

步步高 (002251)

——超市稳步增长，百货成增长亮点

评级:

买入-A

目标价格:

30.00 元

期限: 12 个月

现价 (2011 年 12 月 07 日): 23.30 元

报告日期:

2011-12-08

报告关键点:

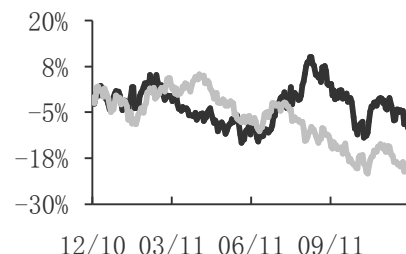
- 超市业务稳步增长，并加强省外扩张。
- 百货业务成业绩增长亮点。

报告摘要:

- 步步高拥有113家超市，18家百货，其中超市在湖南市场具绝对的领先地位，百货在门店数和布局方面也占领先优势，家电业务与竞争对手平分秋色。而江西市场的零售格局尚未形成，但步步高扩张压力大。
- 公司超市业务稳步增长。公司超市以中小城市为主，湖南二三线城市门店占比在85%左右，长沙仅有15家。未来战略布局为巩固湖南省内，并扩张至其他省市。我们预计超市门店的内生增长约5%，外延扩张约15%左右，超市业务的收入增长估计在20%左右。
- 公司百货业务为公司业绩增长的亮点。公司百货在湘潭、怀化、邵阳、益阳、娄底占据优势，地级市的百货竞争相对温和。公司百货业务的单位坪效不到4000元/平米，整个湖南地级市的百货市场还处于刚刚起步期，我们看好未来市场增长带来的上述门店的业绩增长。另外，公司未来将以开大店为主，如开业不久的长沙河西购物广场、年底即将开业的岳阳店，我们对此持乐观态度。
- 我们预计公司2011-2013年的净利为242、331、402百万元，折合每股收益为0.90、1.23、1.49元/股。我们给予公司2012年25倍PE或2013年20倍PE，目标价为30-31元/股。公司最大的业务增长亮点是百货业务，尤其是未来将开的几个大店，由于目前除长沙河西购物广场刚开业不久，岳阳店即将开业，其他项目仍在筹备中，因此我们在预测中暂时没有考虑。
- 风险提示：百货大店培育期过长，销售低于预期；湖南二三线城市百货业务竞争加剧；省外扩张提速，短期难以贡献利润。

总市值(百万元)	6,296.68
流通市值(百万元)	2,014.92
总股本(百万股)	270.36
流通股本(百万股)	86.51
12个月最低/最高	21.52/28.60 元
十大流通股股东(%)	41.61%
股东户数	9,529

12个月股价表现



12/10 03/11 06/11 09/11

——步步高 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.15)	(0.70)	12.11
绝对收益	(8.19)	(10.15)	(9.26)

张静

021-68763865
执业证书编号

高级行业分析师

zhangjing5@essence.com.cn
S1450511100001

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,725.3	6,770.3	8,501.2	10,793.8	13,207.8
Growth(%)	10.1%	18.3%	25.6%	27.0%	22.4%
净利润	165.2	170.9	242.2	331.2	402.2
Growth(%)	1.5%	3.4%	41.7%	36.8%	21.4%
毛利率(%)	19.6%	20.5%	20.0%	19.5%	19.2%
净利润率(%)	2.9%	2.5%	2.8%	3.1%	3.0%
每股收益(元)	0.61	0.63	0.90	1.23	1.49
每股净资产(元)	5.76	5.79	6.51	7.49	8.68
市盈率	38.1	36.8	26.0	19.0	15.7
市净率	4.0	4.0	3.6	3.1	2.7
净资产收益率(%)	10.6%	10.9%	13.8%	16.4%	17.1%
ROIC(%)	12.3%	11.8%	16.1%	18.4%	18.1%
EV/EBITDA	22.1	18.1	11.3	8.8	7.4
股息收益率	0.2%	2.6%	0.8%	1.1%	1.3%

前期研究成果

解析百货业盈利模式之毛利率篇

2011-10-20

解析百货业盈利模式之费用篇

2011-10-20

目录

1. 公司概况	3
1.1. 发展历史	3
1.2. 主营业务	3
1.3. 股权结构	3
2. 华中两省零售市场分析	3
2.1. 助力消费增长和升级，两省零售市场前景广阔	3
2.2. 湖南市场：步步高，独占鳌头	4
2.3. 江西市场：零售格局尚未形成，但步步高扩张压力大	5
3. 公司经营特点分析	7
3.1. 抢先占领湖南二三线城市	7
3.2. 巩固湖南省内，走向省外扩张	7
3.3. 业态升级，全面整合公司主营业务	8
3.4. 外聘才人，提升运营效率	8
4. 公司主营业务分析	8
4.1. 超市业务稳步增长	8
4.2. 百货业务成未来增长亮点	10
5. 公司财务分析	10
5.1. 各项业务保持较快增长	10
5.2. 各项业务毛利率保持稳定	11
5.3. 费用率稳中略降	12
6. 盈利预测及投资建议	12
7. 风险提示	13

1. 公司概况

1.1. 发展历史

公司超市业务起步于 1995 年湘潭的解放店。之后在株洲、益阳、常德等湖南省内开设门店，2004 年进入长沙，2005 年进入江西。公司前身为 2003 年 12 月成立的湘潭开源商业有限责任公司。2003 年 12 月更名，2004 年股份制改制，并受让湖南步步高连锁超市公司的资产（湖南步步高连锁超市公司已注销）。2007 年收购益阳爱丽丝的超市资产。2008 年 6 月，公司在深交所首发上市。公司起家湖南湘潭，立足中小城市，在湖南深耕细作，并于 2005 年战略性地进入江西。公司为湖南地区零售业龙头，并在江西的市场份额不断扩大。

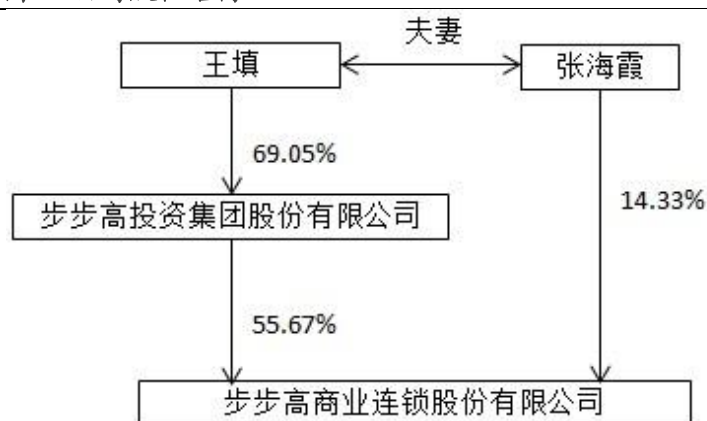
1.2. 主营业务

公司实施“双核”多业态的发展模式，主营超市和百货，同时还拥有家电连锁、便利店、服装平价超市等业态。公司立足中小城市，密集开店，目前门店已遍布湖南 13 个地级市，触角延伸至乡镇。公司以“农村包围城市”战略在提高长沙省会城市市场份额的同时，不断向外扩张版图进军江西。截止 2011 年 6 月 30 日，公司拥有 113 家超市，17 家百货。

1.3. 股权结构

公司控股股东为步步高投资集团，持有公司股权 55.668%。其中，控股股东自 2010 年 6 月至 2011 年 6 月累计增持公司股票 5,399,576 股，占公司总股本 1.997%。大股东增持的股价区间为 21.5-28.4 元/股，均价 25.2 元/股。王填先生拥有步步高投资集团 69.05% 的股份，为公司实际控制人。公司第二大股东张海霞女士持有公司 14.33% 的股份。公司实际控制人王填先生与张海霞女士是夫妻关系为一致行动人。

图 1 公司股权结构



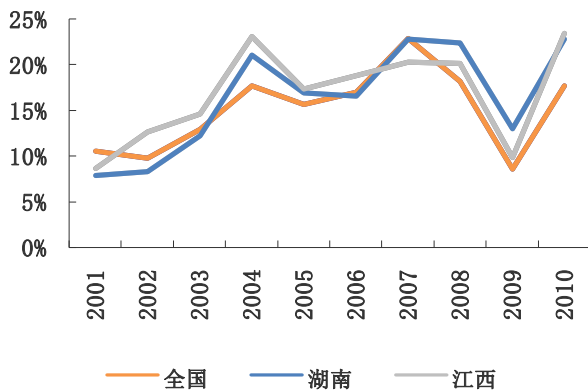
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 华中两省零售市场分析

2.1. 助力消费增长和升级，两省零售市场前景广阔

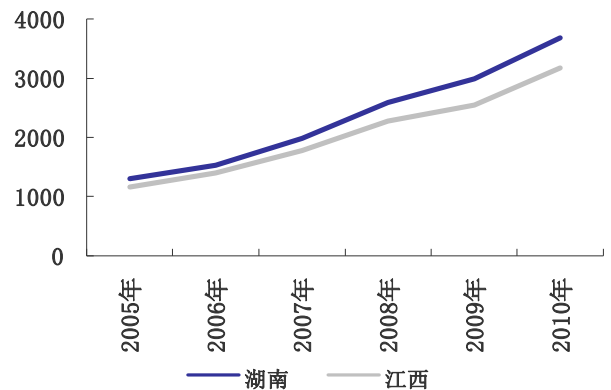
在“中部崛起”政策指引下，湖南、江西两省经济近年来有了较快的发展。根据国际惯例，人均 GDP 达到 1500 美元标志着该地区正处在工业化、城镇化快速提升和经济快速增长时期。如图 2 所示，湖南和江西两省在 2006 年时，人均 GDP 均迈过了 1500 美元。在快速发展的背景下，湖南和江西两省的社零总额增速近年都保持在全国平均水平以上；城镇化比率自 2005 年以来，两省均保持着直线上升态势。在消费增长和升级的助力下，两省的零售市场前景广阔。

图 2 GDP 增速



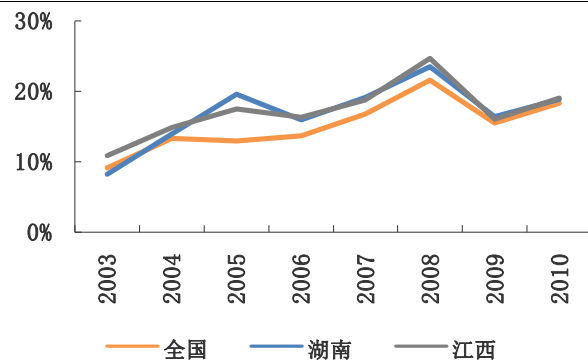
数据来源：万得资讯，安信证券研究中心

图 3 人均 GDP (单位：美元)



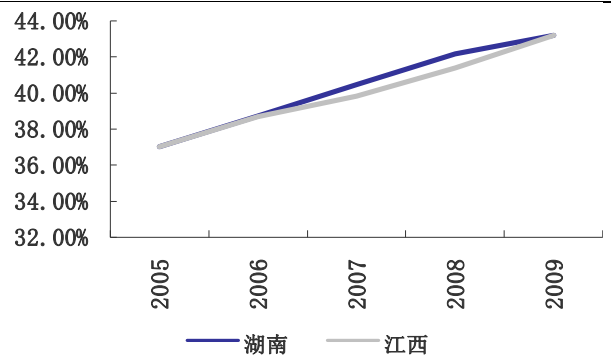
数据来源：万得资讯，安信证券研究中心

图 4 社会零售总额增速



数据来源：万得资讯，安信证券研究中心

图 5 近年城镇化比率水平

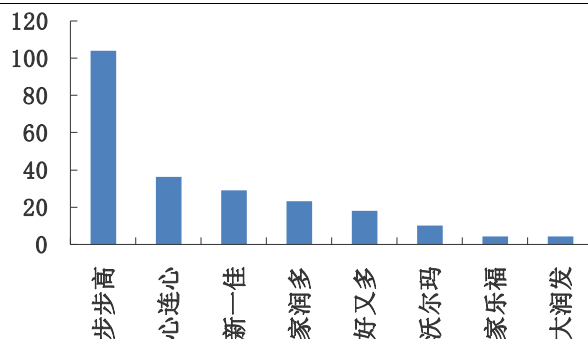


数据来源：万得资讯，安信证券研究中心

2.2. 湖南市场：步步高，独占鳌头

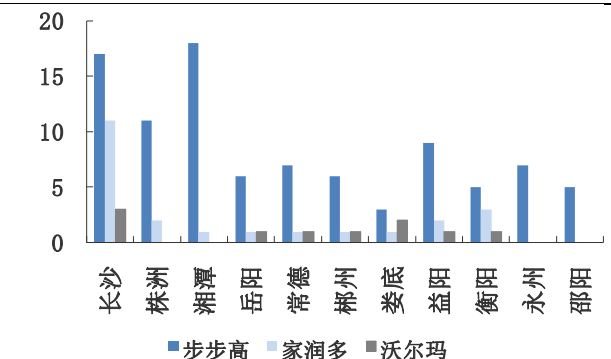
湖南的超市业态，步步高拥有绝对的领先地位，截止中期末拥有超市门店 113 家，布局 13 个地级市，且在各个地级市占领先优势。国内的超市连锁企业，在湖南比较影响力的主要有湖南家润多、湖南心连心和深圳新一佳，这些超市门店数和在湖南省内的布局都不及步步高。外资连锁超市在湖南的布局主要都集中在长沙。

图 6 湖南各超市门店数对比



数据来源：公司网站信息、安信证券研究中心

图 7 各超市湖南门店布局对比

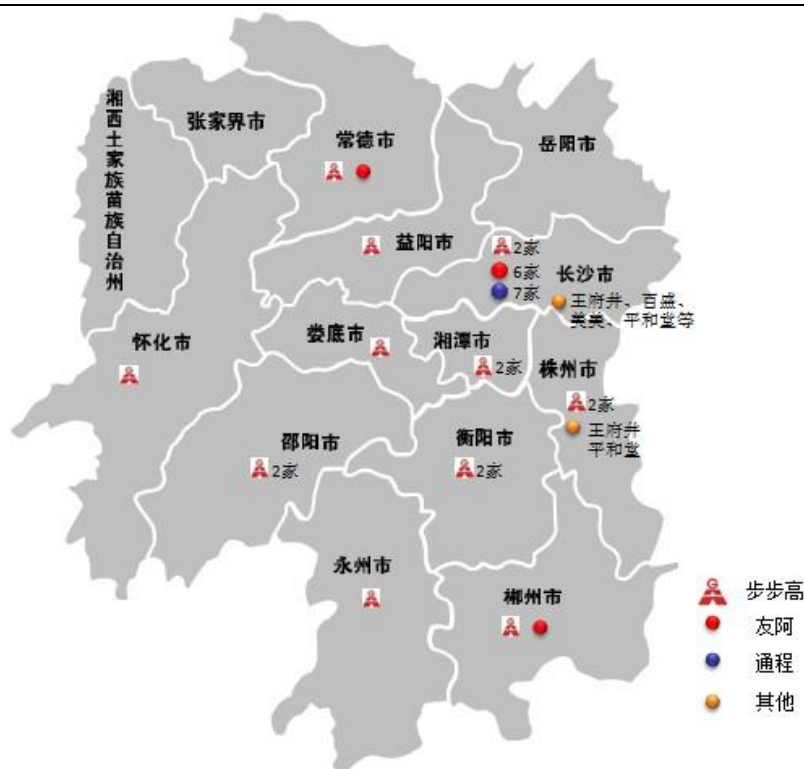


数据来源：公司网站信息、安信证券研究中心

湖南的百货业态，步步高在门店数和布局方面都占领先优势。步步高依托其超市业务在湖南二三线城市发展其百货门店，目前共拥有 18 家门店，其中两家布局在江西。湖南其他的主力百货主要有友阿和通程，两者都主要布局在长沙，分别拥有 8 家门店（其中 6 家在长沙）和 7 家门店（全都布局在长沙）。湖南的百货业当然也不会缺少全国连锁百货的身影，王府井、百盛、美美均有在长沙开店。面对省会城市激烈

的竞争格局，步步高百货领先布局湖南二三线城市，在战略布局上具有领先地位。

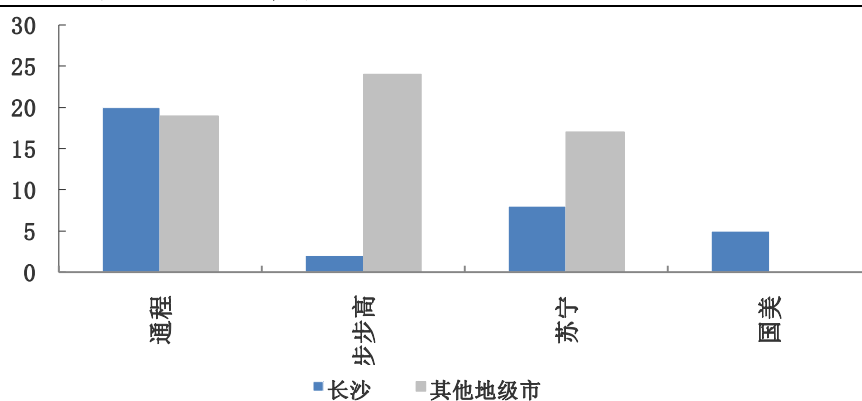
图 8 湖南主要百货门店布局



数据来源：公司网站信息、安信证券研究中心

湖南的家电连锁业，处于三足鼎力——通程电器、步步高电器城、苏宁电器。通程电器自 2002 年创建以来一直在湖南处于领先地位，并且在长沙占绝对优势地位。步步高电器城的发展依托公司超市和百货门店，在其中设立家电卖场，所以步步高电器的布局也是主要在湖南二三线城市，而且在除长沙以外的地区占首要地位。

图 9 湖南家电企业门店布局



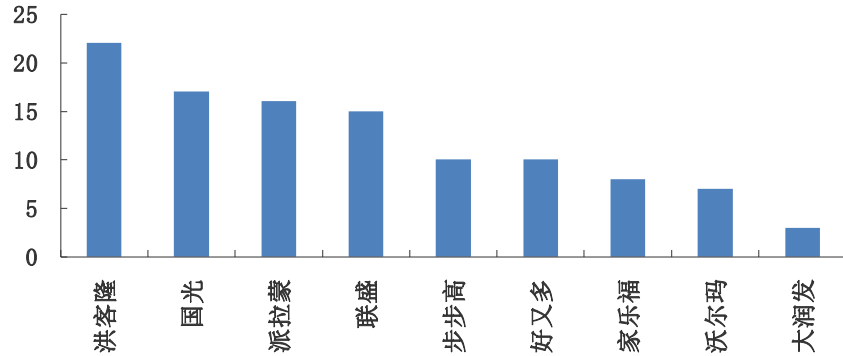
数据来源：公司网站信息、安信证券研究中心

2.3. 江西市场：零售格局尚未形成，但步步高扩张压力大

江西零售市场发展较慢，在全国零售百强中，仅洪客隆一家企业上榜，也是省内最大的零售企业。2010 年，洪客隆在连锁百强中排名 80 位，销售规模 32 亿，门店个数 23 家，比排行后几名的公司差距不大。洪客隆作为江西唯一一家本土区域性连锁零售企业，目前门店仅布局了江西 11 个地级市中的 7 个，而且一半左右的门店都是布局在省会南昌。江西还有一些区域性的连锁超市，如九江的联盛和派拉蒙，吉安

国光,目前也只是限于当地发展。步步高自 2005 年进入江西以来,在江西多个城市有布点。外资连锁超市在江西的布局都以江西一二线城市为主。因此,江西市场的零售格局尚未形成,未来发展还取决于各公司的发展战略。

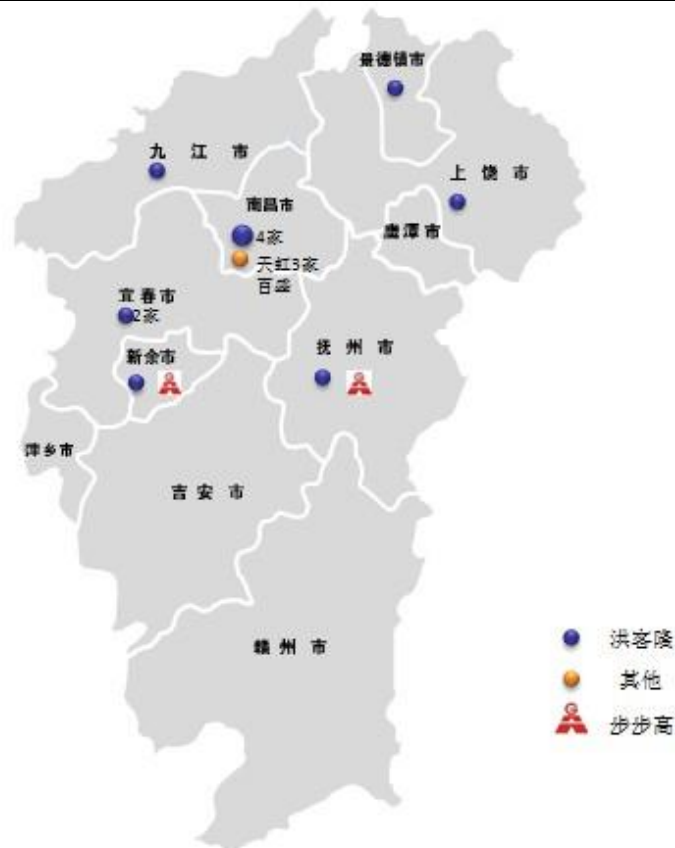
图 10 江西主要连锁超市门店数对比



数据来源: 公司网站信息、安信证券研究中心

江西的百货业,天虹和百盛较早进入分别是 2002 年和 2003 年,天虹在南昌有 3 家门店,销售情况较好。而洪客隆百货虽是江西的老大,但已经今非昔比了,近几年停滞不前,最近开业的一家是在 2006 年。从省会的竞争程度来看,相比近几年其他城市百货如火如荼的竞争态势,江西仿佛被各大连锁百货遗忘。步步高依托超市业态布局百货,现在在江西抚州和新余各有一家门店,发展一般。

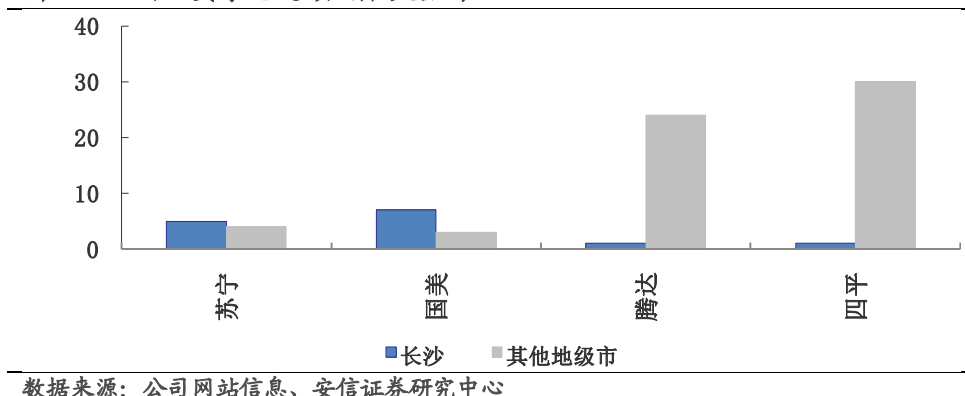
图 11 江西主要百货布局



数据来源: 公司网站信息、安信证券研究中心

江西的家电业,苏宁和国美主要占领了省会南昌的市场份额,本土家电企业如新余腾达和赣州四平把主要精力都放在省会以外的市场。

图 12 江西主要家电连锁门店数据对比



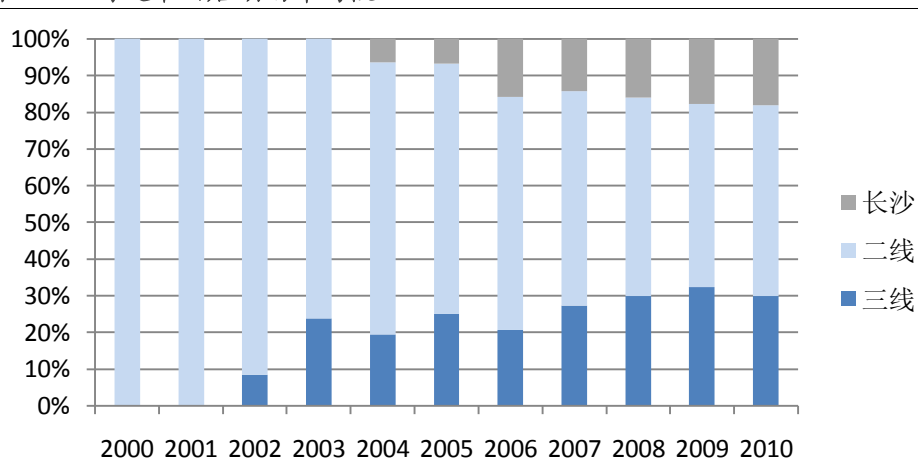
值得一提的是，江西洪客隆已于 2011 年 7 月被华润创业以 36.9 亿元收购，华润通过收购借机进入江西市场。华润凭借丰富的零售经验和雄厚的资本实力，近年来外延扩张较快，预计洪客隆被华润收购后将会大举扩张，势必引起江西商业格局的重大变化。而步步高在江西市场暂未立足之时，未来想取得胜利的可能性越来越小。

3. 公司经营特点分析

3.1. 抢先占领湖南二三线城市

公司从湘潭发家，扩张至湖南中部，再到湖南南部和北部。截止 2011 年中期，公司有 113 家超市，布局湖南 13 个地级市，再加上湘西的储备项目，基本实现湖南省内各地级市的全覆盖。其中湖南二三线城市门店占比在 85%左右；长沙仅有 15 家。可见公司的网点主要分布在湖南的二三线城市，而且在二三线城市占有较高的市场份额。同时，公司有百货店 17 家，其中有 15 家门店布局在湖南二三线城市。面对现在省会城市零售业态的饱和与二三线城市零售市场的发展前景，公司的抢先布局或占领二三线城市，其销售增长不仅会受益于二三线城市零售市场的快速发展，也会对外来竞争者形成一定的行业壁垒。

图 13 公司超市门店湖南布局概况



数据来源：公司报告、安信证券研究中心

3.2. 巩固湖南省内，走向省外扩张

公司在巩固湖南市场网点布局的同时，开始向省外扩张。公司在 2005 年进入江西市场，并计划进入四川、广西、云南、重庆等地。我们对公司的省外扩张持谨慎看

法，是否成功还需进一步观察。而且省外扩张短期不贡献盈利，甚至可能出现亏损。

3.3. 业态升级，全面整合公司主营业务

公司以超市业务起家，2001 年开设首家百货店，2009 年开设购物中心，2011 年又尝试开设便利店。公司紧跟零售市场发展，抓住业态升级带来的市场机会。2009 年公司成立超市、百货、美采平价、物流等事业部，确定多业态发展。2009 年开业的湘潭步步高广场是公司对“MALL”业态的全新尝试。并以此为契机开辟了步步高百货的全新征程。2011 年公司将在长沙和岳阳分别开设步步高广场，另外在湖南和江西还有其他的广场项目在陆续开工中。超市业态，公司自 2008 年来开始对超市门店进行改造，累计大型改造门店 12 家，并对多家门店的商品进行重组。公司还引进了海外的管理团队来负责超市事业部的管理。

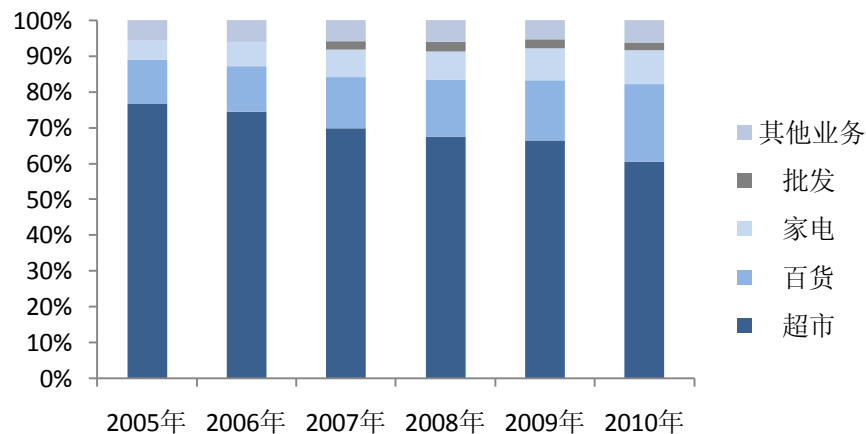
3.4. 外聘才人，提升运营效率

2009 年公司引进了外籍管理团队来负责公司的超市业务，今年又聘任多名台湾资深人士加强百货业务管理。外聘人才突破了步步高之前的“家族式管理”，有利于加强公司管理，提升运营效率。另外，超市事业部经过 2 年的磨合，团队已从人力资源、采购、营运管理和门店设计等方面全面切入。

4. 公司主营业务分析

公司主营超市、百货、家电等，其中超市收入占比从 70%多下滑至 60%，但仍是公司业务的主要构成；百货收入占比由 10%多提高至 20%多。未来几年是公司百货业务快速发展时期，百货业务占比仍将继续提高。

图 14 步步高主营业务收入结构



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4.1. 超市业务稳步增长

截止 2011 年中期末，公司共有 113 家超市，基本覆盖湖南各地级市，和布局江西。

图 15 湖南省步步高超市门店分布



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

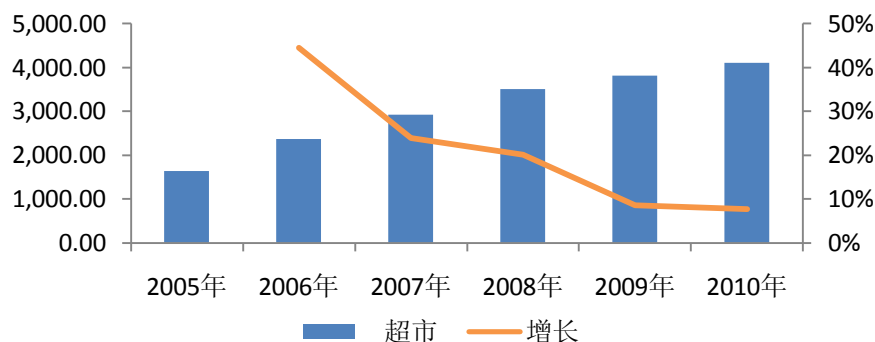
图 16 江西省步步高超市门店分布



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

但 2009、2010 年，公司由于引入外籍管理团队经历了两年的磨合期，公司放慢了超市的扩张速度。2009、2010 年，新开门店仅 9 家和 7 家，同时还分别关闭了 3 家和 4 家门店。由于两年的磨合期，公司超市业务收入增长从 20% 大幅降至 8%，同时导致盈利的增长仅个位数。

图 17 步步高超市业务收入及其增长（左轴单位：万元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

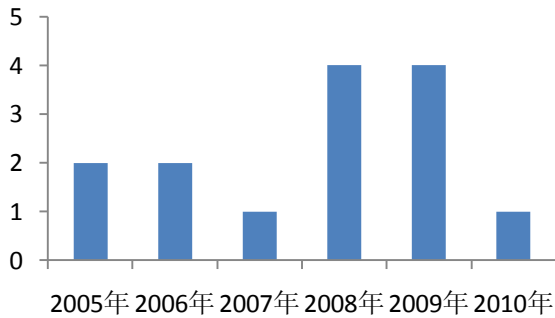
经历了 2 年的战略调整，我们认为公司将进入新一轮的快速扩张期。今年上半年新开超市 9 家，全年估计新开 25 家左右，明后年估计新开 30 家左右，其中 75% 为大卖场，25% 为超市。

随着门店的调整结束，我们预计今年超市门店在低基数下恢复较快的增长，门店的内生增长约 10%，而明后年门店的内生增长约 5%。再考虑门店的外延增长约 15% 左右，超市业务的收入增长估计在 20% 左右。

4.2. 百货业务成未来增长亮点

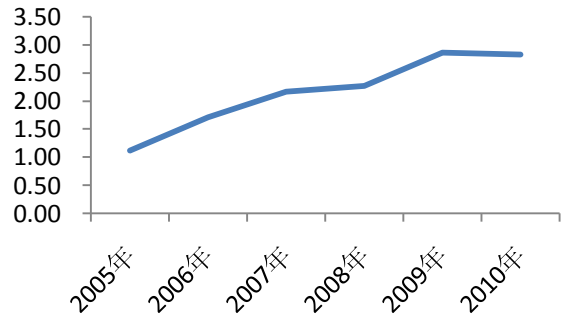
2010 年底公司有 17 家百货店，今年 9 月底新开长沙河西购物广场，总计百货店 18 家，其中 16 家湖南，2 家在江西。2007 年之前公司每年新开 1、2 家百货店，2008 年新开 2 家，并升级 2 家超市为百货，2009 年新开 4 家，2010 年新开 1 家。2011 年起公司定位大店扩张战略，如今年 9 月底新开的长沙河西店，定位购物广场，面积达 10 万平米。同时计划年底开业的岳阳店面积也在 8 万平方米左右。

图 18 步步高百货新开门店数



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

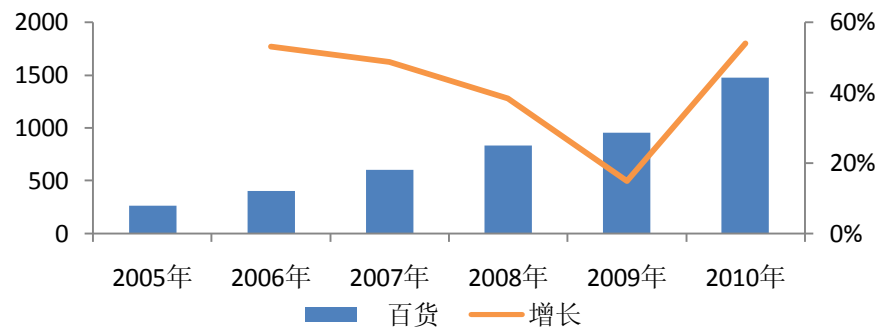
图 19 步步高百货店单店面积（单位：万平米）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

由于百货需要一定的培育期，百货业务收入的增长高点一般在开业第二年，而盈利增长高点在第三年。因此，我们预计公司明年百货业务的业绩增长主要老店，另外老门店的净利增长将快于收入增长；2013 年增长主要来自长沙河西店和岳阳店的经营情况。

图 20 步步高百货业务收入及其增长（左轴单位：万元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

从门店的实地调研情况来看，公司百货在湘潭、怀化、邵阳、益阳、娄底占据优势。从未来几年发展来看，娄底今年底将新开天虹商场外，其他地区的竞争相对温和。而且 2010 年公司的百货的单店收入不到 1 亿元，单位坪效不到 4000 元/平米，整个湖南地级市的百货市场还处于刚刚发展。我们看好未来市场增长带来的上述门店的业绩增长。另外，公司的常德店、长沙河西店也是我们需要关注的 2 家门店，其门店位置、购物环境、品牌定位都不错，未来极可能成为公司盈利的主要增长点。

5. 公司财务分析

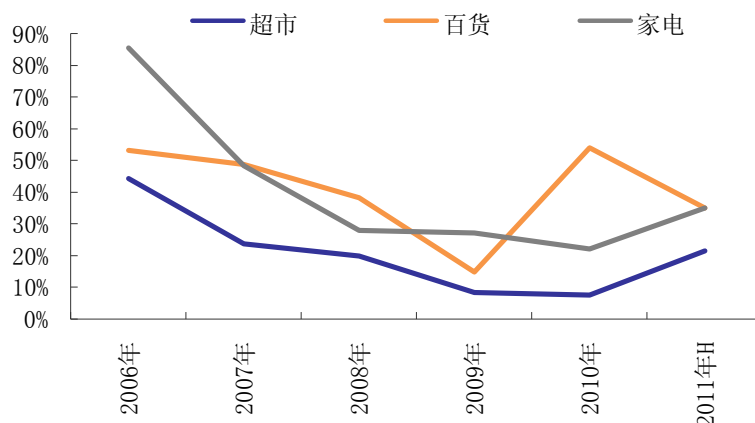
5.1. 各项业务保持较快增长

2011 年上半年超市和家电由于 2010 年调整了 8 家大门店，对当年销售造成影响，由此带来 2011 年的恢复性增长，全年依旧乐观。公司为湖南的超市龙头企业，未来 2 年将取得行业平均增长，由于定位三四线城市，且具品牌效应，其可比门店的增速约 5%。另外，我们预计公司新开门店提速，今年上半年已新开 8 家，外延增长在 15% 以

上。

百货业务是公司未来增长的亮点，上半年将 1 家超市+百货业态门店调整为纯百货业态门店，并且 9 月份新开长沙河西购物广场，年底还将新开岳阳店。未来公司新开百货店也将提速度，而且以大店为主。因此，我们乐观预计未来 2 年公司百货业务收入增速为 50%、30%。

图 21 步步高各项业务收入增长

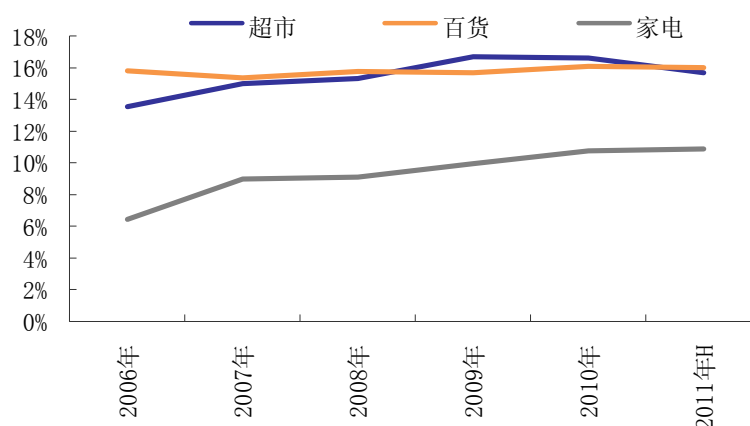


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

5.2. 各项业务毛利率保持稳定

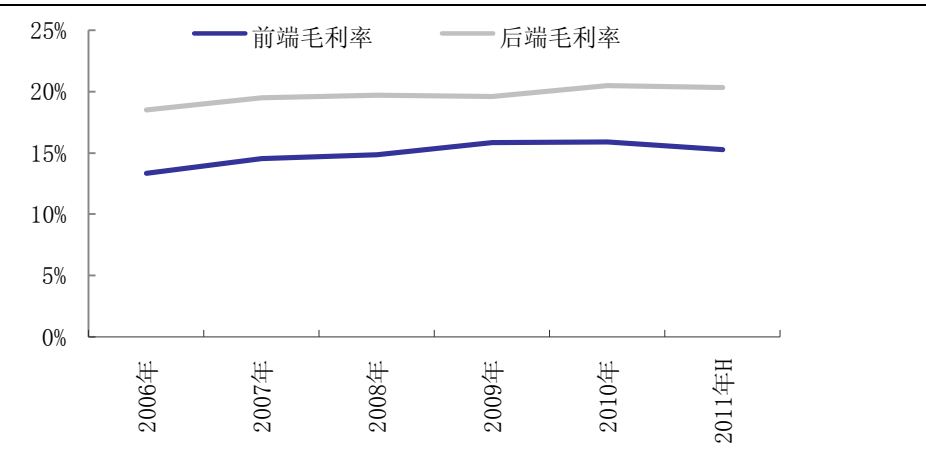
公司超市业务继续密集布点，其规模效应和标准化管理带来毛利率提升。而且百货经营的逐步完善，也带来毛利率的提升。考虑到公司未来扩张提速，且可能进入其他省市，由此使得毛利率进一步提升的可能性非常小。因此，我们预计未来公司各项业务毛利率基本稳定。由于收入结构的优化，如百货业务占比提高，使得公司的综合毛利率略有提升。

图 22 步步高各项业务毛利率



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 23 步步高前、后端毛利率

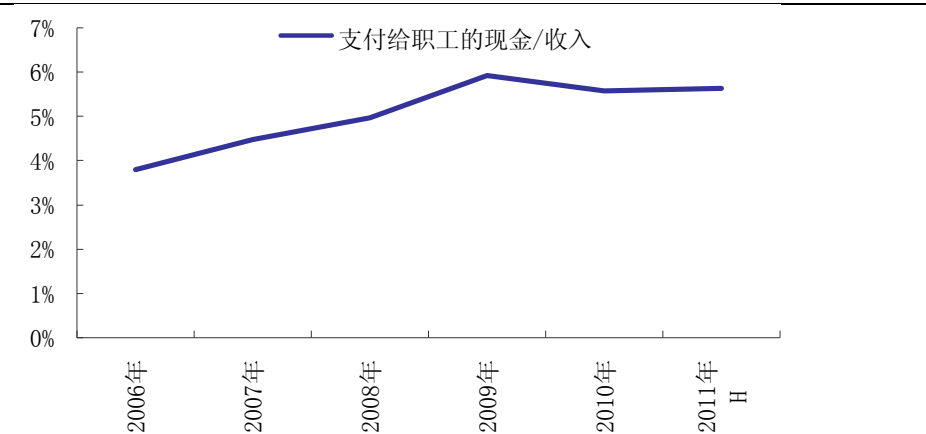


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

5.3. 费用率稳中略降

由于近年来公司引入专业的管理团队，员工薪酬大幅提升，支付给员工的现金占收入的比例由上市前的不到 5% 提高至 5.6%，占比提高了 12%。而 2009、2010 年由于精细化管理，在门店数增长的情况下，公司的员工数反而在下降，降幅约在 3%-5%。2009、2010 年公司的收入增长为 10%、18%，我们估计基层员工的薪酬增速不超过 10%，因此支付给专业的管理团队的薪酬是员工薪酬提升的最大原因。而随着经营效应的逐步体现，公司的员工费用率将会下降。

图 24 步步高支付给员工的现金占收入的比例



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

6. 盈利预测及投资建议

我们对公司的盈利预测假设为：

1、收入增长假设：

	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入	18.25%	25.57%	26.97%	22.37%
超市	7.63%	20.00%	20.00%	20.00%
百货	53.96%	50.00%	50.00%	30.00%
家电	22.11%	20.00%	20.00%	20.00%
批发	3.91%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	38.32%	10.00%	10.00%	10.00%

2、毛利率假设：

	2010 年	2011E	2012E	2013E
毛利率	20.48%	20.04%	19.54%	19.21%
超市	16.63%	16.63%	16.63%	16.63%
百货	16.08%	16.50%	16.50%	16.50%
家电	10.78%	10.78%	10.78%	10.78%
批发	5.39%	5.39%	5.39%	5.39%
其他业务	91.64%	91.64%	91.64%	91.64%

3、费用率假设：

	2010 年	2011E	2012E	2013E
期间费用率	16.4%	16.4%	15.7%	14.8%
销售费用率	14.7%	14.7%	13.9%	13.2%
管理费用率	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%
财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.0%

由此，我们预计公司 2011-2013 年的净利为 242、331、402 百万元，折合每股收益为 0.90、1.23、1.49 元/股。我们给予公司 2012 年 25 倍 PE 或 2013 年 20 倍 PE，目标价为 30-31 元/股。公司最大的业务增长亮点是百货业务，尤其是未来将开的几个大店，由于目前除长沙河西购物广场刚开业不久，岳阳店即将开业，其他项目仍在筹备中，因此我们在预测中暂时没有考虑在建项目的经营情况。

7. 风险提示

- 1、百货大店培育期过长，销售低于预期。由于大店策略，使得经营的不确定性加大，尤其是公司尝试购物中心业态，并可能采取自建方式。
- 2、湖南二三线城市百货业务竞争加剧，如 2010 年新开的大洋百货衡阳店、王府井株洲店，2011 年新开的百盛岳阳店，还有即将开业的天虹商场娄底店。随着二三线城市的经济发展，越来越多的公司瞄准其百货市场。
- 3、省外扩张提速，短期难以贡献利润，甚至出现亏损。公司已制定的 5 年发展规划，并确定 2012 年是公司加速扩张期。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-12-6		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	5,725.3	6,770.3	8,501.2	10,793.8	13,207.8	营业收入增长率	10.1%	18.3%	25.6%	27.0%	22.4%	
减: 营业成本	4,602.5	5,383.6	6,797.5	8,684.5	10,671.0	营业利润增长率	4.5%	2.0%	40.2%	38.6%	22.2%	
营业税费	34.3	50.9	63.9	81.2	99.3	净利润增长率	1.5%	3.4%	41.7%	36.8%	21.4%	
销售费用	777.5	997.8	1,181.8	1,425.7	1,709.8	EBITDA 增长率	7.1%	14.8%	45.9%	31.2%	20.6%	
管理费用	113.2	130.7	155.8	178.6	205.3	EBIT 增长率	1.5%	4.5%	49.4%	40.2%	23.3%	
财务费用	-21.9	-17.5	-5.9	-3.3	0.8	NOPLAT 增长率	-1.4%	5.5%	50.7%	38.3%	22.5%	
资产减值损失	4.3	5.1	0.2	0.4	0.4	投资资本增长率	9.4%	11.0%	20.6%	24.4%	18.0%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	10.7%	0.3%	12.4%	15.1%	15.9%	
投资和汇兑收益	-0.1	-0.0	-	-	-							
营业利润	215.4	219.6	307.9	426.6	521.2	利润率						
加: 营业外净收支	13.9	15.1	15.0	15.0	15.0	毛利率	19.6%	20.5%	20.0%	19.5%	19.2%	
利润总额	229.3	234.7	322.9	441.6	536.2	营业利润率	3.8%	3.2%	3.6%	4.0%	3.9%	
减: 所得税	63.3	63.8	80.7	110.4	134.1	净利润率	2.9%	2.5%	2.8%	3.1%	3.0%	
净利润	165.2	170.9	242.2	331.2	402.2	EBITDA/营业收入	5.8%	5.7%	6.6%	6.8%	6.7%	
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	3.4%	3.0%	3.6%	3.9%	4.0%	
货币资金	700.8	611.3	765.1	971.4	1,188.7	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	47	56	59	59	58	
应收账款	183.3	194.9	224.4	270.3	315.0	流动营业资本周转天数	22	8	3	2	4	
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	108	101	99	98	102	
预付帐款	195.9	445.8	616.8	899.2	1,269.4	应收账款周转天数	1	1	1	1	1	
存货	577.4	839.9	929.2	1,139.7	1,342.0	存货周转天数	36	38	38	35	34	
其他流动资产	3.3	32.9	35.3	42.6	70.1	总资产周转天数	180	182	181	177	178	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	80	75	69	67	66	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	10.6%	10.9%	13.8%	16.4%	17.1%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	4.5%	5.1%	5.6%	5.6%	
固定资产	915.9	1,172.5	1,591.2	1,961.5	2,283.0	ROIC	12.3%	11.8%	16.1%	18.4%	18.1%	
在建工程	126.3	89.1	90.6	91.4	91.7	费用率						
无形资产	107.0	144.9	187.6	228.2	266.8	销售费用率	13.6%	14.7%	13.9%	13.2%	12.9%	
其他非流动资产	232.0	287.9	293.9	297.7	300.2	管理费用率	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	
资产总额	3,041.9	3,819.2	4,734.1	5,902.0	7,127.0	财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%	
短期债务	-	200.0	312.9	488.0	567.9	三费/营业收入	15.2%	16.4%	15.7%	14.8%	14.5%	
应付帐款	996.0	1,294.5	1,676.1	2,093.8	2,543.5	偿债能力						
应付票据	208.7	255.0	316.6	404.5	497.0	资产负债率	48.7%	59.0%	62.8%	65.7%	67.1%	
其他流动负债	275.5	440.0	569.6	729.6	923.7	负债权益比	94.9%	143.9%	169.0%	191.5%	203.7%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.12	0.97	0.89	0.89	0.92	
其他非流动负债	0.7	63.8	99.3	161.5	248.5	速动比率	0.73	0.59	0.57	0.59	0.63	
负债总额	1,480.9	2,253.3	2,974.4	3,877.4	4,780.6	利息保障倍数	-8.84	-11.58	-51.60	-128.38	666.38	
少数股东权益	3.8	-	-	-	-	分红指标						
股本	270.4	270.4	270.4	270.4	270.4	DPS(元)	0.05	0.60	0.18	0.25	0.30	
留存收益	1,286.9	1,295.6	1,489.3	1,754.3	2,076.1	分红比率	8.2%	94.9%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	1,561.0	1,566.0	1,759.7	2,024.7	2,346.4	股息收益率	0.2%	2.6%	0.8%	1.1%	1.3%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	166.0	170.9	242.2	331.2	402.2	EPS(元)	0.61	0.63	0.90	1.23	1.49	
加: 折旧和摊销	142.4	184.9	257.8	311.1	363.5	BVPS(元)	5.76	5.79	6.51	7.49	8.68	
资产减值准备	4.3	5.1	0.2	0.4	0.4	PE(X)	38.1	36.8	26.0	19.0	15.7	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	4.0	3.6	3.1	2.7	
财务费用	-22.9	-1.9	-5.9	-3.3	0.8	P/FCF	123.6	28.1	125.9	89.3	75.6	
投资收益	0.1	0.0	-	-	-	P/S	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5	
少数股东损益	0.8	-	-	-	-	EV/EBITDA	22.1	18.1	11.3	8.8	7.4	
营运资金的变动	134.1	133.9	305.1	177.5	175.7	CAGR(%)	25.9%	33.0%	28.0%	23.8%	26.3%	
经营活动产生现金流量	414.8	461.4	799.5	816.9	942.6	PEG	1.5	1.1	0.9	0.8	0.6	
投资活动产生现金流量	-652.6	-605.8	-45.2	-50.0	-50.0	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.4	1.5	1.6	
融资活动产生现金流量	-14.9	33.9	70.3	112.2	-1.3	REP	4.8	4.3	2.6	1.9	1.6	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张静 高级行业分析师。毕业于复旦大学，会计学硕士。7 年证券研究经历，2011 年 7 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张静声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034