证券

●销售状况良好 二季度业绩超预期概率大

公司发布 2011 年一季报，营业收入 35.86 亿元，同比增长 34.38%；归属于上市公司股东的净利润为 2.01 亿元，同比增长 43.52%，每股收益 0.5 元。一季度净利润同比增长 43.52%，稍高于市场预期。一季度公司新开两家门店，2011 年 1-3 月，公司实现可比店营业收入累计同比增长 24.76%。公司采取稳健的扩张策略，在新开门店费用支出增加和盈利之间寻找较好的平衡。从 1-5 月份公司的销售来看，整理运营较好，二季度公司业绩超预期的可能性大。

从公司历史数据来看，2006-2010 年公司营业收入复合增长率 29.1%，同期净利润复合增长率为 26.81%。净利润增速低于营业收入增速主要有两方面的因素：一是 2008 年由于金融危机的影响，净利润增速仅为个位数；二是公司门店扩张较快，新开门店开办费用增加。

图 7：2006-2010 年营业收入和净利润增速



资料来源：WIND, 国信证券

●门店扩张：每年新开 10 家门店 每年购买一家门店物业

2010 公司新开 6 家商场，2011 年一季度公司分别在江苏和福建新开溧阳天虹和永安天虹。公司已在深圳、厦门、南昌、福州、长沙、杭州、

苏州、北京、常州等14个城市，共拥有41家天虹直营门店，营业面积达到100.5万平方米，拥有君尚直营门店1家，3家特许经营管理商场。公司门店主要分布在深圳、南昌、东莞等地区。公司将坚持实施“有效益扩张和可持续发展”的发展原则。遵循“快速发展华南、东南、华中，稳步发展华东、华北，伺机进入西南、西北”的发展布局。

公司门店分布和坪效

地区	门店数	营业面积 (平方米)	营业收入(万 元)	坪效(万/ 平方米)
深圳地区	20	411045.3	558463.5	1.4
华南区	7	142284.5	65719	0.71
华中区	4	117378.7	44144.1	0.53
东南区	4	85752.61	90799.31	1.35
华东区	5	88683.36	23104	0.34
北京地区	2	42000	11120.11	0.51
合计	41	887144.47	793350.02	1.18

资料来源：招股说明书、国信证券泰九投资研究中心。备注：没有计入 2010 年新开业的营业面积，坪效也剔除了 2009 年和 2010 年新开门店。

门店扩张策略

- 1、每年新开 10 家门店 适度从重。坚持在保持公司利润良好增速的同时以每年 10 家左右的开店速度，同比增长约 22%。具体选址首先选择已有优势地位的华南华中华东三大重点发展区域，加密布局，其次根据每年发展节奏谨慎选择长三角区域。以前公司采取轻资产的门店扩张策略，现在转为适度从重策略，预计每年自购一家门店物业，提高自有物业在门店的比重，2011 年公司投资 3 亿元购买南昌联发广场 1-4 层物业（建筑面积 3.8 万平米），完成 2011 年购买自有物业目标。
 - 2、以城市中心店打品牌，以社区店抢占市场份额，形成众星捧月的模式。城市中心店和社区店相互配合，逐步形成门店群，以获得区域规模优势；形成优势的区域加快拓展，弱势区域快速培养，稳健推动跨区域发展工作。2010年公司在江西、福建等区域实现扭亏为盈。
- 具体门店分析，常兴天虹店的利润和坪效(1.78万元/平方米)相对较高。福建是公司异地扩张较为成功的地区，坪效为1.35万元/平方米。公司门店培育期约3年。南昌地区共有3家门店，第一家店扭亏为盈花了4年，第二家花了2年，第三家当年盈利。北京地区是公司未来重点争夺的地区，第三家门店新奥中心店预计在2012年五一前开业，2012年北京预计北京宣武店和国展店实现盈利。（公司总的标准是异地前2家店成功

扭亏后，才开第3家店。2008年12月开业的长沙芙蓉天虹预计2011年盈利。

预计公司 2011 年和 2012 年力争每年新增 10 家店，未来保持每年 4-6 家店的扩张速度。

●左手君尚 右手网上天虹

“君尚百货”抢占高端百货市场份额。2010年11月25日，天虹商场第一家高档百货店——“君尚”百货开业，是由深圳天虹广场改造升级的。一方面是满足高端消费者需求，另一方面是竞争策略的需要。君尚百货引入多种国际一线品牌：SKII、法国BIOTHERM碧欧泉、兰蔻等。“君尚”百货预计未来5年总销售额49亿元，未来5年平均给公司带来的净利润1600万元，年均利润增长率约50%。正在建设的中航广场位于华强北商圈，中航广场落成后，天虹商场将进驻开设“君尚”百货，预计营业面积达6万平米。

公司会员卡约 260 万张，华南（深圳、东莞、惠州）地区会员卡总数超过 200 万。公司的会员卡实现了全国通用，只是每个地区的积分规则有一些差异。VIP 的消费超过 50%，呈现上升趋势，每年提高几个点。分析会员卡数据，提高有效体系，提高忠诚度。通过体现让我们更好的收集顾客信息，支持我们的经营改善。一是不断去发展 VIP 数量，门店扩张，进入新的商圈、新的城市；二是提供针对性服务。会对金卡银卡提供增值的服务。三是 VIP 顾客有效性筛选。针对有效顾客，提供有效营销。精细化营销，有效分类。（银卡：当天消费 1000，当月消费 10000；金卡：一年内累计积分达到 1 万分。VIP 在服装区可能有九折左右；8.8 折。积分不同。在系统里自动实现返利。）

网上天虹上线。近两年来，网络零售额以 100%以上的增速增长，2010 年 3 月公司开通网上天虹，成立了电子商务事业部，线上线下协同，VIP 卡积分；有新商品协同，商品配送，与百货店的东西重叠，有形商场店的送货范围有限，通过引入第三方物流，加大网上商铺的存储和配送。目前，由于物流的制约因素，网上天虹主要销售在深圳地区。

●仓储物流建设：东莞大朗物流中心一期完工

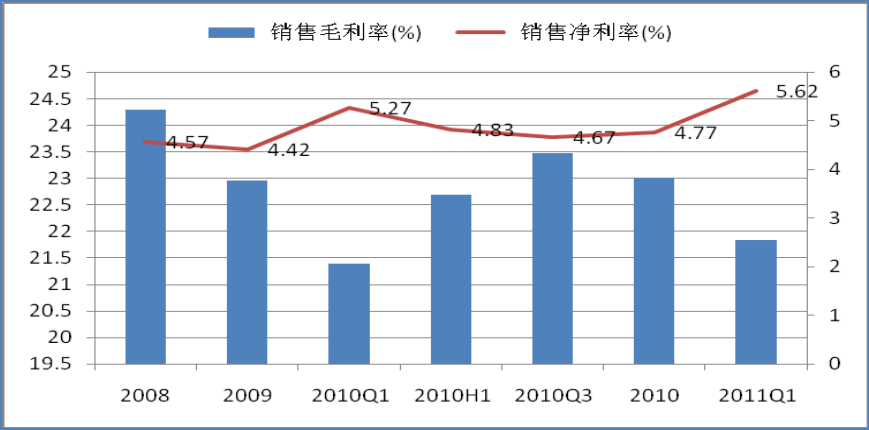
公司仓储管理体系按照“专业化分工、标准化作业、层级化管理”的原则设立和运行，由天虹商场沙河仓储配送中心及 3 个城市配送中心（南昌、厦门、福州）构成，覆盖范围为全国 3 省 6 个城市。沙河仓储配送中心的仓储面积仅 1.2 万平方米。公司现有配送能力与发展需求相差较大，仓储物流建设尤显重要。东莞大朗物流中心项目是公司募投项目之一，预计资金 1.98 亿元。东莞大朗物流中心项目约占 10 万平米土地，属于工业用地，成本较低，主要分三期建设：一期是常温库，已经建成；二期是低温库（预计在 2011 年底建成），主要是储存水果、蔬菜；三期还未完，可能是生鲜熟食的加工。建立物流中心的目的是：一是库容要求；二

是配送效率和分拣效率；三是降低配送成本。

●毛利率高于行业平均水平

2011 年一季度公司毛利率为 21.83%，比去年同期提升了 0.43 个百分点，高于行业平均毛利率水平（17.77%）。毛利率提高主要是由于品类管理、成本控制效果显现。公司通过平衡积分卡、供应链管理、针对客户消费习惯的量化分析等多种手段来加快存货周转。一季度净利润率 5.62%，比去年同期提升 0.35 个百分点（行业平均净利润率 4.8%）。

图 8：2008-2011 公司销售毛利率和净利润率



资料来源：WIND, 国信证券

●估值分析及投资建议

公司是国内零售商中异地扩张较为成功的上市公司，公司治理优良，毛利率和净利润率高于行业平均水平。公司采取稳健和适度从重的门店扩张策略。考虑到长沙天虹 2011 年扭亏，南昌天虹 2010 年扭亏，2011 年进入业绩快速释放期，我们预计 2011 年、2012 年和 2013 年净利润增速分别为 28%、25%和 22%，每股收益分别为 0.78 元、0.97 元和 1.18 元，对应的 PE 分别为 26.4 倍、21.3 倍和 17.5 倍。估值合理，给予“买入”评级。

●风险提示

- 宏观经济风险
- 门店异地扩张失败风险
- 短期管理层持股解禁压力

表 3：天虹商场 42 家门店数据

公司名称	成立时间	类型	营业面积(平方米)
深南天虹商场	1984. 1. 24	城市中心店	21793
福民天虹商场	2002. 11. 25	社区购物中心	12553. 05
创业天虹商场	2002. 11. 25	社区购物中心	19128. 57

龙华天虹商场	2002. 11. 25	社区购物中心	19005. 74
常兴天虹商场	2003. 10. 31	社区购物中心	31347. 5
龙新天虹商场	2003. 12. 9	社区购物中心	14810. 01
天虹购物广场	2003. 12. 9	城市中心店	37780. 65
双龙天虹商场	2005. 2. 3	社区购物中心	20720. 75
沙井天虹商场	2004. 5. 9	社区购物中心	31888. 48
布吉天虹商场	2004. 5. 12	社区购物中心	17014. 39
东门天虹商场	2005. 6. 2	社区购物中心	25730
前进天虹商场	2006. 1. 10	社区购物中心	21048. 47
松岗天虹商场	2006. 10. 8	社区购物中心	18585. 21
西丽天虹商场	2006. 1. 11	社区购物中心	17521. 02
观澜天虹商场	2007. 10. 9	社区购物中心	16660
深南天虹新店	2007. 11. 21	社区购物中心	19544. 02
民治天虹商场	2007. 11. 22	社区购物中心	20179. 83
后海天虹百货	2007. 11. 23	城市中心店	15373. 73
沙河天虹商场	2008. 06. 12	社区购物中心	16456
国贸天虹	2008. 12. 5	城市中心店	35697. 9
龙岗横岗信义	2010. 12		25000
深圳地区小计（20）	-	-	411045. 3
惠州天虹	2005. 8	城市中心店	23023. 93
惠州惠阳天虹	2009. 9. 12	社区购物中心	27500
东莞东纵天虹商场	2004. 9. 9	城市中心店	26410. 56
东莞常平天虹商场	2005. 8. 1	社区购物中心	15350
东莞长安天虹商场	2007. 12. 28	社区购物中心	24000
东莞黄江天虹	2010. 4. 24		26000
东莞厚街天虹	2010. 8. 6		
华南区小计（7）	-	-	142284. 5
南昌红谷天虹	2009. 9. 4	社区购物中心	20000
南昌江大天虹商场	2002. 6. 14	社区购物中心	13000
南昌中山路天虹百货	2007. 4. 19	城市中心店	54378. 67
长沙芙蓉天虹	2008. 12. 6	社区购物中心	30000
华中区（4）	-	-	117378. 7
厦门汇腾天虹商场	2003. 4. 22	社区购物中心	19778. 27
厦门大西洋天虹百货	2007. 1. 18	城市中心店	19488. 08
福州天虹百货	2006. 7. 12	城市中心店	46486. 26
福建永安天虹	2011. 1. 18		19120
东南区小计（4）	-	-	85752. 61
嘉兴天虹百货	2006. 3. 1	城市中心店	19971. 8
浙江湖州天虹	2010. 9. 30		
苏州金鸡湖天虹	2009. 4. 24	城市中心店	50911. 56
杭州萧山天虹	2009. 12. 17	社区购物中心	17800
江苏溧阳天虹	2011. 1. 16		2. 4 万（建筑面积）
华东区（5）	-	-	88683. 36
北京宣武天虹	2009. 4. 25	城市中心店	22000

北京国展天虹	2010.4.29	社区购物中心	20000
北京地区(2)			42000

表 4：天虹商场储备门店（截至到 2011 年 5 月数据）

	公告时间	门店	面积	预计开业时间	交易/投资总金额
1	2010-6-26	金华世贸中心（加盟）	24000 --		
2	2010-7-13	龙岗东晟时代花园	16629 -	11002	
3	2010-7-16	泉州世纪嘉园	24500	2011	2513
4	2010-7-16	苏州木渎新华商业广场	39000	2012	2654
5	2010-7-16	绍兴柯桥	33000	2012	3039
6	2010-7-16	总部大楼旗舰店（自有）	39600	2013	88800
7	2010-8-21	株洲银天商业广场	33552	2013	40866
8	2010-8-21	娄底万豪城市广场	33000	2012	28424
9	2010-10-13	南昌京东购物广场	30000	2012	17507
10	2010-11-3	吉安市人民大会堂用地	17000	-	4994.05
11	2010-11-09	浙江绍兴蓝天商业中心	30000	-	20245
12	2010-11-9	东莞虎门地标广场	38000	2011	4648
13	2010-11-9	成都武侯莱蒙置地广场	30000	2012	3358
14	2010-11-19	青岛诺德广场	47000 -	53571	
15	2010-12-9	威海东城国际（加盟）	34800 --		
16	2011-1-13	江西赣州	25000	2012	25860
17	2011-1-13	苏州新地	22000	-	28893.76
18	2011-3-19	岳阳汇泽大厦	18500	-	20877
19	2011-4-7	深圳振业星海商业广场	19000	2012	28822
20	2011-5-11	北京新奥购物中心	37000	-	96865
合计	-		591581		

表 5：2011-2013 年公司营业收入区域拆分

地区	2010	2011E	2012E	2013E	2011 增速	2012 增速	2013 增速
华南区	719307.91	834397.18	959556.76	1098692.49	16.00%	15.00%	14.50%
华中区	58084.81	74348.55	93679.18	114288.60	28.00%	26.00%	22.00%
华东区	28521.89	34796.70	42451.98	50942.37	21.00%	22.00%	20.00%
东南区	113617.18	137476.78	164972.14	194667.13	22.00%	20.00%	18.00%
北京	13344.13	18014.58	23058.66	28362.15	35.00%	28.00%	23.00%
小计	932875.92	1099033.80	1283718.71	1486952.73	17.81%	16.80%	15.83%
新开门店	84560.08	167674.20	299666.29	444777.27	-	-	-
总计	1017436	1266708	1583385	1931730	24.50%	25.00%	22.00%
门店数	43	53	63	71	23.25%	18.86%	12.69%
备注	1 新开 6 家	1 新开 10 家	新开 10 家	新开 8 家	-	-	-

表 6：天虹商场 2011-2013 年盈利预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10174.36	12667.08	15833.85	19317.30
收入增速	26.28%	24.50%	25.00%	22.00%

营业成本	7831.75	9673.35	12072.94	14712.49
营业税金及附加	48.39	60.97	76.21	92.97
销售费用	1486.63	1874.73	2335.49	2849.30
管理费用	191.18	245.56	302.56	365.26
财务费用	-5.56	41.00	50.00	65.00
销售费用率(%)	14.61	14.80	14.75	14.75
管理费用率(%)	1.88	1.94	1.91	1.89
财务费用率(%)	-0.05	0.32	0.32	0.34
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	-0.33	0	0	0
其他收入	0.00	37.09	18.58	10.96
营业利润	621.64	808.56	1015.23	1243.23
营业外净收支	19.44	19.44	19.44	19.44
利润总额	641.08	828.00	1034.67	1262.67
所得税费用	156.08	207.00	258.67	315.67
所得税率	24.30%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	485.00	621	776	947
净利润增速	36.25%	28.04%	25.00%	22.00%
总股本（百万股）	400	800	800	800
EPS（元）	1.21	0.78	0.97	1.18
PE	35	27	22	18

资料来源：招股说明书、国信证券泰九投资研究中心

表 7：天虹商场同行业上市公司比较：

证券代码	证券简称	净利率	销售毛利率	期间费用率	存货周转率	营业收入（亿）	净利润（百万）	市盈率(PE)	市销率(PS)	总市值
600694.SH	大商股份	0.42	18.94	16.39	13.71	243.43	121.78	56.68	0.50	133.88
000987.SZ	广州友谊	9.12	21.84	8.38	19.98	35.86	327.19	25.05	2.28	87.66
600697.SH	欧亚集团	3.17	14.85	9.96	14.32	52.28	131.91	35.75	0.87	48.49
600859.SH	王府井	3.14	18.20	12.50	39.18	139.46	376.03	41.49	1.20	179.67
600729.SH	重庆百货	2.50	14.90	11.52	16.93	212.13	527.25	25.04	0.65	172.48
002277.SZ	友阿股份	6.17	18.67	9.35	17.79	35.64	216.15	31.67	2.13	83.70
002419.SZ	天虹商场	4.77	23.02	16.44	31.69	101.74	485.00	32.51	1.60	177.56
000417.SZ	合肥百货	5.20	16.66	9.41	11.45	70.62	285.74	21.10	1.24	94.46

表 8:天虹商场财务预测

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	4453	5401	6541	8041		营业收入	10174	12667	15834	19317
应收款项	192	240	299	365		营业成本	7832	9673	12073	14712
存货净额	290	359	448	547		营业税金及附加	48	61	76	93
其他流动资产	125	155	194	237		销售费用	1487	1875	2335	2849
流动资产合计	5061	6155	7483	9190		管理费用	191	246	303	365

固定资产	1092	367	470	563	财务费用	(6)	41	50	65
无形资产及其他	527	509	491	474	投资收益	0	0	0	0
					资产减值及公允价				
投资性房地产	471	471	471	471	值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	37	19	11
资产总计	7150	6993	8423	10225	营业利润	622	809	1015	1243
短期借款及交易性金融									
负债	0	0	0	0	营业外净收支	19	19	19	19
应付款项	1299	1608	2010	2452	利润总额	641	828	1035	1263
其他流动负债	2540	3156	3943	4811	所得税费用	156	207	259	316
流动负债合计	3840	4764	5953	7263	少数股东损益	0	0	0	0
					归属于母公司净利				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	润	485	621	776	947
其他长期负债	0	0	0	0					
					现金流量表（百万				
长期负债合计	0	0	0	0	元）	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	3840	4764	5953	7263	净利润	485	621	776	947
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	(0)	0	0
股东权益	3310	3711	4211	4822	折旧摊销	91	93	93	93
负债和股东权益总计	7150	8475	10164	12085	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(6)	41	50	65
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	797	472	692	943
每股收益	1. 21	0. 78	0. 97	1. 18	其它	(0)	1	1	1
每股红利	0. 00	0. 28	0. 34	0. 42	经营活动现金流	1373	1186	1561	1983
每股净资产	8. 27	4. 64	5. 26	6. 03	资本开支	(521)	0	(129)	(129)
ROIC	23%	13%	13%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	17%	18%	20%	投资活动现金流	(521)	0	(129)	(129)
毛利率	23%	24%	24%	24%	权益性融资	1933	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	7%	7%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	7%	7%	支付股利、利息	0	(220)	(276)	(336)
收入增长	26%	25%	25%	22%	其它融资现金流	(29)	(202)	(156)	(161)
净利润增长率	36%	28%	25%	22%	融资活动现金流	1904	(422)	(432)	(497)
资产负债率	54%	56%	59%	60%	现金净变动	2755	488	841	1168
					货币资金的期初余				
息率	0. 0%	2. 5%	3. 1%	3. 8%	额	1698	4453	5401	6541
					货币资金的期末余				
P/E	18. 1	27. 5	21. 3	17. 5	额	4453	4941	1217	1544
P/B	2. 7	4. 7	4. 2	3. 6	企业自由现金流	980	860	1213	1608
EV/EBITDA	17. 8	23. 7	20. 3	17. 7	权益自由现金流	951	634	1025	1409

资料来源：招股说明书、国信证券泰九投资研究中心

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构

成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，国信证券股份有限公司不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。本公司的销售人员，交易人员和其它专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。本报告的版权归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

公司投资评级说明

买入（Buy）

预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有（Hold）

预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出（Sell）

预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

行业投资评级说明

买入（Buy）

预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有（Hold）

预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出（Sell）

预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。