

零售行业：浮尘散去，明珠璀璨

——2010 年零售行业投资策略报告

报告关键点：

- 不确定中把握确定——经济增长和价格指数回升驱动收入增速提升
- 简单地根据业态排序来选择公司没有太大意义

报告摘要：

- 不确定中把握确定——2010年零售板块收入增速将提升，利润增长确定
- 价格指数是对微观企业更有意义的宏观指标，商品价格指数已经企稳并上升。在充分竞争的市场上零售商主要是价格的接受者，零售价格指数一定程度反映了零售商能够获得的收入水平。
- 期待明年消费增长平台的提升。截至2009年10月的社会消费品零售数据显示今年消费处在较低的平台，明年CPI反弹和经济增长回升将使整体消费有更高的增长平台。
- 销售收入同店增长明年将提高。百盛集团（百货）、苏宁电器（家电连锁）、物美商业（超市）显示了三个业态的销售收入同店增长在2005-2007年初温和通胀经济高速增长、2007年中-2008年初较高通胀、2008年下半年金融危机下的变化。我们假设2010年CPI在2%-3%之间，随着经济复苏名义GDP增长达到9%以上，预计百货销售收入同店增长水平能达到10%-15%，家电连锁同店增长能达到10%左右，超市同店增长在5%-10%之间。
- 中国零售行业有长期的投资价值——商品类消费仍在高速增长之中
发达国家消费占GDP的比重在70%以上，城市发展和布局已经很成熟，1993-2009年美国食品饮料增速年均在0-5%，服装和鞋帽增速年均在-10%-10%；中国消费占GDP的比重只有30%，2002年-2009年食品、服装、家电、化妆品增速年平均增速在20%左右，随着现代零售渠道的深入，二、三线城市和农村市场有很大的消费潜力，城市人口增加和居民收入水平提高两方面促进二、三线城市零售增长。我们认为未来3-5年，普通消费品如食品、服装、日用品、家电、化妆品零售额年均增速仍有望保持在15%-20%。
- 简单地根据业态来给公司排序没有太大的意义。业态模糊化，目前很多百货零售商的超市业务越来越重要，而且各区域竞争环境迥异。
- 百货——渠道价值依然最高，目前看好区域强势零售商
百货普遍的联营模式导致百货零售商之间管理水平差异不大，跨省份分散布点的百货零售商比起区域强势百货零售商并没有明显的管理水平和成本优势，但是跨省份扩张的风险较大，如果公司总体利润基数较小，业绩可能波动幅度较大。区域控制能力强的百货商目前能够有效抵御外来竞争。
- 超市——外延扩张能力强的公司是首选
目前在A股上市或者即将上市的超市类公司，在中国连锁经营协会统计的百强连锁超市中排名在10-25名之间。我们认为超市最终将产生大者恒大、低成本高效率，小者恒小、小市场高价值的两极化趋势，超市本身内生增长较为有限因此跨区域扩张能力强的公司是首选，从这点上来看今年年底和明年即将上市的人人乐超市和永辉超市优势更突出。明年上半年步步高引进洋管理团队后对业绩的提升值得关注。
- 投资组合：百货类：较长期持有品种——合肥百货，重庆百货；09年收入增长或者利润增长基数较低——广州友谊，王府井；业绩很有可能继续超预期——大厦股份；超市类稳健增长的代表——武汉中百；苏宁电器——全面受益于刺激家电消费的政策；主题性投资——世博将使上海零售板块受益
- 估值：截至报告日，零售重点公司相对估值PE溢价超出了60%，只有在2006年和2007年，相对溢价在60%以上才维持了较长的时间。明年零售板块净利润增速有望超过市场平均水平，相对估值的溢价会因此降低。

零售业

领先大市-A

上次评级

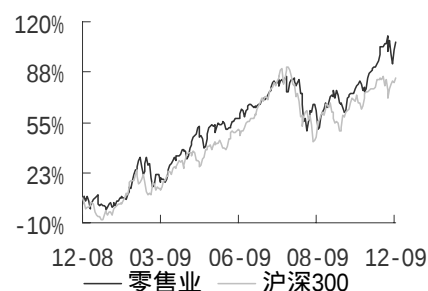
领先大市-A

报告日期

2009-12-15

首选股票	目标价	评级
002024 苏宁电器	23.7	买入-A
000759 武汉中百	14	增持-A
000417 合肥百货	16.5	增持-A
000987 广州友谊	28	增持-A
600729 重庆百货	47.00	增持-A
600327 大厦股份	17.4	增持-A
600859 王府井	42	增持-B

12 个月行业表现



研究员

储丽雯

助理行业分析师

021-68765335

chulw@essence.com.cn

前期研究成果

零售业：挤出效应已基本释放 零售增长将回归正常

2009-09-24

零售业：消费V型反转态势确立

2009-07-28

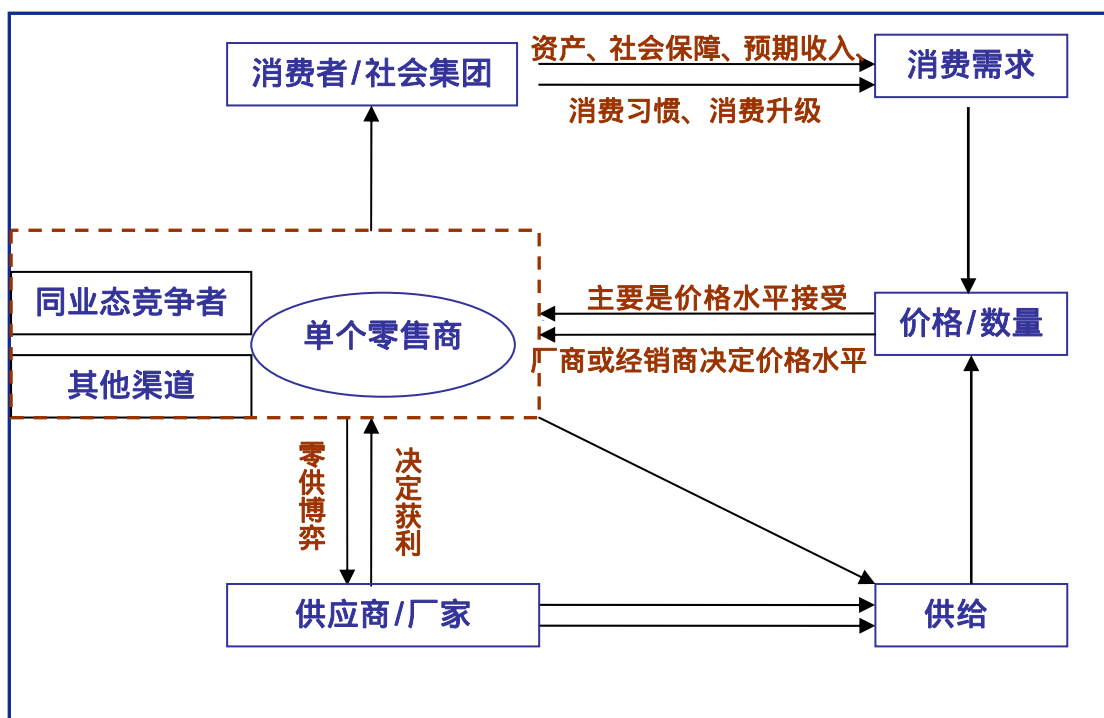
零售业：消费明显回暖 通胀预期增强

2009-06-19

1. 2010 年零售业收入增速提升，利润增长确定

1.1. 价格指数是对微观企业更有意义的宏观指标，已经企稳并上升

图 1 零售业基本框架

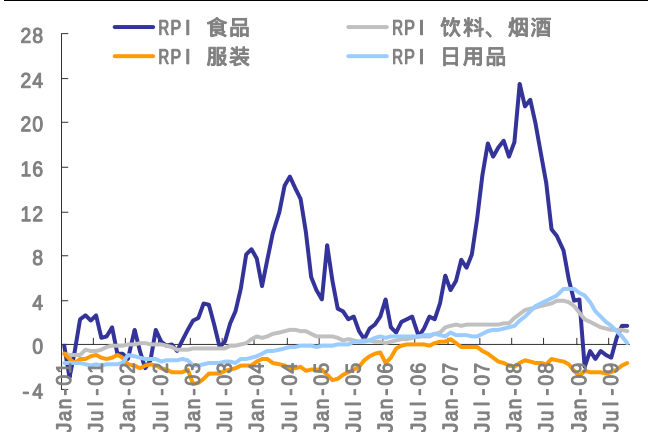


数据来源：安信证券研究中心

我们认为对于微观零售企业而言，零售价格指数是更有意义的宏观指标。零售企业销售的食品、日用品、服装、化妆品等都属于充分竞争的市场，价格取决于整体市场的供给和需求情况，由厂商或者经销商根据成本、销售、库存、资金等情况决定，绝大多数零售商只是价格的接受者，区域与区域间同种商品的零售价格只有微小的差别。零售价格是消费需求和供给博弈的结果，零售价格指数的变化趋势反映了零售商能够获得的销售收入的变化。

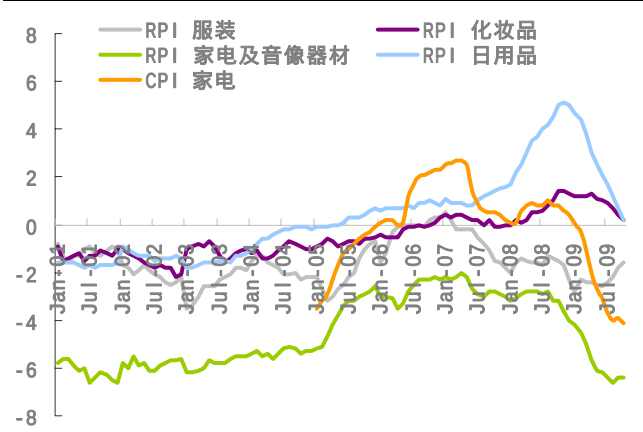
而零售商与同业态竞争者及其他渠道的竞争情况，决定了零售商的规模以及由此带来的与供应商的议价能力，最终决定零售商能够从供应商那里获得的毛利（扣点或前台毛利）以及返利的水平。而随着渠道的日益强大，零售商成为影响商品供给的重要力量。强大的零售商开始对部分商品有定价能力，如要求供应商提供定制商品或者零售商拥有自有品牌。

图 2 分品类零售价格指数



数据来源：安信证券研究中心

图 3 分品类价格指数



数据来源：安信证券研究中心

从零售价格指数来看，大类商品如食品、服装的价格已经企稳并上升。食品主要是粮油肉禽蛋供给波动大导致整体的食品价格起伏很大，并且迥异于其他品类价格指数变动；其他品类波动比较平稳，饮料烟酒和日用品的价格波动趋势类似，08 年反而出现了上升。2005 年开始，服装与家电的价格趋势开始趋同，从 07 年开始下降，服装价格从 7 月份开始回升，但是家电整体价格水平可能受家电下乡的影响仍未回升。

1.2. 期待明年消费增长平台的提升

社会消费品零售总额是反映终端消费最全面的指标。

消费品零售总额名义增速因节假日因素 10 月份突破了 16% ;因为很难找到结构上与社会消费品零售总额匹配的物价指数，而且消费者都是以名义收入来量入为出，因此社会消费品零售总额名义增速更直观、与企业销售额的变化更同步，社会消费品零售总额名义增速从 09 年初开始一直维持在 15% 左右，显示今年整体的消费增长平台较低，10 月份虽然因为长假后移以及去年四季度基数较低的因素增速有所回升，但是我们认为消费增长目前仍未突破。

从 08 年下半年消费的回落时间看，消费基本上呈现和经济增长同步变动的趋势，而非一般认为的从投资减速传导到城乡居民收入预期减少，而使消费滞后于经济增长；中国典型的城乡劳动力从中西部向东部沿海和北京、上海等一线城市转移，导致绝对额上国民消费（尤其是进入国家统计局统计的部分）的大部分集中在东部沿海和一线城市，而这些经济和文化都较为外向型的地区对金融危机是最为敏感的。

扣除零售物价指数之后的社会消费品零售总额，实际增速自 06 年以来波动要比名义增速要小得多，并且显示消费自 4 月份以来已经恢复到了一个好的增长水平。

图 4 社会消费品零售总额增速（月度数据）

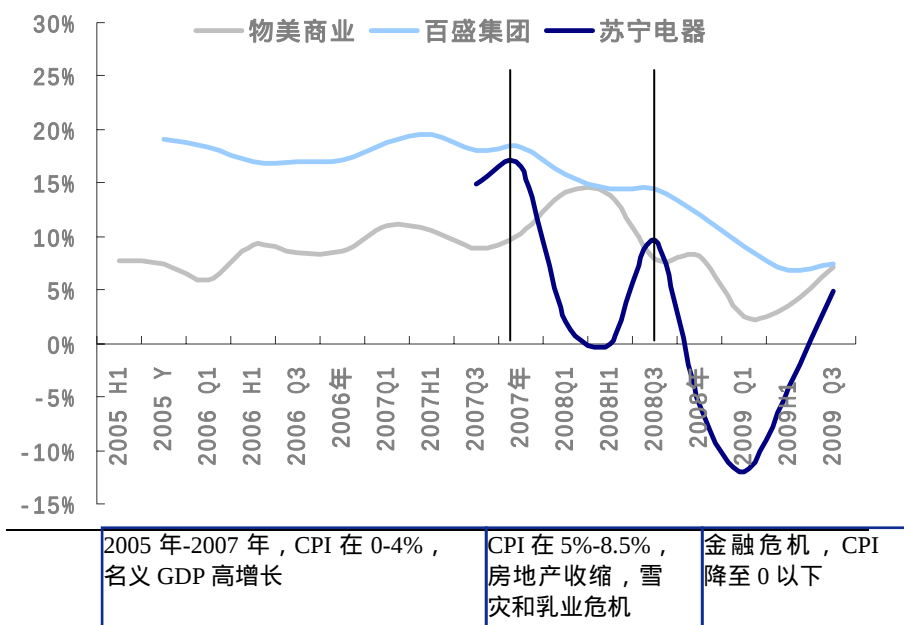


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

1.3. 销售收入的同店增长水平明年将提高

我们统计了在香港上市的物美商业（8277.HK）、百盛集团（3368.HK）以及在 A 股上市的苏宁电器近几年的销售收入同店增长情况。作为超市、百货、家电全国布点（物美主要集中在华北地区）的代表，单店已经不足以对这些公司销售收入的增长产生重大影响，因此我们认为这 3 家公司销售收入的同店增长有一定代表性。

图 5 公司同店增长情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

注：根据上述公司的公布口径，图中 Q3 表示的是第三季度而非前三季度；其中百盛 05 年单季度的同店增长为估算。

上图显示了代表三个业态的三个公司从 2005 年以来销售收入的同店增长，可以看到 2005 年-2007 年百货销售收入的同店增长约在 15% 左右，虽然苏宁电器 07 年之前数据缺失，但我们估计应在 10%-15% 之间；因超市辐射半径短，内生增长一般要低于百货的同店增长，07 年中-08 年中 CPI 在 5%-8.5% 之间时，超市受益于食品价格的上涨，同店增长在这一时期达到了前所未有的高度；房地产市场的收缩导致苏宁电器的同店增长在 08 年初即开始下降；金融危机冲击下，三家公司销售收入的同店增长都出现了大幅下滑，其中家电连锁的下降幅度最大；09 年中期之后，随着经济复苏和消费信心的恢复，零售公司销售收入增长开始回升，其中家电连锁因为前期回落最多所以反弹幅度最大。

假设 2010 年 CPI 在 2%-3% 之间，随着经济复苏名义 GDP 增长达到 9% 以上，预计百货销售收入同店增长水平能达到 10%-15%，家电连锁同店增长能达到 10% 左右，超市同店增长在 5%-10% 之间。

2. 中国零售业有长期的投资价值

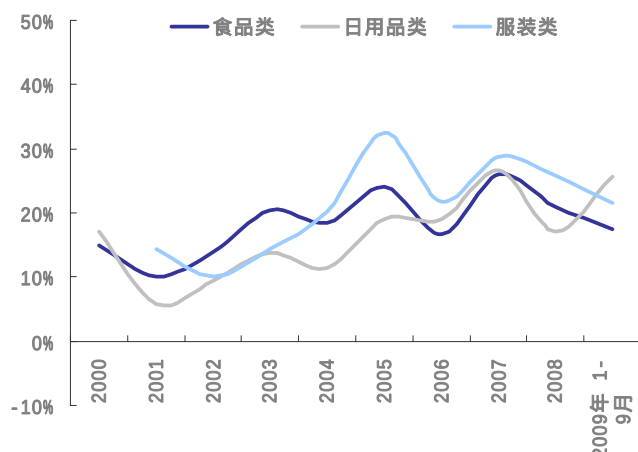
2.1. 现代零售渠道向纵深扩展，普通消费品总量仍在高速增长之中

比较美国和中国普通消费品的数据，可以看到 2002 年以后中国食品、服装、日用品、化妆品、家电基本都保持着 20% 的增速，汽车的增速更高；而诸如美国的发达国家，因消费占 GDP 的比重基本都达到 70% 以上，而且零售业态模式、城市布局已经很成熟，因此普通消费品增速较低，服装和鞋类一般都在 -10%-10% 之间波动，食品一般都在 0-5% 之间波动。

目前中国消费占 GDP 的贡献比重只有 30% 左右，随着居民收入的增长和城市化水平的提高，为满足消费需要，现代零售渠道不断向纵深发展，除了一线城市由居民收入增长带来的内生性的需求增长外，二三线城市和农村市场消费仍有很大的增长潜力，我们认为未来 3-5 年，普通消费品如食品、服装、日用品、家电、化妆品零售额增速平均仍有望保持在 15%-20%。

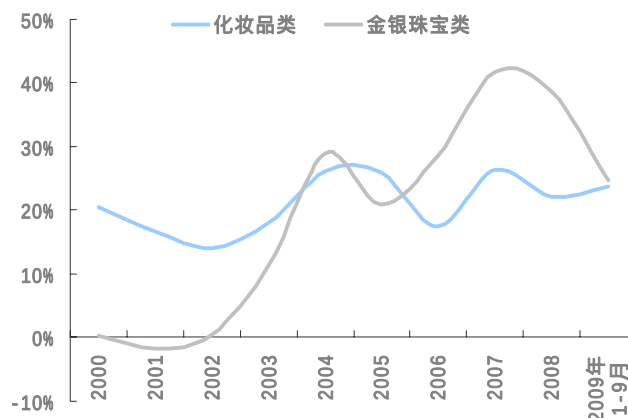
行业深度分析

图 6 中国限额以上企业零售数据（食品服装类）



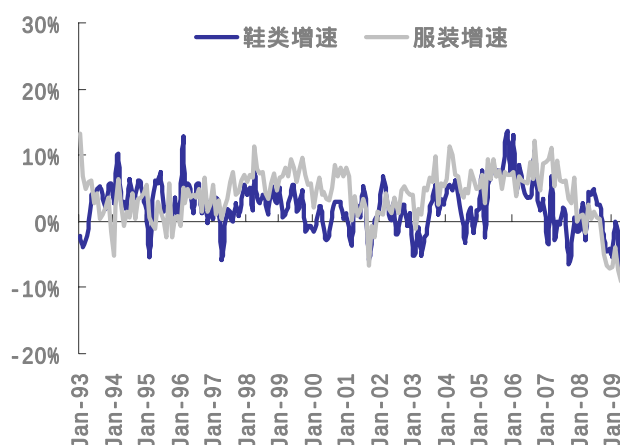
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 7 中国限额以上企业零售数据（化妆品金银珠宝类）



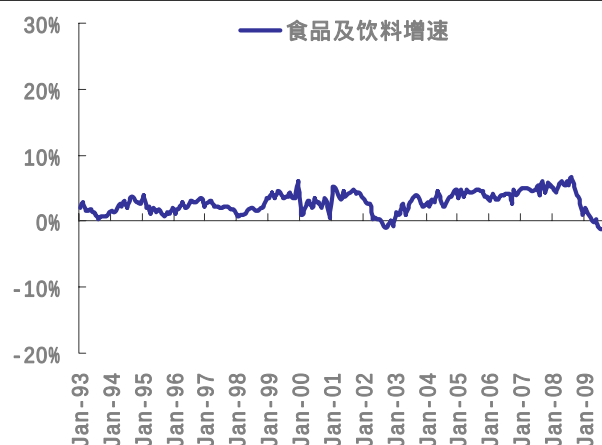
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 8 美国鞋类和服装增速



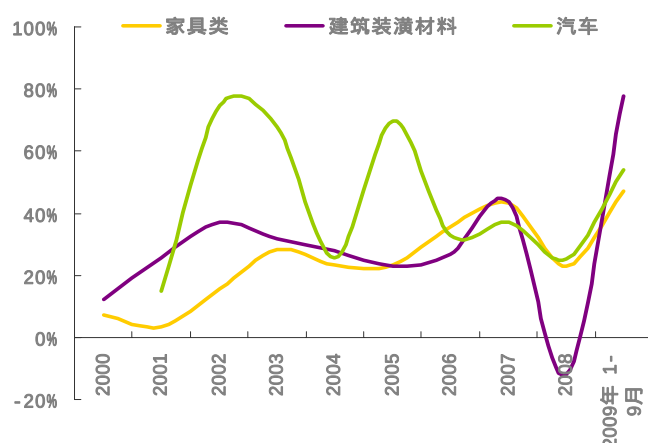
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 9 美国食品及饮料增速



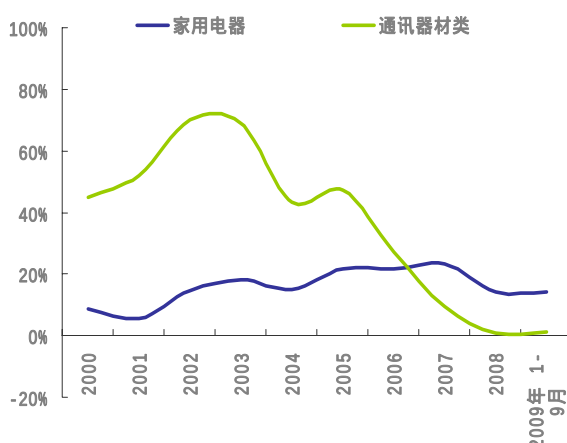
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 10 中国限额以上企业零售数据（汽车和房屋相关类）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

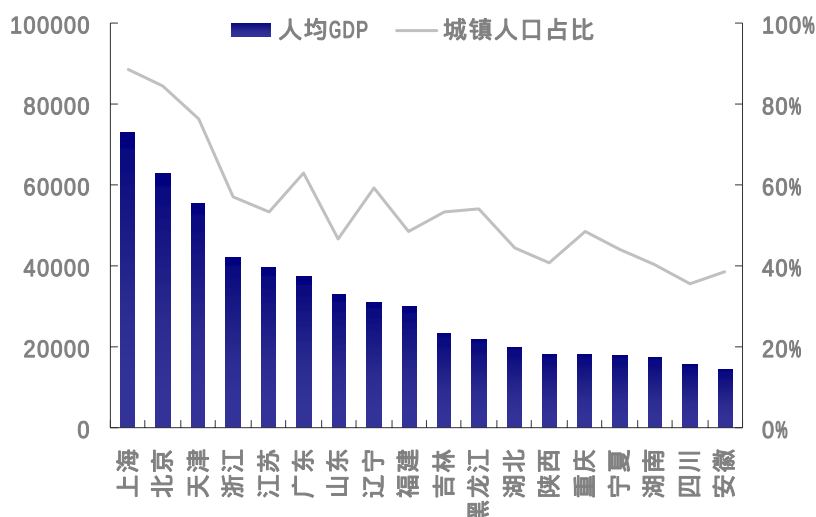
图 11 中国限额以上企业零售数据（家电和通讯器材）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2.2. 城市人口增加和居民收入水平提高两方面促进二、三线城市零售增长
经济增长、居民收入的提高和城市人口增加带来的消费升级是零售业发展的动力。中国特殊的国情导致东中西部发展极不平衡，中西部劳动力大量向东部转移，从而导致了东部沿海地区和中西部地区（尤其是劳动力大量输出的省份）巨大的统计上的人均GDP的差距。

图 12 各省人均 GDP 和城镇人口占比情况



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

随着收入水平的提高，农村人口向城市人口转化和城镇化率的提高将在较长的时间内持续。从目前来看一线城市的迅速扩大、城市化率已经到达顶点，市场基本饱和，零售商门店收入增长主要取决于商圈内居民收入水平的提高；而一些二、三线城市，随着经济的发展、农村人口向城市人口的转化，城区尚在扩大之中，这将从人口增加和收入水平提升两方面共同促进核心商圈门店的内生增长。

3. 百货——最看好区域强势零售商

3.1. 百货仍然是最有价值的渠道

表 1 渠道价值分析

业态成熟度	复制能力	辐射半径	食品	日用品/低端护肤品	中低端服饰	家电	偏高档品牌服饰、用品	高档化妆品	珠宝首饰
农贸市场	弱	短							
便利店	强	短							
标准超市	强	短							
大卖场/购物广场	强	稍长							
服装批发市场	弱	稍长							
街边专卖店	强	短							
专业店	强	短		屈臣氏万宁				丝芙兰	
百货店、购物中心(主要商圈)	弱	很长							
郊区 outlets		很长							
网上购物									

数据来源：安信证券研究中心

大框显示的是中低端消费品的零售渠道，小框显示的是偏高端消费品的零售渠道，可以看到中低端商品，如食品、日用品辐射半径较短，在不同的辐射半径上竞争十分充分，而且进入壁垒低，业态发展已经十分成熟；而作为偏高端服饰、高档化妆品、珠宝首饰的渠道百货店，其竞争者如网购、专业店、郊区大型购物中心、outlets 目前

远未能对城中核心商圈的单体百货店或小型购物中心式百货店形成明显的分流，因此百货店仍然是目前最有价值的渠道，内生增长的空间也最大。

3.2. 区域内强势百货零售商业绩相对稳定

一线城市如北京、上海、广州等地随着城市面积的迅速扩大，商圈分布比较分散，且外资百货在这些城市布点很早、竞争充分，本地零售商受限于较为僵化的国有机制，在很早面临外资的冲击下往往比较被动、很难形成特别明显的竞争优势。而在一些二、三线城市，核心商圈数量较少，外资布点较晚，本地一些优势零售商较早地以较低的成本占据了当地以及下属城市的核心商圈的重要位置，提高了外资百货和外埠百货进入的门槛。

百货店的盈利模式目前仍以联营为主，商场管理的核心以品牌招商+VIP 服务为主，商场的竞争力主要取决于地理位置、招商品牌能力与谈判能力；由于门店之间往往有一定的定位和品牌差异，而且在零售商和供应商之间还存在着各区域的代理，因此通过连锁来提高谈判能力并且降低采购成本对整体百货效益的提升还不是很明显。

在联营模式下，百货店对管理的要求要低于超市，且在中国形成知名度的品牌有限，这造成了全国许多百货店在布局、品牌上雷同的现象，反映出一线城市百货店和二、三线城市百货店在管理水平上的差距并不是很明显。

随着外资百货和国内连锁百货近年来纷纷向二、三级城市转移战场，区域零售商的地位受到威胁，较早地进行管理提升、加快区域扩张的企业将能够有效地抵御外来百货的入侵。

根据前面对百货店目前联营模式的分析，跨省份分散布点的百货零售商比起区域强势百货零售商并没有明显的管理水平和成本优势，因此竞争缓和且当地百货商不太强势的地区是良好的布点范围，但是百货店跨省份扩张的风险较大（主要是较好的门店位置基本被占据），如果公司总体门店利润基数并不足够大，业绩可能波动幅度较大。目前我们仍然最看好大区域内地位稳固的龙头零售商，并积极关注分散布点的百货零售商如已经建立了全国连锁雏形的百货王府井。

表 2 百货零售商

	百货门店数 (08 年)	总销售规模 (08 年亿元)	业态情况	区域和今年扩张情况
王府井	16	102	百货	华北、中部、西北、西南都有布点 09 年新开 4 家门店
百联股份	23	92	百货	上海+长三角+其他
重庆百货	27	64	百货+超市+家电	重庆+ 四川少数市县 收购新世纪百货，规模达到 160 亿
银座股份	25	42	百货+超市	山东 09 年收购淄博银座和石家庄东购
鄂武商	7	66	百货+量贩超市	湖北省，武汉+襄樊+十堰 收购湖北十堰商场
合肥百货	13		百货+超市+ 家电+ 农批	安徽省，合肥+安徽 7 个地级市
广州友谊	4	50	偏高端百货	广东省 09 年签订了珠江新城店和番禺店租赁合同
广百股份	9	32	百货	广东为主 09 年揭阳、惠州、深圳、成都、武汉门店已经签订租赁合同
成商集团	9	14	百货为主	四川省，成都+南充+绵阳
新华百货	4	28	百货	宁夏
欧亚集团	8	34	百货+超市+家电	长春+济南+其他
家润多	7	22	百货	长沙+郴州
大厦股份	1	43	百货+汽车销售	无锡

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 超市——外延扩张能力强的公司是首选

表 3 为 2008 年中国连锁经营协会公布的前 23 强超市连锁的情况,2009 年发生多次并购,重庆百货收购重庆商社集团控股的新世纪百货,超市收入大幅提升;时代超市被乐天百货收购;联华收购百联集团下面的华联超市。

表 3 连锁百强企业之超市连锁

	2008 年	销售额 (亿)	门店数	上市情况		2008 年	销售额 (亿)	门店数	上市情况
1	华润万家	638	2698		11	TESCO 乐购	135	61	/
	其中:苏果超市	304	1802		12	易初莲花	130	76	/
2	联华超市	500	3932	0980.HK	13	人人乐连锁	105	73	即将上市
3	沃尔玛(中国)	442		/	14	北京华联超市	99	243	0814.HK
	其中:沃尔玛	278	123		15	江苏时代超市	90	67	1832.HK
	好又多	164	104		16	北京华联综超	86	65	600361.SH
4	家乐福(中国)	338	134	/	17	山东家家悦	85	456	未定
5	大润发	336	101	未定	18	欧尚(中国)	82	31	/
6	物美控股	302	2010	8277.HK	19	武汉中商	77	41	000785.SZ
7	农工商超市	267	3330	未定	20	永辉集团	70	205	即将上市
8	新一佳超市	175	105		21	武商量贩	59	53	000501.SZ
9	华联超市	150	1946		22	福建新华都	54	52	002264.SZ
10	武汉中百	142	630	000759SZ	23	步步高	52	110	002251.SZ

数据来源:中国连锁经营协会,安信证券研究中心

一般当行业出现频繁的倒闭、购并现象的时候,往往是行业进入成熟阶段的标志。从美国超级市场的发展来看,为了顺应竞争,零售商只有透过降低成本提高效率,或是开拓差异化的分众市场来取得利润,逐渐产生大者恒大、低成本高效率,小者恒小、小市场高价值的两极化趋势。为了取得利润,零售商需持续降低其成本,或提高其边际利润。其利润结构主要分为三块,一是购销差价,二是规模经济,三是费用降低,但由于零售业本身就是微利产业,故对微利零售商的最佳策略则是透过扩大交易量取得规模经济,以及透过提高效率来取得营运费用的降低。因此在目前很多区域超市布点日趋饱和的情况下,我们更看重连锁超市的跨区域扩张能力。

我们看到前 23 位的超市连锁中,规模在前 10 位的超市基本不在 A 股上市,目前在 A 股上市的有武汉中百、华联综超、武汉中商、鄂武商、新华都,人人乐将于 09 年底登陆 A 股,永辉集团也将于 2010 年登陆 A 股。

表 3 超市类型

	主要业态形式	区域	扩张	背景
背景强大+资金雄厚				
华润万家	大卖场、生活超市、生鲜超市、便利店、OLE 超市	全国,在天津、南京、西安等地市场份额超过 50%	以收购为主,先后收购江苏苏果超市、天津月坛、宁波慈客隆、天津家世界、无锡永安超市、托管民润超市	强大的股东背景
物美商业	大卖场、便利店	北京、天津、浙江	收购北京超市发、美廉美、浙江供销、新华百货	凭借大股东背景廉价获得黄金地段的店铺
联华超市	大型综超、超市市场、便利店	全国,以上海、浙江、江苏、辽宁为主	先建大卖场,再辅之以标超、便利店,达到全面控制;异地扩张先后收购百联集团的华联超市	
外资管理优势+全国布点				
沃尔玛	大卖场	全国布点	购地自建为主,收购好又多	外资
家乐福	大卖场	全国布点		外资

行业深度分析

大润发 大卖场 全国布点 台资+欧尚

数据来源：安信证券研究中心

表 4 上市超市情况

主要业态形式	区域	扩张方式	背景	战略	优势	明年关注点	
区域做强+逐个突破							
人人乐	大卖场	广东、陕西、天津、成都	主要租赁	民营企业	专注做大卖场，深圳起家，率先进入一些区域，蜂窝式突破	跨区域较为成功	突破资金瓶颈后，扩张步伐加快
永辉超市	生鲜超市	福建、重庆、北京	主要租赁	民营企业	农改超模式，专注做低价生鲜，复制很快而且跨区成功		上市融资、跨区扩张
武汉中百	仓储超市、便民超市	武汉、重庆	主要租赁	国有但机制比较灵活	对湖北地区的控制力很强，有明显优势		重庆扩张不成功拖累公司扩张步伐，湖北地区商业竞争激烈，关注明年开店
步步高	卖场、超市	湖南、江西	主要租赁	民营企业	避开外资竞争，机制灵活、二、三线城市为主，营运成本低		引进洋管理团队对业绩的提升待考
武商量贩	量贩超市	武汉	主要租赁	国有	主做量贩超市	/	/

数据来源：安信证券研究中心

在 A 股较为有限的投资标的（包括已经上市和将上市的公司）中，我们最看好还未上市的人人乐和永辉超市，这两家公司分别专注做大卖场和生鲜超市，并且已经建立自己的独特的盈利模式和管理优势，是目前上市公司中跨区域扩张比较成功的范例。此外，明年我们将关注步步高引进外籍管理团队之后对业绩的提升作用。

5. 明年投资组合推荐和估值情况

5.1. 推荐公司

业绩增长稳定的区域强势零售商——合肥百货、重庆百货

我们认为区域强势零售商未来几年发展潜力最大，是值得较长期持有的投资品种。重百收购新世纪后，总体销售规模达到 160 亿，净利润达到 4 个亿左右，百货门店总计将达到 40 家左右，超市总计约 150 家左右，电器合并后营业面积达 10.8 万平方米；后续采购、配送、网点、资金方面的整合将进一步提高经营效率，降低经营成本。

合肥百货公司在区域内的优势十分明显，提高了竞争者的进入壁垒。公司对合肥以及安徽的核心商圈已经有很强的市场控制力，并且注重建立配套产业链，公司除在合肥核心商圈、附属商圈、地级市核心商圈拥有 13 家百货门店、积极发展超市业务外，还拥有合肥市最大的农批市场，合肥百大集团 02 年成立的拓基地产与公司零售业务进行场地开发。今年公司基本完成对旗下优质资产少数股权的收购，明年对公司业绩贡献很大。

09 年收入和利润基数较低，2010 年有望获得较高增长——广州友谊、王府井

由于广东地区受金融危机影响比较大，虽然广州友谊今年表现超出市场预期，但是全年销售收入下滑程度仍然很大，广深地区目前尚未走出金融危机的阴影；由于公司费用控制十分严格，利润增长对收入增长的敏感性高，随着美国消费逐渐复苏将拉动出口，从而促进广东地区的经济恢复，公司现有门店有望明年取得较好的业绩。

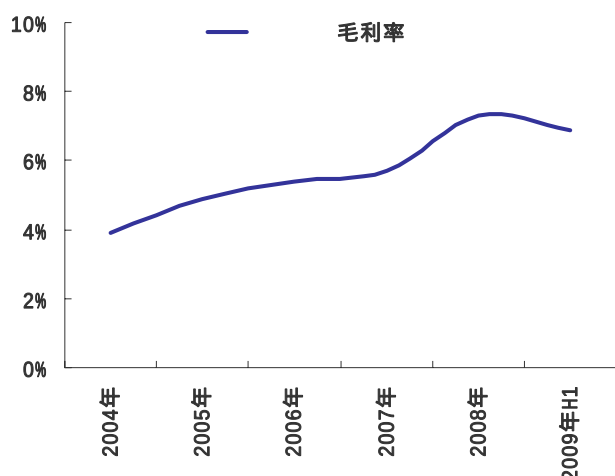
王府井 09 年内生增长放缓、收购王府井大厦导致折旧摊销和财务费用猛增、新开 4 家门店等导致 09 年收入和净利润基数很低，公司明年财务费用的节省、受益于全国消费环境改善将使明年获得较高的增长。我们预计明年公司净利润增长达到 30%，公司 09 年新开的门店于 2011 年将逐渐进入盈利期。

明年业绩有可能继续超预期：大厦股份

汽车业务是公司近几年业绩增长的亮点，今年得益于政府刺激汽车消费的政策以及公司的后汽车业务的高速增长，公司业绩增长超出市场预期。国务院常务会议 12 月 9 日提出将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 2010 年底。

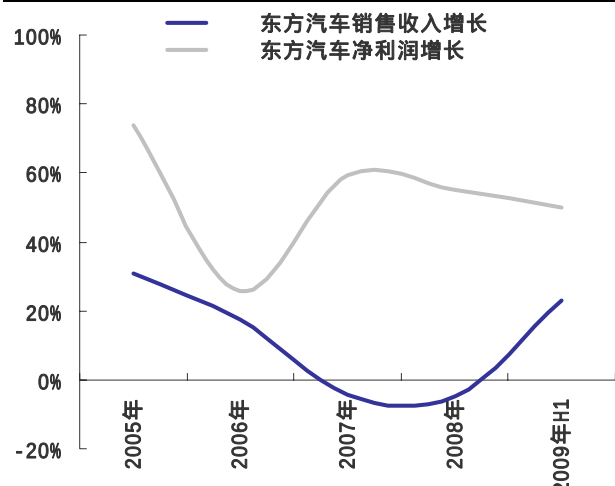
作为汽车经销商，公司的利润主要由而后汽车业务拉动，更大程度上取决于汽车保有量，而非单单取决于当年的汽车销量。今年刺激汽车消费的政策使压抑的汽车需求井喷释放，明年公司销售收入增速随着汽车销量增速趋缓而下降，但是公司明年公司业绩仍然存在超预期可能。

图 13 公司汽车业务总毛利率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14 东方汽车（不包含新纪元）收入和净利润增长



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

一定业绩支撑+主题性投资

有一定业绩支撑和主题概念的公司在实际业绩低于预期的时候，估值能得到支撑。

世博受益：上海商业板块 新世界、百联股份、豫园商城、友谊股份

上海作为国际都市，南京路步行街、城隍庙等景点的外地游客占到人流量的 50% 以上。世博会将使上海的商业长期受益，新世界、百联股份、豫园商城、友谊股份等公司的业绩明年将受到世博会带来的旅游人数的正面影响。

重组和借壳概念——鄂武商和新华百货

我们认为武商联重组和物美商业借壳新华百货明年可能仍然难以取得实质性进展，但是鄂武商和新华百货在武汉、宁夏的百货业中占据龙头地位，而且鄂武商的量贩业务仍然处在高速增长之中；这两个公司有强劲的基本面支撑，同时又有一定的概念想象空间。

超市类——推荐武汉中百，关注步步高

超市板块的重庆业务减亏、湖北省空白地区的扩张、内部挖潜提升毛利等是武汉中百的增长点，因为 A 股超市投资标的有限，武汉中百仍然是受益于 CPI 反弹的超市业态的代表性稳健品种。

家电连锁类——苏宁电器

作为行业龙头，明年将全面受益于行业的回暖以及家电下乡、以旧换新的刺激家电消费的政策；作为 A 股上市公司中规模最大的零售商，苏宁在管理、步伐方面均要遥遥领先于其它类型的零售商；从较长期来看苏宁的第二次转型，从采购、销售、物流、电子商务等环节来提升经营效率保持基业常青，值得长期投资者给予溢价。

5.2. 行业重点公司盈利和相对估值

零售板块目前相对于全部 A 股的溢价达到了 60% 左右，显示近期股价上升速度较快。零售板块仍然是典型的盈利驱动型，虽然资产重组和资产注入短期对股价的影响更大。从相对估值来看，目前（截至 2009 年 11 月 30 日）零售重点公司相对于全部 A

股的溢价达到了 60%，并且处在历史较高位，只有在 2006 年和 2007 年尤其是 2006 年，相对溢价在 60%以上才维持了较长的时间。我们认为明年零售板块净利润增长相对于整体 A 股净利润增长的幅度要高，这决定了明年仍将有溢价空间。

图 13 零售重点公司估值情况（截至 2009 年 11 月 30 日）



数据来源：wind 资讯 安信证券研究中心

表 5 零售公司盈利和相对估值情况（股价日期 2009 年 11 月 30 日）

证券	公司	最新	每股收益(元)				市盈率(X)				股价日期
代码	名称	评级	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011 E	2009-11-30
600628	新世界	中性-A	0.31	0.35	0.44	0.47	46.7	41	32.3	30.2	14.32
002187	广百股份	中性-A	0.89	0.96	1.18	1.36	33.6	31.2	25.2	21.9	29.86
600693	东百集团	中性-A	0.28	0.32	0.4	0.45	36.7	32.7	26.1	23.2	10.45
600859	王府井	增持-B	0.88	1	1.34	1.6	43.8	38.6	28.8	24.1	38.58
600729	重庆百货	增持-A	0.8	0.87	1.37	1.65	48.3	44.4	28.2	23.4	38.63
000501	鄂武商 A	增持-A	0.36	0.45	0.49	0.59	41.3	33	30.3	25.2	14.85
000987	广州友谊	增持-A	0.72	0.81	0.96	1.1	34.3	30.5	25.7	22.4	24.67
000417	合肥百货	增持-A	0.25	0.41	0.51	0.62	55.7	34	27.3	22.5	13.93
600327	大厦股份	增持-B	0.33	0.49	0.58	0.68	41.8	28.1	23.8	20.3	13.79
002277	家润多	中性-A	0.62	0.79	0.98	1.2	55.3	43.4	35	28.6	34.3
000759	武汉中百	增持-A	0.31	0.39	0.48	0.54	38.5	30.6	24.9	22.1	11.95
002251	步步高	中性-A	0.6	0.65	0.84	1.08	45.4	42.3	32.6	25.3	27.34
002024	苏宁电器	买入-A	0.48	0.64	0.79	0.93	39.5	29.7	24	20.4	18.98

数据来源：安信证券研究中心

苏宁电器：家电以旧换新的销售冠军

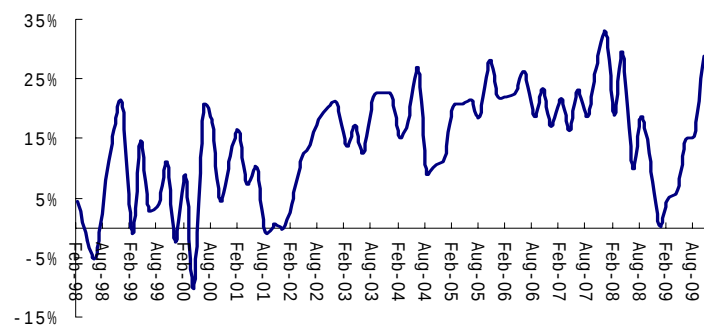
报告关键点：

调高明年的盈利预测至0.79元，调高目标价23.7元。

报告摘要：

- 需求迅速回升，9-10月份限额以上零企家电音响器材零售额创历史新高，达到606.1亿元，两月增速为28.7%，为98年以来的第三高位（双月销售增长取代单月增长，消除了春节1月或2月的导致的差异和国庆节是否前置的因素）。

图1 限额以上企业家电音响器材的销售增长（双月）



资料来源：WIND

- 需求回暖的主要原因：（1）房地产销售火爆。今年1-10月份，商品房销售面积累计同比增长48.4%，而去年全年前10月为下滑16.5%，去年全年下滑18.5%。
- （2）家电刺激消费政策效应显现，特别是以旧换新的政策。以旧换新政策8月开始启动，政策实际发挥效果为10月份。根据商务部的最新的数据（12月1日），共回收旧家电289万台，销售新家电250万台，销售额达到了98亿，预计到今年年底销售额可以达到110亿以上。其中，苏宁以旧换新销售额达30.9亿元，占全国以旧换新市场33%以上的份额，成为全国家电以旧换新销售冠军，回收85万台。我们估计，以旧换新大约占苏宁4季度整体销售的25%-30%。当然，这一部分销售并不是纯粹因为政策带来的增量。
- 苏宁成为家电以旧换新销售冠军，是公司在网点、物流、配送、资金、信誉度等方面的实力（需要配套的仓储运输设施、垫付补贴资金和政府批准）的体现。
- 我们判断未来1年，这两大消费刺激因素将继续存在，家电以旧换新、家电下乡等政策的品类或实施范围可能进一步扩大。因此，我们看好明年的家电需求。

财务和估值数据摘要

(亿元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	401.5	499.0	580.8	691.1	801.7
Growth(%)	53.5%	24.3%	16.4%	19.0%	16.0%
净利润	14.7	21.7	28.8	35.3	41.8
Growth(%)	93.4%	48.1%	32.6%	22.6%	18.6%
毛利率(%)	14.5%	17.2%	17.1%	17.2%	17.3%
净利润率(%)	3.6%	4.3%	5.0%	5.1%	5.2%
每股收益(元)	0.33	0.48	0.64	0.79	0.93
每股净资产(元)	1.08	2.03	2.90	3.55	4.33
市盈率	45.0	30.4	22.9	18.7	15.8
市净率	13.7	7.2	5.1	4.1	3.4
净资产收益率(%)	31.5%	24.8%	22.9%	22.8%	22.2%
EV/EBITDA	6.2	11.6	13.2	10.1	7.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.1%	1.3%

评级：

买入-A

上次评级：买入-A

目标价格：23.7 元

期限：6 个月 上次预测：20.00 元

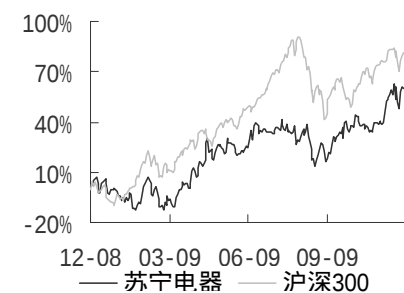
现价：18.98 元

报告日期：2009-11-30

市场数据

总市值(百万元)	86,185.90
流通市值(百万元)	60,368.76
总股本(百万股)	4,486.51
流通股本(百万股)	3,142.57
12 个月最高/最低	13.08/20.95 元
十大流通股东(%)	39.81%
股东户数	157,602

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.84	13.62	(23.99)
绝对收益	14.55	31.49	60.24

研究员

吴美萍 高级行业分析师
021-68765936 wump@essence.com.cn

前期研究成果

苏宁电器：受益于家电业的回暖

2009-11-01

苏宁电器：看好下半年销售 调高盈利预测

2009-10-19

苏宁电器：做更聪明的全国性家电消费电子零售商

2009-09-29

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-12-2		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,967.1	5,043.7	5,985.4	7,140.6	8,375.9	成长性					
减: 营业成本	3,384.4	4,244.0	4,952.9	5,887.4	6,901.7	营业收入增长率	21.3%	27.1%	18.7%	19.3%	17.3%
营业税费	23.8	35.1	41.9	50.0	54.4	营业利润增长率	110.3%	9.4%	57.4%	18.7%	20.6%
销售费用	96.1	129.3	161.6	177.9	207.7	净利润增长率	110.5%	20.1%	64.1%	46.3%	22.1%
管理费用	262.5	360.3	490.8	583.4	681.0	EBITDA 增长率	60.9%	14.5%	46.1%	15.6%	17.4%
财务费用	13.8	23.1	20.0	20.0	20.0	EBIT 增长率	87.8%	12.9%	50.9%	17.7%	19.7%
资产减值损失	-0.4	9.9	-4.0	0.4	2.0	NOPLAT 增长率	86.6%	30.5%	44.9%	17.7%	19.7%
加: 公允价值变动收益	15.2	-15.6	18.0	5.0	5.0	投资资本增长率	-19.4%	-8.2%	12.5%	10.7%	-2.5%
投资和汇兑收益	10.6	6.3	26.0	8.0	10.0	净资产增长率	12.9%	17.8%	15.7%	16.8%	11.3%
营业利润	212.8	232.7	366.2	434.5	524.0	利润率					
加: 营业外净收支	-3.9	9.1	1.0	2.0	4.0	毛利率	14.7%	15.9%	17.3%	17.6%	17.6%
利润总额	208.9	241.8	367.2	436.5	528.0	营业利润率	5.4%	4.6%	6.1%	6.1%	6.3%
减: 所得税	67.7	52.9	91.8	109.1	132.0	净利率	2.5%	2.4%	3.3%	4.0%	4.2%
净利润	141.1	188.9	275.4	327.4	396.0	EBITDA/营业收入	7.1%	6.4%	7.8%	7.6%	7.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	5.7%	5.1%	6.5%	6.4%	6.5%
货币资金	837.8	1,223.6	1,397.6	1,639.6	1,935.2	运营效率					
交易性金融资产	26.0	10.4	15.0	15.0	15.0	固定资产周转天数	67	61	59	50	42
应收帐款	54.6	76.8	82.5	124.5	131.3	流动营业资本周转天数	-18	-31	-34	-25	-20
应收票据	-	-	8.2	9.8	11.5	流动资产周转天数	126	125	129	123	122
预付帐款	235.1	272.3	298.0	303.9	310.8	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货	315.4	438.3	461.7	549.0	643.8	存货周转天数	27	27	27	26	26
其他流动资产	-	-0.0	-9.4	-9.4	-9.4	总资产周转天数	219	208	208	190	179
可供出售金融资产	7.3	7.2	7.0	8.0	8.0	投资资本周转天数	74	50	42	40	35
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	76.3	80.5	82.0	82.0	82.0	ROE	14.0%	15.9%	20.0%	20.4%	22.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	5.7%	7.7%	8.3%	9.1%
固定资产	716.9	987.6	985.3	984.4	972.7	ROIC	17.0%	27.6%	43.6%	45.6%	49.2%
在建工程	2.9	5.3	5.0	5.0	5.0	费用率					
无形资产	199.4	196.7	196.8	196.9	197.0	销售费用率	2.4%	2.6%	2.7%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	17.7	42.1	48.6	49.0	54.2	管理费用率	6.6%	7.1%	8.2%	8.2%	8.1%
资产总额	2,489.2	3,340.7	3,578.3	3,957.7	4,357.0	财务费用率	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
短期债务	226.5	329.7	311.9	311.8	311.7	三费/营业收入	9.4%	10.2%	11.2%	10.9%	10.8%
应付帐款	417.5	597.2	447.8	387.1	453.8	偿债能力					
应付票据	245.4	349.6	339.2	322.6	378.2	资产负债率	59.5%	64.5%	61.6%	59.5%	59.0%
其他流动负债	544.2	853.2	1,084.4	1,310.2	1,406.3	负债权益比	146.9%	181.4%	160.5%	146.6%	144.0%
长期借款	33.8	13.0	13.0	13.0	13.0	流动比率	1.02	0.95	1.03	1.13	1.19
其他非流动负债	13.7	10.7	8.9	8.9	8.9	速动比率	0.80	0.74	0.82	0.89	0.94
负债总额	1,481.2	2,153.5	2,205.2	2,353.6	2,571.9	利息保障倍数	16.45	11.06	19.31	22.73	27.20
少数股东权益	202.9	310.8	296.0	409.2	446.1	分红指标					
股本	369.0	369.0	479.0	479.0	479.0	DPS(元)	0.05	0.12	0.16	0.24	0.29
留存收益	436.2	507.5	599.0	716.9	861.0	分红比率	24.6%	46.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	1,008.1	1,187.2	1,374.0	1,605.0	1,786.2	股息收益率	0.4%	0.8%	1.1%	1.7%	2.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	141.1	188.9	275.4	327.4	396.0	EPS(元)	0.27	0.25	0.41	0.51	0.62
加: 折旧和摊销	66.8	80.3	72.0	78.0	80.0	BVPS(元)	2.10	2.47	2.87	3.35	3.73
资产减值准备	-0.4	9.9	-4.0	0.4	2.0	PE(X)	53.4	57.8	35.2	28.6	23.4
公允价值变动损失	-15.2	15.6	18.0	5.0	5.0	PB(X)	6.9	5.9	5.1	4.3	3.9
财务费用	22.6	17.4	25.0	20.0	20.0	P/FCF	49.7	28.5	59.3	33.3	18.6
投资收益	-10.6	-12.2	-26.0	-8.0	-10.0	P/S	1.8	1.4	1.2	1.0	0.8
少数股东损益	41.0	68.6	78.0	38.7	43.5	EV/EBITDA	18.8	16.0	14.1	12.1	10.1
营运资金的变动	199.3	325.6	-8.8	11.2	103.2	CAGR(%)	32.4%	28.0%	15.5%	26.6%	21.8%
经营活动产生现金流量	381.1	655.8	424.5	472.7	639.7	PEG	1.7	2.1	2.3	1.1	1.1
投资活动产生现金流量	-20.8	-208.3	-55.0	-74.1	-51.1	ROIC/WACC	1.8	2.9	4.6	4.8	5.2
融资活动产生现金流量	-176.3	-108.3	13.0	-135.5	-161.1	REP	4.1	2.7	1.9	1.7	1.5

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

合肥百货：值得长期投资的区域龙头

报告关键点：

按照预案中增发股本，调整2010年和2011年盈利预测

报告摘要：

- **今年以来的收购行为将使公司长期受益。**公司10月27日公布的非公开发行股票预案，目前已经获得安徽省国资委的批复和股东大会的通过。公司两次收购，收回了合家福超市、乐普生、铜陵、黄山、蚌埠百大、百大CBD的全部股权，并收回了鼓楼商厦、商业大厦、周谷堆的部分股权，募集资金还将用于蚌埠、巢湖购物中心以及新的农批市场的投资和建设。
- **未来2年的利润增长点：**(1) 鼓楼商厦：受到金融危机冲击和09年下半年改造的影响，今年利润增长较为缓慢，由于该门店费用增加很少，毛利直接能转化成利润；商厦办公区有望搬迁腾出6000-7000平米作为经营面积，对目前经营面积只有30000平米的鼓楼商厦贡献较大(2) 合家福超市：公司09年合家福超市的销售收入约为17亿左右，包括7个大卖场和80家左右的标准超市和社区超市，合肥超市的竞争目前主要集中在大卖场，市场尚未饱和，公司着力于标超和社区超市的率先布点，数据显示超市近3年综合毛利率和净利润增长明显，公司未来2年每年计划新增15家左右的标超我们预计未来2年超市净利润能够保持20%-25%的增速；(3) 08年底新开的淮南、六安、高新店明年可望扭亏。
- **公司在区域内的优势十分明显，提高了竞争者的进入壁垒。**公司对合肥以及安徽的核心商圈已经有很强的市场控制力，并且注重建立配套产业链，公司除在合肥核心商圈、附属商圈、地级市核心商圈拥有13家百货门店、积极发展超市业务外，还拥有合肥市最大的农批市场，合肥百大集团02年成立的拓基地产与公司零售业务进行场地开发。
- **盈利预测。**因定向增发还未完成，我们09年的每股收益仍以现在的股本计算，从2010年开始按照新发行9000万股后的总股本计算；我们预计2009年、2010年、2011年每股收益分别为0.41元、0.51元、0.62元，对应2010年和2011年PE为28.6、23.4倍。管理层励精图治，业绩稳健增长、利润平滑可以使公司获得一定的估值溢价。
- **不利因素。**公司09年出售股票合肥三洋的投资收益以及持有的青岛海尔的公允价值收益增厚净利润税后约为3300万，大大增厚了09年净利润的基数。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,967.1	5,043.7	5,985.4	7,140.6	8,375.9
Growth(%)	21.3%	27.1%	18.7%	19.3%	17.3%
净利润	141.1	188.9	275.4	327.4	396.0
Growth(%)	110.5%	20.1%	64.1%	46.3%	22.1%
毛利率(%)	14.7%	15.9%	17.3%	17.6%	17.6%
净利润率(%)	2.5%	2.4%	3.3%	4.0%	4.2%
每股收益(元)	0.27	0.25	0.41	0.51	0.62
每股净资产(元)	2.10	2.47	2.87	3.35	3.73
市盈率	53.4	57.8	35.2	28.6	23.4
市净率	6.9	5.9	5.1	4.3	3.9
净资产收益率(%)	14.0%	15.9%	20.0%	20.4%	22.2%
ROIC(%)	17.0%	27.6%	43.6%	45.6%	49.2%
EV/EBITDA	18.8	16.0	14.1	12.1	10.1
股息收益率	0.4%	0.8%	1.1%	1.7%	2.0%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **16.50 元**

期限： 6 个月 上次预测： 11.50 元

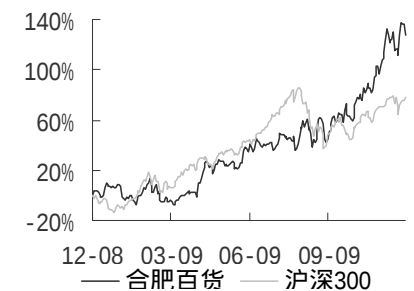
现价： 13.97 元

报告日期： **2009-12-15**

市场数据

总市值(百万元)	6,696.93
流通市值(百万元)	6,660.99
总股本(百万股)	479.72
流通股本(百万股)	477.15
12 个月最高/最低	7.19/14.77 元
十大流通股东(%)	55.34%
股东户数	24,294

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.37	30.90	43.76
绝对收益	11.86	49.31	127.50

研究员

储丽雯
助理行业分析师

021-68765335

chulw@essence.com.cn

前期研究成果

合肥百货：进一步分享优质资产的成长——收购股权点评

2009-08-24

合肥百货：主业平缓增长，非经常性损益将增厚业绩

2009-07-10

合肥百货：一季度各项指标基本健康

2009-04-21

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-12-2		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,967.1	5,043.7	5,985.4	7,140.6	8,375.9	成长性					
减: 营业成本	3,384.4	4,244.0	4,952.9	5,887.4	6,901.7	营业收入增长率	21.3%	27.1%	18.7%	19.3%	17.3%
营业税费	23.8	35.1	41.9	50.0	54.4	营业利润增长率	110.3%	9.4%	57.4%	18.7%	20.6%
销售费用	96.1	129.3	161.6	177.9	207.7	净利润增长率	110.5%	20.1%	64.1%	46.3%	22.1%
管理费用	262.5	360.3	490.8	583.4	681.0	EBITDA 增长率	60.9%	14.5%	46.1%	15.6%	17.4%
财务费用	13.8	23.1	20.0	20.0	20.0	EBIT 增长率	87.8%	12.9%	50.9%	17.7%	19.7%
资产减值损失	-0.4	9.9	-4.0	0.4	2.0	NOPLAT 增长率	86.6%	30.5%	44.9%	17.7%	19.7%
加: 公允价值变动收益	15.2	-15.6	18.0	5.0	5.0	投资资本增长率	-19.4%	-8.2%	12.5%	10.7%	-2.5%
投资和汇兑收益	10.6	6.3	26.0	8.0	10.0	净资产增长率	12.9%	17.8%	15.7%	16.8%	11.3%
营业利润	212.8	232.7	366.2	434.5	524.0	利润率					
加: 营业外净收支	-3.9	9.1	1.0	2.0	4.0	毛利率	14.7%	15.9%	17.3%	17.6%	17.6%
利润总额	208.9	241.8	367.2	436.5	528.0	营业利润率	5.4%	4.6%	6.1%	6.1%	6.3%
减: 所得税	67.7	52.9	91.8	109.1	132.0	净利率	2.5%	2.4%	3.3%	4.0%	4.2%
净利润	141.1	188.9	275.4	327.4	396.0	EBITDA/营业收入	7.1%	6.4%	7.8%	7.6%	7.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	5.7%	5.1%	6.5%	6.4%	6.5%
货币资金	837.8	1,223.6	1,397.6	1,639.6	1,935.2	运营效率					
交易性金融资产	26.0	10.4	15.0	15.0	15.0	固定资产周转天数	67	61	59	50	42
应收帐款	54.6	76.8	82.5	124.5	131.3	流动营业资本周转天数	-18	-31	-34	-25	-20
应收票据	-	-	8.2	9.8	11.5	流动资产周转天数	126	125	129	123	122
预付帐款	235.1	272.3	298.0	303.9	310.8	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货	315.4	438.3	461.7	549.0	643.8	存货周转天数	27	27	27	26	26
其他流动资产	-	-0.0	-9.4	-9.4	-9.4	总资产周转天数	219	208	208	190	179
可供出售金融资产	7.3	7.2	7.0	8.0	8.0	投资资本周转天数	74	50	42	40	35
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	76.3	80.5	82.0	82.0	82.0	ROE	14.0%	15.9%	20.0%	20.4%	22.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	5.7%	7.7%	8.3%	9.1%
固定资产	716.9	987.6	985.3	984.4	972.7	ROIC	17.0%	27.6%	43.6%	45.6%	49.2%
在建工程	2.9	5.3	5.0	5.0	5.0	费用率					
无形资产	199.4	196.7	196.8	196.9	197.0	销售费用率	2.4%	2.6%	2.7%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	17.7	42.1	48.6	49.0	54.2	管理费用率	6.6%	7.1%	8.2%	8.2%	8.1%
资产总额	2,489.2	3,340.7	3,578.3	3,957.7	4,357.0	财务费用率	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
短期债务	226.5	329.7	311.9	311.8	311.7	三费/营业收入	9.4%	10.2%	11.2%	10.9%	10.8%
应付帐款	417.5	597.2	447.8	387.1	453.8	偿债能力					
应付票据	245.4	349.6	339.2	322.6	378.2	资产负债率	59.5%	64.5%	61.6%	59.5%	59.0%
其他流动负债	544.2	853.2	1,084.4	1,310.2	1,406.3	负债权益比	146.9%	181.4%	160.5%	146.6%	144.0%
长期借款	33.8	13.0	13.0	13.0	13.0	流动比率	1.02	0.95	1.03	1.13	1.19
其他非流动负债	13.7	10.7	8.9	8.9	8.9	速动比率	0.80	0.74	0.82	0.89	0.94
负债总额	1,481.2	2,153.5	2,205.2	2,353.6	2,571.9	利息保障倍数	16.45	11.06	19.31	22.73	27.20
少数股东权益	202.9	310.8	296.0	409.2	446.1	分红指标					
股本	369.0	369.0	479.0	479.0	479.0	DPS(元)	0.05	0.12	0.16	0.24	0.29
留存收益	436.2	507.5	599.0	716.9	861.0	分红比率	24.6%	46.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	1,008.1	1,187.2	1,374.0	1,605.0	1,786.2	股息收益率	0.4%	0.8%	1.1%	1.7%	2.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	141.1	188.9	275.4	327.4	396.0	EPS(元)	0.27	0.25	0.41	0.51	0.62
加: 折旧和摊销	66.8	80.3	72.0	78.0	80.0	BVPS(元)	2.10	2.47	2.87	3.35	3.73
资产减值准备	-0.4	9.9	-4.0	0.4	2.0	PE(X)	53.4	57.8	35.2	28.6	23.4
公允价值变动损失	-15.2	15.6	18.0	5.0	5.0	PB(X)	6.9	5.9	5.1	4.3	3.9
财务费用	22.6	17.4	25.0	20.0	20.0	P/FCF	49.7	28.5	59.3	33.3	18.6
投资收益	-10.6	-12.2	-26.0	-8.0	-10.0	P/S	1.8	1.4	1.2	1.0	0.8
少数股东损益	41.0	68.6	78.0	38.7	43.5	EV/EBITDA	18.8	16.0	14.1	12.1	10.1
营运资金的变动	199.3	325.6	-8.8	11.2	103.2	CAGR(%)	32.4%	28.0%	15.5%	26.6%	21.8%
经营活动产生现金流量	381.1	655.8	424.5	472.7	639.7	PEG	1.7	2.1	2.3	1.1	1.1
投资活动产生现金流量	-20.8	-208.3	-55.0	-74.1	-51.1	ROIC/WACC	1.8	2.9	4.6	4.8	5.2
融资活动产生现金流量	-176.3	-108.3	13.0	-135.5	-161.1	REP	4.1	2.7	1.9	1.7	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008 年 3 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%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

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@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: 200122

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