

评级：强烈推荐（首次评级）

商贸零售

公司深度报告

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话：0755-82485024

邮件：lvlihua@fcsc.cn

步步高(002251)：外延加速，百货最有看头

摘要：

- **湖南省最大商业连锁企业：**公司立足于中小城市，以密集开设“双核”多业态连锁门店的模式强化跨区域市场控制力，主营业态包括超市、百货、电器，以及从事商品分销配送业务的海龙物流。截止 2011 年底，总建筑面积 110 万平米，其中自有物业占比约 40 多万平米；物理门店数量 120 家，按业态计有 154 家，其中超市 116 家、百货 19 家、家电 19 家。
- **超市渐入佳境，质变量增：**经过两年的外籍国际管理团队的磨合，供应链上移及管理细化，以及全面改造旗下门店形象及硬件设施，超市效益渐显，2011 年新增超市 14 家，收入增速约 30%，可比门店增长约 8%（受家电增长大幅下滑影响），毛利率相比整合前提升了 1 个多点。公司计划未来年新增超市 20~30 家，在填补湖南省空白市场的同时，继续实现跨区域发展，2012 年有望落子广西、四川等市县域。
- **百货重磅扩张，贡献提升：**公司 2009 年新增 4 家店，其中湘潭店体量达 12 万平米，目前该 4 店均已进入业绩快速释放期，亦推动 2011 年百货收入增速超过 30%，同店增长约 25%。2011 年新开的长沙店和岳阳店，体量分别达 10 万、8 万平米，其中长沙店预计 2012 年将实现盈利。2012 年又将新增宜春店、湘潭湖湘、衡阳店、耒阳店、张家界等店；同时，怀化、赣州、郴州三个城市综合体项目在建，大湘西单体面积最大的城市综合体吉首店也已签约。公司计划未来扩张将以城市综合体为母体，年新增 3~4 家。
- **盈利预测及投资评级：**预测 2011~2013 年 EPS 分别为 0.95、1.26、1.62 元，当前股价对应下的 2011 年、2012 年 PE 分别为 23.5 倍、17.7 倍，估值相对合理。但虑及公司正处于快速扩张期，超市经营渐入佳境，费控力不断增强，未来业绩稳步上升是趋势；百货亦处于盈利快速释放阶段，且渠道下沉速度快、储备项目丰富，是公司未来持续高增长的最大亮点及业绩保障。鉴于此，我们认为公司可以享有一定的估值溢价，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**门店培育低于预期、跨地区经营的风险、管理能力和人才储备的风险。

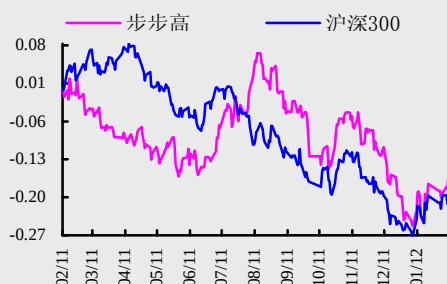
交易数据

上一日交易日股价（元）	22.2
总市值（百万元）	6,002
流通股本（百万股）	87
流通股比率（%）	32.00

资产负债表摘要（09/11）

股东权益（百万元）	1,670
每股净资产（元）	6.18
市净率（倍）	3.59
资产负债率（%）	63.68

公司与沪深 300 指数比较



相关报告



目 录

1	湖南省最大的商业连锁企业	3
1.1	公司概况	3
1.2	经营情况	3
1.3	扩战目标	6
1.4	股权结构	6
2	超市-周边拓展，百货-中心突破，家电-向下布局	7
2.1	超市：蝶变升级，提质扩量	7
2.2	百货：重磅扩张，储备丰富	8
2.3	家电：重要补充，贡献提升	9
2.4	批发：点缀超市，贡献薄弱	10
3	盈利预测及投资评级	11
4	风险提示	12



1 湖南省最大的商业连锁企业

1.1 公司概况

公司前身系 2003 年 12 月 11 日成立的湘潭开源商业有限责任公司，2003 年 12 月 29 日更名为步步高商业连锁有限责任公司，2004 年 12 月 6 日整体变更为股份有限公司，2008 年 6 月 19 日在深交所上市交易。

公司一直秉承“农村包围城市”的扩张战略，立足于中小城市，以密集开设“双核”多业态连锁门店的模式强化跨区域市场控制力，在湖南、江西两省基本形成了覆盖式的超市和百货店网络。内部管理方面，公司从 2009 年 2 月开始实行事业部管理体制，下设超市、百货、美采平价、海龙物流等事业部，各事业部在企业级策略的领导下拥有相对的独立市场、自主经营，并实行内部独立核算。

公司主营业态包括超市（HYPER-MART、SUPER-MART）、百货（步步高广场、步步高百货）、电器（E-MART），以及从事商品分销配送业务的海龙物流。而美采平价、阿米巴生活便利店、大楚食街餐饮连锁业务为控股股东步步高投资集团旗下业务，公司只是进行管理输出。

公司业务规模发展迅速，经营场所及经营店面增长较快。截止 2011 年底，总建筑面积 110 万平米，其中自有物业占比约 40 多万平方米；从门店数量看，公司在湖南、江西等地市县共拥有物理门店 120 家，按业态计有 154 家，其中超市 116 家、百货 19 家、家电 19 家。分区域看，湖南省物理门店有 109 家，按业态计超市 105、百货 17 家、家电 19 家；江西物理门店 11 家，按业态计超市 11 家、百货 2 家（新余和抚州各 1 家）。

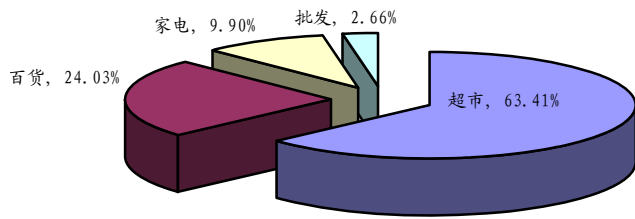
1.2 经营情况

公司主营收入来源于超市、百货、家电和批发等四大业务板块，

其中，超市是主营收入最重要来源，但其占主营收入的比重逐年下降，2011 年上半年为 63.4%；百货和家电的占比稳步提升，2011 年上半年分别为 24%、9.9%。各业态的毛利贡献变化趋同于收入。

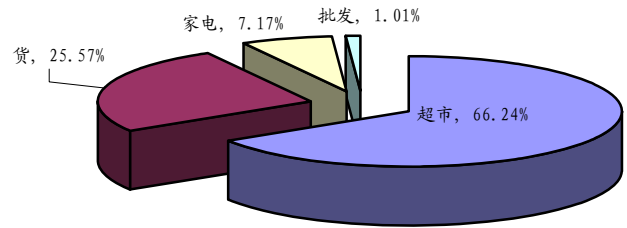


Figure 1 主营业务收入 2011 年上半年构成



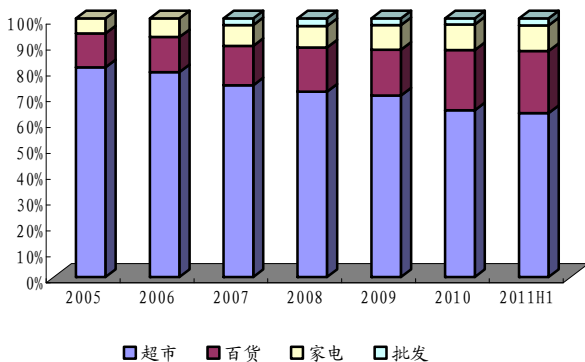
资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 2 主营业务毛利 2011 年上半年构成



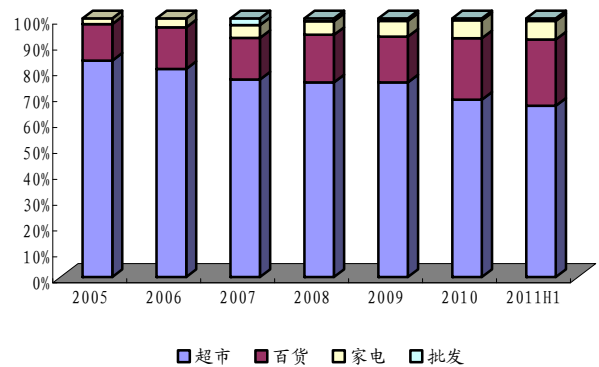
资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 3 四业态收入占主营业务收入比重变化



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 4 四业态收入占主营业务毛利比重变化



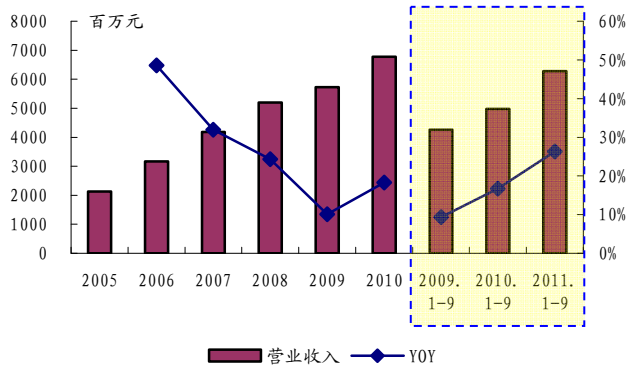
资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

分地区的收入贡献看，湖南仍是公司最主要市场，2006 年来一直保持营业收入占比的 92%、93%的水平。2011 年上半年，湖南区域实现营业收入 36.53 亿元，占总销售的 92.1%。江西市场自 2005 年进入后，至 2011 年才获盈余，实现收入 3.15 亿元，同比增长 27.6%；虽然其目前对公司盈利贡献有限，但其是未来公司实行跨省拓展的经验案例。

从业绩表现看，受大幅度调整门店等因素影响，2009 年、2010 年的收入及净利润增速明显放缓，尤其是 2009 年超市外籍管理团队磨合初期及超市外延暂缓，收入和净利润增速分别降至 10.07%、1.45%；2010 年随着事业部运作模式不断成熟，管理效益显现，特别超市供应链整合效应，收入和净利润增速分别回升至 18.25%、3.45%。2011 年超市门店调整基本完毕，供应链上移及管理细化进一步推动效益提升，超市外籍管理团队与公司融合渐入佳境，百货业态的内生增长及外延扩张积极，前三季度，实现营业收入 62.83 亿元，同比增长 26.3%；净利润 1.85 亿元，同比增长 47.24%。

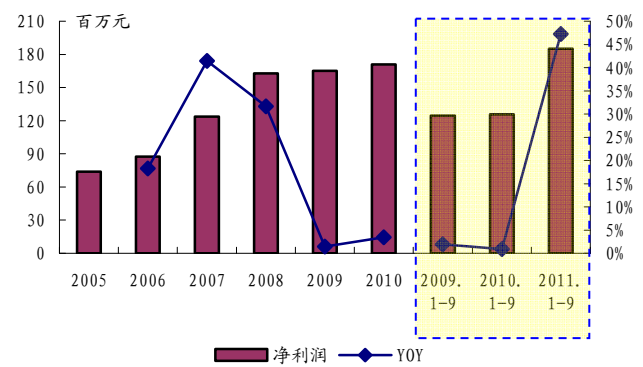


Figure 5 营业收入及增长率



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 6 净利润及增长率

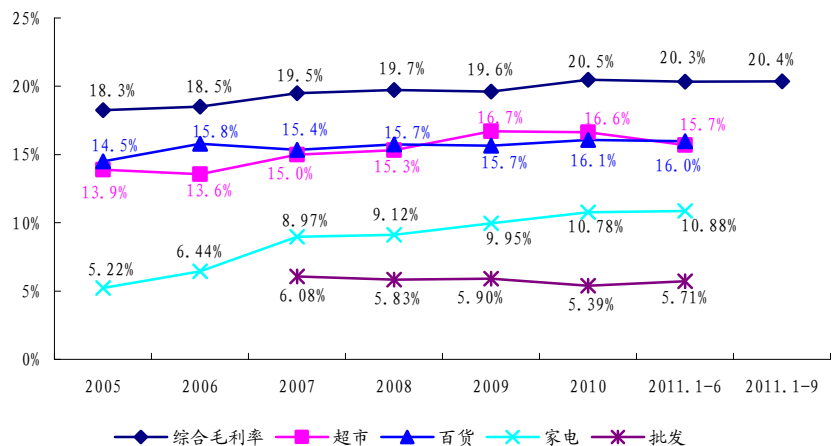


资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

毛利率方面，综合毛利率呈稳步上升趋势，2011 年前三季度达到 20.37%，而 2005 年为 18.25%。分业态的毛利率看，超市的毛利率改善最显著，在外籍管理团队的带领下，其由改造前的 2008 年 15.32%提升到 2010 年的 16.63%，2011 年上半年受促销影响下降至 15.69%。

费用控制方面，相比收入规模的快速扩大，三项费用率呈下降趋势，2011 年前三季度其为 15.8%，相比 2010 年下降了 0.61 个百分点。

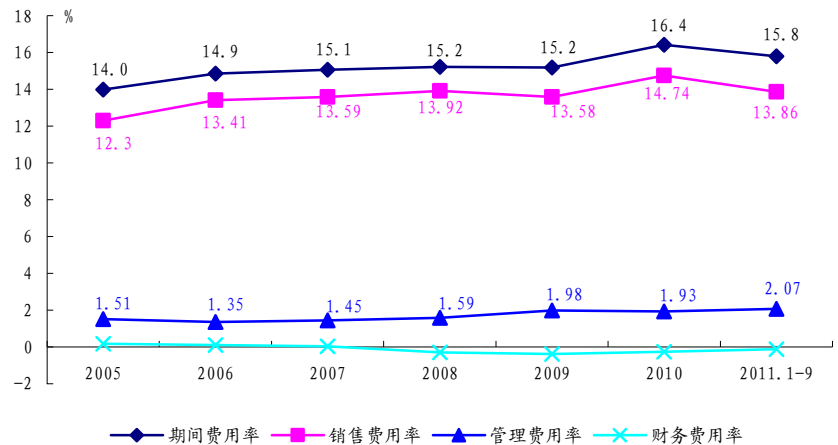
Figure 7 综合毛利率及各业态毛利率变化



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所



Figure 8 期间费用率及构成变化



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

1.3 扩战目标

- 超市：计划每年新增超市 20~30 家（不包括收购兼并），填补湖南省空白市场的同时，继续跨区域发展，除江西市场外，2012 年开始将往中西部临近省份扩张，落子广西、贵州、四川等中小城市。
- 百货：未来将以城市综合体为母体进行扩张，计划每年新增百货店 3~4 家。
- 家电：目前归于超市事业部管理，计划未来家电连锁业务独立出超市，在未来 3 年内赶超国美电器在湖南的规模，未来 5 年内达到苏宁电器在当地的规模水平，成为省内家电连锁龙头。

1.4 股权结构

公司控股股东为步步高投资集团股份有限公司，成立于 2003 年 2 月 20 日，现持有公司 1.51 亿股，占股份总数的 56.67%。集团公司的资产和收入主要集中于上市公司，其余 2 家主要子公司分别为步步高置业有限责任公司和湘潭市宝庆路定点屠宰有限公司。

公司实际控制人为王填先生，亦是公司创始人，其持有步步高投资集团 69.05% 的股权，而公司第二大股东张海霞与王填为夫妻关系，目前张海霞持有公司股份 3,874 万股，占总股本的 14.33%。

另外，公司中高层管理人员亦持有步步高投资集团余下股份，间接持有上市公司股份。



2 超市-周边拓展，百货-中心突破，家电-向下布局

2.1 超市：蝶变升级，提质扩量

超市业态是公司创业初期即开始发展的零售业务，目前是湖南省最大的连锁超市经营者，超市的网点数量、盈利规模、利润率、品牌知名度及美誉度均处湖南省领先地位，其竞争对手包括家乐福、沃尔玛、大润发、华润万家、新一佳、家润多等。

2009 年 10 月，公司高薪引进了以 Trinder Noel 为首的，来自于西班牙、英国、印度尼西亚等 8 个国家的 12 名国际管理团队，全面主导超市业态的经营管理。该团队曾服务于印度尼西亚玛泰哈利（Matahari）达 5 年之久、并助力玛泰哈利成为亚太地区最佳零售商。

Figure 9 Trinder Noel 先生简历

Noel Trinder，澳大利亚籍，1954 年出生，奥克兰大学商学院 MBA。

1991 年至 1994 年：澳大利亚 Coles 超市集团总部市场及采购总经理；

1994 年至 1996 年：印度尼西亚 Wicaksana 集团执行副总裁；

1996 年至 2000 年：印度尼西亚 PT Hero 超市首席运营官；

2000 年至 2003 年：马来西亚 Tops Retails Sdn Bhd (阿霍德子公司) 超市首席执行官；

2003 年至 2009 年 9 月：印度尼西亚 Matahari 集团食品零售事业部首席执行官。

资料来源：联商网、第一创业证券研究所

Noel 外籍管理团队进驻后，重新梳理了超市业务的商业定位、品类计划和定价战略等核心要素，以国际领先标准对传统超市形象和硬件设施进行全面改造，包括门店标识、商品陈设、动线设计、灯类光线等进行了统一改造、实施分档管理，同时升级为“Hyper-mart（大卖场）”和“Super-mart（综合超市）”两大业态。其中，

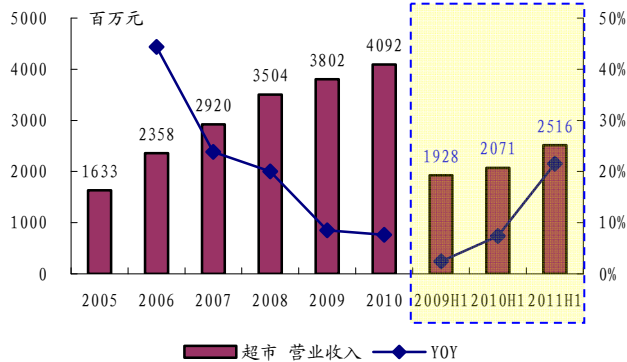
- Hyper-mart 按照“超市百货化”的理念，重点提升商品、服务和卖场氛围三大核心指标。截至 2011 年底，共拥有门店 80 家，其中湖南 70 家、江西 10 家。
- Super-mart 这一深入社区、以生鲜、食品为主要经营品项的业态也实现了质的跨越。截至 2011 年底，共拥有门店 36 家，其中湖南 35 家、江西 1 家。

从超市的业绩表现看，由于 2010 年是外籍管理团队和公司的磨合过渡期，又大幅度进行了门店调整，导致盈利增速大幅下降，



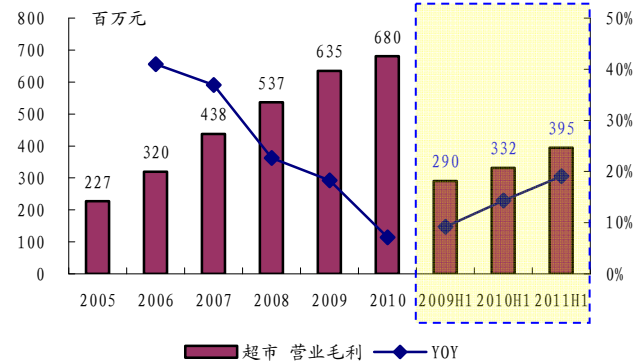
2010 年营业收入及营业毛利增速跌至上市后的最低点，分别为 7.6%、7.1%，实现营业收入及营业毛利分别为 40.92 亿元、6.8 亿元。2011 年超市经营明显改善，上半年实现营业收入 25.16 亿元，同比增长 21.5%；营业毛利 3.95 亿元，同比增长 19.1%；不过受促销力度的增大，毛利率有所下降至 15.69%。

Figure 20 超市收入及增长率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 31 超市毛利及增长率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

2.2 百货：重磅扩张，储备丰富

百货是公司继超市业务之后发展的核心业态，始于 2001 年 9 月，截止 2011 年底拥有 19 家店。

自 2009 年 12 月 29 日湘潭步步高广场扩建新装重张起，公司由原来传统百货升级为购物中心(城市 MALL)，并加速扩张：2011 年 9 月 28 日长沙河西店开业，2011 年 12 月 30 日岳阳店开业；预计 2012 年国庆节前宜春店、湘潭湖湘、衡阳店将开业；耒阳店和张家界店或也将于年内开出；今年 1 月 9 日吉首市步步高新天地商业广场项目签约，将成为大湘西单体面积最大的城市综合体；怀化、赣州、郴州三个城市综合体项目也已经开工建设（由步步高置业公司操盘建设），计划两年内开业。

百货盈利的快速增长，主要是门店规模的不断扩大，商品资源整合及优化的持续增强。2010 年百货实现营业收入 14.72 亿元，同比增长 53.96%，其中可比门店同比增长 20%；营业毛利 2.37 亿元，同比增长 58.1%。2011 年上半年，百货营业收入为 9.53 亿元，同比增长 35.1%，其中可比门店同比增长 18%；营业毛利 1.52 亿元，同比增长 31.2%。

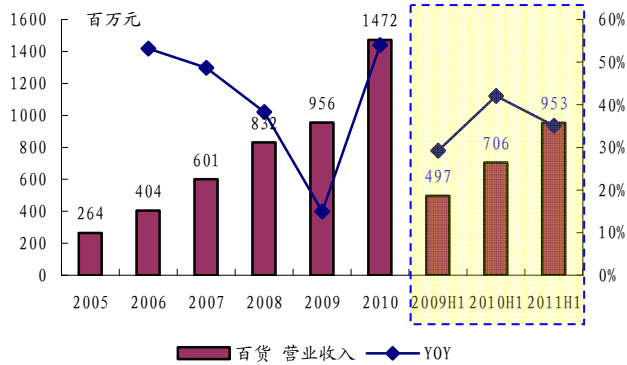
百货店的培育期一般为 2 年，2009 年开业的湘潭店、新余店、衡阳店和永州店等 4 家新店已经步入盈利释放期；2011 年开业的长沙店和岳阳店，预计在未来两年陆续步入盈利贡献阶段。

公司百货业务面对的竞争对手主要是友阿股份（002277）、日本平和堂、王府井、天虹商场等。友阿股份是湖南省百货连锁业态的翘楚，目前有 8 家百货店，内生增长强劲，外延扩张稳健，



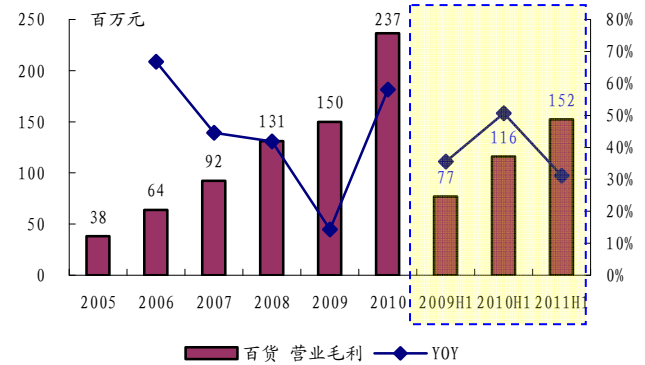
但渠道下沉速度相对保守；日本平和堂现在湖南省有 3 家（长沙 2 家、株洲 1 家）；王府井在湖南省有 2 家（长沙 1 家、株洲 1 家）；天虹商场在湖南省有 2 家（长沙 1 家、娄底 1 家）、在江西省有 3 家（南昌 3 家）。

Figure 42 百货收入及增长率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 53 百货毛利及增长率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

2.3 家电：重要补充，贡献提升

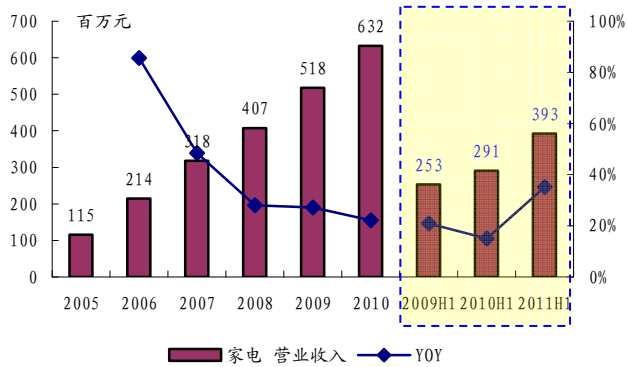
2005 年步步高电器城正式以独立品牌运作，截止 2011 年底约在湖南有 19 家电卖场，其中有 3 家是独立店，分别是湘潭 2 家、常德 1 家。

家电盈利增长迅速，得益于专业化管理能力的增强，议价能力的提高。2010 年及 2011 年上半年，家电营业收入分别为 6.32、3.93 亿元，同比增长分别为 22.1%、35.1%；营业毛利分别为 6,815、4,275 万元，增长率分别为 32.2%、40.3%。家电的毛利率亦呈提升态势，2011 年上半年达到 10.88%，而 2005 年仅为 5.22%。

与主要竞争对手相比，公司家电连锁业务在湖南省处于相对的劣势地位。目前湖南地区家电连锁龙头为通程电器，其次则为苏宁电器和国美电器，而公司家电的扩张路径与通程电器扩张战略趋同，是公司面临的最大的竞争对手。通程电器于 2011 年底在省内约有 45 家店，其中长沙有 14 家，其余 31 家分布在省内二三线城市，但碍于步步高在湘潭的强势，加之常德及湘西的经济相对落后的原因，这些市场尚存空白，而公司网络优势明显强于通程等竞争对手，外延速度更甚一筹。2010 年，公司家电业务的销售规模已经挤进省内前五名，公司计划在未来三年内，将超越主要竞争对手，成为湘、赣家电连锁市场主力军。

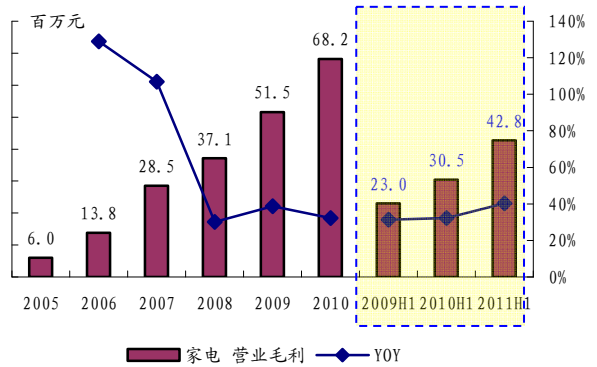


Figure 64 家电收入及增长率



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 75 家电毛利及增长率



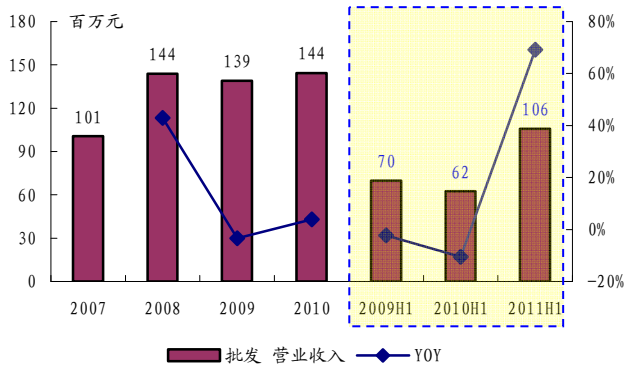
资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

2.4 批发: 点缀超市, 贡献薄弱

批发业务由全资子公司海龙物流于 2007 年开始经营, 以粮油和食品代理为主, 主要是将金龙鱼、香满园、蒙牛、米老头、徐福记、大白兔、茅台、五粮液等品牌商品批发到同行。

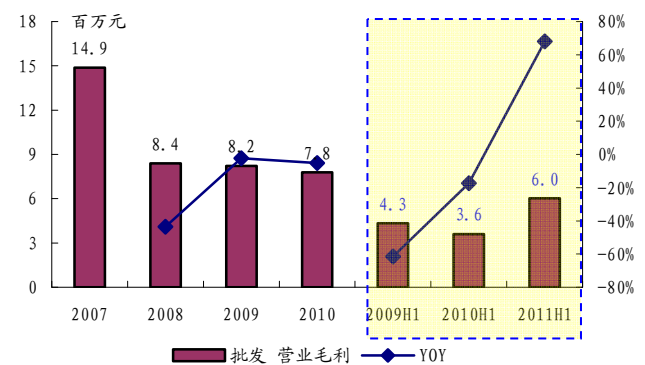
批发业务对公司盈利贡献薄弱, 主要是规模尚小, 毛利率偏低且又呈逐年下降态势, 非公司重点发展业务。2010 年及 2011 年上半年, 批发实现营业收入分别为 1.44、1.06 亿元, 同比分别增长 3.9%、69.2%; 营业毛利 778、603 万元, 同比增速分别为 -5.2%、68%。

Figure 86 批发收入及增长率



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 97 批发毛利及增长率



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所



3 盈利预测及投资评级

Figure 108 分业态营业收入及毛利率预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入									
超市	1,633.09	2,357.53	2,920.12	3,504.15	3,802.00	4,092.14	5,115.18	6,240.51	7,488.62
yoy		44.36%	23.86%	20.00%	8.50%	7.63%	25.00%	22.00%	20.00%
毛利率	13.89%	13.57%	15.00%	15.32%	16.70%	16.63%	16.60%	16.60%	16.60%
百货	264.13	404.48	601.45	831.88	955.94	1,471.78	2134.08	2987.71	4182.8
yoy		53.14%	48.70%	38.31%	14.91%	53.96%	45.00%	40.00%	40.00%
毛利率	14.50%	15.79%	15.35%	15.74%	15.66%	16.08%	16.50%	16.50%	16.50%
家电	115.49	214.38	318.09	407.08	517.82	632.32	822.02	1027.52	1233.02
yoy		85.63%	48.38%	27.98%	27.20%	22.11%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	5.22%	6.44%	8.97%	9.12%	9.95%	10.78%	10.90%	10.90%	10.90%
批发			100.7	143.9	138.96	144.39	151.61	159.19	167.15
yoy				42.90%	-3.43%	3.91%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率			6.08%	5.83%	5.90%	5.39%	5.30%	5.30%	5.30%
主营业务收入	2,012.71	2,976.39	3,940.36	4,887.01	5,414.72	6,340.63	8,222.88	10,414.94	13,071.59
yoy		47.88%	32.39%	24.02%	10.80%	17.10%	29.69%	26.66%	25.51%
主营业务毛利									
率	13.47%	13.36%	14.34%	14.60%	15.60%	15.66%	15.80%	15.84%	15.89%
其他业务收入	122.04	194.53	244.06	314.33	310.61	429.64	515.57	618.68	742.42
yoy		59.40%	25.46%	28.79%	-1.18%	38.32%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	97.12%	97.37%	100.00%	99.36%	89.57%	91.64%	90.00%	90.00%	90.00%
营业收入 合计	2,134.75	3,170.92	4,184.42	5,201.34	5,725.33	6,770.27	8,738.45	11,033.62	13,814.01
yoy		48.54%	31.96%	24.30%	10.07%	18.25%	29.07%	26.27%	25.20%
综合毛利率	18.25%	18.51%	19.50%	19.73%	19.61%	20.48%	20.17%	19.99%	19.87%
营业成本									
超市	1,406.25	2,037.61	2,482.10	2,967.00	3,166.81	3,411.77	4,266.06	5,204.59	6,245.51
百货	225.83	340.61	509.13	700.68	806.21	1,235.11	1,781.96	2,494.74	3,492.64
家电	109.46	200.57	289.56	370.13	466.28	564.17	732.42	915.52	1,098.62
批发			94.58	135.5	130.75	136.61	143.57	150.75	158.29
主营业务成本	1,741.55	2,578.80	3,375.36	4,173.31	4,570.05	5,347.66	6,924.00	8,765.60	10,995.06
其他业务成本	3.51	5.12	-6.89	2.03	32.41	35.92	51.56	61.87	74.24
营业成本 合计	1,745.06	2,583.92	3,368.47	4,175.34	4,602.46	5,383.58	6,975.56	8,827.47	11,069.30

资料来源：第一创业证券研究所

我们预测 2011~2013 年，公司实现营业收入分别为 87.38、110.34、138.14 亿元，增长率分别为 29.1%、26.3%、25.2%；净利润分别为 2.57、3.41、4.38 亿元，增长率分别为 50.3%、32.9%、28.4%；EPS 分别为 0.95、1.26、1.62 元。

当前股价对应下的 2011 年、2012 年 PE 分别为 23.5 倍、17.7



倍，估值相对合理。但虑及公司正处于快速扩张期，超市经营渐入佳境，费控力不断增强，未来业绩稳步上升是趋势；百货亦处于盈利快速释放阶段，且渠道下沉速度快、储备项目丰富，是公司未来持续高增长的最大亮点及业绩保障。鉴于此，我们认为公司可以享有一定的估值溢价，给予“强烈推荐”评级。

4 风险提示

门店培育低于预期、跨地区经营的风险、管理能力和人才储备的风险。



资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2125	2793	3850	4967
现金	611	1091	1546	2182
应收账款	25	27	37	45
其他应收款	170	238	289	369
预付账款	446	437	642	750
存货	840	982	1310	1600
其他流动资产	33	18	26	22
非流动资产	1694	1595	1490	1385
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1173	1105	1011	905
无形资产	145	183	218	254
其他非流动资产	377	308	261	225
资产总计	3819	4389	5340	6352
流动负债	2189	2475	3085	3659
短期借款	200	200	200	200
应付账款	969	1184	1543	1906
其他流动负债	1021	1092	1342	1552
非流动负债	64	172	172	172
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	64	172	172	172
负债合计	2253	2647	3257	3831
少数股东权益	0	0	0	0
股本	270	270	270	270
资本公积	775	775	775	775
留存收益	521	697	1038	1476
归属母公司股东权益	1566	1742	2083	2522
负债和股东权益	3819	4389	5340	6352

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	461	670	558	726
净利润	171	257	341	438
折旧摊销	185	189	197	196
财务费用	-17	-5	-14	-25
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	98	223	26	108
其他经营现金流	25	6	7	8
投资活动现金流	-606	-114	-117	-115
资本支出	608	0	0	0
长期投资	0	-0	0	0
其他投资现金流	2	-114	-117	-115
筹资活动现金流	34	-76	14	25
短期借款	200	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-166	-76	14	25
现金净增加额	-110	480	455	635

数据来源: 天软金融分析、第一创业证券研究所

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6770	8738	11034	13814
营业成本	5384	6976	8827	11069
营业税金及附加	51	68	88	113
营业费用	998	1206	1501	1865
管理费用	131	157	177	207
财务费用	-17	-5	-14	-25
资产减值损失	5	2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	220	334	455	585
营业外收入	25	12	0	0
营业外支出	10	4	0	0
利润总额	235	342	455	585
所得税	64	86	114	146
净利润	171	257	341	438
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	171	257	341	438
EBITDA	387	519	638	756
EPS (元)	0.63	0.95	1.26	1.62

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	18.3%	29.1%	26.3%	25.2%
营业利润	2.0%	52.3%	36.1%	28.4%
归属于母公司净利润	3.4%	50.3%	32.9%	28.4%
获利能力				
毛利率(%)	20.5%	20.2%	20.0%	19.9%
净利率(%)	2.5%	2.9%	3.1%	3.2%
ROE(%)	10.9%	14.7%	16.4%	17.4%
ROIC(%)	10.3%	22.5%	34.5%	56.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	59.0%	60.3%	61.0%	60.3%
净负债比率(%)	8.88%	7.56%	6.14%	5.22%
流动比率	0.97	1.13	1.25	1.36
速动比率	0.59	0.73	0.82	0.92
营运能力				
总资产周转率	1.97	2.13	2.27	2.36
应收账款周转率	324	319	323	318
应付账款周转率	6.32	6.48	6.48	6.42
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.95	1.26	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	2.48	2.06	2.68
每股净资产(最新摊薄)	5.79	6.44	7.70	9.33
估值比率				
P/E	35.42	23.57	17.73	13.81
P/B	3.87	3.48	2.91	2.40
EV/EBITDA	15	11	9	7



免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135