



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2012年9月10日

零售

研究部

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511080004
qianbing@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511080006
guohy@cicc.com.cn

推荐

友好集团 (600778.SH)

乌市尽显强势地位, 外地门店经营好于预期

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	2,000	2,917	3,860	6,743	9,339
(+/-%)	27.4%	45.8%	32.4%	74.7%	38.5%
零售业务	1,718	2,378	3,523	4,727	6,651
(+/-%)	47.0%	38.4%	48.1%	34.2%	40.7%
地产业务	0	187	10	1678	2350
其它业务	282	352	328	338	338
净利润	60	105	143	338	438
(+/-%)	26.1%	73.9%	36.2%	135.8%	29.8%
零售业务	60	87	125	118	142
(+/-%)	11.0%	44.2%	43.5%	-5.8%	20.6%
地产业务	-4	23	-4	188	281
其它业务	4	-5	22	31	15
每股收益 (元)	0.19	0.34	0.46	1.08	1.41
零售业务	0.19	0.28	0.40	0.38	0.46
地产业务	-0.01	0.08	-0.01	0.60	0.90
其它业务	0.01	-0.02	0.07	0.10	0.05
市盈率	58.0	33.3	24.5	10.4	8.0

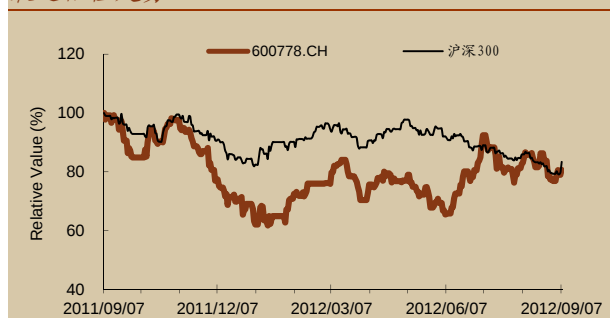
股票信息

A股
股票代码
当前股价
过去30日日均成交量(百万股)
52周最高价/最低价
总市值(百万元)
发行股数(百万股)
其中: 流通股(百万股)

最近估值走势

%	近一周	1个月	3个月	年初至今
600778.CH	+3.97	-3.02	+22.84	+19.97
沪深300	+4.78	-3.00	-8.85	+0.25
中金A股零售	+5.60	+1.12	-10.16	-8.32

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况

上周我们调研了友好集团及新疆消费市场, 总体来看: 1) 区域消费增速仍保持快速增长, 明显好于其它省份; 2) 友好在当地优势进一步强化且新店经营和潜力好于预期; 3) 调研中品牌商均对公司市场地位、供应商合作、资源实力等均给予了很高评价。

评论

► **乌鲁木齐市场主导地位显著, 新店拓展和多层次定位强化优势, 渗透更有效。**乌鲁木齐市排名前4名百货均是友好门店, 且和其他门店差距拉大(公司门店多在10亿元以上销售-含税口径, 其他店3-4亿元)。年底公司乌市门店达到7家(不含1家管理店, 新增3家), 实现对主要商圈和新区域有效覆盖, 同时在定位上也形成了高端、时尚精品, 大众化, 社区百货的立体多层次定位渗透。

► **外埠门店经营发展好于预期, 新店拓展更具信心。**

1) 受益区域经济振兴、良好的品牌资源和执行力, 公司原预计外埠新开门店三年左右打平, 目前来看已开新店略超两年即可, 且亏损好于预期, 库尔勒、独山子、伊犁盈利持续提升。

2) 今年新开奎屯店上半年销售提升很快, 预计亏损能够好于市场预期。2013年阿克苏店招商理想, 应能取得良好效果。

► **今年扩张提速和调整使零售增速放缓, 但公司执行力强, 店龄合理, 中长期来看有效市场拓展和增长潜力更值得期待。**

1) 受宏观经济放缓、门店调整 and 友好商场门店修路影响, 上半年公司销售增速略有放缓, 但乌市整体销售增长达20%, 显著快于其他地区百货零售增速, 且明年增速有望恢复。

2) 门店梯队格局清晰, 年底老店, 次新店, 新店比例3:4:4, 后续老店经营调整恢复增长, 新店扩张加速虽对短期盈利略有影响, 但后续规模效应及增长动力将更强劲。

估值及建议

维持盈利预测。今明两年公司零售收入复合增速至少在30%以上, 新店扩张会使利润增速慢于收入, 但是房地产业务结算将使整体盈利保持高增长并提供盈利和现金流支持。待今明两年销售规模大幅提升和门店布局优化后, 盈利弹性有望充分体现。

维持“推荐”评级。公司将受益于新疆经济和消费的快速发展, 受网购和外界影响小, 同时自身拓展积极有效, 有望实现从小到大的飞跃, 在板块中具备稀缺性, 值得重点关注。目前市值35亿元, 若剔除持有土地(和广汇合作持股50%)和股权投资价值, 零售业务对应市值15亿元, 2012年市盈率13倍, 在板块中处于低水平。此外, 广汇集团持续增持亦为公司股价奠定安全边际。

新疆零售市场竞争情况

门店数量：友好集团（年底 11 家门店，乌鲁木齐 7 家，不含 1 家托管），汇嘉百货（7 家门店，单店较小，在乌鲁木齐，库尔勒发展相对较好，其他分布在昌吉，喀什等），世纪金花（2 家，目前时代店招商有问题，原定 9.26 日二楼以上开业）、丹璐（2 家）、王府井（1 家）、西单商场（1 家）。

乌鲁木齐主要商圈分布：中山商圈：友好天百、王府井、丹璐；友好路商圈：美美百货、友好商场、太百、富成、金花；五一商圈（铁路局）：西单商场，友好美林花园；西大桥：友好百盛，世纪金花 2 店（待开业）。

友好集团：新疆主导优势显著，从销售规模、网络布局、差异化定位等方面均占据绝对优势，调研中品牌商均对公司市场地位、供应商合作、资源实力等给予很高评价。

乌鲁木齐市：明星门店均为公司旗下，多层次定位实现全面渗透

- 至 2012 年底，公司将在乌鲁木齐拥有 7 家门店（不含 1 家管理店）。市内排名前 4 名百货均是友好门店，且和其他门店差距大（公司门店多在 10 亿以上销售-含税口径，其他门店 3-4 亿元）。上半年乌市整体销售增速 20%，显著快于其他地区百货零售增速，且明年增速有望恢复。
- **天山百货：**门店定位精品时尚百货，当地百货旗舰，中高端消费群体为主要客户。总建筑面积 32000 平米，经营面积 26000 平米，其中超市 3300 平米。今年略受宏观经济影响我们预计全年增速在 13% 左右，明年有望有所恢复。
- **友好商场：**商场全客层大众化定位，5-10 月初的门店高架桥修路影响，增长略有放缓。预计上半年增速和公司乌鲁木齐销售增速接近持平，我们预计 10 月开始修路影响消除后收入会有较明显提升。
- **美美百货：**是新疆奢侈品名店，其中 Gucci 等门店的销售排名在全国前列。目前仍在不断调整中，后续 1 楼中庭逐步落位化妆品，多数品牌会进入；5 楼的餐饮全部配套上，经营基本到位，后续增长值得期待。
- **美林花源（新店）：**8 月 26 日开业，门店所属乌市高新区，集中了收入水平比较高的年轻人，定位年轻时尚为主，未来要作为北城高新区的核心，体量比较大，租金也比较低，我们预计培育期略超 2 年。
- **其他新店：**中环店预计于 9 月开业、怡和大厦店预计于 10 月开业。两家门店都是定位超市为主的社区型百货，超市面积占比接近 50%。

外地门店概览：经营情况有望好于预期，新店拓展更具信心

- **奎屯店：**奎屯是交通枢纽，类似郑州，是北疆物资集散地，未来发展潜力很大。虽然说只有 20 万常住人口，但是还有很多流动人口尚未统计。我们预计销售有望接近 2 亿元，今年亏损有望好于预期。
- **伊犁店：**中报实现销售 8983 万元（含税收入约 1 亿），我们预计全年实现 3 亿左右（2011 年 4 月开业，今年 9 月有扩容），有望接近实现盈利；今年会开二期可能略有影响，但增长趋势依然强劲。
- **库尔勒店：**库尔勒 5 年前友好刚进入时有 43 万人口，现在已经 80 万左右人口。当地唯一一家大体量购物中心（8 万平米），过去几年收入增速超过 60%。今年收回了地下超市（1.7 万平米）和新开一家（1.2 万平米），由于新增超市全年可能微亏（不考虑该影响实现净利润预计将上千万），目前 4 楼还有部分面积准备开出，同时调整还有空间，明年计划新增电影院，一站式购物中心更加完善，后年有望进入盈利爆发期。
- **独山子店：**面积不大，但周边的区县会去这些标志性的店去消费，盈利稳步提升。
- **阿克苏店：**阿克苏是西气东输石油管道的源头，也是棉花最大产量的地区，有丰富的石油和林果资源，是美丽富饶的地方。历史上称为新疆的小上海，90 年开发石油后居民也较富裕，缺乏好的商场。阿克苏到喀什和库尔勒分别有 500 多公里，对周边区域有辐射作用。阿克苏店面积 7 万左右，品牌招商理想，我们预计最晚 3 年可以打平，可能比预想情况提前（略超 2 年）。

图表 1：公司百货门店概要

门店	所在城市	营业面积 (平方米)	物业	开业时间	股权	市场定位	营业收入（百万元） 2012E
天山百货	乌鲁木齐	30000	自有	94年重开	-	精品百货	1420
							13%
友好商场	乌鲁木齐	25000+5000平， 2010年8月新增	自有	1958开业，陆 续扩容	-	中档大众	1306
							18%
美美友好百货	乌鲁木齐	32,900	租赁	2009	100%	高端	709
						增长率	32%
友好百盛	乌鲁木齐	40000	自有	2002	49%	中高端	940
						增长率	15%
库尔勒天百购物中心	巴州	67,314	租赁	2007	51%	中高端	427
						增长率	85%
独山子金盛时尚百货	克拉玛依	13,000	自有	2008	100%	时尚	160
						增长率	25%
伊犁店	伊犁	32,000	自有	2011.4	100%	购物中心	240
		25,785	租赁	2012.9		家电家居卖场	40
		合计约58000				增长率	
奎屯购物中心	奎屯	56,959	自有	2012.4		购物中心	145
						增长率	
美林花源	乌鲁木齐	51,387	租赁	2012.8		购物中心	85
						增长率	
中环购物中心	乌鲁木齐	20,354	租赁	2012.9		购物中心	20
						增长率	
怡和大厦店	乌鲁木齐	21,300	租赁	2012.10		购物中心	15
						增长率	
阿克苏天百购物中心	阿克苏	70,465	自有	2013			
新店2家	预计2013年底开业			2013			
天百名店	乌鲁木齐	自有6000，租15000		1998	托管	折扣店	109
百货业务							4,569
						增长率	34%

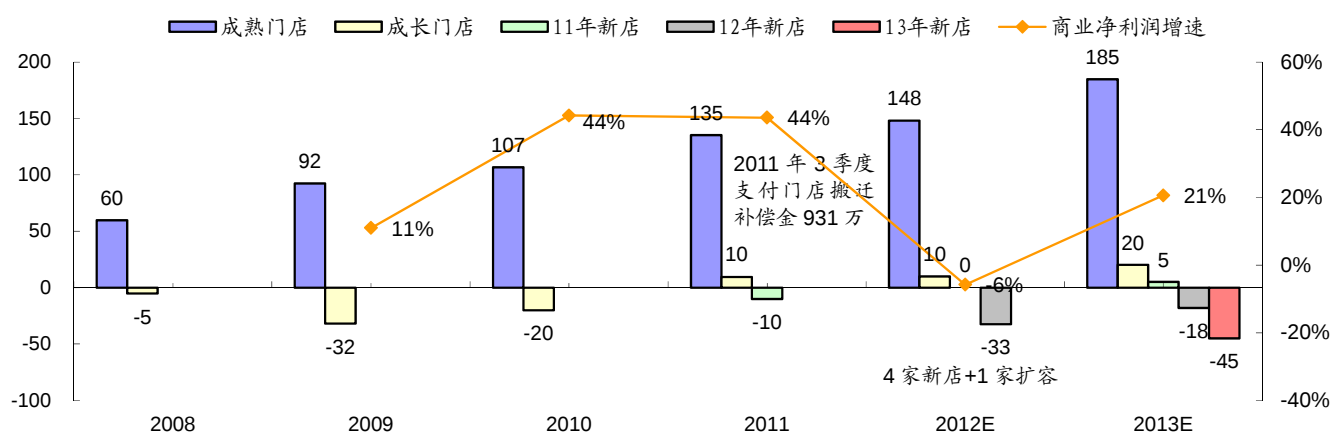
资料来源：公司数据，中金公司研究部。注：上述销售均不含税

图表 2：收入拆分——地区

百万元	1H12		1H11		YoY	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
乌鲁木齐市	1,808	1,465	1,501	1,208	20.46%	21.24%
克拉玛依市	77	65	56	48	36.85%	35.83%
库尔勒市	174	154	85	75	103.83%	105.59%
伊犁市	90	80	29	28	210.36%	183.70%
奎屯市	37	33				
上海市	4	2	3	1	16.00%	65.15%
合计	2,189	1,799	1,674	1,361	30.73%	32.24%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：友好百货门店净利润情况拆分



资料来源：公司数据，中金公司研究部

注：成熟店：天山百货，友好商场，美美百货；成长店：友好百盛，库尔勒天百，独山子店；11年新店：伊犁店；12年新店：奎屯店，美林花源店，中环店，怡和大厦店；13年预计新开阿克苏店，另预计2家新店

公司目前持有的资产和估值：

公司在乌鲁木齐市拥有 748 亩土地（50%股权广汇项目），按 500 万一亩测算价值 18.7 亿元；此外拥有新疆城建股权价值 0.68 亿元（持股 1.72%），中粮可口可乐饮料（新疆）有限公司 20% 股权至少能够价值 0.6 亿元（占地 200 亩，建筑面积 2.3 万平方米，设计规模为年产饮料 20 万吨）。公司目前市值 35 亿元，剔除以上资产的价值，零售业务对应市值只有 15 亿元。

图表 4：季度分拆

百万元	1Q11	2Q11	1H11	3Q11	4Q11	2011A	1Q12	2Q12	1H12	1Q12+/-	2Q12+/-	1H12+/-	中金评论
营业收入	926	798	1724	875	1262	3860	1219	1034	2253	31.7%	29.6%	30.7%	营业收入同比增长30.7%，主要受益于主业良好同店增长及外延扩张
营业成本	730	636	1366	700	988	3054	973	833	1805	33.2%	30.9%	32.2%	
毛利	196	162	358	175	274	806	246	202	448	25.9%	24.4%	25.2%	
营业税金及附加	13	9	22	18	20	60	15	14	29	15.6%	57.4%	32.1%	受新开门店以及人工成本增加影响，销售管理费用同比增长30.86%，和收入增速基本持平
销售费用	44	40	84	46	91	220	56	49	105	27.8%	22.0%	25.0%	
管理费用	88	88	176	87	110	373	113	122	235	28.4%	38.8%	33.6%	
财务费用	6	7	13	5	8	26	10	12	23	61.1%	79.4%	70.6%	贷款增加导致利息支出增加及银行信用卡刷卡手续费增加所致
资产减值损失	0	0	0	0	-1	-1	0	-1	-1	-	-	-	
公允价值变动	1	0	0	-3	-1	-3	0	-1	-1	-	-	-	
投资收益	0	12	12	0	22	35	0	9	9	-	-	-	友好百盛分红所属期不同所致
营业利润	45	30	75	16	68	159	52	13	65	14.7%	-56.4%	-13.9%	
营业外收入	0	0	1	1	11	12	10	2	11	1852.7%	529.8%	1375.9%	汇友房地产收到经营扶持资金875.15万元所致
营业外支出	-1	0	-1	0	-2	-3	-1	0	0	-38.8%	-135.9%	-58.6%	
税前利润	45	30	75	16	77	168	61	15	76	35.8%	-50.5%	0.9%	
所得税	-5	-4	-9	-4	-7	-21	-9	-3	-12	68.1%	-34.1%	23.8%	
有效税率	11.9%	13.4%	12.5%	26.6%	9.4%	12.4%	14.8%	17.9%	15.4%	2.8%	4.5%	2.8%	
少数股东权益	1	-2	-1	-2	6	4	4	-2	1	232.3%	44.1%	-312.2%	净利润下降5.1%
净利润	38	28	66	14	64	143	48	15	63	25.6%	-47.1%	-5.1%	
财务指标	1Q11	2Q11	1H11	3Q11	4Q11	2011A	1Q12	2Q12	1H12	1Q12+/-	1Q12+/-	1Q12+/-	
毛利率	21.1%	20.3%	20.8%	20.0%	21.7%	20.9%	20.2%	19.5%	19.9%	-0.9%	-0.8%	-0.9%	毛利率下降0.9个百分点
销售费用率	4.7%	5.0%	4.9%	5.2%	7.2%	5.7%	4.6%	4.8%	4.7%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	
管理费用率	9.5%	11.0%	10.2%	10.0%	8.7%	9.7%	9.3%	11.8%	10.4%	-0.2%	0.8%	0.2%	
财务费用率	0.7%	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	1.2%	1.0%	0.2%	0.3%	0.2%	
营业利润率	4.9%	3.8%	4.4%	1.8%	5.4%	4.1%	4.2%	1.3%	2.9%	-0.6%	-2.5%	-1.5%	
净利润率	4.1%	3.5%	3.8%	1.6%	5.0%	3.7%	3.9%	1.4%	2.8%	-0.2%	-2.1%	-1.1%	

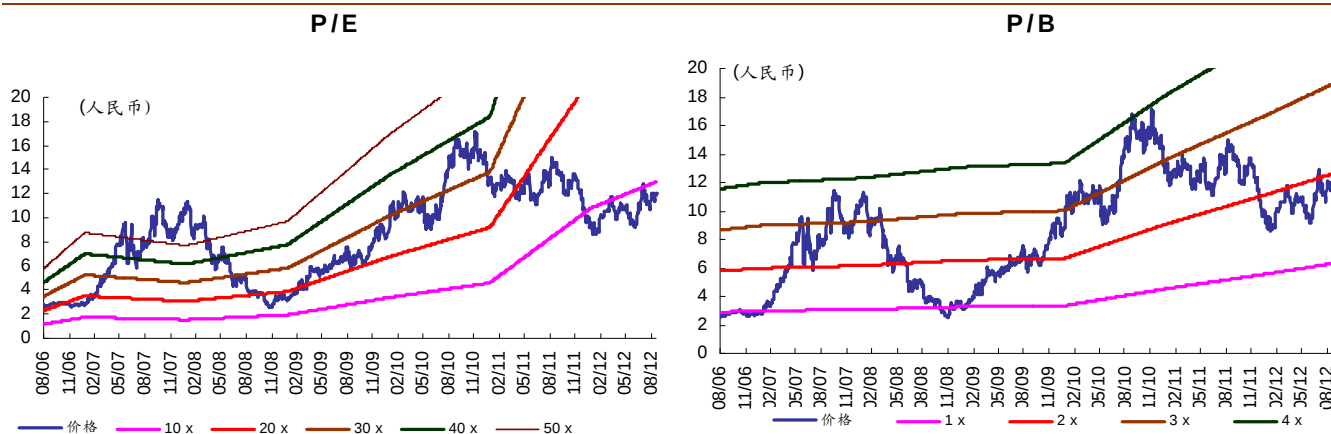
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：零售公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			11年底-13年底 净利润 CAGR	PEG	
					2011A	YoY	2012E	YoY	2013E	YoY	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E			
百货类公司																			
跨区域发展	600694.CH	大商股份	38.74	11,379	274	125.0%	910	232.3%	1,140	25.2%	0.93	3.10	3.88	41.5	12.5	10.0	104.0%	0.1	
	600859.CH	王府井 (经营性)	26.20	12,125	574	40.7%	695	21.1%	863	24.2%	1.24	1.50	1.87	21.1	17.4	14.0	22.7%	0.8	
	002419.CH	天虹商场	11.05	8,842	574	18.3%	627	9.2%	783	25.0%	0.72	0.78	0.98	15.4	14.1	11.3	16.8%	0.8	
	3368.HK	百盛集团	6.33	17,790	1123	13.2%	1,008	-10.2%	1,091	8.2%	0.49	0.47	0.50	12.8	13.6	12.6	-1.4%	-9.5	
	825 .HK	香港新世界	4.22	7,116	624	8.0%	687	10.2%	796	15.8%	0.37	0.41	0.47	11.4	10.4	8.9	13.0%	0.8	
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	7.62	5,943	379	22.5%	469	23.7%	594	26.8%	0.49	0.60	0.76	15.7	12.7	10.0	25.2%	0.5	
	600778.CH	友好集团 (整体)	11.25	3,504	143	36.2%	338	135.8%	438	29.8%	0.46	1.08	1.41	24.5	10.4	8.0	74.9%	0.1	
	600778.CH	友好集团 (零售, 经营性)	11.25	3,504	125	43.5%	118	-5.8%	142	20.6%	0.40	0.38	0.46	28.1	29.8	24.7	6.6%	4.6	
	000501.CH	鄂武商	11.71	5,940	331	12.9%	394	18.8%	493	25.2%	0.65	0.78	0.97	17.9	15.1	12.1	21.9%	0.7	
	600729.CH	重庆百货	25.53	9,525	605	14.7%	699	15.6%	875	25.2%	1.62	1.87	2.35	15.8	13.6	10.9	20.3%	0.7	
	600697.CH	欧亚集团	22.45	3,572	162	22.6%	199	23.1%	249	25.2%	1.02	1.25	1.57	22.1	17.9	14.3	24.1%	0.7	
	600785.CH	新华百货	16.14	3,348	252	17.2%	300	18.7%	357	19.2%	1.22	1.44	1.72	13.3	11.2	9.4	18.9%	0.6	
	002277.CH	友阿股份	16.50	5,762	290	34.4%	358	23.1%	439	22.7%	0.83	1.02	1.26	19.8	16.1	13.1	22.9%	0.7	
	600858.CH	银座股份	11.33	5,892	116	4.3%	258	122.8%	329	27.6%	0.22	0.50	0.63	50.9	22.9	17.9	68.6%	0.3	
	600828.CH	成商集团	4.90	2,795	196	41.5%	206	5.0%	251	22.3%	0.34	0.36	0.44	14.3	13.6	11.1	13.3%	1.0	
	长三角地区	600827.CH	友谊股份 (经营性备考)	9.30	16,019	1190	21.1%	1382	16.1%	1,703	23.3%	0.69	0.80	0.99	13.5	11.6	9.4	19.6%	0.6
		1833.HK	银泰百货 (经营性)	8.02	16,019	732	42.7%	848	15.8%	1,056	24.5%	0.45	0.55	0.69	17.7	14.5	11.7	20.1%	0.7
3308.HK		金鹰商贸 (经营性)	15.24	29,455	1172	24.4%	1220	4.1%	1,311	7.4%	0.75	0.82	0.88	20.4	18.6	17.3	5.7%	3.2	
1700.HK		华地控股	3.70	9,250	583	30.9%	649	11.2%	719	10.8%	0.29	0.34	0.37	12.8	11.0	9.9	11.0%	1.0	
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	12.50	4,487	367	12.2%	375	2.1%	443	18.2%	1.02	1.04	1.23	12.2	12.0	10.1	9.8%	1.2	
	600723.CH	首商股份	8.00	5,267	346	44.7%	408	18.1%	494	21.1%	0.53	0.62	0.75	15.2	12.9	10.7	19.6%	0.7	
超市类公司																			
	601933.CH	永辉超市	23.65	18,161	467	52.8%	393	-15.9%	539	37.3%	0.61	0.51	0.70	38.9	46.3	33.7	7.4%	6.2	
	000759.CH	中百集团	6.70	4,563	267	6.3%	268	0.6%	313	16.6%	0.39	0.39	0.46	17.1	17.0	14.6	8.3%	2.1	
	600361.CH	华联综超	5.45	3,629	58	4.6%	62	8.1%	90	45.2%	0.09	0.09	0.14	63.0	58.3	40.1	25.3%	2.3	
	002251.CH	步步高	22.98	6,213	260	52.2%	331	27.2%	417	26.1%	0.96	1.22	1.54	23.9	18.8	14.9	26.6%	0.7	
	002264.CH	新华都	6.07	3,287	146	89.4%	178	22.1%	221	24.0%	0.27	0.33	0.41	22.5	18.4	14.9	23.0%	0.8	
	980.HK	联华超市 (经营性)	6.20	6,942	594	-4.7%	639	7.6%	705	10.3%	0.65	0.74	0.82	9.5	8.4	7.6	9.0%	0.9	
	6808.HK	高鑫零售	9.67	92,249	1,600	55.2%	2,387	49.2%	2,881	20.7%	0.21	0.32	0.39	46.7	29.8	24.7	34.2%	0.9	
	6808.HK	高鑫零售 (经营性备考)	9.67	92,249	1,886	23.0%	2,241	18.9%	2,806	25.2%	0.24	0.31	0.38	39.6	31.7	25.3	22.0%	1.4	
	814.HK	京客隆	3.79	1,562	210	16.4%	182	-13.5%	215	18.2%	0.63	0.57	0.68	6.0	6.6	5.6	1.1%	6.0	
	1025.HK	物美集团	12.92	16,554	659	24.3%	756	14.8%	894	18.2%	0.63	0.77	0.91	20.4	16.9	14.3	16.5%	1.0	
家电及电子消费品零售及分销公司																			
家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	6.85	50,574	4821	20.2%	3372	-30.1%	3,543	5.1%	0.65	0.46	0.48	10.5	15.0	14.3	-14.3%	-1.1	
	493.HK	国美电器	0.77	12,994	1840	-6.2%	-1174	-	-275	-	0.13	-0.08	-0.02	6.1	-	-	-	-	
	1280.HK	汇联家电	0.34	351	46	-60.4%	30	-35.2%	39	30.1%	0.05	0.04	0.05	6.1	9.0	6.9	-8.2%	-1.1	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6：友好集团历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	1,431	1,570	2,000	2,917	3,860	6,743	9,339
营业成本	-1,126	-1,227	-1,587	-2,294	-3,054	-5,172	-7,145
销售费用	-61	-75	-105	-140	-220	-395	-552
管理费用	-125	-159	-222	-296	-373	-667	-929
财务费用	-27	-28	-17	-15	-26	-45	-55
营业利润	57	60	64	127	159	397	516
营业外收入	12	3	11	3	12	15	16
税前利润	63	60	70	126	168	408	527
少数股东损益	4	3	6	-1	-4	-5	-5
净利润	55	48	60	105	143	338	438
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
经营活动现金流:	201	279	352	419	1,524	1,360	1,365
投资活动现金流:	24	-169	-114	-330	-1,491	-1,150	-1,384
融资活动现金流:	-172	-53	-31	72	409	439	179
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产:							
货币资金	240	297	504	665	1,107	1,757	1,917
应收款项	54	54	59	111	102	168	181
存货	155	178	447	471	2,469	2,136	2,657
	625	680	1,171	1,542	3,957	4,476	5,215
非流动资产:							
固定资产	594	622	611	746	929	1,195	1,488
无形资产	139	137	114	114	149	142	135
长期股权投资	68	67	58	53	49	49	49
	1,178	1,250	1,223	1,336	2,389	3,475	4,738
资产总计	1,803	1,930	2,394	2,878	6,346	7,951	9,953
流动负债:							
短期借款	263	175	228	185	120	320	420
应付款项	135	202	239	376	630	935	1,566
	708	779	1,278	1,458	3,878	4,856	6,280
非流动负债:							
长期借款	52	90	8	216	733	1,033	1,183
其他非流动负债	111	102	89	82	325	325	325
	163	192	97	299	1,057	1,357	1,507
负债合计	871	972	1,376	1,757	4,935	6,213	7,788
股东权益:	932	958	1,018	1,121	1,411	1,738	2,166

资料来源： 公司数据 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼3层
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED