



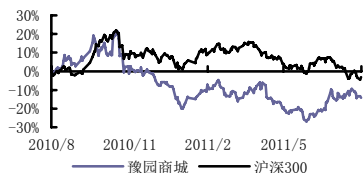
消费品及服务 - 商业

Retailing

2011 年 8 月 25 日

市场数据	2011 年 8 月 24 日
当前价格 (元)	11.90
52 周价格区间 (元)	10.42-17.34
总市值 (百万)	17607.19
流通市值 (百万)	17607.19
总股本 (百万股)	1437.32
流通股 (百万股)	1437.32
日均成交额 (百万)	236.04
近一月换手 (%)	23.64%
Beta (2 年)	
第一大股东	上海复星产业投资有限公司
公司网址	http://www.yuyuantm.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
豫园商城	1.58%	6.83%	-13.76%
沪深 300	-4.95%	-6.78%	-3.12%

相关报告

黄金批零业务首季增长显著 04.27

冯乐宁

执业证书号: S1030511010001

0755-83199599-8218

fengln@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

金饰销售推升收入，金矿股权提振利润

—豫园商城 (600655) 2011 年中报点评

评级: 增持

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	12070	18373	21436	25443
净利润 (百万元)	673	824	981	1180
每股收益 (元)	0.47	0.57	0.68	0.82
每股净资产 (元)	3.18	3.70	4.29	5.01
市盈率	25.42	20.75	17.43	14.49
市净率	3.74	3.21	2.78	2.38

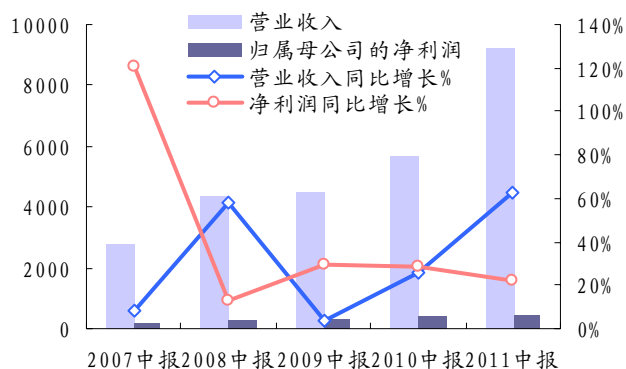
资料来源: 世纪证券研究所

- **黄金业务推动公司销售收入大幅增加。**豫园商城 2011 年上半年共实现营业收入 91.97 亿元，较上年同期增长了 62.20%；实现净利润 4.70 亿元，同比增长 21.78%。其中一季度的收入同比增长格外显著达到 85.8%，二季度也有超过 38% 的增长，显示出整个上半年豫园商城的经营在步出去年世博会光环的笼罩后，仍具备强大的发展实力。此外在国际金价上涨的背景下，黄金主业不断拓展、销售规模不断扩大，直接推动公司销售收入同比大幅增加。当然由于黄金业务毛利率较低，也拖累了公司综合毛利率的表现。
- **投资收益成为公司利润结构中的重要组成。**上半年，公司的投资收益达到 2.1 亿元，占公司利润总额的 35.37%，较去年同期的 28.5% 增长了 6.87 个百分点。从历年投资收益的表现看，其在利润总额的占比均较高，显示了公司主业多元化发展不仅有所侧重，也呈现出一定长期战略性投资的思路。其中仅招金矿业就贡献了 1.9 亿元的投资收益。随着下半年国际黄金价格的猛涨和需求量的持续增加，预期招金矿业仍将为豫园商城贡献更多的投资收益。
- **期间费用回复常态。**由于去年世博会的因素，公司期间费用大幅提升，而今年相应费用回复常态，因而公司的销售费用率和管理费用率双双降低。其中在一季度，各项费率的下降程度是最显著的，从而拉低了整体上半年费用的增长和费用率的降低，一定程度上对公司利润总额维持稳定增长有积极帮助的。当然在期间费用中，人工费用项仍较去年同期上升了逾 4000 万元，涨幅为 21%；此外公司在促销广告项中的投入也较去年同期增长了 3 倍至 1765 万元。但整体而言，公司期间费用控制的较为合理，显示了管理层在成本管理上是较有效果的，有利于公司的积极发展和提高。
- **盈利预测与投资评级：**作为投资多元化的企业，公司以黄金销售和旅游为发展根基，扩大以旅游资源为主线的多元化产业链，在餐饮、医药和商品服务等各方面均有不错的发展，是商业领域中较为独特的奇葩，其抵抗或对冲经济风险的能力也较高，因而可给予一定的估值溢价。预计 2011 年-2013 年，归属母公司股东净利润的复合年增长率为 20%。预期未来三年的 EPS 分别为 0.57 元、0.68 元和 0.82 元，当前股价对应动态 PE 分别为 20.8 倍、17.4 倍和 14.5 倍。维持“增持”评级。公司六个月目标位 15.4 元。
- **风险提示：**黄金批零销售及餐饮销售不达预期；长期投资收益缩水；黄金价格呈现趋势性下跌等。

黄金饰品业务推动公司销售收入大幅增加

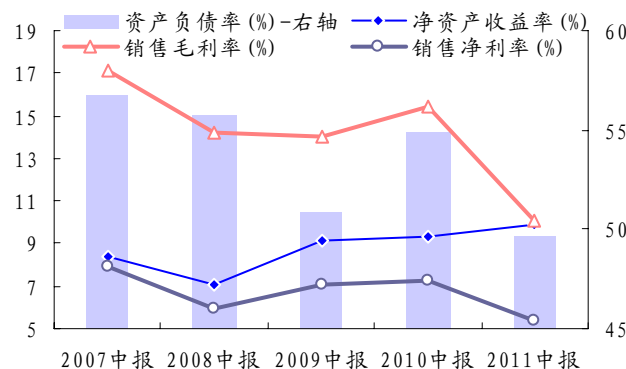
豫园商城于 2011 年 8 月 20 日公布其上半年财报，数据显示，公司 1-6 月共实现营业收入 91.97 亿元，较上年同期增长了 62.20%；实现利润总额 5.93 亿元，同比增长了 21.32%；实现归属母公司所有股东的净利润 4.70 亿元，同比增长 21.78%。主要是在今年国际金价波动性上涨的形势下，黄金珠宝业不断拓展连锁、加盟和经销网点，销售规模不断扩大，特别是黄金批发业务收入同比大幅增加，使得黄金珠宝业的净利润同比增加；此外，今年公司对招金矿业股份有限公司的投资收益比上年同期也显著增加。

Figure 1 公司历年中报营收表现



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

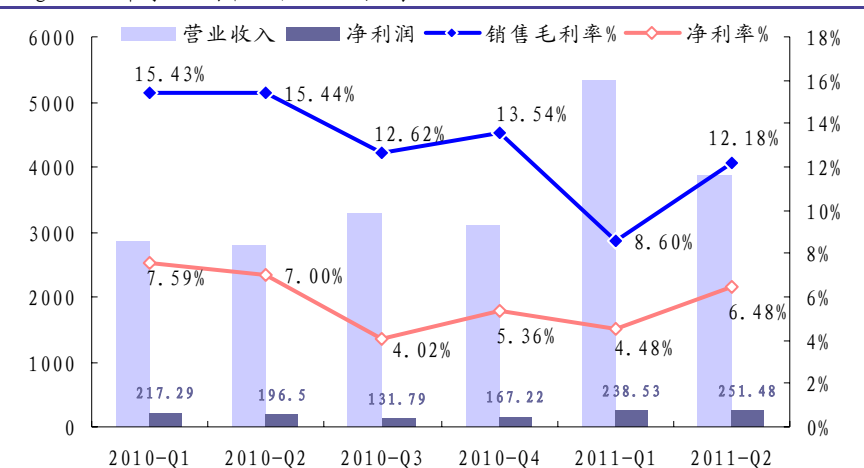
Figure 2 公司盈利情况表现



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

公司站在 2010 年世博会高基数的起点上，今年各主业在 1-6 月份累计新开（含已签约确认网点）网点 125 家，完成年度网点指标进度的 56%，基本符合预期。我们从公司单季的销售收入等指标的考察中发现，公司今年一、二季度较去年有了一个明显的提升，其中一季度的收入同比增长格外显著达到 85.8%，二季度也有超过 38% 的增长，显示出整个上半年豫园商城的经营在步出去年世博会光环的笼罩后，仍具备真实的发展实力，随着黄金饰品的大量销售，由于毛利率较低，一季度的毛利率水平在达到一年以来的新低 8.6% 后，在二季度有了明显的回稳至 12.18%。随着公司单季净利润的稳步提升，公司净利润率环比保持了理想的发展状态，但就同比而言，公司上半年的整体的毛利率和净利率水平均为下滑的，其中上半年的综合毛利率为 10.11%，较去年同期滑落了 5.32 个百分点，而净利率也有约 2 个百分点的回落。

Figure 3 单季-公司营业收入及利润表现

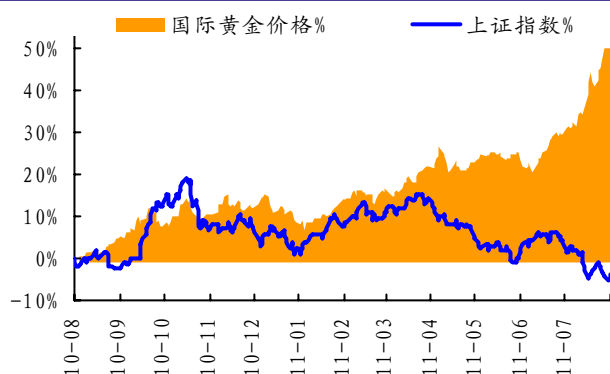


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

投资收益成为公司利润结构中的重要组成部分

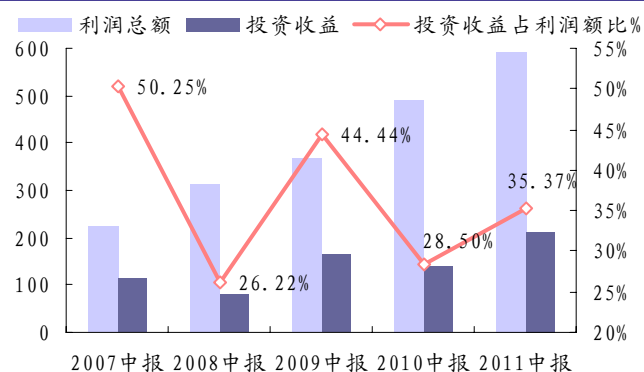
黄金销售是公司主业,从目前我国黄金消费的情况来看,受益于经济增长和居民消费水平升级的影响,以及国际经济形势波动所带来的资产保值增值需求的提升,我国的黄金饰品消费得到了较快速发展,目前我国已经成为世界上少数几个黄金珠宝首饰年消费额超过 300 亿美元的国家之一。**2011 年上半年,豫园商城投资收益达到 2.1 亿元,占公司利润总额的 35.37%,**较去年同期 28.5%增长了 6.87 个百分点。从历年投资收益的表现看,其在利润总额的占比均较高,显示了公司主业多元化发展不仅有所侧重,也呈现了一定长期战略性投资的思路。

Figure 4 国际黄金价格与上证指数一年内涨幅%



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 公司历年中期投资收益占利润总额比例



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

公司参股中国最大的黄金生产基地—招金矿业公司，其经营状况理想，黄金资源约占全国总储量的 10%，豫园商城战略性持股的比例在 26.18%。招金矿业在今年也继续加大了黄金的产量，同时受益于黄金价持续的持续上升，使得豫园商城的投资收益较去年同期大幅上升。上半年招金矿业贡献了 1.9 亿元的投资收益，占公司净利润的 40.4%。随着下半年国际黄金价格的猛涨和需求量的增长，预期招金矿业仍将为豫园商城贡献更多的投资收益。

目前而言，在世界个别地区局势动荡、美元贬值和全球通胀有蔓延趋势的集中推动下，投资者避险情绪颇高，国际金价有继续攀升的趋势，从而给公司的投资收益带来一定的正面推动，当然我们也不排除假设金价可能出现大幅波动的情景，会给公司带来一定的负面影响。

除此之外，公司在上半年还处置了申银万国证券公司的股权获得收益。使上半年公司总体的投资收益总金额达到了 2.1 亿元，较去年的 1.4 亿元提升了 50.57%。而公司其他的股权投资，经营贡献度对公司上半年的盈利影响还是偏微小的。

Figure 6 公司部分参股单位的经营状况

单位名称	资产总额	负债总额	净资产总额	营业收入总额	净利润	公司持股比例%
招金矿业	970023.32	349839.09	554699.75	252300.50	72734.79	26.18%
上海友谊复星	65359.97	/	65359.97	/	203.39	48%
童涵春堂上虹药店	107.13	23.35	83.78	91.87	-3.88	40%
武汉中北房地产	395065.00	307398.68	87666.32	1641.43	-446.76	30%
株式会社豫园	849.92	145.41	704.51	792.34	-83.46	39.99%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

上半年期间费用回复常态

由于去年世博会的因素，公司投入了大量的费用支出来营造气氛和推广销售以支持世博盛会，从上半年的期间费用的情况来看，虽然销售费用上升了 14.23%，管理费用上升了 9.3%，但销售费用率和管理费用率双双降低，显示出期间费用项已回复到常态。其中，销售费用率下降了 0.84 个百分点至 2%，管理费用率下降了 1.2 个百分点至 2.48%，财务费用率也下降了 0.55 个百分点至 1.03%。其中在一季度，各项费率的下降程度是最显著的，从而拉低了整体上半年费用的增长和费用率的降低，一定程度上对公司利润总额维持稳定增长有积极帮助的。

Figure 7 单季-公司期间费用表现

	2010-Q1	2010-Q2	2010-Q3	2010-Q4	2011-Q1	2011-Q2	2010 中报	2011 中报
期间费用	213.25	245.77	261.53	336.46	242.50	264.09	459.02	506.60
期间费用率%	7.45%	8.75%	7.97%	10.79%	4.56%	6.81%	8.10%	5.51%
其中：销售费用	81.11	79.69	99.37	112.32	93.71	89.97	160.80	183.69
销售费用率%	2.83%	2.84%	3.03%	3.60%	1.76%	2.32%	2.84%	2.00%
管理费用	89.66	118.89	133.70	172.65	103.21	124.73	208.55	227.94
管理费用率%	3.13%	4.23%	4.07%	5.54%	1.94%	3.22%	3.68%	2.48%
财务费用	42.48	47.19	28.46	51.49	45.58	49.39	89.67	94.97
财务费用率%	1.48%	1.68%	0.87%	1.65%	0.86%	1.27%	1.58%	1.03%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

在期间费用细分项目中，主要变化项来自于人工成本的支出费用和广告费的支出。其中人工成本在销售费用中占比仍是最高，达到 76.35%，但较去年的占比有一定的回落，但总体上看，在期间费用中，人工成本仍上升了逾 4000 万元，同比涨幅 21%，这不仅有人力成本上升的因素，也包含了公司奖励措施、积极拓展规模而产生新的人工成本等。此外公司在促销广告中的投入较去年同期增长了 3 倍达到约 1765 万元。整体而言公司期间费用控制较为合理，这也显示了管理层在成本管理上较有效果的，有利于公司的积极发展和提高。

Figure 8 2011 年上半年销售费用及管理费用拆分分析

销售费用项目	2011-1H 费用额	占比	2010-1H 费用额	占比	同比变化%
人工成本	140236854	76.35%	130482932	81.15%	7.48%
广告费	17646638	9.61%	4352380.9	2.71%	305.45%
手续费	5920631.6	3.22%	9002298	5.60%	-34.23%
清洁卫生费	1278442.8	0.70%	2382762.3	1.48%	-46.35%
包装费	1530991.4	0.83%	1479984.5	0.92%	3.45%
物料消耗	1478633.1	0.80%	2442523.6	1.52%	-39.46%
运输费	1640745.4	0.89%	1768392.3	1.10%	-7.22%
保险费	981786.76	0.53%	1097013.2	0.68%	-10.50%
其他	12970648	7.06%	7790572	4.84%	66.49%
合计	183685372	100.00%	160798859	100.00%	14.23%

管理费用项目	2011-1H 费用额	占比	2010-1H 费用额	占比	同比变化%
人工成本	93486275	41.01%	62891967	30.16%	48.65%
修理费	10708618	4.70%	13540145	6.49%	-20.91%
租赁费	31056395	13.62%	34745232	16.66%	-10.62%
折旧费	14171739	6.22%	17490818	8.39%	-18.98%
水电费	16102525	7.06%	17989755	8.63%	-10.49%
业务宣传费	12583474	5.52%	12505290	6.00%	0.63%
差旅费	12433708	5.45%	8043340.1	3.86%	54.58%
业务招待费	5356366.2	2.35%	6862454.2	3.29%	-21.95%
物业管理费	7736469	3.39%	5647372.3	2.71%	36.99%
杂费和其他费用	24306591	10.66%	28833121	13.83%	-15.70%
合计	227942160	100.00%	208549496	100.00%	9.30%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

以黄金饰品销售为主的多元化业务发展出色

1、黄金饰品受热捧薄利多销

黄金饰品行业作为主营业务，占据了公司总销售收入的 86.2%，在当前国际经济不景气，避险情绪高涨推升黄金价格，再加之国内通货膨胀因素，令公司的黄金饰品的销售增长显著，较去年同期增长了 88.87%，但黄金饰品的毛利率较去年同期下降了 2.4 个百分点至 6.7%，呈现出明显薄利多销的局面，因而也相应拖累了公司上半年的综合毛利率的表现。

2、餐饮业业务走出商圈积极外拓

就公司主要业务而言，在脱离世博光环后，影响最大的可能当属餐饮收入这一块了，公司的餐饮业的销售收入在去年世博会盛会产生了较高的基数，而今年上半年收入回归平稳后，同比回落了 25%。由此我们认为这一事件性因素，说明了上海本地旅游业的繁荣度，对公司的餐饮业的营收相关度是很高的，但由于公司经营有方，其餐饮业的毛利率达到了 66.71%，反而较去年提升了近 5 个百分点。目前公司餐饮中，除了豫园小吃广场的品牌外拓，还有广东肇庆美食广场和世博园区 A 片区美食广场两大项目正在紧锣密鼓地进行中；此外，南翔小笼品牌已落实了市内外共 9 个开店项目，而公司餐饮集团旗下和丰美食楼以联营联销形式进入了浦东环球金融中心开设“老城隍庙小吃王国”显示公司餐饮已经开始走出商圈、加快了外拓的步伐。

Figure 9 主营业务分行业或分产品分析

	营业收入(元)	毛利率(%)	营业收入同比(%)	毛利率同比变动(%)
黄金饰品	7926549338.91	6.70%	88.87%	减少2.40个百分点
其中:上海黄金交易所	895474957.00	0.14%	47.89%	减少0.32个百分点
餐饮	239700318.75	66.71%	-24.96%	增加4.88个百分点
食品	51667591.80	41.30%	-7.06%	减少1.18个百分点
进出口	492742091.99	0.92%	23.89%	减少0.02个百分点
医药	221833652.64	19.01%	-6.03%	增加2.48个百分点
工艺品	32837944.74	39.91%	15.37%	增加0.52个百分点
房产	2325000.00	-236.22%	-98.99%	减少271.4个百分点
百货及服务	229315013.26	71.18%	11.58%	增加4.48个百分点

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3、小商品业务积极加强对外合作

此外公司商业百货及服务业随着加强合作的品牌的推广，销售收入同比提升了 11.58%，而毛利率也同样提升了 4.48 个百分点至 71.18%。小商品公司于 6 月下旬与东方明珠集团正式签约，合作开发 A、B、C 三块商业经营场地，7 月底试营业，前景喜人。此外公司在 3 月份上海印象的

部分产品已入驻上海金茂大厦 88 层观光厅的旅游纪念品商场；小商品公司还与成都文旅集团就成都宽窄巷的一个商铺也达成初步合作意向。

4、重视和加大对旅游资源的投资。

去年 12 月，公司受让江西三清山旅游公司持有的江西婺源旅游股份有限公司 16% 股权，共计 3015.84 万股。我们认为，在成功退出德邦证券和中银万国证券的股权投资后，婺源旅游和上海银行的股权投资成为公司长期投资的佳品，不论表现在这两家公司的业务发展方面，还是未来存在的于资本市场上市机会等方面。其中婺源被誉为是“中国最美乡村”。拥有 6 处国家 AAAA 级旅游景区及世界知名的油菜花观赏地，独特的旅游资源，使其具有很大的增长空间。

5、品牌价值日益提升再创辉煌

去年 11 月，老城隍庙童涵春堂开出上海中医药行业首家博物馆，社会成效显著。上半年度，豫园商城旗下的各品牌如：湖心亭茶楼、老城隍庙五香豆、豫园梨膏糖、童涵春堂、永青假发、王大隆刀剪、丽云阁扇庄、德兴馆和华宝楼等 9 大品牌喜获“第二批国家商务委认定的中华老字号”称号。其次，继豫园新春民俗艺术灯会获得“国家级非物质文化遗产”称号后，上海老饭店本帮菜烹饪技艺也获得了“上海市非物质文化遗产”称号。目前，豫园商城及旗下现有国家商务部认定的中华老字号企业 13 家；非物质文化遗产项目 13 个，国家级 1 个、市级 4 个、区级 8 个。在 6 月 28 日世界品牌实验室揭晓的名单中，豫园商城以 122.16 亿元的品牌价值荣获了“中国 500 最具价值品牌”的第 83 位。

盈利预测与评级

公司得益于黄金业务的发展，主营黄金饰品的销售得到突飞猛进的发展，同时公司也积极扩大销售网点，与此同时，公司的投资收益因招金矿业的利润贡献而提振了公司利润总额的增加，在国际经济复苏不明朗，国际地区局势紧张，加上国内通胀的刺激，黄金的需求量和黄金价格不断攀升和维持高位，对公司下半年的营收予以积极地正面支持。**此外公司持有的婺源旅游和上海银行的股权不仅是公司又一个长期投资的佳品，而且两者一旦成功上市，均可给予公司的较高的投资回报。**

我们认为公司作为黄金销售和投资的企业，以此为发展根基扩大旅游资

源为主线的多元化的产业链，在餐饮、医药和商品服务等方面均有不错的发展，可谓是商业领域的奇葩，其对冲经济风险的能力高，因而可给予一定的估值溢价。预计 2011 年-2013 年，公司收入增长分别为 52.2%，16.7%和 18.7%，归属母公司股东的净利润增长在 19%-22%之间，公司未来三年，归属母公司股东净利润的复合年增长率为 20%。预期公司未来三年的 EPS 分别为 0.57 元、0.68 元和 0.82 元，当前股价对应的动态 PE 分别为 20.8 倍、17.4 倍和 14.5 倍。特维持“增持”评级。未来六个月的的目标位 15.4 元。

Figure 10 单季利润表及指标表现

	2010-Q1	2010-Q2	2010-Q3	2010-Q4	2010 年报	2011-Q1	2011-Q2	2010 中报	2011 中报
营业收入	2862.50	2807.65	3281.76	3118.31	12070.23	5318.72	3878.25	5670.16	9196.97
同比 (+/-)	13.68%	41.89%	62.80%	78.85%	46.20%	85.81%	38.13%	26.09%	62.20%
营业成本	2420.81	2374.28	2867.68	2696.11	10358.88	4861.28	3405.70	4795.09	8266.98
同比 (+/-)	10.91%	41.14%	67.24%	88.37%	47.75%	100.81%	43.44%	24.06%	72.41%
销售毛利率%	15.43%	15.44%	12.62%	13.54%	14.18%	8.60%	12.18%	15.43%	10.11%
营业税金及附加	45.09	38.92	37.90	37.31	159.21	44.80	40.66	84.00	85.46
营业税率%	1.58%	1.39%	1.15%	1.20%	1.32%	0.84%	1.05%	1.48%	0.93%
期间费用	213.25	245.77	261.53	336.46	1056.99	242.50	264.09	459.02	506.60
期间费用率%	7.45%	8.75%	7.97%	10.79%	8.76%	4.56%	6.81%	8.10%	5.51%
资产减值损失	2.75	-1.47	0.49	-0.18	1.59	8.91	-10.80	1.27	-1.90
公允价值变动净收益	29.45	-34.47	-9.78	26.45	11.65	3.71	3.81	-5.02	7.52
投资净收益	36.47	102.89	41.71	168.96	350.03	105.88	103.96	139.36	209.84
同比 (+/-)	-54.25%	22.23%	-14.93%	186.45%	28.73%	190.31%	1.04%	-14.97%	50.58%
营业利润	246.54	218.57	146.10	244.03	855.24	270.82	286.37	465.11	557.19
同比 (+/-)	33.59%	27.62%	43.50%	159.07%	54.98%	9.85%	31.02%	30.72%	19.80%
营业利润率%	8.61%	7.78%	4.45%	7.83%	7.09%	5.09%	7.38%	8.20%	6.06%
营业外收入	7.67	17.94	4.28	4.98	34.87	12.62	33.26	25.61	45.89
营业外支出	0.69	1.02	1.00	2.03	4.74	1.11	8.69	1.71	9.80
利润总额	253.52	235.49	149.39	246.98	885.38	282.34	310.94	489.01	593.28
同比 (+/-)	31.20%	34.14%	40.57%	154.45%	54.76%	11.37%	32.04%	32.60%	21.32%
所得税	36.22	38.99	17.60	79.77	172.58	43.80	59.46	75.22	103.26
所得税率%	14.29%	16.56%	11.78%	32.30%	19.49%	15.51%	19.12%	15.38%	17.40%
净利润	217.29	196.50	131.79	167.22	712.79	238.53	251.48	413.79	490.02
同比 (+/-)	29.07%	32.04%	22.66%	100.91%	40.36%	9.78%	27.98%	30.46%	18.42%
净利率%	7.59%	7.00%	4.02%	5.36%	5.91%	4.48%	6.48%	7.30%	5.33%
少数股东损益	26.47	1.42	5.76	6.41	40.06	11.67	8.37	27.88	20.04
归属于母公司的净利润	190.82	195.08	126.02	160.80	672.73	226.86	243.11	385.90	469.97
同比 (+/-)	19.43%	37.95%	22.60%	107.50%	39.72%	18.89%	24.62%	28.13%	21.79%
EPS (元/股)	0.239	0.244	0.088	0.112	0.468	0.158	0.169	0.483	0.327

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

风险提示

- 黄金批零销售及餐饮销售不达预期；
- 长期投资收益出现缩水；
- 国际黄金价格呈现趋势性下跌等。

财务报表及盈利预测

Figure 11 财务报表及盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5853	6552	7697	9238	营业收入	12070	18373	21436	25443
现金	2511	2000	2483	3138	营业成本	10359	16352	19052	22583
应收账款	124	171	199	236	营业税金及附加	159	239	279	331
其他应收款	309	435	436	471	营业费用	372	401	463	544
预付账款	451	695	791	903	管理费用	515	524	607	715
存货	2422	3248	3784	4485	财务费用	170	169	163	157
其他流动资产	38	4	4	5	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	4420	4402	4427	4465	公允价值变动收益	12	0	0	0
长期投资	2996	2993	2993	2993	投资净收益	350	365	383	401
固定资产	953	995	1058	1117	营业利润	855	1054	1255	1514
无形资产	74	70	66	62	营业外收入	35	35	40	45
其他非流动资产	397	345	311	294	营业外支出	5	4	4	5
资产总计	10273	10954	12125	13703	利润总额	885	1085	1291	1554
流动负债	3432	4160	4283	4603	所得税	173	212	252	303
短期借款	611	1037	1024	1236	净利润	713	873	1039	1251
应付账款	279	654	572	519	少数股东损益	40	49	58	70
其他流动负债	2542	2469	2688	2848	归属母公司净利润	673	824	981	1180
非流动负债	2059	1211	1363	1515	EBITDA	1131	1324	1531	1796
长期借款	1025	1177	1329	1481	EPS (元)	0.47	0.57	0.68	0.82
其他非流动负债	1034	34	34	34	主要财务比率				
负债合计	5491	5371	5646	6118	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	212	261	319	390	成长能力				
股本	1437	1437	1437	1437	营业收入	46.2%	52.2%	16.7%	18.7%
资本公积	946	946	946	946	营业利润	55.0%	23.2%	19.1%	20.6%
留存收益	2186	2939	3776	4813	归属于母公司净利润	39.7%	22.5%	19.0%	20.3%
归属母公司股东权益	4570	5322	6159	7196	获利能力				
负债和股东权益	10273	10954	12125	13703	毛利率 (%)	14.2%	11.0%	11.1%	11.2%
现金流量表					净利率 (%)	5.6%	5.6%	4.5%	4.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE (%)	14.7%	15.5%	15.9%	16.4%
经营活动现金流	555	386	434	540	ROIC (%)	29.6%	31.6%	31.2%	31.4%
净利润	713	873	1039	1251	偿债能力				
折旧摊销	106	101	113	126	资产负债率 (%)	53.5%	49.0%	46.6%	44.6%
财务费用	170	169	163	157	净负债比率 (%)	37.45%	44.95%	45.21%	44.98%
投资损失	-350	-365	-383	-401	流动比率	1.71	1.57	1.80	2.01
营运资金变动	-98	-470	-512	-605	速动比率	0.99	0.79	0.91	1.03
其他经营现金流	14	77	14	12	营运能力				
投资活动现金流	276	276	218	217	总资产周转率	1.28	1.73	1.86	1.97
资本支出	48	92	150	169	应收账款周转率	91	118	106	106
长期投资	394	17	0	0	应付账款周转率	40.17	35.05	31.09	41.40
其他投资现金流	717	385	368	386	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	235	-1173	-168	-102	每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.57	0.68	0.82
短期借款	-415	426	-13	212	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	0.27	0.30	0.38
长期借款	-5	152	152	152	每股净资产 (最新摊薄)	3.18	3.70	4.29	5.01
普通股增加	639	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-266	0	0	0	P/E	25.42	20.75	17.43	14.49
其他筹资现金流	282	-1751	-307	-466	P/B	3.74	3.21	2.78	2.38
现金净增加额	1065	-511	483	655	EV/EBITDA	14	12	10	9

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.