

成商集团 (600828)

买入/维持评级

股价: RMB12.34

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlhc.com.cn

联系人

洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.htlhc.com.cn

相关研究

《经营持续向好, 跨区模式特殊》

2011/04/25

《跨区扩张, 初试身手》-2011/03/22

《不确定中的确定》-2011/03/01

《坐拥低价土地, 扩张有条不紊》

2011/01/12

《千呼万唤始出来》-2010/12/14

《趋势不变, 高增长仍看未来》

2010/10/24

《稳健前行, 前途光明》-2010/08/31

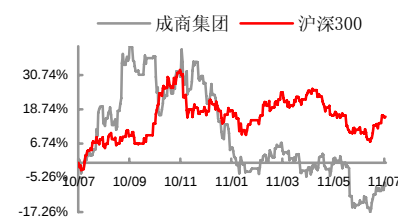
《趋势不变, 立足于长远》-2010/08/12

《寄翼明年破茧成蝶》-2010/07/14

基础数据

总股本 (百万股)	439
流通 A 股 (百万股)	439
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,406

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

受益西部 前景光明

- 我们近期调研了成商集团成都、南充、绵阳的 4 家门店以及所在区域竞争对手的门店, 同时与管理层就公司经营情况和未来发展进行了深入交流。
- 对四川零售市场的调研是我们继湖南湘潭、河南新乡、江苏南通之后实地考察中国三四线市场消费环境及零售竞争格局的第四站。国内三四线市场极其旺盛的消费需求, 以及相对缺乏的优质零售供给, 将使成商这样率先战略布局充分受益。
- 我们预计公司 2011 年成都以外门店收入增长达 51%, 南充、绵阳地区门店未来几年将成为公司业绩增量的重要来源, 预计南充五星店 11 年实现净利润 2800 万元, 模范街店基本盈亏平衡; 绵阳兴达店 11 年净利润贡献约 2000 万元的主力门店, 临园店预计盈利 300 万左右。
- 成都常住人口突破 1400 万大关, 成为全国人口第四大城市 (副省级第一大), 消费需求不断提升。同时, 成都商业供给快速增长, 从我们调研的情况看, 核心商圈面临品质升级, 圈内百货公司多定位于中高端客群, 而新型商圈正伴随城市扩大化逐步兴起。
- 盐市口二期、茂业国际中心和九眼桥三大商业地产项目逐步开业, 有助于公司巩固其在成都地区的市场地位。目前茂业中心已临近竣工, 预计年内开业。我们测算该项目 11-12 年亏损 1200 万、200 万, 13 年实现盈利; 盐市口二期已动工, 考虑到其处于成熟核心商圈, 我们测算该项目 12 年开业当年即能实现盈利; 九眼桥项目预计年内启动与拆迁户的谈判工作。
- 市场最为关注的太平洋百货春熙路店收回纠纷仲裁, 预计将于本月开庭审理。我们认为最终的解决方式可能是双方庭外和解, 达成折中的租金或净利润分成方案, 而并非拖延到仲裁或诉讼结果。即使在最悲观预期下, 公司仍能获得约 5500 万元的投资收益 (2600 万+3500 万, 扣除租金应缴税约 600 万)。我们按新股本测算公司 11-13 年 EPS 分别为 0.48、0.61 和 0.83 元, 现价对应 11 年 PE 为 26 倍, 维持买入评级!
- 风险提示: 太平洋店收回时间的不确定性; 三大商业地产项目进度缓慢。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,710.7	2,314.3	3,127.6	3,890.2
(+/-%)	(0.7)	35.3	35.1	24.4
归属母 司净利润(百万)	138.3	211.3	269.6	363.5
(+/-%)	8.2	52.8	27.6	34.8
EPS(元)	0.38	0.48	0.61	0.83
P/E(倍)	32.6	25.6	20.1	14.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

我们近期调研了成商集团在成都、绵阳、南充地区的门店。这是近期继湖南湘潭、河南新乡、江苏南通之后实地考察中国三四线市场消费环境及零售竞争格局的第四站。

与前三站感受相似，我们切身体会到国内三四线市场极其旺盛的消费需求，以及相对缺乏的优质零售供给。成商在南充、绵阳地区的成功，一方面是公司经营能力的体现，另一方面正是三四线市场旺盛的消费能力与相对不激烈的零售竞争的必然结果。四川省内其他经济实力较强、人口凝聚力较强的城市将成为公司未来增长的动力来源。不仅是成商，国内所有的区域百货龙头都将有机会在国内 260 余个地级市、700 余个县级市的广阔市场的开拓中打开未来成长空间，解除市场担忧。

成都地区零售市场的竞争激烈一直是市场对成商集团能否延续较强的区域垄断力的担忧根源。我们此次在调研公司门店之外，也走访了当地王府井、仁和春天、仁恒置地、远东百货、时代百盛等竞争对手门店。

作为全国人口第四大城市，1400 万的常住人口实质上为成都零售市场提供了强大的需求。而成都核心商圈的优质零售供给今年来一边提升品质，一边向二环路外扩张，逐步由原有的中等规模百货业态向大型购物中心业态扩展。公司茂业中心、盐市口二期、九眼桥三大商业地产项目正是把握住这一成都零售业变革趋势，有助于公司巩固其在成都地区的市场地位。

市场最为关注的太平洋百货春熙路店收回纠纷仲裁，预计将于本月开庭审理。目前双方的分歧主要在于利润分配条件。太平洋百货虽然能以仲裁或诉讼的方式进行拖延，但最终胜诉概率较小。我们认为最终的解决方式可能是双方庭外和解，达成折中的租金或净利润分成方案，而并非拖延到仲裁或诉讼结果。

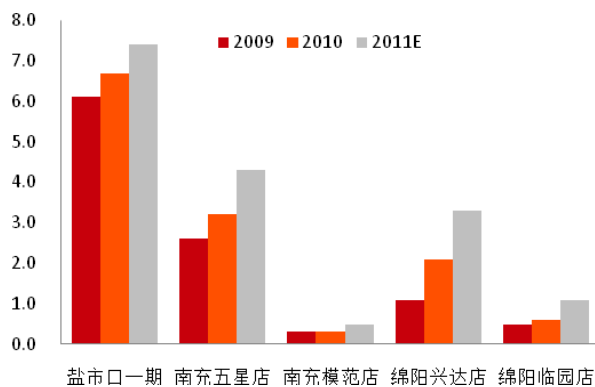
公司是四川省内网点分布最广、区域位置最佳、网点渗透率最高的零售商，目前共拥有 11 家百货门店+1 家超市门店。我们将公司现有门店的基本情况以及主力门店的经营情况汇总于下表，供您参考！

表格 1：公司现有门店基本情况

门店名称	物业	门店沿革	建筑面积（平方米）
盐市口一期	自有	1953 年开业，前身为成都人民商场；2006 年重新装修	53873
南充五星店	自有	2001 年 11 月收购后开业，2010 年进行较大品类调整	25994
南充模范店	自有	2008 年 9 月 26 日开业，2010 年压缩经营面积：1-3F 做经营、4-5F 餐饮和院线，预计 2011 年调整就位	24035
绵阳兴达店	自有	2008 年 9 月斥资 2.26 亿收购，2009 年 2 月-4 月闭店装修，2009 年 4 月 29 日重开业，2010 年下半年调整基本完毕，进入快速成长期	27617
绵阳临园店	自有	2007 年 8 月底斥资 6000 万元收购，2008 年 1 月 9 开业，2010 年两次大调整耗时 3 个月	21713
武侯店	租赁	1996 年 11 月开业，2007 年重新装修	16000
龙泉店	租赁	2009 年 9 月 29 日开业	8373
清江店	租赁	2010 年 2 月 10 日开业	5033
温江店	租赁	2001 年 5 月开业	8422
白塔店	租赁	2003 年 9 月开业	15115
菏泽茂业	自有	2011 年 3 月 18 日，以 1.341 亿元收购 90% 的股权，并委托茂业国际经营管理	29426
东方红超市	自有		12000

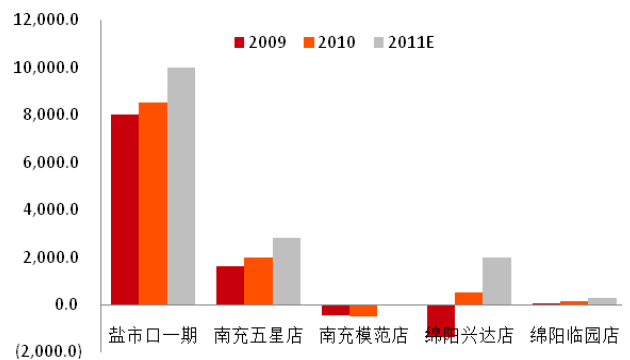
资料来源：华泰联合证券研究所

图 1：公司主要门店收入调研更新（亿元）



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2：公司主要门店净利润调研更新（万元）



资料来源：华泰联合证券研究所

南充+绵阳：尽享三四线消费崛起

我们于7月6日、7日分别调研了公司的南充和绵阳分公司，实地参观了公司在两个区域的4家门店以及其他百货门店，切身感受了三四线市场极其旺盛的消费需求。无论是南充还是绵阳，受CPI高企、经济冲击影响都较小，且当地零售格局均为3-4家百货盘踞核心商圈、落后街边店业态大量存在。公司在上述区域各有2家门店，均位于核心商圈，定位中高端与中低端，错位经营，形成优势互补。我们认为南充、绵阳地区将成为公司未来几年业绩增量的主要来源之一。

根据我们此前调研经验，在目前的消费需求下，三级城市可容纳的百货业态规模以30亿为中位数，四级城市可容纳的百货业态规模约为5-10亿元。而在大量的三四线城市普遍存在优质零售供给不足的状况。除了已经进入并取得优势的南充、绵阳地区外，公司也积极关注成渝经济区范围内包括德阳、宜宾、达州、资阳等在内的十余个经济实力较强的城市。从公司总部到绵阳、南充分公司层面，都在积极寻找合适的优质物业，并以收购或自建的方式实现进一步扩张。

南充地区调研情况

南充总人口约750万人，其中城区人口已超过80万，公司2家门店所处的顺庆区，是目前南充市文化、政治、商业中心，占全市社销约75%。公司家电销售在南充地区处于绝对领先地位，两家门店合计销售额占南充家电市场50%以上。

目前公司在南充地区的主要竞争对手为盛华堂百货（约1万平米，年销售额约1亿元）以及新世纪商都（约3.2万平米，年销售额约1亿元）。从调研情况来看，盛华堂百货虽处五星商圈的核心位置，但其品牌定位、门店布局等方面较为逊色，而新世纪商都虽然拥有较大体量和停车位等配套设施，但其位置处于相对劣势，加上南充居民对百货品牌的较高忠诚度，我们判断短期内公司在南充的领先优势难以被撼动。

公司在南充地区一季度实现收入1.32亿元，同比增长30%；我们预计全年实现收入5.1亿元，同比增长49.7%，实现净利润2800万元。

图3：南充地区商业竞争格局



资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所

盛华堂百货（1万平米，年销售额约1亿元）：位置好，但品牌定位、门店布局弱

新世纪商都（3万平米，年销售额约1亿元）：体量大、配套好，但位置较偏

五星店

五星店经营面积 1.8 万平米，自有员工 120 人，其主要业务是“百货+家电”，二季度销售增速与一季度持平，维持在 30% 左右，客单价约 500-600 元（剔除家电）。

五星店未来将专注于中高端消费者，因此品牌提升是该店一直以来的重要工作。去年该店品牌调整比例约 50%-60%，今年仍将继续完善。主要包括：1）压缩部分男装品牌的经营面积，提高坪效；2）转移儿童装、老年装至模范街店；3）二楼女装调整边厅品牌，以便引进 MANGO 等高端品牌；4）化妆品部分销售较差的末端品牌替换为优质品牌，提高销售额。

随着调整的进一步深化，我们认为五星店业绩仍有大幅提升的空间。预计该店 2011 年收入 4.25 亿元，同比增长 35%；实现净利润 2800 万元，同比增长 40%。

模范街店

模范街店建筑面积约 2.4 万平米，自有员工 180 人，其主要业务是“百货+家电+超市”。尽管今年该店商业面积由 5 层压缩至 3 层，但受益于模范街改造工程完工后的全新周边环境，该店一季度实现 27.6% 的收入增速。未来模范街店仍将陆续进行调整，主要包括：1）4-5 层引进大量配套项目，如与广东大地合作的电影院（2000 平方米左右）；2）地下车库预计 8 月将投入使用；3）压缩部分品牌经营面积，引进更多优质品牌，提高商场坪效。

尽管该店上半年仍未扭亏，但 6 月份单月已实现盈利。我们预计模范街店 2011 年实现收入 8000 多万元，基本实现盈亏平衡。

绵阳地区调研情况

绵阳总人口约 550 万人，其中城区人口约 120 万人，是四川省第二大城市。受益于灾后重建，绵阳城市建设跃进十年，当地消费需求极其旺盛。从调研情况来看，目前绵阳主要的百货公司大多集中于人民公园周边。尽管公司的 2 家门店开业时间不长，但凭借其所占领的黄金地段，未来有望成为绵阳地区最具人气的百货门店组合。

公司在绵阳地区的主要竞争对手为百盛、富安百货以及梅西百货。从调研情况来看，兴达店上升势头迅猛，对周边竞争对手形成巨大冲击，而临园店以百货+超市的大众定位与兴达店形成互补。公司目前在绵阳发卡消费仅占 10% 左右，未来将继续开拓以“九院”为代表的团购客户，争取达到 20%-30% 的比例。

公司在绵阳地区一季度实现收入 1.04 亿元，同比增长 35%；我们预计全年实现收入 4.4 亿元，同比增长 64.4%，实现净利润 2300 万元。

图 4： 绵阳地区商业竞争格局



资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所

百盛购物中心（2 万平
米，年销售额约 3-4 亿
元）：历史久、品牌好，
但物业条件受限

富安百货：拥有高端品
牌，但门店布局、动线
设计弱

梅西百货：位于兴达店
背面，地理位置差

兴达店

兴达店建筑面积 2.7 万平米，自有员工 135 人，自 09 年 4 月重新开业后，经营状况逐年提升，目前是绵阳地区品类最全、体量最大、购物环境最好的门店。该店定位于中高档流行时尚百货，客单价 600 元左右，同比大幅提升。

兴达店未来仍将继续进行品牌升级，主要包括：1）下半年继续拓展化妆品品牌，提高化妆品收入占比；2）4 月家电区开业后，销售情况喜人，7 月底-8 月初还将进行一轮品牌调整；3）引进施华洛世奇等品牌，加大黄金珠宝销售占比，目前该比例为 30% 多（明牌、周大福等珠宝品牌已从临园店转移至兴达店）；4）压缩家纺和运动品类面积，扩大女装、男装品牌，引进玛丝菲尔等高端品牌。

我们预计该店 2011 年实现收入 3.3 亿元，同比增长 55%；实现净利润 2000 万元，正式成为 2000 万元盈利贡献的主力门店。

临园店

该店建筑面积约 2.2 万平米，自有员工 65 人，经历去年品牌调整后有较大突破。该店定位于大众社区，并配套苏荷酒吧、瑜伽馆等项目，极大地增强集客能力。我们预计该店 2011 年实现收入 1.14 亿元，同比增长 100%，盈微利 300 万元左右。

成都：三大商业地产巩固市场地位

我们于 7 月 8 日调研公司成都总部，并实地参观了公司三大商业地产项目以及其他竞争对手主要百货门店。成都地区一度被市场解读为零售竞争无比激烈。此次调研我们体会到不同的感受。

成都是四川省省会，中西部地区特大中心城市。截至 2010 年 11 月，成都常住人口突破 1400 万大关，成为继重庆（2884.62 万人）、上海（2301.91 万人）、北京

(1961.20 万人)之后,全国人口第四大城市(副省级第一大)。伴随着人口快速增长,成都消费需求不断提升。

另一方面,成都商业供给在近十年也经历了飞速发展。我们实地考察了春熙路与盐市口商圈的主要百货门店,成都核心商圈的优质零售供给今年来一边提升品质,一边向二环路外扩张,逐步由原有的中等规模百货业态向大型购物中心业态扩展。公司茂业中心、盐市口二期、九眼桥三大商业地产项目正是把握住这一成都零售业变革趋势,有助于公司巩固其在成都地区的市场地位。

图 5: 成都市城区人口分布



资料来源:公司调研,华泰联合证券研究所

图 6: 成都市城区商圈分布



资料来源:公司公告,华泰联合证券研究所

表格 2: 成都核心商圈主要商业情况

	所处商圈	开业时间	定位	拥有化妆品/奢侈品品牌
王府井一店	春熙路	1999 年	高端百货	LAMER、雅诗兰黛、兰蔻、香奈儿
调研感受: 以女装及化妆品为优势项目, 品牌与客流量极佳, 是当之无愧的成都单体百货之王				
太平洋春熙路店	春熙路	1993 年	高端百货	兰蔻、香奈儿、雅诗兰黛等
调研感受: 品牌与客流量佳, 但受制于物业条件, 未来增长趋于平稳				
时代百盛	春熙路	2008 年	时尚百货	香奈儿、兰蔻、雅诗兰黛、Roberta 等
调研感受: 老牌零售, 拥有较为高端的化妆品品牌, 但离春熙路核心区域较偏, 地理位置差				
远东百货	盐市口	2011 年	时尚百货	CIELMODE、AGL、Nila&Nila、BELFE 等
调研感受: 新开业, 品牌陆续引进中, 未来将逐步从时尚百货转向高端百货, 物业条件佳				
仁和春天一店	盐市口	1996 年	奢侈品+高端百货	GUCCI、BOSS、施华洛世奇、兰蔻等
调研感受: 较好的实现了奢侈品与高端百货的融合, 但物业条件一般				
仁恒置地	盐市口	2011 年	奢侈品	GUCCI、LV、PRADA 等 80 余个国际一线品牌
调研感受: 1-2 楼均为国际一线品牌, 但往上招商情况不理想, 客流稀少				

资料来源:华泰联合证券研究所

茂业国际中心

茂业国际中心项目位于成都市南三环天府新城核心区域，紧邻地铁一号线，总建筑面积 34 万平方米，其中地下 2 层至地上 4 层共 9.1 万平米归属上市公司（商业部分面积 6.8 万平米），公司总投入约 4 亿元。目前项目已基本完工，招商工作稳步推进至合同签约环节，预计该项目今年 10 月底正式开业。

考虑到天府新城是成都市新的商业中心，我们保守估计茂业中心项目培育期约为 2 年。我们测算该项目 11-12 年分别亏损 1200 万、200 万，2013 年实现扭亏为盈。

图 7： 茂业国际中心建成后效果图



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

图 8： 茂业国际中心建设基本完工



资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所

表格 3：茂业中心项目盈利预测

（百万元）	2011E	2012E	2013E	2014E
收入	30.45	219.61	319.11	433.60
百货经营面积	14,903	14,903	14,903	14,903
百货坪效	8000	9000	15000	22000
百货收入	19.87	134.13	223.55	327.88
超市收入	7.60	49.77	58.06	66.35
租赁收入	2.98	35.71	37.49	39.37
综合毛利率	19.9%	23.7%	22.5%	22.3%
毛利	6.05	52.08	71.84	96.53

折旧摊销	5.62	33.73	33.73	33.73
水电费	0.67	4.50	4.95	5.45
人工费	0.83	6.00	6.60	7.26
广告费	0.83	5.00	5.00	5.00
其他费用	10.00	5.00	5.00	5.00
税前利润	-11.90	-2.15	16.56	40.09
净利润	-11.90	-2.15	12.42	30.07

资料来源：华泰联合证券研究所

盐市口二期

盐市口项目位于成都市中心盐市口商圈核心地段，分为南、北两区，整体规划、分期建设。目前，南区（原盐市口二期项目）正在进行地下室部分的施工。项目总建筑面积 15 万平方米，其中商业部分面积约 5 万平米，其余为写字楼和酒店。项目规划总投资 10 亿元，预计明年 5 月份商业部分开业时，累计资本支出约 3-4 亿元。

考虑到盐市口为成都老牌核心商圈，二期项目又毗邻一期，因此我们对二期开业后的培育期较为乐观。我们测算项目商业部分开业当年即能实现约 500 万元的盈利。

图 9： 盐市口二期项目进展



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 4：盐市口二期项目盈利预测

（百万元）	2012E	2013E	2014E	2015E
收入	150.30	324.16	390.52	435.66
百货经营面积	21,341	21,341	21,341	21,341
百货坪效	12000	13000	16000	18000
百货收入	128.04	277.43	341.45	384.13
租赁收入	22.26	46.74	49.07	51.53
综合毛利率	25.6%	25.4%	25.2%	25.6%
毛利	38.46	82.21	98.27	111.63

折旧摊销	17.73	35.47	35.47	35.47
水电费	3.00	6.00	6.30	6.62
人工费	3.00	6.50	7.15	7.87
广告费	2.50	5.00	5.00	5.00
其他费用	5.00	3.00	3.00	3.00
税前利润	7.22	26.25	41.35	53.68
净利润	5.42	19.68	31.01	40.26

资料来源：华泰联合证券研究所（不考虑酒店及写字楼部分的盈利）

九眼桥项目

九眼桥项目位于成都东南一环边上，靠近未来的成都市金融街。项目规划总用地面积 16 亩，拟建大型商业和住宅为一体的商住综合体，其中商业面积 2-2.5 万平方米。目前仍然处于对周边土地整合拆迁阶段，公司已将拆迁方案上报政府，预计下半年将启动与 80 户未拆迁住户的谈判。

太平洋收回纠纷案进程

市场最为关注的太平洋百货春熙路店收回纠纷案，预计将于本月开庭受理。太平洋方面申请的仲裁条件为：1）希望双方继续履行合同至 2014；2）分成方式由此前的 2600 万租金调整为 2600 万租金+扣除租金后净利润的 50%。而成商方面提交反仲裁，要求将 2011 年的租金调整为 1.2 亿，往后逐年递增 15%。同时，要求太平洋百货以每月 1000 万的数额赔偿年初至今的租金损失。根据远东百货年报，太平洋春熙路店 2009 年收入 7 亿元，净利润 8300 万元；2010 年收入 7.7 亿元（估算），净利润 7800 余万。

目前双方的分歧主要在于利润分配条件。太平洋百货虽然能以仲裁或诉讼的方式进行拖延，但最终胜诉概率较小。我们认为最终的解决方式可能是双方庭外和解，达成折中的租金或净利润分成方案，而并非拖延到仲裁或诉讼结果。

客观来说，太平洋百货收回纠纷在时间上存在不确定性，但即使在最悲观预期下（即公司仲裁失败，接受太平洋方面提出的利润分成方案），公司仍能获得约 5500 万元的投资收益（2600 万+3500 万，扣除租金应缴税约 600 万）。

风险提示

- 1、太平洋百货春熙路店收回时间上的不确定性；
- 2、公司三大商业地产项目的建设进度低于预期；
- 3、公司向四川省内三四线市场扩张步伐缓慢。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	318	365	492	623	营业收入	1,711	2,314	3,128	3,890
现金	125	116	156	208	营业成本	1,317	1,784	2,415	2,979
应收账款	5	7	8	13	营业税金及附	28	28	38	47
其他应收款	84	87	117	144	营业费用	165	211	286	346
预付账款	4	36	48	60	管理费用	32	42	53	62
存货	99	119	161	198	财务费用	27	24	26	25
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	0	6	17	19
非流动资产	1,294	1,522	1,981	2,271	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	173	173	173	173	投资净收益	38	55	60	64
固定资产	341	377	820	1,185	营业利润	180	276	353	477
无形资产	330	294	258	222	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	451	678	730	691	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,612	1,887	2,472	2,894	利润总额	182	276	353	477
流动负债	534	599	916	976	所得税	45	66	85	114
短期借款	0	43	156	0	净利润	137	210	268	362
应付账款	254	357	483	596	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	280	199	277	380	归属母公司净	138	211	270	364
非流动负债	453	453	453	453	EBITDA	301	430	494	624
长期借款	453	453	453	453	EPS (元)	0.38	0.48	0.61	0.83
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	987	1,052	1,369	1,429	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	14	13	12	10	成长能力				
股本	366	439	439	439	营业收入	-0.7%	35.3%	35.1%	24.4%
资本公积	30	30	30	30	营业利润	43.3%	53.3%	27.8%	35.0%
留存收益	214	353	622	986	归属母公司净	8.2%	52.8%	27.6%	34.8%
归属母公司股	625	835	1,103	1,465	获利能力				
负债和股东权	1,612	1,887	2,472	2,894	毛利率(%)	23.0%	22.9%	22.8%	23.4%
现金流量表					净利率(%)	8.1%	10.6%	9.3%	8.1%
单位:百万元					ROE(%)	22.7%	25.7%	24.7%	25.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)				
经营活动现金	246	228	485	644	偿债能力				
净利润	137	211	270	364	资产负债率(%)	61.2%	55.8%	55.4%	49.4%
折旧摊销	53	83	132	185	净负债比率(%)	50.52%	51.51%	47.79%	34.89%
财务费用	27	24	26	25	流动比率	0.60	0.61	0.54	0.64
投资损失	(38)	(55)	(60)	(64)	速动比率	0.41	0.41	0.36	0.44
营运资金变动	40	(40)	101	117	营运能力				
其他经营现金	27	4	16	18	总资产周转率	1.11	1.32	1.44	1.45
投资活动现金	(87)	(256)	(531)	(411)	应收账款周转	298.51	380.11	414.95	374.51
资本支出	(150)	(261)	(541)	(425)	应付账款周转	5.70	5.84	5.75	5.52
长期投资	(47)	(50)	(50)	(50)	每股指标 (元)				
其他投资现金	(284)	(567)	(1,121)	(886)	每股收益(最新	0.38	0.48	0.61	0.83
筹资活动现金	(104)	19	86	(181)	每股经营现金	0.67	0.52	1.11	1.47
短期借款	0	43	113	(156)	每股净资产(最	1.67	1.87	2.49	3.32
长期借款	(53)	0	0	0	估值比率				
普通股增加	163	0	0	0	P/E	32.6	25.6	20.1	14.9
资本公积增加	(143)	0	0	0	P/B	7.4	6.6	5.0	3.7
其他筹资现金	(70)	(24)	(26)	(25)	EV/EBITDA	17.9	14.8	13.4	10.6
现金净增加额	56	(9)	41	52					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn