

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

友好集团

600778

推荐

储备项目稳步推进, 地产项目结算动力强

— 中期业绩解读电话会议纪要

8 月 22 日, 我们组织了公司董秘与机构客户的电话会议交流, 重点解读了公司上半年的经营情况, 并对未来的经营状况, 购物中心、超市、家电连锁等储备项目、房地产项目等投资者关心的问题进行了深入的交流。

投资要点:

- **主力门店天百大楼和友好商场将保持快速增长:** 天山百货大楼和友好商场上半年的同店增长分别达到了 33% 和 33.9%。展望 2011 年全年, 预计友好商场的销售收入稳超 11 亿元, 天百大楼可达 15 亿元; 展望 2012 年, 因面积扩充的原因, 友好商场的增速还有望保持 30% 以上; 而天百大楼的平效已达 5.77 万元 (15 亿收入, 2.6 万营业面积), 继续提高有难度, 预计明年的增速 20% 左右。
- **异地门店将保持高增长:** 库尔勒店有望保持高增长: (1) 公司有望租赁负一楼经营友好超市, 从而使功能更完善, 业态组合更完整; (2) 3、4 层目前招商不足, 大量面积用于转租且租金低, 随着培育的成熟, 将采用联营模式引进更多品牌。伊犁店: 开业几个月来的经营情况超预期, 部分商品因供应商备货不足而出现脱销影响了销售。预计明年起不再出现类似情况, 营收将保持高增长。
- **储备项目: 1、购物中心:** 奎屯天百 (4.75 万平米)、美林小区购物中心 (5.1 万平米) 和阿克苏天百 (7.05 万平米) 将分别于 2012 年 4 月、4 月和 8 月开业, 预计培育期分别为 3 年、2 年和 3 年; 2、电器: 科学大厦电器卖场将于 10·1 前后开业, 伊犁家电家居卖场将于年底陆续开业; 3、超市: 今年将新增 4 万平米以上的营业面积。未来, 公司超市业务有 3000-5000 平米之间的标准超市为主。
- **友好百盛分红将贡献 EPS 0.12 元:** 友好百盛上半年含税销售收入 4.7 亿元, 净利润为 3,368 万元。预计未来百盛的收入增速在 10-20% 之间。假设 2011 年百盛的分红率为 35%, 综合考虑来自去年未分配利润的分红 1159 万元; 则 2011 年全年分红总额可达 3595 万元, 折合 EPS 0.12 元。
- **资金需求大, 房地产项目结算动力强:** 公司资产负债率和财务费用率上升速度加快, 在我们的预期之中。汇友地产为合资公司, 在结算、实施利润分配前, 公司无法支配房地产项目的收入。储备项目对资金的需求决定了公司对加快房地产项目建设和结算的诉求是非常强烈的。
- **维持“推荐”评级:** 商业板块营业收入分别为 32.61、45.91 和 60.70 亿元, 贡献 EPS 分别为 0.35、0.44 和 0.57 元。分部估值法中商业板块 2011 年估值上调至 35 倍 PE。目标价 15.71 元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 1、伊犁、阿克苏、奎屯等新门店培育期延长; 2、超市、电器连锁严重亏损

6-12 个月目标价: 15.71 元

当前股价: 14.36 元

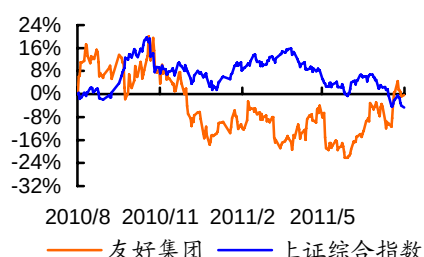
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2515.86
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	309
流通市值(亿)	44
EPS (TTM)	0.41
每股净资产 (元)	3.60
资产负债率	61.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
友好集团	2.64	4.37	12.95
上证综合指数	-9.20	-11.99	-11.89



相关报告

《友好集团-商业主业同比大幅增长, 友好百盛分红超预期》2011-8-17

《友好集团-主力门店保持快速增长, 地产反哺商业, 百货、超市、电器全线扩张》

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2917	4335	7707	9215
同比(%)	46%	49%	78%	20%
归属母公司净利润(百万元)	105	204	412	455
同比(%)	74%	94%	102%	10%
毛利率(%)	21.4%	22.3%	24.4%	23.2%
ROE(%)	10.1%	16.6%	25.7%	22.8%
每股收益(元)	0.34	0.66	1.32	1.46
P/E	41.93	21.59	10.69	9.69
P/B	4.24	3.59	2.75	2.21
EV/EBITDA	15	8	4	4

资料来源: 中投证券研究所

一、公司 2011 年上半年各门店经营情况

表 1 公司 2011 年上半年各门店经营情况及未来展望

门店	销售收入 (亿元)	销售 占比	同比增速	毛利率	毛利率与去 年同期相比	备注
天山百货大楼	6.90	36.0%	33.0%	18.4%	下降了 0.5%	今年上半年负一楼超市停业装修，为减轻对百货部分的冲击，促销力度加大导致毛利略微下滑
友好商场	5.87	31.0%	33.9%	20.6%	去年毛利率 不到 20%	
友好美美	2.60	14.0%	81.0%	14.3%	下降约 0.7%	促销力度加大引致毛利下滑
独山子金盛	0.66	3.5%	38.2%	14.7%	上升了 0.39%	
库尔勒天百	1.20	6.4%	85.0%	14.5%	下降了 0.5%	今年促销力度大，毛利率下滑
伊犁天百	0.53	2.8%	-	-	-	4 月 30 日开业，截止 6 月底，亏损 300 多万
天百名店	0.67	3.5%	15.0%	23-24%		公司托管天百名店，不并表，也不收取托管费

资料来源：公司调研、公司公告、中投证券研究所

注：此处的销售收入为公司集团口径的含税、含促销赠券的金额，与公告数据有所差别。下同。

1、公司 2011 年上半年淘汰了 38 个品牌，引进了 74 个新品牌。

2、天山百货大楼和友好商场上半年的同店增长分别达到了 33%和 33.9%，前者主要受益于 2009 年以来提档升级（尤其是 1 楼化妆品的提档），后者除有提档升级的因素外，去年还新增了 5500 平方米的营业面积（友好商场三期）。

3、展望 2011 年全年，预计友好商场的销售收入稳超 11 亿元，天百大楼可达 15 亿元；展望 2012 年，因面积扩充的原因，友好商场的增速还有望保持 30%以上；而天百大楼的平效已达 5.77 万元（15 亿收入，2.6 万营业面积），继续提高有难度，预计明年的增速在 20%左右。

4、友好美美位于喜来登酒店一侧的 3000 多平米店面正在装修，年底前可开业，营业面积将得到扩充；目前，友好美美一楼为国际一线奢侈品，二楼起降为国内一、二线品牌，二者之间缺乏过渡，面向的客户群也不相同。公司正着力引进国际二、三线品牌完成相应的过渡。随着品牌调整的推动，友好美美仍可保持高速的增长。

关于租金：按公司与原物业方昊泰实业所签协议，自租赁的第三个完整年度至第十五个完整年度（2011 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日），友好美美所付租金为 4000 万元/年。且当一个完整年度的销售额（包括全部销售收入和对外租赁场地租金收入及其他收入）超过 4.5 亿元人民币时，超出部分按销售额的 6%增加租金——租赁期前 5 年按不含税销售额，第 6 年起按含税销售额。2011 年上半年，友好美美含税收入 2.6 亿元，预计全年在 5.2-5.6 亿元左右。而 4.5 亿元的税后销售额对应的税前值约为 5.265 亿元。因此，我们预计，友好美美 2011 年将处于交纳额外租金与否的临界点上。友好美美 2010 年亏损

800 万元, 今年上半年已实现盈利 250 万元左右, 预计全年净利润约 500 万元。今年上半年, 友好美美含税销售额 2.6 亿元; 预计 2012 年起, 公司将为销售收入 (含税) 超过 5.265 亿元的部分缴纳额外 6% 的租金。这意味着, 公司销售额超过 4.5 亿元 (前 5 年税后, 第 6 年起税前) 的部分, 销售净利率超过 6% 才能在扣除额外租金后不侵蚀现有利润。

公司拓展友好美美的意义在于完善公司门店结构, 占据乌鲁木齐乃至新疆奢侈品销售的制高点, 为客户提供全方位的服务。

表 2 友好美美租金协议

年份	日期	租金 (万元/年)	额外租金
第 1 年	2009.1.1-2009.12.31	2000	(税后销售额-4.5 亿元) *6%
第 2 年	2010.1.1-2010.12.31	3200	
第 3 年-第 5 年	2011.1.1-2013.12.31	4000	
第 6 年-第 10 年	2014.1.1-2018.12.31	4000	(税前销售额-4.5 亿元) *6%
第 10 年-第 15 年	2019.1.1-2023.12.31	协商、顺延	

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

5、独山子店面临的客户群仅 7 万人左右, 且明年奎屯店的开业会吸引一部分客流, 难以保持持续的高增长;

6、库尔勒店有望保持高增长: (1) 现负一楼的超市 (1 万平方米左右) 是物业方租赁给了亿家汇好超市, 公司有望租赁该负一楼经营友好超市, 从而使功能更完善, 业态组合更完整; (2) 3、4 层目前招商不足, 大量面积用于转租且租金低, 随着培育的成熟, 将采用联营模式引进更多品牌。

7、伊犁店: 开业几个月来的经营情况超预期, 部分商品因供应商备货不足而出现脱销影响了销售。预计明年起不再出现类似情况, 营收将保持高增长。

二、储备项目—购物中心

目前, 公司有 3 个大型购物中心储备项目: 奎屯、美林小区和阿克苏天百国际购物中心项目。

1、奎屯天百购物中心 — 预计开业时间：2012 年 4 月

表 3 奎屯天百购物中心各项投资指标

指标	数值	单位
总投资额	35,583.63	万元
单位面积总投资额	7,491.29	元/平方米
商品房建筑面积	47,500	平方米
每平方米价格	5,500	元/平方米
商品房总价	26,125.	万元
购买房产及相关税费	27,039.38	万元
装修改造费	6,750	万元
设备购置、货架及桌椅等	600	万元
电子设备购置	194.25	万元
满足商品运营需营运资金	1,000	万元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

折旧和贷款利息是奎屯天百费用的主要构成部分，我们测算如下：

折旧

折旧：其中房产(含相关税费)及装修改造费用以 35 年折旧期残值率为 5%的方法计提折旧，年折旧为 917 万元(含装修改造费用 6750 万元)，其余设备设施等年折旧费用为 71.71 万元，年度总折旧额为 989 万元。

折旧年限（年）	35
年折旧额（万元）	917.14
其余设备等年折旧费用（万元）	71.71
年折旧总额（万元）	988.85

财务费用

按 5 年期以上银行贷款利率 6.40%、按项目总投入 3.56 亿元的 65%向银行贷款 2.314 亿元（含营运资金 1000 万元），年利息费用 1480 万元，10 年利息费用总额为 14784 万元；

贷款利息（万元）	1480
----------	------

该项目的可行性报告预测该项目培育期 3 年，前 3 年（完整年度）亏损分别为-3075、-2351 和-1346 万元，我们认为公司的测算偏于保守。我们预计明年 4 月开业后，2012-2014 亏损分别为-1500、-1000 和-200 万元。

2、阿克苏天百国际购物中心 — 预计开业时间：2012 年 8 月

表 4 阿克苏天百国际购物中心各项投资指标

指标	数值	单位
总面积	70,465	平方米
价格	6,045	元/平方米
购买物业的费用	42,598	万元
总投资额	59,659	万元
单位面积总投资额	8,466	元
购买房产及相关税费	44,176	万元
装修改造	11,781	万元
单位面积装修改造费用	1,672	元
设备购置及消防费用	350	万元
每万平方米设备购置及消费费用	50	万元
电子设备购置	152	万元
货架、餐桌等购置	200	万元
满足商品经营需营运资金	3,000	万元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

折旧和贷款利息是奎屯天百费用的主要构成部分，我们测算如下：

折旧

折旧：其中房产(含相关税费)及装修改造费用以 35 年折旧期残值率为 5% 的方法计提折旧，年折旧为 1518 万元(含装修改造费用 11780.8 万元)，其余设备设施等年折旧费用为 78.55 万元；年度总折旧额 1597 万元。

折旧年限（年）	35
年折旧额（万元）	1,518.83
其余设备等年折旧费用（万元）	78.55
年折旧总额（万元）	1,597.38

财务费用

贷款利息（万元）	2,481.81
----------	----------

该项目可行性报告中推测培育期 3 年，前 3 年（完整年度）亏损分别为 -4885、-4173 和 -2515 万元，第 4 年起开始盈利。我们认为，公司的预测偏保守，预计明年 8 月开业后，2012-2014 年亏损额分别为 -1511、-2653 和 -878 万元，2015 年开始盈利。

3、美林小区项目 — 预计开业时间：2012 年 4 月

该项目底商部分总面积为 51386 平方米，租金单价为 0.6 元/天/㎡，物业费 0.6 元/天/㎡ 支付，租金每三年递增 10%，15 年租金及物业费总额为 37,232 万元。

因该处物业形状狭长，不适合建一般意义上的购物中心。故公司拟在该物业开设友好超市和友好家电连锁，其余面积采用租赁的模式。

可行性报告中测算，该项目培育期 2 年，前 2 年（完整年度）亏损分别为 -1211、-277 万元。我们预计该项目明年 4 月开始营业，预计 2012-2013 年亏损额分别为 -800、-200 万元。

四、储备项目—电器连锁

相比苏宁、国美，公司家电业务拟定位于精品家电，不拼低价而以品质取胜。公司预付卡销售、全业态的服务也是公司相对于苏宁、国美的优势所在。

1、科学大厦家电卖场

面积为 3488 平方米的科学大厦家电卖场有望于今年 10·1 开业。我们认为，一方面，该项目紧贴友好美美购物中心，能充分发挥协同效应；另一方面，该项目是公司首个位于门店之外的家电卖场，相对独立，意味着公司向家电连锁迈出了重要的一步。

2、伊宁市“伊犁铜锣湾”D 区、F 区、H 区家电、家居卖场

项目概况：总面积为 25,785.17 平米，其中 D 区地上一层、地上二层面积为 8188 平米；F 区地下一层、地上二层面积为 5570 平米；H 区地下一层、地上一层、地上二层面积为 12025 平米；租赁场所起始租金为 0.879 元/天/平米，租赁期限 15 年。15 年租金总额为 2 亿元。

公司拟在该物业开设家电、家居卖场，预计 2011 年底开始陆续开业，开业后将和伊犁天百购物中心形成很好的协同效应。

可行性报告中预计该项目培育期 3 年，前 3 个完整年度亏损额分别为 -1073、-836 和 -395 万元。我们的预测与此基本吻合。

五、储备项目—超市

1 月份嘉和园悦园超市（1.2 万平米）和东方雅园便利店（1093 平米）、7 月马市小区店、宝山路店、喀什西路店均已开业。今年可完成年初制定的新增 4 万平米超市的目标，但开业家数不会到 20 家。

公司现有 15 家独立超市（含便利店）和友好商场、天百大楼、伊犁天百 3 个配套超市。2011 年上半年公司超市业务销售收入 3.35 亿元，同比增长 31%，实现毛利率 4789 万元，毛利率约为 14.3%。

未来，公司超市业务有 3000-5000 平米之间的标准超市为主，便利店不再是超市业务扩张的重点。

公司现有近 2 万平米的仓储中心（自有物业），可满足乌鲁木齐市内友好超市的仓储与配送所需。

目前，新疆境内的超市业务发展尚不充分，以夫妻店为主；乌鲁木齐市有 3 家家乐福，即将开第 4 家家乐福；尚没有沃尔玛，本土超市主要是爱家超市。

五、友好百盛

1、公司与百盛的协议期限为 20 年，2003 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，在合同有效期内，公司不会收回友好百盛的物业。

2、2013 年起，公司将与百盛执行新的租金协议，预计相比目前 2500 万元/年的租金上浮 10% 左右，即年租金在 2750 万元-3000 万元。

3、友好百盛 2011 年上半年含税营业收入 4.7 亿元，净利润为 3,368.68 万元。预计未来百盛的收入增速在 10-20% 之间。友好百盛不会用留存利润去开店，基本全部分掉，去年分红率低是因为有一层面积做了装修，占用了资金。今年中期的分红 1,159.43 万元是对去年未分配利润的分配所得。

4、假设 2011 年百盛的分红率为 35%，综合考虑来自去年未分配利润的分红 1159 万元；则 2011 年全年分红总额可达 3595 万元，折合 EPS 0.12 元。

5、我们对友好百盛业绩及分红的预测：

表 5 友好百盛分红预测

	2010	2011E	2012E	2013E
税后营业收入 (万元)	66,667	80,000	92,000	101,200
增速		20.00%	15.00%	10.00%
平效 (万元/年·平)	1.33	1.60	1.84	2.02
净利润(万元)	5268.00	6960.03	8740.04	9614.05
净利率	7.90%	8.70%	9.50%	9.50%
分红率	29.00%	35.00%	40.00%	40.00%
分红(万元)	1537.00	3595.44	3496.02	3845.62
EPS(元)	0.05	0.12	0.11	0.12

资料来源：公司公告，中投证券研究所

六、房地产项目

从中报数据来看，公司资产负债率和财务费用率上升速度加快，在我们的预期之中。其中，公司资产负债率已达 68.6%，公司将严控在 70% 的警戒线。因为汇友为合资公司，虽可并表，但在结算、实施利润分配前，公司无法支配房地产项目的收入。为了明年 3 个大的购物中心项目（奎屯、阿克苏、美林小区）顺利开业并控制资产负债率在可接受的水平，公司对加快房地产项目建设和结算的诉求是非常强烈的。

图 1 公司资产负债率 (%)

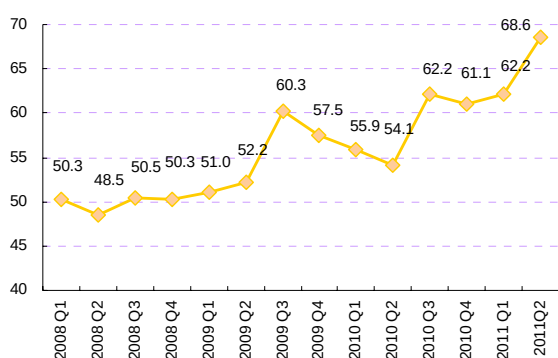
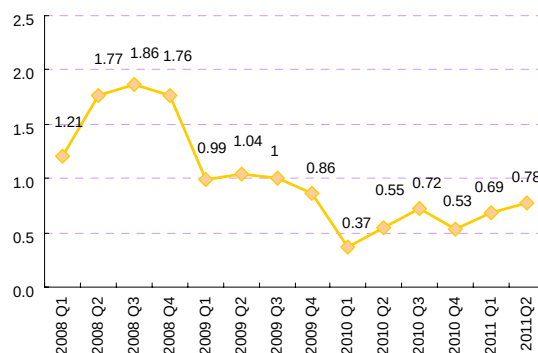


图 2 公司财务费用率 (%)



资料来源：公司公告，中投证券研究所

我们对公司房地产项目的完整测算过程如下：

表 6 汇友地产开发项目

项目名称	中央郡	马德里的春天	航空嘉园
位置	克拉玛依西路	新市区外环路	新市区迎宾路
建筑面积 (万平方米)	42	70	22
实际可售建筑面积占比	80%	80%	80%
均价 (元/平方米)	7,800	5,800	4,800
销售收入 (万元)	262,080	324,800	84,480
合计销售收入 (万元)	671,360		
汇友项目整体均价 (元/平方米)	6,263		

数据来源：公司调研，互联网，中投证券研究所

表 7 汇友地产项目净利润测算

指标	数值	备注
销售收入 (万元)	671,360	
土地成本 (万元)	70,500	
单位建安成本 (元/平方米)	2,500	
毛利润 (万元)	265,860	
毛利率	39.6%	
营业税金及附加/销售收入	9%	

三项费用/销售收入	8%	
利润总额(万元)	155,086	
所得税率	25%	
净利润率	17.33%	2009年8月公告中,公司测算“销售净利润为4.92亿元,平均销售净利润率为16.96%”
净利润(万元)	116,314	

资料来源: 中投证券研究所

公司原计划用5年时间对项目进行开发,而从目前建设进度看,项目周期仅需4年。假设2011-2014年各年结算比例分别为10%、40%、40%和10%。项目收益测算如下:

表8 汇友地产项目EPS贡献

年份	2011	2012	2013	2014
结算比例	10%	40%	40%	10%
结算收入(万元)	67,136	268,544	268,544	67,136
结算利润(万元)	11,631	46,526	46,526	11,631
权益利润(万元)	5,816	23,263	23,263	5,816
股本(万股)	31,149	31,149	31,149	31,149
EPS(元)	0.19	0.75	0.75	0.19

资料来源: 中投证券研究所

七、预付卡问题

从目前的预付卡销售和使用情况来看,公司未受到预付卡新规的影响;据悉,在中秋节和元旦前后,商务部会发起针对商业企业的预付卡调查。具体调查的力度和细节不详。

八、管理层激励

受房地产项目对利润的支撑,最近几年是做管理层激励的较好时间。公司也曾向乌鲁木齐国资委提出过方案,方式上倾向于奖励基金计划,但各方阻力较大,目前没有进展。

九、投资建议：维持“推荐”评级

表 9 分部估值

业务		2010	2011E	2012E	2013E
商业	EPS (元)	0.25	0.35	0.44	0.57
	PE		35	30	30
房地产	EPS (元)	0.04	0.19	0.75	0.75
	PE		10	10	10
万嘉热力	EPS (元)	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	PE		1	1	1
物流、广告、生物等	EPS (元)	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	PE		1	1	1
其他业务	EPS (元)	0.03	0.03	0.03	0.03
	PE		1	1	1
友好百盛分红	EPS (元)	0.05	0.12	0.11	0.12
	PE		15	15	15
合计	EPS (元)	0.34	0.66	1.32	1.46
	股价		15.71	22.40	26.59

注：公司其他业务收入除了友好百盛的租金 2500 万元/年外，主要是向供应商收取的管理费、促销费、场地租赁费等，与商业经营紧密相关，可视为商业贡献的利润。

维持公司 2011-2013 年营业收入分别为 43.35、77.07 和 92.15 亿元；其中商业板块营业收入分别为 32.61、45.91 和 60.70 亿元，贡献 EPS 分别为 0.35、0.44 和 0.57 元。将友好百盛分红贡献的 EPS 由 0.08 元上调至 0.12 元；分部估值法中商业板块 2011 年估值上调至 35 倍 PE。目标价 15.71 元，维持“推荐”评级。

附：财务预测表

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	1542	2491	5201	6373	营业收入	2917	4335	7707	9215
现金	665	1314	2996	3937	营业成本	2294	3369	5826	7073
应收账款	111	126	216	230	营业税金及附加	49	134	247	286
其它应收款	49	87	162	203	营业费用	140	160	220	267
预付账款	225	337	641	707	管理费用	296	337	547	650
存货	471	606	1165	1273	财务费用	15	34	55	89
其他	20	22	22	22	资产减值损失	11	12	13	20
非流动资产	1336	1281	1244	1171	公允价值变动收益	-6	-1	-5	-6
长期投资	53	57	57	62	投资净收益	20	31	32	35
固定资产	746	666	584	500	营业利润	127	318	827	860
无形资产	114	110	105	100	营业外收入	3	4	5	6
其他	423	448	498	509	营业外支出	4	1	7	8
资产总计	2878	3772	6445	7544	利润总额	126	321	825	858
流动负债	1458	1815	3460	3569	所得税	21	56	165	154
短期借款	185	200	300	400	净利润	106	265	660	703
应付账款	376	505	816	920	少数股东损益	1	61	247	249
其他	897	1110	2345	2250	归属母公司净利润	105	204	412	455
非流动负债	299	587	991	1345	EBITDA	254	463	996	1067
长期借款	216	516	916	1266	EPS (元)	0.34	0.66	1.32	1.46
其他	82	71	75	79	主要财务比率				
负债合计	1757	2403	4451	4914	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	81	142	390	638	成长能力				
股本	311	311	311	311	营业收入	45.8%	48.6%	77.8%	19.6%
资本公积	498	498	498	498	营业利润	99.3%	151.0%	159.8	4.0%
留存收益	230	419	800	1193	归属于母公司净利润	73.9%	94.2%	102.0	10.3%
归属母公司股东权益	1040	1227	1604	1991	获利能力				
负债和股东权益	2878	3772	6445	7544	毛利率	21.4%	22.3%	24.4%	23.2%
现金流量表					净利率	3.6%	4.7%	5.4%	4.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	10.1%	16.6%	25.7%	22.8%
经营活动现金流	419	417	1314	662	ROIC	22.5%	75.1%	-312.7	-639.6
净利润	106	265	660	703	偿债能力				
折旧摊销	112	111	114	118	资产负债率	61.0%	63.7%	69.1%	65.1%
财务费用	15	34	55	89	净负债比率	22.86	29.81%	27.32	33.90%
投资损失	-20	-31	-32	-35	流动比率	1.06	1.37	1.50	1.79
营运资金变动	187	39	519	-208	速动比率	0.73	1.04	1.17	1.43
其它	18	-1	-2	-5	营运能力				
投资活动现金流	-330	-33	-46	-21	总资产周转率	1.11	1.30	1.51	1.32
资本支出	354	0	0	0	应收账款周转率	29	37	45	41
长期投资	5	45	55	30	应付账款周转率	7.47	7.65	8.82	8.15
其他	30	11	9	9	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	72	265	414	299	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.66	1.32	1.46
短期借款	-43	15	100	100	每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.34	4.22	2.13
长期借款	208	300	400	350	每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.94	5.15	6.39
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	12	0	0	0	P/E	41.93	21.59	10.69	9.69
其他	-106	-50	-86	-151	P/B	4.24	3.59	2.75	2.21
现金净增加额	161	649	1683	941	EV/EBITDA	15	8	4	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳, 中投证券商业分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士, 3 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434