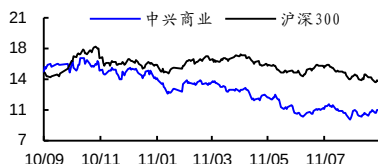


证券研究报告—深度报告
商业贸易
零售
中兴商业(000715)
推荐

(上调评级)

2011年9月16日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本(百万股)	279.0/278.1
总市值(百万元)	2,943.5/2,933.9
沪深300/深圳成指	2,497.75/10,892.39
12个月最高/最低(元)	16.70/9.47

相关研究报告:

《中兴商业-000715-三期开业仍在培育》——2011-8-12

《中兴商业-000715-拐点如期到来》——2011-3-24

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

跌入合理价格的沈阳百货

● 沈阳百货龙头, 主体是中兴商业大厦

公司属于质地优良的区域龙头企业, 大股东是沈阳国资委, 现在百货 2 家, 超市 6 家。2010 年公司主体---中兴商业大厦的收入贡献率为 71%, 营业利润贡献率超过 85%。

● 营业面积 12 万方的区域百货公司, 三期开业打开中期增长空间

公司属于质地优良的区域龙头企业, 中兴商业大厦 09 年实现单店营业收入 18.3 亿元, 坪效达 2.9 万元/平米。三期开业后整体的营业面积达到 12.4 万平米, 单体营业面积居于上市百货企业前列。2010 年三季度公司的一、二期停业装修, 低基数的原因, 预计三季度收入及业绩将有大幅度增长。

● 外部投资者撤离后, 公司的业务存在变化可能

2011 年 3 月公司公告美国华平投资集团董事及监事辞职, 标志着作为财务投资者的华平投资正式撤离。我们认为公司未来: 一方面可能寻求在省内战略扩张机会, 并在扩张过程中产生对资金的需求, 另一方面可能推进股权激励等激励措施, 如果发生上述变化, 对公司将产生积极的影响。

● 自有物业占比高, 保守 RNAV 在 11.3 元以上

公司目前共有自有物业面积 32.7 万平米, 我们保守按照每平方米 1.2 万元单价计算, 物业重估价值高达 39.6 亿元, RNAV 为 31.4 亿元, 折合每股 11.26 元, 如果按 1.5 万元的单价算, 物业重估价格达 14.9 元/股, 上升空间达到 31.8%。

● 盈利预测、估值及投资评级

随着三期开业, 业绩开始出现恢复性增长, 尤其在三季度开始显现。公司目前仍相当于单体百货, 近年来在东北的商业竞争中略显保守。在股权理顺的情况下, 如果能够适时启动激励、重启融资开店的扩张之路, 其发展空间又可以被打开, 目前市值 28 亿, 上调至“推荐”评级, 预计 2011~13 年的 EPS 分别为 0.39/0.45/0.51 元, 对应的 PE 为 26/22/20 倍。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,641.7	2,443.7	3,292.9	3,868.2	4,406.3
(+/-%)	8.6%	-7.5%	34.7%	17.5%	13.9%
净利润(百万元)	91.7	66	109	126	141
(+/-%)	46.3%	-27.6%	63.6%	16.1%	12.0%
每股收益(元)	0.33	0.24	0.39	0.45	0.51
EBIT Margin	4.7%	3.6%	4.0%	4.0%	3.9%
净资产收益率(ROE)	9.5%	6.6%	9.7%	10.2%	10.2%
市盈率(PE)	32.0	42.5	26.0	22.4	20.0
EV EBITDA	18.1	28.1	17.7	15.9	14.5
市净率(PB)	3.0	2.8	2.53	2.27	2.04

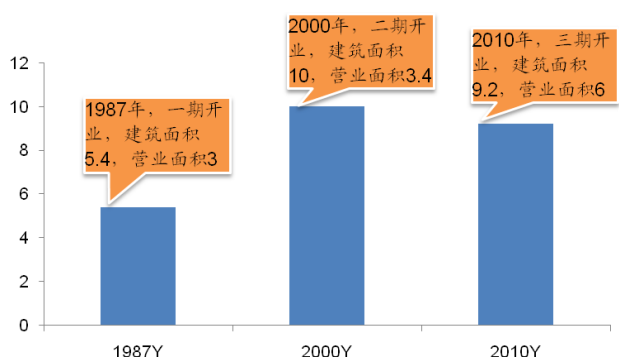
公司是沈阳首家商业上市公司.....	3
公司前身是中兴商业大厦.....	3
中兴方城（三期）开业，单体营业面积达 12 万平米	3
股权结构变迁.....	3
外部战略投资者完全离场.....	3
控制权集中，期待积极变化	4
区域分析：优质商圈中的优质品牌.....	5
沈阳的竞争加剧，老商圈面临顾客分流	5
太原街在沈阳有优势，但新兴商圈兴起，略显老化	6
中兴当之无愧是太原街的龙头，发展有空间	7
主业分析---三期带来中期提升空间.....	7
中兴大厦是盈利主体，三期开业带来中期提升宰	7
“两翼”（6 家超市加抚顺店），稳中求进	8
2011 年上半年，业绩进入恢复增长期，净利润增长 18%.....	8
三季度判断业绩增速较大的提升（2010 年三季度在装修）	9
自有物业占比高，保守 RNAV 在 11.3 元每股以上.....	9
盈利预测---三期带来中期提升空间.....	10
收入及费用率假设	10
推荐理由与盈利预测	10
风险提示	10
附表 1：财务预测与估值.....	11
国信证券投资评级.....	12
风险提示	12
证券投资咨询业务的说明	12

公司是沈阳首家商业上市公司

公司前身是中兴商业大厦

公司前身是 1987 年 12 月创立的中兴-沈阳商业大厦有限公司，过去的主体是中兴商业大厦，即现在的中兴大厦一期，建筑面积 5.4 万平米，营业面积 3 万平米。95 年，沈阳第一家商业集团——中兴商业集团成立；97 年，公司完成上市，成为沈阳地区首家商业类上市公司。2000 年，公司完成中兴大厦二期工程的改扩建，新增建筑面积近 10 万方，新增营业面积 3.4 万平米，合计营业面积达到 6.4 万平米。

图 1：公司营业主体历史变迁图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 2：中兴商业大厦整体效果图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

中兴方城（三期）开业，单体营业面积达 12 万平米

2010 年 9 月，中兴商业三期——“中兴方城”建成开业，新增建筑面积 9.2 万平米，新增营业面积 6 万平米。三期新开业后，中兴大厦一、二、三期整体连为一体，合计营业面积达到 12.4 万平米，单体营业面积居于上市百货企业的前列。

表 1：三期项目明细

项目	开业时间	建筑面积 单位：万平方米	营业面积 单位：万平方米	实际面积使用率 %	土地成本	建设资金总投入 单位：百万元	重置价值	重置价值说明
中兴—沈阳商业大厦三期	2010 年 9 月 28 日	9.2	6	65.2%	200	760	1104	按周围商业的均价 1.2 万/平方米计算

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

股权结构变迁

外部战略投资者完全离场

公司隶属于沈阳市国资委，公司的直接第一大股东是沈阳中兴商业集团有限公司，截止 2011 年 9 月的持股比例为 33.97%。公司发展历史上，曾有过数次引入外部战略投资者的经历，先后包括中信信托、中信百货、美国华平控股的 Central Prosperity Holdings Limited、国家对外贸易部下属的中国新纪元有限公司、浙江银泰百货有限公司。

- 中信信托是公司原始第二大股东，06 年以前持股比例达 29.5%；
- 2006 年 6 月，中信信托将所持全部股权（29.5%，法人股）转让给中信百货，转让价为 3.84 元/股；
- 随后，在 2006 年中信百货将所持全部股权（29.5%，法人股）转让给美国华平控股的 Central Prosperity Holdings Limited 和中国新纪元有限公司，转让价分别为 9.00 元/股、3.84 元/股。转让完成后，华平控股和新纪元有限公司分别持有公司 26.3%、6.87%的股权；
- 2006-2008 年底，浙江银泰百货开始在二级市场上增持公司股份，截止 08 年底，银泰百货的持股比例达到 7.88%，平均持股成本在 6.20-7.40 元/股之间；
- 2009 年底，银泰百货减持了所持有的全部股权；
- 2010 年，新纪元有限公司和华平控股先后减持所持公司股份；
- 2011 年 3 月，华平控股派驻的董事和监事辞职，作为财务投资者的华平投资正式撤离。

控制权集中，期待积极变化

2011 年 3 月，公司公告美国华平投资集团董事及监事辞职，我们认为标志着作为财务投资者的华平投资正式撤离。

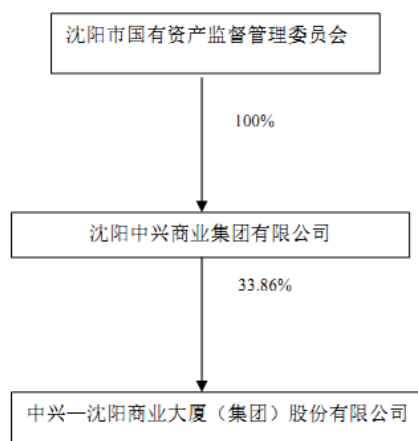
根据公司历年股权结构的变动、以及我们的判断，未来公司可能出现两方面的变化：

1) 一方面会有可能寻求战略扩张的机会，公司这几年鲜有扩张，与竞争对手的差距缩小，未来可能在省内主动扩张，并在扩张过程中可能带来资金的需求；

2) 另一方面在公司治理上，可能推进股权激励方案、并有可能引入其他的战略投资者，并判断主要以财务投资者为主。

如果发生上述变化，我们认为对公司未来将产生正面的影响。

图 3：目前公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

区域分析：优质商圈中的优质品牌

沈阳的竞争加剧，老商圈面临顾客分流

沈阳市位于辽宁省中部，区域 100 公里范围内可辐射城市包括抚顺、鞍山、本溪、盘锦等地，是中国七大区域中心城市之一，东北地区最大的国际大都市。2010 年 4 月，沈阳经济区获国务院批准为国家新型工业化综合配套改革试验区，是中国第八个国家综合配套改革试验区，标志着沈阳经济区建设上升为国家战略。未来，沈阳市作为区域性中心城市的辐射效用将会更加明显。

图 4：沈阳市对周边城市的辐射效应



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

图 5：沈阳市主要商圈分布情况



资料来源：soufun.com，国信证券经济研究所整理

表 2：太原街商圈总体特点总结

项目	特点
商圈占地面积	长约 2.2 千米，宽约 1.6 千米，总占地面积约 3.52 平方公里
商业面积	100 万平米
服务半径	服务半径辐射整个沈阳市，并对周边城市的客户群体(本溪、抚顺、铁岭、辽阳、鞍山)有较大吸引力
商圈定位	具有都市时尚的中高端现代化国际商业中心，目前是沈阳市最高端的商业中心
目标客户群	25-50 岁的中高端消费群
租金水平	1500—1650 元/平米/月
不足	商圈老化、交通、停车及配套设施落后，亟待改善

资料来源：国信证券经济研究所整理

沈阳市聚集了全国主要的中高端百货商场和高端奢侈品门店,包括新世界、万象城、茂业、美美百货、中兴商业大厦等中高端百货商场和 LV、Cartier、GUCCI、BURBERRY 等奢侈品名店,其中 LV 在深圳就有两家门店,和杭州、昆明相当,仅次于北京、上海。

表 3: 沈阳市内主要中高端百货商场

(万平米)	占地面积	建筑面积	营业面积	开业时间	所属商圈	定位	主要品牌	特点
沈阳卓展购物中心	1.5	9.1	7		金廊商圈	国际高端名品	LOUIS VUITTON、GUCCI、Cartier、Dior、Dior HOMME、BVTGARI、BOTTEGA VENETA、LOEWE、Loro Piana、CELINE、CERRUTI 1881、TIFFANY&CO、Chloe、COACH、Dunhill	高端奢侈品品牌覆盖率居东北地区首位,号称东三省“最奢华”的百货大厦
沈阳西武百货	不适用	2-3	1.5		五里河商圈	以经营国际知名品牌为主的奢侈品百货	Armani Collezioni、Brooks Brothers、Bang & Olufsen、CK Calvin Klein、Dunhill、DAKS、Ermenegildo Zegna、ETOR、Gianni Versace、LOUIS VUITTON、Lancel、Longchamp、PRADA	营业面积 1.5 万平米,隶属于香港迪生集团,汇聚最高档的国际知名品牌
沈阳美美百货			2.3	08 年 11 月	太原街商圈	中高端百货	BALLY、BCBG MAXAZRIA、BOUTIQUE、CANALI、COMPANY、D&G、Flavio Castellani、GIVENCHY、JOSEPH ABOUD、Kinloch Anderson、Marc By Marc Jacobs、MOSCHINO	
沈阳中兴商业大厦		37.5	16.6	80 年代	太原街商圈	高端时尚百货	Alviero Martini、Aquascutum、Agnes.b、BURBERRY、Cartier、Canali、CERRUTI 1881、CK Calvin Klein、Dunhill、ESCADA SPORT、Ermporio Armani、Givenchy、Kent&Curwen、HUGO BOSS、LLOYD、Marlboro Classics、VERSACE、Ralph Lauren	年轻时尚
沈阳新世界百货(南京街店)		2-3	1.39	95 年 11 月	中街商圈		Armani Collezioni、Aquascutum、Ashworth、Alviklein、BURBERRY、BALLY、Bruno Magli、Brooks Brothers、Basic Gear、Canali、CERRUTI 1881、Calamar、Dunhill	
沈阳 PLAZA 66 皇城恒隆广场		12.1	8	10 年	中街商圈			
沈阳万象城		15.8	11	11 年 5 月	金廊商圈			
沈阳茂业百货				10 年	金廊商圈			5 层地上商业
沈阳丽都喜来登国际精品店					金廊商圈		AIGNER、Class Robert Cavalli、Celyn、D&G、Ermporio Armani 安普里奥·阿玛尼、PlusIT、pinko	
沈阳商贸国际精品店					金廊商圈	国际名品	宝格丽、江诗丹顿、尊皇、浪琴、鲨鱼、真力时	

资料来源:国信证券经济研究所整理

太原街在沈阳有优势,但新兴商圈兴起,略显老化

沈阳是东北三省的商业中心,2010 年实现生产总值 5015 亿元,增长 14%;社零总额 2062.5 亿元,增长 18.3%,也成为各大商业巨头纷纷抢滩之地。

公司所属的太原街商圈是沈阳市最繁华的商业中心之一,位于沈阳市和平区,服务半径辐射整个沈阳市,甚至辽宁省。2011 年 6 月,沈阳太原街商圈被列入“中国

重点都市商圈”，同批入选的商圈共有 21 个，还包括北京王府井大街、南京新街口商圈、重庆观音桥商圈等，分布于全国 15 个城市。我们对于太原街商圈的概括是：沈阳的老牌商圈，百货店在 10 家左右，地位和优势十分突出。但是交通及配套设施相对落后，整体略显老化。

同时，我们也注意到，除了太原街外，沈阳最热闹的商业街还有中街，同时，随着五里河商圈等新兴商圈的兴起，以及金廊商圈的兴起，其核心代表的万象城（2011 年 5 月开业）、恒隆项目等的开业，另外北站周围的华府新天地、卓展区域等，也成为了太原街的有力的竞争商圈。

中兴当之无愧是太原街的龙头，发展有空间

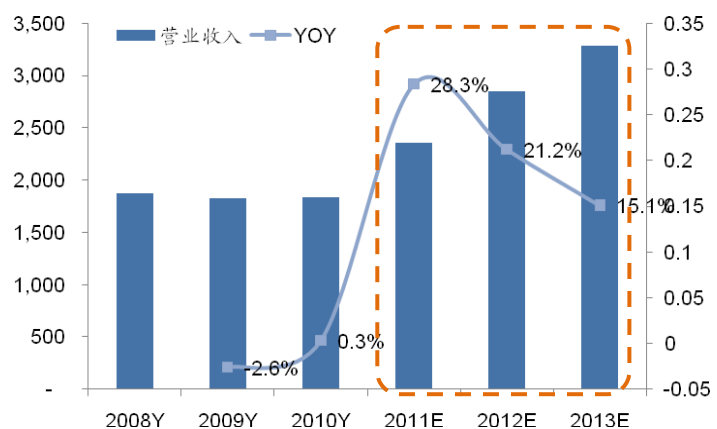
太原街商圈目前的主要百货门店包括新世界（一店、三店）、欧亚联营、中兴商业大厦和时尚地下商业街。以定位而言，中兴商业大厦定位于中高档百货，与之直接对应的是新世界三店，其他如新世界一店定位于高端百货、欧亚联营则是以中低端为主；以体量而言，完成三期扩建以后的中兴商业大厦总建筑面积达到 12 万平米，在该商圈中处于绝对优势。因此综合而言，中兴商业大厦在太原街的中高端百货市场定位恰当，且公司经营历史悠久，在沈阳地区具备良好的品牌形象，三期后整体规模扩大近一倍，改善了停车场的条件和品牌丰富度，未来仍有提升空间。

主业分析---三期带来中期提升空间

中兴大厦是盈利主体，三期开业带来中期提升率

公司的营业主体是中兴-沈阳商业大厦，是全国为数不多的单体类上市百货公司。2010 年该中兴商业大厦的收入贡献率为 71%，营业利润贡献率超过 85%。随着 2010 年 9 月中兴商业三期——中兴方城建成开业，大厦总体建筑面积达到 23.7 万平米，营业面积达到 12.4 万平米；2010 年大厦实现营业收入 18.3 亿元，坪效 1.5 万/平米；受整体装修改造影响，增速略有下滑，同比-7.6%；预计 2011 年大厦可实现营业收入 23.5 亿元，同比增长 28.3%，收入贡献率超过 74%；随着开店费用的逐步消化，盈利将有所提升，净利润贡献率还将进一步提升。

图 6：08-13 年中兴商业大厦收入增速及预测

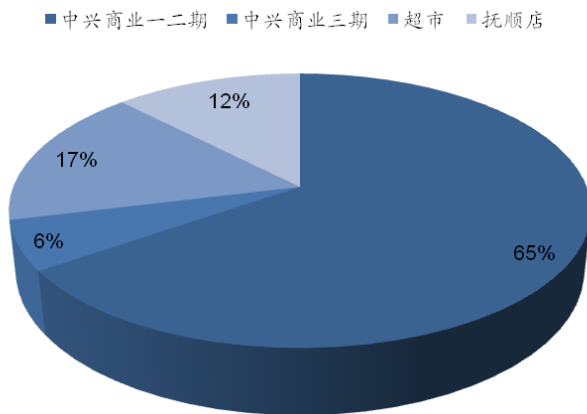


资料来源：国信证券经济研究所整理

“两翼”（6家超市加抚顺店），稳中求进

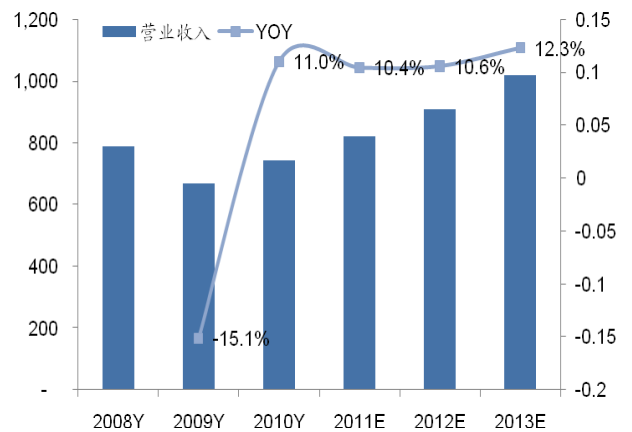
公司还有6家超市和一家抚顺中兴时代店，2010年分别实现营业收入4.2亿元、3.2亿元，合计的收入贡献率为28.6%。目前两项业务发展稳定，收入增速平稳。根据公司发展规划“一体两翼”，未来公司发展的重点还是在中兴商业大厦，未来对公司的收入和利润贡献率还将进一步加大；而抚顺店和超市业务作为“两翼”将在稳中求进，短期内业务发展模式还是以平稳为主。中长期，公司战略布局将逐步转向外延扩张方向，目前公司已经在本溪、鞍山、营口均有一定储备项目。

图 7：2010 年公司分业务收入结构



资料来源：soufun.com，国信证券经济研究所整理

表 8：08-13 年“两翼”业务收入及增速预测

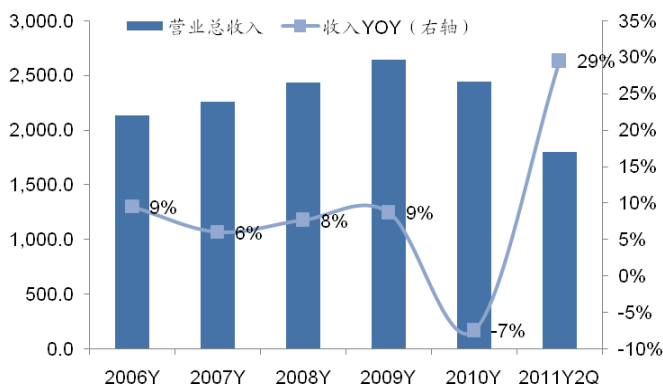


资料来源：国信证券经济研究所预测

2011 年上半年，业绩进入恢复增长期，净利润增长 18%

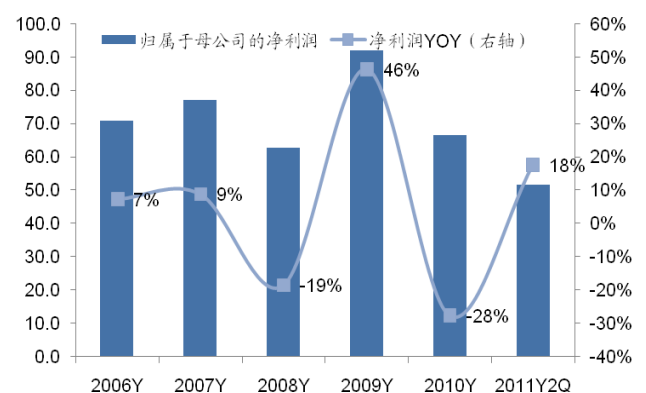
2011 年上半年，公司实现销售收入 18 亿元，同比增长 29%；实现归属于母公司的净利润 0.5 亿元，同比增长 18%。上半年实现净利率 2.9%，比上年同期下降 0.3 个百分点。上半年收入增长的主要原因是新增中兴商业大厦三期 6 万平米营业面积，但由于部分新增品牌尚未完全调整到位，营业成本较高导致净利润增速低于收入增速。我们判断下半年中兴商业大厦收入仍将有恢复性增长，另外中兴商业三期开业，新增营业面积接近一倍，中兴商业大厦店未来仍将持续增长。

图 9：06-11 年上半年公司营业收入及增速



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 10：06-11 年上半年公司净利润及增速

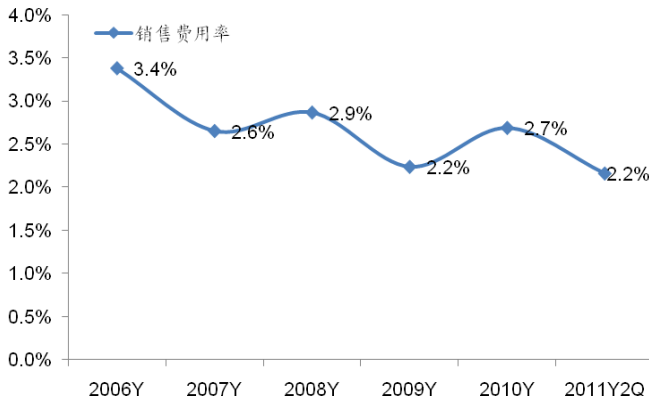


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

三季度判断业绩增速较大的提升（2010 年三季度在装修）

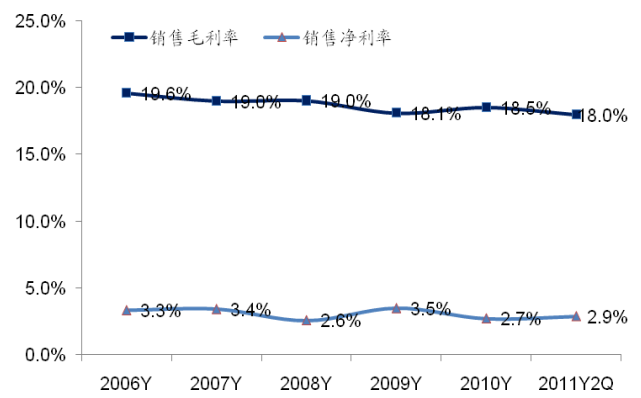
公司上半年的毛利率 18%，比去年全年下降 0.6 个百分点，净利率 2.9%，比上年全年上升 0.2 个百分点。毛利率下降的主要原因是新增中兴商业大厦三期 6 万平米营业面积后，部分新增商品的扣点率偏低，且由于部分新增品牌尚未完全调整到位，营业成本较高导致净利润增速低于收入增速。净利率上升我们判断是去年的一、二期停业装修至 9 月 28 日，因此公司三季度增速应有较大的上升。

图 11: 06-11 年上半年公司销售费用率变动情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 12: 06-11 年上半年公司毛利率及净利率变动情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

自有物业占比高，保守 RNAV 在 11.3 元每股以上

公司的自有物业比较高，公司的一、二、三期，百货方面公司目前共有自有物业面积 28 万平米，超市部分物业性质不明，假设按超市有 50%自有物业比例计算，超市方面自有物业面积达 4.7 万平米，合计 33 万平米。周边地区商业住宅的平均单价在 1.2-1.5 万元/平米，我们保守按照每平米 1.2 万元单价计算，物业重估价值高达 39.6 亿元，RNAV 为 31.4 亿元，折合每股 11.26 元，略高于现价 10.2 元/股，具备安全边际；如果按 1.5 万元的单价算，物业重估价格达 14.9 元/股，上升空间达到 31.8%。

另外，随着沈阳地铁的全面贯通，沿线物业价值仍然具备较高的升值空间，为公司提供了更高的安全边际。

表 4: 物业价值重估明细

建筑面积合计(万平米)	33.2
营业面积合计(万平米)	16.6
单价(万/平米)	1.2~1.5
自有比例	86%
合计(百万元)	3,960~4,980
负债合计(百万元)	818
RNAV(百万元)	3,142~4,162
总股本(百万股)	279
摊薄到每股	11.26~14.9

[注]自有物业比例按百货 100%、超市 50%核算

资料来源：国信证券经济研究所整理

盈利预测---三期带来中期提升空间

收入及费用率假设

我们假设 2011~13 年收入增速分别为 35%/18%/14%，其中 2011~13 年的一、二期收入增速假设分别为 28%/15%/10%，三期的收入假设增速 230%/40%/30%。

谨慎地假设 2011/12 年的毛利率均为 16.9%，2011H 为 17.9%，2010 年为 18.5%，毛利率假设较为保守，主要的原因是公司的三期毛利率偏低。

推荐理由与盈利预测

我们认为：1）中兴商业三期开业，新增营业面积接近一倍，中兴商业大厦店未来新生增长值得期待，由于 2010 年三季度一、二期停业装修，低基数（2010 三季度收入为 2.7 亿），三季度收入及业绩将有大幅度增长，而四季度新中兴商业大厦也将有较好的恢复性成长；2）随着外部投资者撤离，未来推进股权激励成为可能，公司 2008 年曾经想扩张，推断再融资有需求；3）公司物业价值保守估计为 9.3 元/股，对应目前的股价 10.2 元/股，具备一定的安全边际，且随着沈阳地铁的开通，周边物业将迎来较大的升值空间；4）我们调研时发现中兴商业大厦旁边仍有空地，已经在拆迁，未来如果公司能争取到此地块，将带来外延扩张的机会。

随着三期开业，业绩开始出现恢复性增长。同时，公司相当于单体百货，在东北的商业竞争中略显保守，如果在股权理顺的情况下，能够适时启动激励、重启融资开店的扩张之路，其发展空间又被打开，目前市值 28 亿，上调至“推荐”评级，预计 2011~13 年的 EPS 分别为 0.39/0.45/0.51 元，对应的 PE 为 26/22/20 倍。

表 5：公司盈利预测表明细

	2008Y	2009Y	2010Y	2011E	2012E	2013E
合计	2665.0	2497.1	2576.4	3470.2	4078.2	4645.4
YOY		-6.3%	3.2%	34.7%	17.5%	13.9%
其中：中兴商业大厦一期、二期						
营业收入	1877.0	1828.0	1683.6	2155.0	2478.2	2726.1
YOY		-2.6%	-7.9%	28%	15%	10%
中兴商业大厦三期						
营业收入			150.0	495.0	693.0	900.9
YOY				230%	40%	30%
超市 6 家						
营业收入	368.0	380.0	425.6	468.2	519.7	592.4
YOY		3.3%	12.0%	10%	11%	14%
抚顺中兴时代店						
营业收入	278.0	289.1	317.2	352.1	387.3	426.0
YOY		4.0%	9.7%	11%	10%	10%
长江街店（已关）						
营业收入	142					

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

1. 公司所属太原街商圈属于传统商圈，面临新兴商圈的威胁越来越大，未来顾客存在逐渐被分流的可能，同时长期内不排除对商圈进行整体改造的可能；
2. 房地产市场继续下行影响到公司的重估价值。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	343	500	620	761
应收款项	10	13	15	17
存货净额	62	84	99	113
其他流动资产	10	13	15	17
流动资产合计	425	610	749	909
固定资产	1083	1276	1454	1614
无形资产及其他	265	256	247	239
投资性房地产	53	53	53	53
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1826	2195	2503	2814
短期借款及交易性金融负债	60	60	60	60
应付款项	421	570	670	763
其他流动负债	322	428	503	573
流动负债合计	803	1058	1233	1396
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	14	21	27	34
长期负债合计	14	21	27	34
负债合计	818	1078	1260	1430
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1008	1117	1243	1384
负债和股东权益总计	1826	2195	2503	2814

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.24	0.39	0.45	0.51
每股红利	0.09	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.61	4.00	4.46	4.96
ROIC	7%	10%	12%	13%
ROE	7%	10%	10%	10%
毛利率	18%	17%	17%	17%
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	5%	7%	7%	7%
收入增长	-7%	35%	18%	14%
净利润增长率	-28%	64%	16%	12%
资产负债率	45%	49%	50%	51%
息率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	42.5	26.0	22.4	20.0
P/B	2.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	28.1	17.7	15.9	14.5

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2444	3292	3868	4406
营业成本	1992	2730	3212	3663
营业税金及附加	14	18	22	25
销售费用	66	76	89	101
管理费用	285	335	392	445
财务费用	9	(2)	(3)	(5)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收入	0	0	(0)	0
营业利润	79	134	157	177
营业外净收支	8	8	8	8
利润总额	87	143	166	186
所得税费用	21	34	39	44
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	66	109	126	141

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	66	109	126	141
资产减值准备	1	(0)	0	0
折旧摊销	42	88	103	121
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	9	(2)	(3)	(5)
营运资本变动	274	232	163	152
其它	(1)	0	0	0
经营活动现金流	382	429	392	414
资本开支	(383)	(272)	(272)	(272)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(383)	(272)	(272)	(272)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(25)	0	0	0
其它融资现金流	87	0	0	0
融资活动现金流	37	0	0	0
现金净变动	36	156	120	142
货币资金的期初余额	307	343	500	620
货币资金的期末余额	343	500	620	761
企业自由现金流	20	149	111	131
权益自由现金流	107	150	113	135

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	闫莉	010-88005316
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
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	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755- 82130432	谈焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高健	0755-82130678	汽车及零配件		钢铁	
机械		李君	021-60933156	郑东	010- 66025270
余爱斌	0755-82133400	左涛	021-60933164	秦波	010-66026317
陈玲	0755-82130646	基础化工		医药	
杨森	0755-82133343	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
商业贸易		陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908
孙菲菲	0755-82130722	邱斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
祝彬	0755-82131528	罗洋	0755-82150633	传媒	
田惠蓝	0755-82133263	电力设备与新能源		陈财茂	021-60933163
石油与石化		电力与公用事业		非银行金融	
严蓓娜	021-60933165	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
有色金属		谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
彭波	0755-82133909	造纸		童成敦	0755-82130513
谢鸿鹤	0755-82130646	李世新	0755-82130565	家电	
通信		邵达	0755-82130706	王念春	0755-82130407
严平	021-60875165	电子元器件		黄海培	021-60933150
程峰	021-60933167	段迎晟	0755- 82130761	纺织服装	
计算机		黄磊	0755-82151833	方军平	021-60933158
段迎晟	0755- 82130761	高耀华	0755-82130771	食品饮料	
农业		旅游		黄茂	0755-82138922
张如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	建筑	
建材		煤炭		邱波	0755-82133390
新兴产业		研究支持		李遵庆	0755-82133055
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	指数与产品设计	
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	焦健	0755-82133928
投资基金		袁剑	0755-82139918	彭甘霖	0755-82133259
杨涛	0755-82133339	余辉	0755-82130741	阳瑾	0755-82133538
刘舒宇	0755-82133568	王越明	0755-82130478	周琦	0755-82133568
康亢	010-66026337	量化投资		赵学昂	0755-66025232
刘洋	0755-82150566	葛新元	0755-82133332	邓岳	0755- 82150533
李腾	0755-82130833-6223	董艺婷	021-60933155	交易策略	
		林晓明	0755-25472656	戴军	0755-82133129
		赵斯尘	021-60875174	秦国文	0755-82133528
		程景佳	010-88005326	徐左乾	0755-82133090
		郑云	021-60875163	黄志文	0755-82133928
		毛甜	021-60933154		

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	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	