

王府井核心竞争力的再探讨

——王府井(600859)深度报告

报告关键点:

- 王府井三大核心竞争力;
- 业态变迁和网购冲击下,王府井的核心竞争力具可持续性;
- 前瞻的布局 and 出色的经营,王府井仍将保持较快增长。

报告摘要:

- 我们归纳了王府井的三大核心竞争力:(1)强大的品牌组合和招商能力;(2)贯彻始终的营运能力;(3)“王府井”大品牌的输出能力。王府井凭借多年的百货经营和始终如一的中高档时尚定位,形成了自己的强大“品牌组合”;健全的规章制度和严格执行保障了公司门店营运和企划。我们认为在激烈的百货行业竞争中,王府井将会胜出。
- 业态变迁和网购冲击下,王府井的核心竞争力仍具有可持续性。购物中心的兴起,使得百货的选址目标扩大。近年来王府井的项目选址不再只专注于核心商圈,开始选择入驻购物中心。目前的网购市场呈现集中度高、客单价低的特点,对中高端时尚百货影响较小,另外王府井也已开始以整体切入线上业务。
- 前瞻的布局 and 出色的经营,王府井仍将保持较快增长。公司目前70%的门店布局在中西部,中西部地区现在正处在经济高速发展和消费释放期,零售市场仍发展空间较大。门店经营出类拔萃和较短的店龄,使得公司未来同店增长高于平均水平。
- 我们预计王府井2011-2013年净利增速分别为73%、48%、31%,对应的EPS为1.40、2.07、2.71元。给予王府井目标价为52元/股,买入-A评级。
- 风险提示:老门店同店增速低于预期;新开扩张低于预期,或者销售收入低于预期;外部竞争异常激烈,导致扣点下降。

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

52.00 元

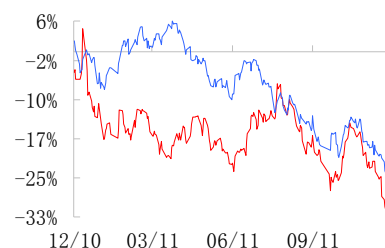
期限: 12个月 上次预测: 52.00元

现价(2011年12月20日): 33.49元

报告日期: 2011-12-21

总市值(百万元)	15,262.09
流通市值(百万元)	13,773.83
总股本(百万股)	462.77
流通股本(百万股)	417.64
12个月最低/最高	32.50/51.99元
十大流通股东(%)	59.10%
股东户数	13,961

12个月股价表现



王府井 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.11)	(6.87)	(8.10)
绝对收益	(15.63)	(18.23)	(33.09)

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	11,098.8	13,946.2	16,850.1	20,164.7	23,561.3
Growth(%)	9.1%	25.7%	20.8%	19.7%	16.8%
净利润	384.3	376.0	648.6	957.1	1,251.6
Growth(%)	11.7%	-2.2%	72.5%	47.6%	30.8%
毛利率(%)	18.7%	18.2%	18.4%	18.6%	18.9%
净利润率(%)	3.5%	2.7%	3.8%	4.7%	5.3%
每股收益(元)	(¥0.83)	(¥0.81)	(¥1.40)	(¥2.07)	(¥2.71)
每股净资产(元)	(¥6.12)	(¥7.60)	(¥12.77)	(¥14.48)	(¥16.71)
市盈率	48.6	49.7	28.8	19.5	14.9
市净率	6.6	5.3	3.2	2.8	2.4
净资产收益率(%)	14.3%	11.8%	11.3%	13.9%	15.8%
ROIC(%)	46.4%	96.7%	-273.0%	32.2%	40.0%
EV/EBITDA	15.6	19.1	12.6	9.2	6.5
股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	1.3%

前期研究成果

 王府井深度报告: 全国第一连锁百货
 2011-11-03

目录

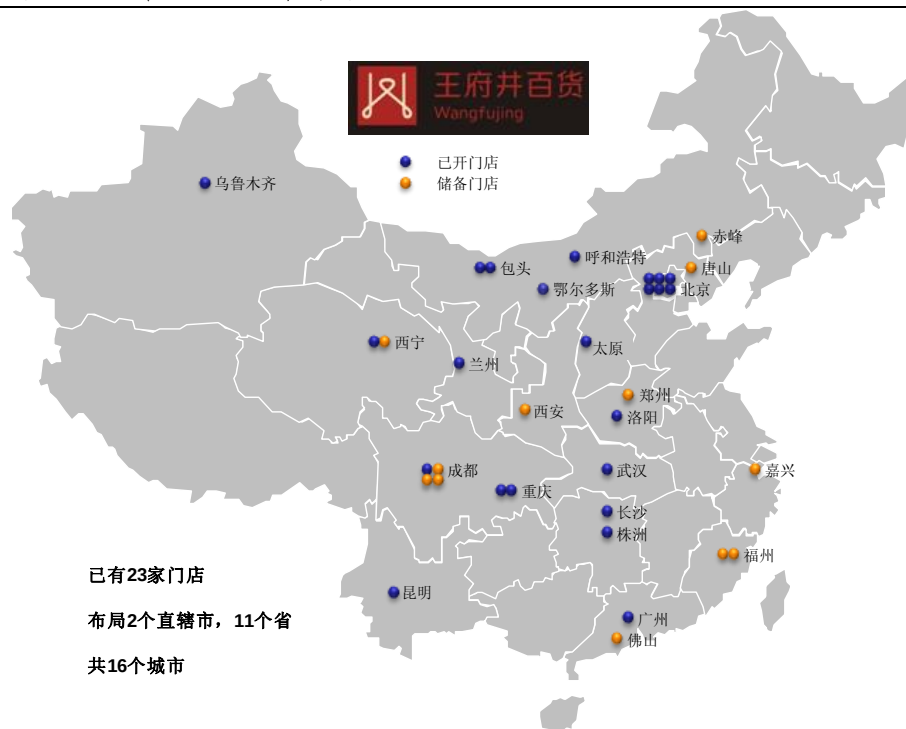
1. 王府井核心竞争力	3
1.1. 强大的品牌组合和招商能力	3
1.2. 贯彻始终的营运能力	4
1.3. “王府井”大品牌的输出能力	4
2. 王府井核心竞争力的可持续性	5
2.1. 业态变迁的挑战	5
2.2. 网购的挑战	6
3. 王府井百货仍将保持较快增长	6
3.1. 中西部零售市场前景广阔	6
3.2. 门店经营，出类拔萃	8
4. 投资建议与风险提示	9

图表目录

图 1 王府井门店全国布局图.....	3
图 2 百货公司核心竞争力.....	3
图 3 主要零售业态经营面积（单位：百万平方米）.....	5
图 4 网购零售额占社零总额的比例	6
图 5 中国各地区人均 GDP 同比增速比较.....	6
图 6 中国各地区社会零售总额累计同比增速比较.....	6
图 7 东部部分省及直辖市百货饱和度分析（元/平方米）.....	7
图 8 中西部部分省份百货饱和度分析（元/平方米）.....	7
图 9 王府井门店数的店龄分布	8
图 10 2010 年王府井门店的销售收入及同店增速	8
图 11 2010 年主要全国连锁百货门店平均单位平效（单位：元/平米）	9
表 1 “王府井”百货重点品牌.....	4
表 2 王府井储备购物中心项目简介.....	5
表 3 王府井外延和内涵式增长.....	8
表 4 盈利预测假设和结果	9

王府井自 1955 年开设第一家百货，到 1996 年首次异地扩张，再到目前的全国 16 个城市开设 23 家门店。公司已初步完成中西部连锁百货布局，接下来将是重点布局二线城市和同城加密布点。在激烈的百货行业竞争中，王府井能胜出吗？随着业态的升级转型，王府井的竞争优势可持续吗？明年百货行业销售增速放缓的背景下，王府井能取得较快增长吗？针对市场的一些疑问，我们进行深入分析。

图 1 王府井门店全国布局图

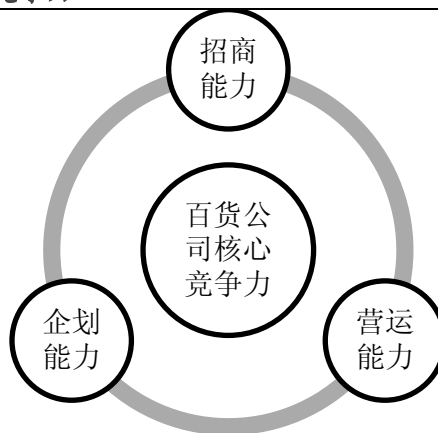


数据来源：公司网站、安信证券研究中心

1. 王府井核心竞争力

百货公司的核心竞争力归纳为招商能力、营运能力、企划能力。只有将这三者有机结合，才能在激烈的行业竞争中胜出。

图 2 百货公司核心竞争力



数据来源：安信证券研究中心

1.1. 强大的品牌组合和招商能力

王府井自 1998 年开始尝试门店进销分离，探索百货业统一采购模式。2007 年底

公司北京地区几家百货实现集中统采，2010 年进一步推向西北、西南、华中等其他地区。为发挥规模采购优势，各大区内重点品牌资源逐步向总部集中。公司招商的核心是为了让王府井各门店定位趋同，资源共享，同时在最大程度上达到零供双方共赢。

“王府井”百货定位于中高档流行时尚百货，以 25-40 岁的客户人群为主，并且客单价在 500 元左右。其商品品类上主要以女装为主，其次为化妆品、鞋类、男装。结合公司的门店定位，“王府井”百货的重点品牌以主流时尚品牌为主，并且在新店开业时，总能把这些主流品牌带入新门店，可见公司与品牌企业建立了良好的合作关系。另外，“王府井”百货会有 30%多是当地特有品牌，强大的品牌组合是公司核心竞争力之一。

表 1 “王府井”百货重点品牌

商品品类	商品品牌
化妆品	兰蔻、碧欧泉、植树秀、欧莱雅、雅思兰黛、倩碧、迪奥、娇兰、资生堂、欧珀莱、SK-II、安娜苏等
鞋类	百丽、Tata、天美意、JOY&PEACE、Millie's、森达、百思图、星期六、千百度、接吻猫、玖熙、Fed、Bata、思加图、哈森等
女装	Only、Vero Moda、Eland、SCOFIELD、ROEM、SCAT、PRICH、TeenieWeenie、etam、etam weekend、ES、欧时力、歌力思、季候风、伊都锦、Esprit、Mind Bridge、朗姿、哥力思、玛斯菲尔、JOYYA、诗篇等
男装类	Jach jones、Vicutu、卡利斯特、爵士丹尼、金利来、杰凡尼、LEO、callito 等
运动休闲类	鳄鱼、Nike、adidas、锐步、背靠背、康威等
童装	丽婴房、巴布豆、小猪班纳、英式、斯乃纳、snoopy、丑丑等

数据来源：安信证券研究中心整理

1.2. 贯彻始终的营运能力

王府井在百货营运方面，对门店进行分类管理。成熟型门店不断挖掘、创新和提升，经营业绩实现了持续、快速、稳定增长，为公司利润提升做出重要贡献。成长性门店努力强化市场份额和效益，销售能力和盈利水平显著增强，成为拉动公司整体业绩提升的重要力量。培育门店认真落实加速市场培育、抢占市场份额、扩张市场影响力，销售收入显著提升。同时，公司继续加强对各类门店的管理控制力度，建立健全指标监控体系，加强经营分析和业务交流，不断创新营销方式，深化集团统一营销。

公司对门店店长实行“师徒”体制，由店长带领、培养副店长，合格的副店长将有机会成为新店店长。这也使得公司营运管理制度能始终贯彻下去。

1.3. “王府井”大品牌的输出能力

公司以“王府井”品牌进行全国连锁百货扩张，具有先天的品牌优势，尤其是在我国北方具有非常高的声誉。因此，公司以“王府井”大品牌进行品牌输出，在开业初期就能较好的吸引客流，同时凭借强大的品牌组合在当地市场具有较强的市场竞争力。

公司门店以中西部的省会城市或经济发达的二线城市为主，未来同城多店或加密布局，依靠“王府井”品牌，其门店的培育期将大大缩短，在激烈的行业竞争中对外扩张的成功性将大幅提高。

综上分析，王府井凭借多年的百货经营和始终如一的中高档时尚定位，形成了自己的强大“品牌组合”，这是公司未来的制胜法宝。而健全的规章制度和严格执行是公司门店营运和企划的保障。当然国内也不乏一些优秀的百货公司，如金鹰、百盛，相比较，王府井的门店布局和物业情况比上述两者更为出色。因此我们认为在激烈的

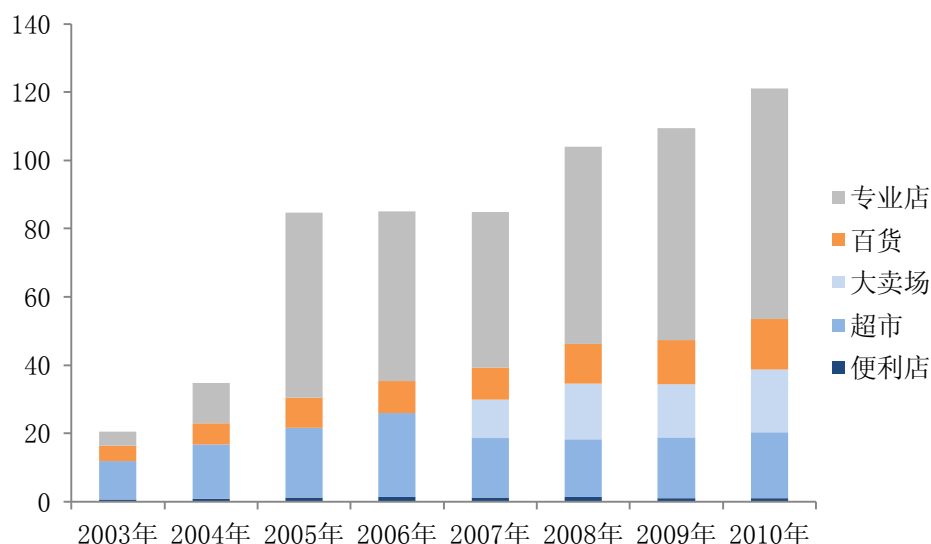
百货行业竞争中，王府井将会胜出。

2. 王府井核心竞争力的可持续性

2.1. 业态变迁的挑战

随着经济发展和收入提高，零售业态将随之升级变迁。改革开放以来，我国零售业态经历了巨大的发展变化。第一阶段是以大型百货业态为主体的单一业态阶段；第二阶段是 90 年代以后超级市场、大卖场的快速发展；第三阶段是 2000 年后专业店和购物中心的兴起；第四阶段是便捷、低价的网购市场快速发展。90 年代超市、大卖场的快速发展，将食品、日化等商品的销售渠道从百货转向了超市，专业店的兴起也同样将电器、3C 产品的销售渠道从百货转向专业店，购物中心的兴起分流了百货的部分客流，网购更是侵蚀了百货的低档客户市场。所有的其他零售渠道都对传统百货渠道产生负面影响，但百货始终在调整自己的经营品类，实际上百货销售近年来一直保持较快的增速。另外，我们发现百货的经营面积也一直保持较快的增速，而且近年来增长最快的。因此我们认为，百货这个传统渠道是有市场空间的。中长期来看，随着人口红利和城镇化的推动，百货依旧保持较快增长。

图 3 主要零售业态经营面积（单位：百万平方米）



数据来源：CEIC、安信证券研究中心

值得一提的是，随着城市的外扩，购物中心的兴起，使得百货的选址目标扩大。近年来王府井的项目选址不再只专注于核心商圈，开始选择入驻购物中心。如，今年年底开业的成都天府购物中心、自建的西安赛高城市广场等。我们认为，购物中心的兴起对百货的影响不仅仅是负面的，对优秀的公司而言，他有了更多可选项目，更有利于他的网点布局。

表 2 王府井储备购物中心项目简介

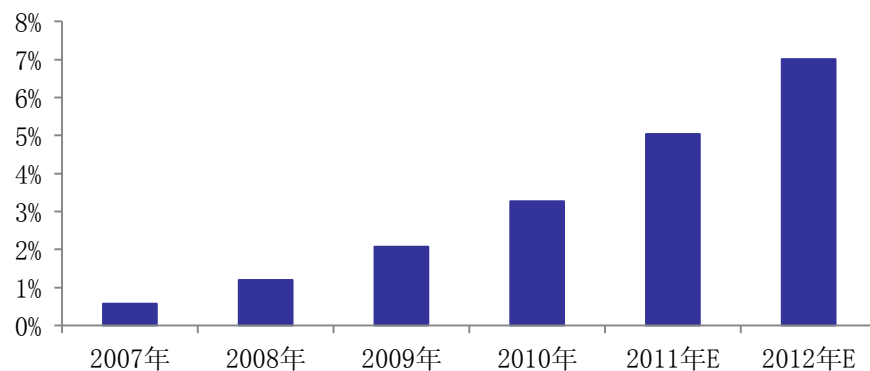
储备项目	项目简介
成都 2 店	大型购物中心，建筑面积近 10 万平米
福州 1 店	恒力城购物中心主力百货，定位高档
福州 2 店	未来地铁商圈，茶亭购物中心
郑州店	持股 65%，温哥华时代广场项目，总建筑面积约 20 万平米
西安店	赛高城市广场，建筑面积 9 万平米

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2.2. 网购的挑战

中国电子商务在经历数十载的发展后,自2007年迎来了跨越式的增长,网购零售额增速100%以上,预计2011年网购零售额占社零总额的比例将达5%,并对实体消费形成一定的影响。目前网购市场呈现集中度高、客单价较低的现象。其中大淘宝占网购市场的70%多,排名第一。网购市场的客单价区间集中在100-200元,相对较低,短期内对中高端时尚百货的影响较小。

图4 网购零售额占社零总额的比例



数据来源: 艾瑞咨询、安信证券研究中心

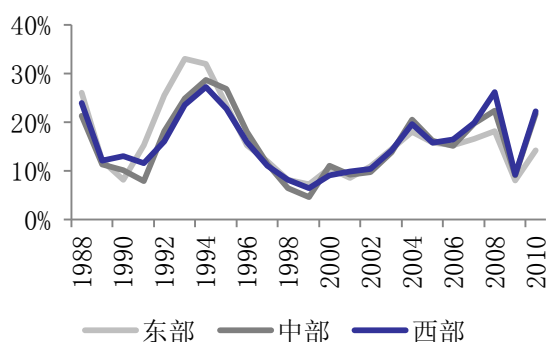
但百货公司也不甘示弱,陆续进军线上业务。如银泰投资的“银泰网”,2010年10月正式上线以来,取得较好的销售成绩。“银泰网”采取降价促销、部分商品采取买手制经营,百货的专业化得到充分体现,是其他网购公司无法比拟的。王府井从2007年开始涉足网上商城,该业务覆盖双安商场、广州王府井、长沙王府井。经过四年来的积累,2011年公司以集团形式整体切入网购业务。去年的定向增发募投项目中有1.02亿元投资于电子商务,并组建自己的电商团队。相对纯粹的网商,实体百货进军线上业务有其自身的优势,如品牌招商、信用和资金等,在未来的网购百货市场中必将占有一席之地。美国在线销售500强企业中,传统零售企业占比最大,高达39%。王府井是众多实体百货较早触网者,并对网购重视程度高、投资已提上日程的公司。我们将关注并看好公司该业务的未来发展。

3. 王府井百货仍将保持较快增长

3.1. 中西部零售市场前景广阔

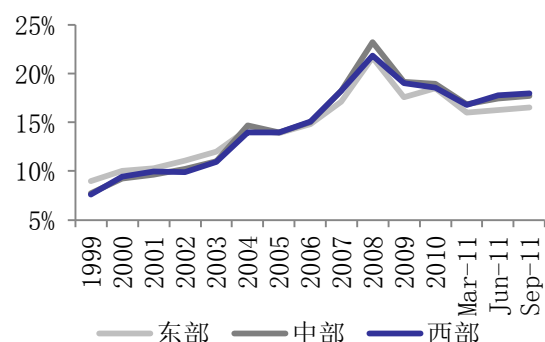
在“西部大开发”、“中部崛起”等促进区域协调发展战略的实施下,中西部经济正在经历快速的增长,人均GDP增速在2006年开始赶超东部。在经济快速增长的背景下,中西部社会零售总额增速从2007年也赶超了东部。可见,中西部地区二三线城市经济的高速发展,正在释放出巨大的消费潜力。

图5 中国各地区人均GDP同比增速比较



数据来源: WIND、安信证券研究中心

图6 中国各地区社会零售总额累计同比增速比较

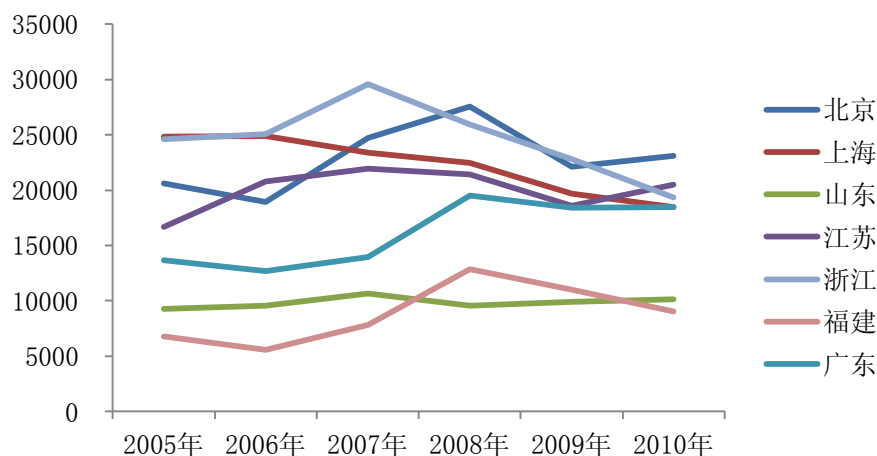


数据来源: WIND、安信证券研究中心

在中西部零售市场加速增长的背景下，目前该市场的竞争并不如东部那么激烈。由于我国区域发展政策，东部沿海城市经济相对发达，零售业也较为繁荣。各大连锁百货的外延扩张的矛头都指向东部各省。如新世界百货目前有 32 家门店，其中 68.75% 的门店布局在东部沿海城市；茂业百货目前有 40 家门店，其中 67% 的门店布局在东部沿海城市。同时各东部省份也都有较强势的区域龙头企业。并且这些东部区域龙头企业的在省内扩张渠道都下沉到二三线城市，省外的扩张也从临近省份开始。如东三省的大商、山东的银座、浙江的银泰、上海的百联、江苏的金鹰、广东的友谊和广百等区域龙头企业。

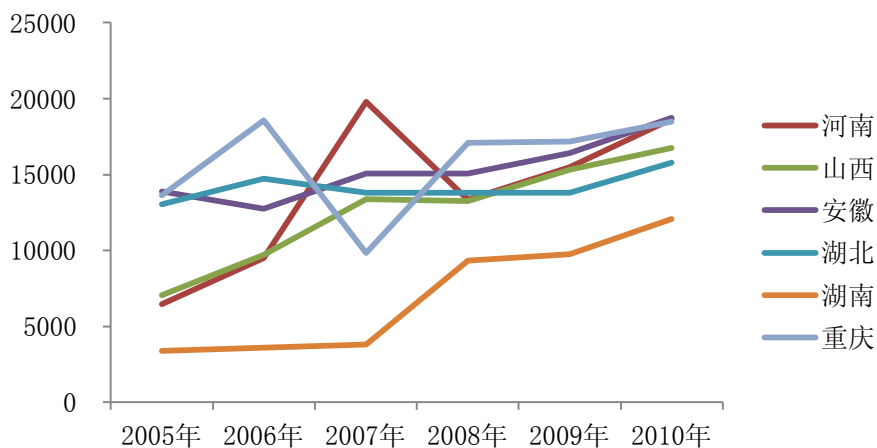
而经济刚起步不久的中西部地区，在此之前并没受到这些零售大亨们的青睐。而且这些地区多数是当地的传统百货，大部分没有零售业龙头，有些地区的零售业龙头与东部的企业相比也都会黯然失色。做的相对较好的有安徽的合肥百货、重庆的重庆百货、湖南的步步高、新疆的友好集团。由于东部的过度竞争，零售市场已逐渐趋于饱和，而中西部城市的零售市场还有很大空间，市场仍有很大的共融性。我们以单位营业面积销售额来衡量一个市场的饱和度。从图 7 中可以看出东部省份已几近饱和或过度饱和，百货店的扩张速度已经等于或超过销售额的增速。而图 8 反映出，中西部省份零售市场仍有很大空间，百货店的扩张，仍能带来单位平效的提高。

图 7 东部部分省及直辖市百货饱和度分析（元/平方米）



数据来源：CEIC、安信证券研究中心

图 8 中西部部分省份百货饱和度分析（元/平方米）



数据来源：CEIC、安信证券研究中心

3.2. 门店经营，出类拔萃

公司新开门店速度稳步有序,近几年的扩张步伐一直保持在每年新开门店 1-3 家,一般选址在核心商圈,贯彻“大店”策略平均单店建筑面积为 3.81 万平方米,保证了新开门店的培育效率。在外延扩张的同时,公司老门店循序升级,根据市场需求和消费结构的变化做好门店经营调整和装修改造,永续内生增长。

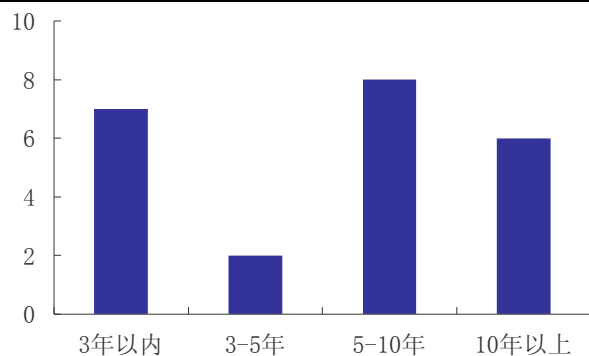
表 3 王府井外延和内涵式增长

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2010 年 E
门店数	16 家	19 家	22 家	24 家	26 家
新开门店	包头 2 店	太原店 兰州店 昆明店 北京百货大楼北馆	HQ 尚客北京大钟寺店 北京大兴王府井 株洲店	鄂尔多斯店 成都 2 店	福州 1 店 唐山店 郑州店
原有门店调整	北京百货大楼新区 长安商场 武汉店 呼和浩特店 乌鲁木齐店 扩建成都店	成都店 长安商场 东安市场 乌鲁木齐店	北京百货大楼南馆 洛阳店 双安商场后院 长沙店	双安商场 重庆 1 店 武汉店 长沙店	呼和浩特店 西宁店

数据来源:公司公告、安信证券研究中心

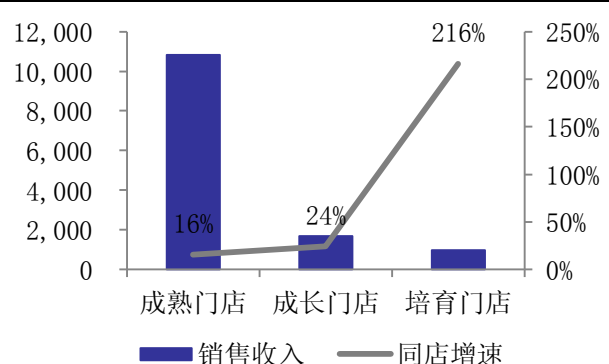
公司始终保持稳定的门店速度,公司店龄分布合理。另外通过对成熟门店的经营调整和装修改造,使成熟门店销售收入依旧保持持续较快增长。成长门店基本都已进入盈利期,2010 年同店增长为 24%。处于培育期的门店,现在正处于销售收入快速增长期。公司前瞻的门店布局,以及精耕细作的管理理念,使得门店的平均单位平效逐年得到提高,2010 年平均单位平效为 26,918 元/平方米,高于主要的全国连锁百货的平均单位平效。

图 9 王府井门店数的店龄分布



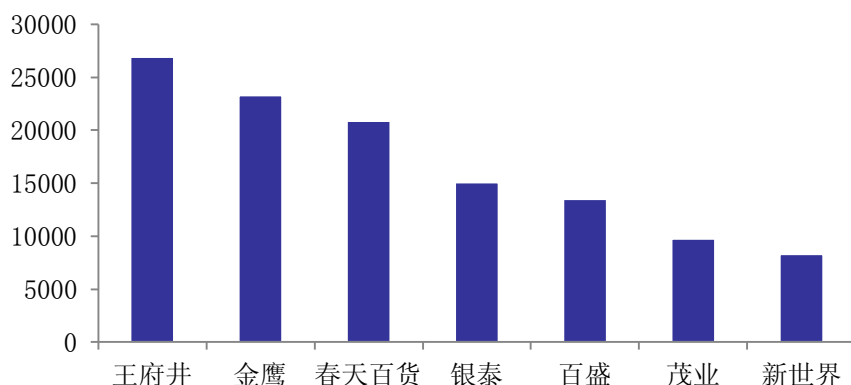
数据来源:公司公告、安信证券研究中心

图 10 2010 年王府井门店的销售收入及同店增速



数据来源:公司公告、安信证券研究中心

图 11 2010 年主要全国连锁百货门店平均单位平效（单位：元/平米）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 投资建议与风险提示

基于公司外延扩张的市场空间和扩张计划，我们预计王府井销售收入的外延增长约 5%；而出色的门店经营和较短的年龄结构使得门店内涵增长将大大高于行业平均水平，我们预计同店增速约 15%，因此公司的收入增长约在 20% 左右。另外公司全国连锁百货的规模效应和招商的协同性，我们认为公司的净利率将随毛利率的提高而逐步提高。因此，我们预计王府井 2011-2013 年净利增速分别为 73%、48%、31%，对应的 EPS 为 1.40、2.07、2.71 元。给予王府井目标价为 52 元/股，买入-A 评级。

表 4 盈利预测假设和结果

	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
收入增长	25.65%	20.82%	19.67%	16.84%
毛利率	18.20%	18.41%	18.61%	18.91%
营业税率	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
销售费用率	8.7%	8.4%	7.9%	7.6%
管理费用率	3.1%	3.0%	2.9%	2.7%
财务费用率	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%
净利增长	-2.2%	72.5%	47.6%	30.8%
净利率	2.7%	3.8%	4.7%	5.3%

数据来源：安信证券研究中心

风险提示：

- 1) 老门店同店增速低于预期；
- 2) 新开扩张低于预期，或者销售收入低于预期；
- 3) 外部竞争异常激烈，导致扣点下降。

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,098.8	13,946.2	16,850.1	20,164.7	23,561.3	成长性					
减: 营业成本	9,026.2	11,407.9	13,747.2	16,412.8	19,105.9	营业收入增长率	9.1%	25.7%	20.8%	19.7%	16.8%
营业税费	121.7	139.4	169.1	202.4	236.5	营业利润增长率	-5.8%	25.9%	41.6%	39.4%	30.6%
销售费用	989.1	1,210.2	1,414.3	1,590.7	1,783.8	净利润增长率	11.7%	-2.2%	72.5%	47.6%	30.8%
管理费用	406.6	438.1	512.0	575.8	645.7	EBITDA 增长率	7.9%	20.3%	35.2%	31.9%	25.8%
财务费用	68.1	94.9	81.1	92.9	105.5	EBIT 增长率	-0.7%	27.5%	34.5%	37.4%	29.4%
资产减值损失	6.8	0.2	1.6	0.6	0.5	NOPLAT 增长率	17.0%	8.2%	48.1%	37.4%	29.4%
加: 公允价值变动收益	6.0	-	-	-	-	投资资本增长率	-48.0%	-152.4%	-1266.8%	3.9%	-19.6%
投资和汇兑收益	32.3	-2.5	-	-	-	净资产增长率	37.6%	26.7%	65.2%	13.0%	14.9%
营业利润	518.6	653.0	924.8	1,289.4	1,683.4	利润率					
加: 营业外净收支	4.9	-39.4	-	-	-	毛利率	18.7%	18.2%	18.4%	18.6%	18.9%
利润总额	523.5	613.6	924.8	1,289.4	1,683.4	营业利润率	4.7%	4.7%	5.5%	6.4%	7.1%
减: 所得税	103.7	175.3	231.2	322.4	420.9	净利润率	3.5%	2.7%	3.8%	4.7%	5.3%
净利润	384.3	376.0	648.6	957.1	1,251.6	EBITDA/营业收入	7.0%	6.7%	7.5%	8.3%	8.9%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	5.3%	5.4%	6.0%	6.9%	7.6%
货币资金	1,859.5	2,948.1	5,068.4	6,158.8	8,190.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	73	58	53	51	47
应收账款	165.1	165.1	226.6	270.0	303.8	流动营业资本周转天数	-88	-86	-52	-23	-28
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	70	80	104	120	129
预付账款	212.7	274.1	369.9	434.7	538.6	应收账款周转天数	2	2	2	2	2
存货	305.0	277.3	430.8	492.8	545.6	存货周转天数	10	8	8	8	8
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	221	203	214	227	229
可供出售金融资产	814.6	482.2	506.4	531.7	558.3	投资资本周转天数	25	3	31	59	46
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	116.5	114.0	111.5	109.2	106.8	ROE	14.3%	11.8%	11.3%	13.9%	15.8%
投资性房地产	221.0	222.9	224.9	226.8	228.7	ROA	5.7%	5.3%	5.9%	7.1%	7.8%
固定资产	2,245.5	2,219.9	2,739.2	2,975.6	3,144.4	ROIC	46.4%	96.7%	-273.0%	32.2%	40.0%
在建工程	30.4	74.2	193.0	467.6	286.0	费用率					
无形资产	1,107.3	1,072.7	1,209.0	1,148.6	1,091.1	销售费用率	8.9%	8.7%	8.4%	7.9%	7.6%
其他非流动资产	335.5	462.9	643.7	900.5	1,265.5	管理费用率	3.7%	3.1%	3.0%	2.9%	2.7%
资产总额	7,413.3	8,313.5	11,723.3	13,716.3	16,259.6	财务费用率	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%
短期债务	70.0	-	-	-	-	三费/营业收入	13.2%	12.5%	11.9%	11.2%	10.8%
应付账款	1,535.7	1,885.2	2,277.6	2,741.3	3,171.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	60.3%	55.1%	47.5%	49.3%	50.8%
其他流动负债	2,024.1	2,600.0	3,246.8	4,063.4	5,182.6	负债权益比	151.8%	122.9%	90.4%	97.1%	103.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	(¥0.70)	(¥0.82)	(¥1.11)	(¥1.09)	(¥1.16)
其他非流动负债	838.0	99.1	58.5	36.1	22.3	速动比率	(¥0.61)	(¥0.75)	(¥1.03)	(¥1.02)	(¥1.10)
负债总额	4,469.0	4,584.6	5,564.6	6,757.7	8,263.3	利息保障倍数	(¥8.61)	(¥7.88)	(¥12.41)	(¥14.88)	(¥16.96)
少数股东权益	113.7	211.3	251.8	260.8	270.7	分红指标					
股本	393.0	417.6	462.4	462.4	462.4	DPS(元)	(¥0.17)	(¥0.25)	(¥0.28)	(¥0.41)	(¥0.54)
留存收益	2,437.6	3,100.0	5,444.4	6,235.3	7,263.2	分红比率	20.4%	31.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,944.3	3,728.9	6,158.6	6,958.6	7,996.3	股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	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	419.8	438.3	648.6	957.1	1,251.6	EPS(元)	(¥0.83)	(¥0.81)	(¥1.40)	(¥2.07)	(¥2.71)
加: 折旧和摊销	268.0	289.6	263.0	291.6	317.7	BVPS(元)	(¥6.12)	(¥7.60)	(¥12.77)	(¥14.48)	(¥16.71)
资产减值准备	6.8	0.2	1.6	0.6	0.5	PE(X)	48.6	49.7	28.8	19.5	14.9
公允价值变动损失	-6.0	-	-	-	-	PB(X)	6.6	5.3	3.2	2.8	2.4
财务费用	41.7	36.1	81.1	92.9	105.5	P/FCF	23.2	41.0	-6.5	22.5	9.8
投资收益	-32.3	2.5	-	-	-	P/S	1.7	1.3	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	35.5	62.3	45.0	10.0	11.0	EV/EBITDA	15.6	19.1	12.6	9.2	6.5
营运资金的变动	412.7	830.9	486.8	765.3	949.7	CAGR(%)	32.1%	42.3%	31.6%	27.9%	25.2%
经营活动产生现金流量	1,167.8	1,592.0	1,526.1	2,117.5	2,635.9	PEG	1.5	1.2	0.9	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-319.5	-324.8	-1,059.0	-765.1	-271.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-101.2	-178.7	1,659.5	-259.0	-329.2	REP					

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

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@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