

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

天虹商场

002419

强烈推荐

首次进入区域门店大幅减亏, 君尚表现超预期

—2011年中报点评

上半年, 公司实现营业收入 63.73 亿元, 同比增长 32.52%; 归属于母公司股东的净利润 3.28 亿元, 同比增长 40.97%; 基本每股收益 0.41 元。与我们的预测完全吻合。

本报告亮点: 不仅分业态、分区域、分模式的详细分析了中报业绩, 还对募投项目和超募项目的盈利作了分析与预测、测算了储备项目的租金和投资成本、分析了深圳地区的开店空间, 附录中给出了公司最新的架构及深圳地区门店分布图。

投资要点:

- **营收增速创 08 年以来新高, 百货业务最给力:** 百货业务营收同比增长 41.93%, 但毛利率下滑了 0.32 个百分点至 21.43%, 主要是因为上半年公司采取了多种形式的促销活动。超市业务营收同比增长 18.14%, 毛利率上升 0.39 个百分点至 21.68%, 首次高于百货业务毛利率。随着超市规模的增大、产地直采比例和生鲜合作基地的增加以及自有品牌占比的增加, 超市业务的毛利率将继续呈上升态势。
- **公司综合毛利率上升 0.27 个百分点至 22.95%:** 公司在由深圳大本营向外扩张的过程中, 并未出现毛利率的大幅下滑; 公司是百货行业中综合毛利率最高的企业之一, 而其商业主业毛利率 21.75% 代表着行业最高水平。
- **销售费用率微升 0.05%, 期间费用率降 0.40%, 所得税费用大增 44.57%:** 销售费用率微升 0.05 个百分点至 14.27%, 主要是由于新增上年开业的次新店费用所致, 包括开办费、租金、销售人员薪酬等。可见, 新门店各项费用有上升趋势, 但完全在可控范围内。对于老门店, 协议期内租金水平锁定; 而公司要求各门店人力成本的上升必须自行消化, 不得影响利润指标的完成。管理费用率和财务费用率的下降带动了期间费用率下降 0.40%。所得税费用大幅增长 44.57%, 原因之一一是母公司与厦门天虹税率由 22% 上升至 24%; 明年所得税率将升至 25%。
- **首次进入区域门店大幅减亏, 君尚表现超预期:** 区域首次进入的门店中, 长沙芙蓉天虹已实现盈利, 苏州金鸡湖天虹、北京宣武天虹均大幅减亏, 有望在 2012 年实现盈利, 与异地首家门店 3-4 年的培育期相吻合。于 2010 年 11 月 25 日开业的首家君尚, 上半年已实现营业利润 1269.92 万元, 大幅超预期。
- **维持盈利预测与估值:** 展望下半年, 直营店东莞虎门天虹、赣州中航城天虹、泉州世纪嘉园天虹、加盟店威海东城天虹和浙江金华天虹将会开业, 湖南娄底天虹也有望年内开业。预计 2011 年新开直营店 4-5 家、新开加盟店 3 家、加盟店转直营店 1 家, 全年新增店面少于 10 家; 而 2012 年新增店面远高于 10 家。维持盈利预测不变: 2011-2013 年 EPS 0.85、1.17 和 1.56 元, 3 年 CAGR 37%, 给予 35 倍 PE, 目标价 29.75 元, “强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 异地新门店减亏过程出现波动; 新签项目租金大幅上升

6-12 个月目标价: 30.00 元

当前股价: 25.19 元

评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11568.17
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	164
流通市值(亿)	41
EPS (TTM)	0.68
每股净资产(元)	4.14
资产负债率	53.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天虹商场	9.19	25.95	15.04
深证成份指数	-3.67	0.32	-8.44



相关报告

- 《天虹商场-严格管理, 募集资金有节余; 资金充裕, 门店扩张有保障》2011-7-23
- 《天虹商场-优势区域再发力, 购置物业开新店》2011-6-3
- 《天虹商场-预付卡新规无碍公司核心竞争力, 限售股解禁不等于减持》2011-5-30

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10174	13472	17631	22350
同比(%)	26%	32%	31%	27%
归属母公司净利润(百万元)	485	680	937	1247
同比(%)	36%	40%	38%	33%
毛利率(%)	23.0%	22.9%	22.8%	22.7%
ROE(%)	14.7%	18.1%	21.4%	24.0%
每股收益(元)	0.61	0.85	1.17	1.56
P/E	39.43	28.14	20.40	15.33
P/B	5.78	5.10	4.37	3.67
EV/EBITDA	18	14	11	8

资料来源: 中投证券研究所

一、中报概况: 营收同比增 32.52%, 净利同比增 40.97%

2011年1-6月, 公司实现营业收入63.73亿元, 同比增长32.52%; 实现归属于母公司股东的净利润3.28亿元, 同比增长40.97%; 基本每股收益0.41元, 每股经营活动现金流量净额0.54元。与我们的预测完全吻合。

公司主营业务—零售业营收62.63亿元, 同比增长32.45%, 可比店营业收入同比增长22.70%; 零售业毛利率21.75%, 同比上升0.29个百分点; 公司综合毛利率22.95%, 同比上升0.27个百分点。公司期间费用率15.49%, 同比下降0.40个百分点; 其中管理费用率14.27%, 同比下降0.19个百分点, 销售费用率14.27%, 同比上升0.05%, 财务费用率-0.26%, 同比下降0.26个百分点。

2011年1-6月, 公司新开江苏溧阳天虹、福建永安天虹两家商场, 其中永安天虹为特许加盟商场; 公司收购深圳市公明天虹商场有限公司100%股权并将公明天虹加盟店转为直营店。截至6月末, 公司拥有“天虹”直营连锁百货商场41家, 营业面积达100.5万平方米; 拥有“君尚”直营门店1家, 营业面积3.78万平方米; 以“天虹”特许经营方式管理3家商场。

二、营收增速创08年以来新高, 百货业务最给力

图 1 公司历年营业收入及增速

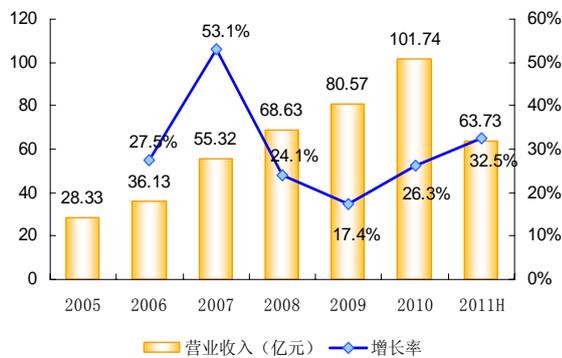


图 2 公司主营业务各业态营业收入及占比

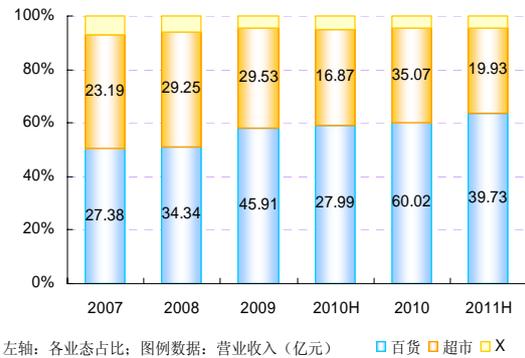


图 3 综合毛利率、各业态毛利率

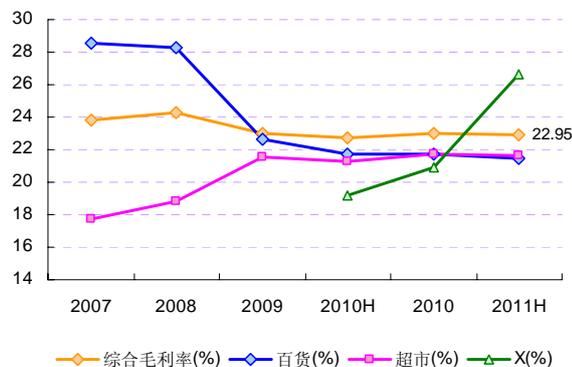
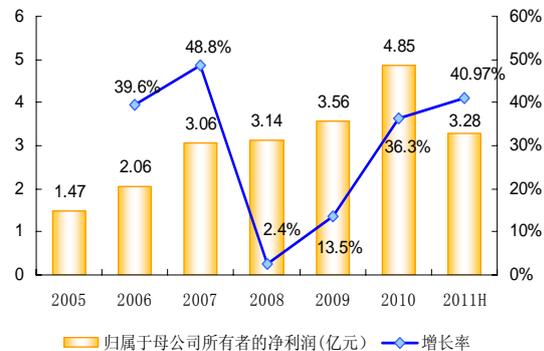


图 4 归属于母公司所有者的净利润及增长率



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 1 公司营业收入、增速、毛利率及同比增减

分 类	营业收入(万元)	营收占比	营收同比增速	毛利率	毛利率同比增减
百货	397,313.08	62.3%	41.93%	21.43%	-0.32%
专柜	393,179.33	61.7%	40.62%	21.47%	-0.28%
自营	4,133.75	0.6%	1198.90%	17.78%	-2.50%
超市	199,333.86	31.3%	18.14%	21.68%	0.39%
专柜	39,192.57	6.1%	14.51%	23.14%	1.87%
自营	160,141.29	25.1%	19.06%	21.32%	0.02%
X	29,641.43	4.7%	22.51%	26.60%	7.39%
专柜	17,814.75	2.8%	33.36%	40.18%	15.64%
自营	11,826.68	1.9%	9.13%	6.14%	-6.50%
加工修理	15.60	0.0%	22.17%	-	-
其他业务收入	11,011.83	1.7%	36.69%	91.16%	-3.73%
合 计	637,315.79	100%	32.52%	22.95%	0.27%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

分业态来看,百货业务上半年实现营业收入 39.73 亿元,同比增长 41.93%,是增速最快的业态,但毛利率下滑了 0.32 个百分点至 21.43%,主要是因为上半年公司为巩固市场、扩大市场份额,采取了多种形式的促销活动,以毛利率的微降换取了收入的大幅增长。综合来看,百货业务的整体盈利能力获得了提升。

超市业务上半年实现营业收入 19.93 亿元,同比增长 18.14%,毛利率上升 0.39 个百分点至 21.68%。**超市业态的毛利率呈逐年上升趋势,本报告期首次超越百货业态。**超市业态毛利率上升的主要原因是报告期内公司通过整合区域商品采购、建立直采基地、优化商品结构以及加大自有品牌等措施进一步提升了超市商品经营能力。**未来,随着超市规模的增大、产地直采比例的增加、生鲜合作基地的增多以及自有品牌占比的增加,公司超市业务的毛利率将继续呈上升趋势。**

X 业务上半年实现营业收入 2.96 亿元,同比增长 22.51%,毛利率提升 7.39 个百分点至 26.60%。X 品类中以前电器占比较大,报告期内,公司为吸引客流和优化经营类别,加大了经营服务配套品类的引进,如餐饮、影院等项目。目前,影院主要分布在东莞和江西的门店中,未来随着大体量门店的增加,电影院、餐饮等娱乐、休闲项目的数量将会大幅增加。

整体来看,公司综合毛利率上升 0.27 个百分点至 22.95%。公司在由深圳大本营向外地扩张的过程中,并未出现毛利率的大幅下滑。公司是百货行业中综合毛利率最高的企业之一,而其商业主业毛利率 21.75%代表着行业最高水平。

表 2 公司主营业务收入及毛利率分地区分析

项目	主营业务收入 (万元)	营收占比		主营收入 同比增速	毛利率	毛利率增减
		2011H	2010H			
深圳地区	393,861.58	62.89%	66.26%	24.41%	22.47%	0.20%
深圳外地区	232,442.39	37.11%	33.74%	48.72%	20.55%	0.73%
合 计	626,303.96	100%	100%	32.45%	21.75%	0.29%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

分地区来看，深圳地区实现主营业务收入 39.39 亿元，占比 62.89%，同比增速 24.41%，毛利率 22.47%，毛利率同比提升 0.20 个百分点；深圳外地区实现主营业务收入 23.24 亿元，占比 37.11%，同比增速 48.72%，毛利率 20.55%，同比提升 0.73 个百分点。

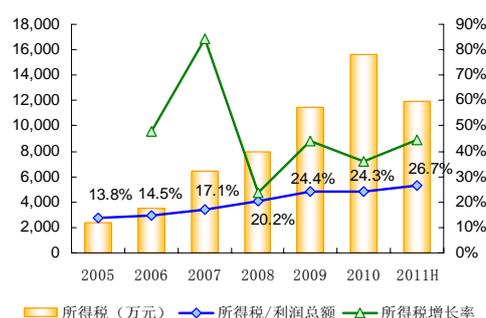
相比 2010 年上半年，深圳地区的主营收入占比下降了 3.37 个百分点，未来将继续下降；深圳和深圳外地区的主营业务毛利率相差 1.92 个百分点，两个区域的毛利率均有所上升，但深圳外地区提升幅度更大。

三、销售费用率微升 0.05%，期间费用率降 0.40%

图 5 公司各项费用率



图 6 所得税费用及增长率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

上半年，公司销售费用同比增长 33%，略高于营业收入 32.52% 的增速，从而使销售费用率微升 0.05 个百分点至 14.27%。销售费用的上升主要是由于新增上年开业的次新店费用所致，包括开办费、租金、销售人员薪酬等。可见，新门店各项费用有上升趋势，但完全在可控范围内。对于老门店，租金协议一般为 15-20 年，协议期内租金水平锁定；而公司要求，各门店人力成本的上升必须自行消化，不得影响利润指标的完成，更不可拖累公司整体的盈利能力。

上半年，公司管理费用同比增长 17.65%，远低于营业收入的增速，管理费用率下降 0.19 个百分点至 1.48%。

上半年，公司财务费用为 -1677.98 万元，而去年同期水平为 -15.42 万元，主要是因为公司 IPO 后富余资金增加和随着规模的增大预收款(预付卡)增加，而银行利率上调带来利息收入的大幅增加所致。

整体来看，上半年，公司的期间费用同比增长 29.22%，期间费用率下降 0.40 个百分点至 15.49%。

上半年，公司所得税费用同比增长 44.57%，主要原因是利润总额较去年同期有较大提升以及母公司与厦门天虹税率由 22% 上升至 24% 所致。根据税务条例，设立于广东省深圳、珠海、汕头和厦门经济特区，以及海南岛的原享受低税率优惠政策的企业，自 2008 年 1 月 1 日起，在新税法施行后 5 年内逐步过渡到法定税率。即 2008 年按 18% 税率执行，2009 年按 20% 税率执行，2010 年按 22% 税率执行，2011 年按 24% 税率执行，2012 年按 25% 税率执行。公司所得税费用将继续大幅增加。

四、苏州、北京门店大幅减亏，君尚表现超预期

表 3 募投项目（含君尚）及超募项目盈利情况

序号	公司/门店	开业时间	营业面积 (平方米)	物业	定位	营业利润(万元)				布局
						2008	2009	2010	2011H	
1	深圳国贸天虹	2008.12.5	35,698	租赁	城市中心店	-677	848	1,952	1,527	同城布点
2	惠州惠阳天虹	2009.9.12	27,500	租赁	社区购物中心		-460	64	275.58	同城布点
3	南昌红谷天虹	2009.9.4	20,000	租赁	社区购物中心			171	483.15	同城布点
4	长沙芙蓉天虹	2008.12.6	30,000	租赁	社区购物中心	-999	-1,823	-1,247	21.64	首次进入
5	杭州萧山天虹	2009.12.17	17,800	租赁	社区购物中心		-376	-819	-691.45	首次进入
6	苏州金鸡湖天虹	2009.4.24	50,912	租赁	城市中心店		-3,045	-2,924	-613.34	首次进入
7	北京宣武天虹	2009.4.25	22,000	租赁	城市中心店		-3,365	-2,832	-907.43	首次进入
8	君尚百货	2010.11.25	37,781	租赁	君尚				1,269.92	首家君尚
9	东莞东纵天虹	2004.9.9	26,411	自有	城市中心店	1832	2804	3355	2097.8	首次进入
10	东莞厚街天虹	2010.8.6	49,578	租赁	社区购物中心				-933.46	同城布点
11	浙江湖州天虹	2010.9.30	27,800	租赁	社区购物中心				-1259.09	首次进入
12	深圳横岗信义天虹	2010.12.25	20,000	租赁	社区购物中心				11.87	同城布点
13	江苏常州溧阳天虹	2011.1.18	24,000	租赁	社区购物中心				-416.81	首次进入

资料来源：公司公告、中投证券研究所

- (1) 募投项目中位于公司传统优势区域的深圳国贸天虹、惠州惠阳天虹、南昌红谷天虹继去年实现盈利后，今年上半年利润快速增长，尤其是国贸天虹呈现了高基数下的高增长；深圳横岗信义天虹 2010 年 10 月 25 日开业，今年上半年便实现盈利，培育期仅半年左右。
- (2) 区域首次进入的门店中，长沙芙蓉天虹已实现盈利，苏州金鸡湖天虹、北京宣武天虹均大幅减亏，有望在 2012 年实现盈利，与异地首家门店 3-4 年的培育期相吻合。
- (3) 于 2010 年 11 月 25 日开业的首家君尚，上半年已实现营业利润 1269.92 万元，大幅超预期。

报告期内，君尚中心店引进了植村秀、资生堂、GUCCI 香水、CK 正装等一系列国际高端品牌，进一步提升了君尚中心店的地位，也提升了公司在高端品牌方面的招商能力。

此外，在运营管理方面，上半年，公司积极推进品类管理一体化业务，重点推广了皮鞋品类经营经验，皮鞋、粮油副食及运动品类均取得良好业绩。为加快品牌代理业务的发展，公司与香港雅高品牌管理有限公司合资成立了济深圳市乐迪服饰有限公司，公司股权比例 60%。报告期内已成功签约代理丹麦女装品牌 PartTwo，并已成功开设一家专柜。

公司最新公司架构参见[附录 1](#)。

五、储备项目及开店节奏分析

5.1 公司储备项目

新增一个储备项目：2011年7月29日，公司向耀丰通运输（深圳）有限公司租赁位于深圳市宝安区龙华街道东环一路1号耀丰通项目负一层、一层部分以及二层、三层物业，用于开设商场。租赁面积约2万平方米（最终以实际测绘面积为准），租赁期限20年。该项目在总经理授权范围内，不需董事会审议和公告。

表4 公司储备项目一览

序号	项目名称	性质	省份	城市	建筑面积 (平方米)	总投资额 (万元)	单位面积 投资额 (元/平)	租金 元/月/平米	物业 性质	预计开业 时间	拓展 性质
1	东莞虎门镇金洲社区项目	直营店	广东省	东莞市	38,000	4,648	1,223	6	租赁	2011年9月	同城布点
	东莞虎门天虹增加租赁面积	直营店	广东省	东莞市	3,300	-	-	1,223	租赁	2011年9月	同城布点
2	威海市东城国际项目加盟店	特许加盟店	山东省	威海市	34,800	-	-	-	加盟	2011年10月	新进入
3	赣州中航城项目	直营店	江西省	赣州市	25,000	2,196	878	39	租赁	2011年	新进入
4	金华世贸中心广场项目	特许加盟店	浙江省	金华市	24,000	-	-	-	加盟	2011年	新进入
5	泉州世纪嘉园项目	直营店	福建省	泉州市	24,500	2,513	1,026	N.A.	租赁	2011年末	新进入
6	娄底市万豪城市广场项目	直营店	湖南省	娄底市	33,000	3,193	968	40	租赁	2011年末或2012年初	新进入
7	北京新奥购物中心项目	直营店	北京市	北京市	37,000	5,629	1,521	12	租赁	2012年	同城布点
8	深圳南山区振业星海商业广场项目	直营店	广东省	深圳市	19,000	2,203	1,159	0	租赁	2012年	同城布点
9	深圳中航广场项目	直营店	广东省	深圳市	18,180	N.A.	N.A.	N.A.	租赁	2012年	同城布点
10	岳阳中航国际广场项目	直营店	湖南省	岳阳市	18,500	2,892	1,563	39.5	租赁	2012年	新进入
11	株洲银天商业广场项目	直营店	湖南省	株洲市	33,552	N.A.	N.A.	36	租赁	2012年	新进入
12	南昌联发广场项目	直营店	江西省	南昌市	38,000	36,134	9,509	-	购买	2012年	同城布点
13	青岛中联诺德广场项目	直营店	山东省	青岛市	47,000	N.A.	N.A.	39	租赁	2012年	新进入
14	成都莱蒙置地广场项目	直营店	四川省	成都市	30,500	3,358	1,101	0	租赁	2012年	新进入
15	绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目	直营店	浙江省	绍兴县	30,000	3,039	1,013	24	租赁	2012年	新进入
16	苏州木渎新华商业广场项目	直营店	江苏省	苏州市	39,000	2,654	681	N.A.	租赁	2012年中	同城布点

17	南昌达观国际广场项目	直营店	江西省	南昌市	30,000	N.A.	N.A.	0	租赁	2013年	同城布点
18	深圳坪山东晟时代花园项目	直营店	广东省	深圳市	16,629	N.A.	N.A.	109	租赁	N.A.	同城布点
19	苏州新地项目	直营店	江苏省	苏州市	22,000	2,511	1,141	0	租赁	N.A.	
20	深圳龙华耀丰通项目	直营店	广东省	深圳市	20000				租赁		同城布点
	合计				543,961	66,322					
	项目名称	性质	省份	城市	土地面积 (平方米)	土地成交金额 (万元)	土地价格 (元/平方米)	建筑面积 (平方米)	总投资额 (万元)	预计开业时间	拓展性质
21	总部大楼工程建筑投资项目	竞拍土地自建商场	广东省	深圳市	39,600	47,600	12,020	56,000	88,000	2013年	同城布点
	总部大楼配套停车场	配套项目	广东省	深圳市	3,354	2,596	7,740	11,400	N.A.	2013年	
22	吉安市吉州区项目	竞拍土地自建商场	江西省	吉安市	17,062	4,994	2,927	N.A.	N.A.	2013年	新进入

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 公司储备项目重要指标分析

	家数	平均单店投资额 (万元)	平均单位面积投资额 (元)	平均租金 (元/月·平方米)
储备门店项目合计	22	-	-	
其中				
租赁门店物业	19	3,167	1,116	50
购置门店物业	1	36,134	9,509	-
竞拍土地自建商场	2	-	-	-

资料来源：公司公告、中投证券研究所

目前，公司已有 22 个门店储备项目，其中租赁项目 19 家，购买物业 1 家，购置土地自建门店 2 家，将分别于 2011 年至 2013 年开业。按已披露的租赁门店数据推算其平均单店投资额仅为 3167 万元，平均单位面积投资额仅 1116 元；19 家租赁门店项目合计约需总投资额 6.0 亿元；租金按月支付，19 家租赁门店项目平均租金为 50 元/月·平方米。

公司储备门店单位面积的投资额和租金均远低于行业平均水平，这与公司的定位和选址策略紧密相关，也反映了公司在拓展方面强大的议价能力和成本控制能力。从陆续公告的储备项目来看，租金水平并没有出现呈现上升的迹象，租金的高低主要是与储备门店所在地区、城市的经济发展和房地产市场相关。由此可见，公司未来的租赁费用占比不会出现大幅上升。

5.2 深圳还有很大的开店空间

深圳是公司的大本营，公司已在深圳拥有 22 家门店，包括 20 家“天虹”直营连锁百货商场（2 家城市中心店，18 家社区购物中心店），1 家“君尚”直营门店和 1 家以“天虹”特许经营方式管理的加盟店。但是，这些门店在深圳的分布并不均匀，像盐田区还没有公司的门店，宝安区和龙岗区的门店密度也较小。

公司计划未来在深圳每年新增 1-2 家门店。2011 年深圳没有新店开出，但 2010 年 4 月 30 日开业的公明天虹在 2011 年 3 月 4 日由加盟店转为直营店；2012 年深圳至少开两家门店。目前已公告的深圳储备项目如下：

深圳现有储备项目：

- 1) 前海天虹（南山区振业星海广场，1.9 万平方米）—2012 年上半年；
- 2) 中航广场（老深南店原址）君尚店—2012 开业；
- 3) 坪山时代花园项目（1.66 万平方米），开业时间不详；
- 4) 总部大楼项目（5.6 万平方米）--君尚—2013 年开业。

深圳现有门店分布图，参见[附录 2](#)。

5.3 开店节奏分析

公司 2011 年 1 季度新开两家门店：直营店江苏溧阳天虹和加盟店福建永安天虹。另，3 月 4 日深圳公明天虹由加盟店转为直营店。公司 2 季度没有新店开出。展望下半年，直营店东莞虎门天虹、赣州中航城天虹、泉州世纪嘉园天虹、加盟店威海东城天虹和浙江金华天虹将会开业，湖南娄底天虹也有望年内开业。根据目前的项目储备和进展，预计 2011 年新开直营店 4-5 家、新开加盟店 3 家、加盟店转直营店 1 家。调研得知，公司将在今年下半年陆续公告新项目，不排除部分目前尚未公告的新门店项目会在下半年开业。

单就目前已公告的项目储备而言，2012 年已有 11 家门店可开业。随着公司外延扩张的不断推进，预计 2012 年新开门店数量将大大超过 10 家。届时，公司销售收入将出现快速增长，也意味着 2012 年公司要承担更多的开店费用和前期亏损。

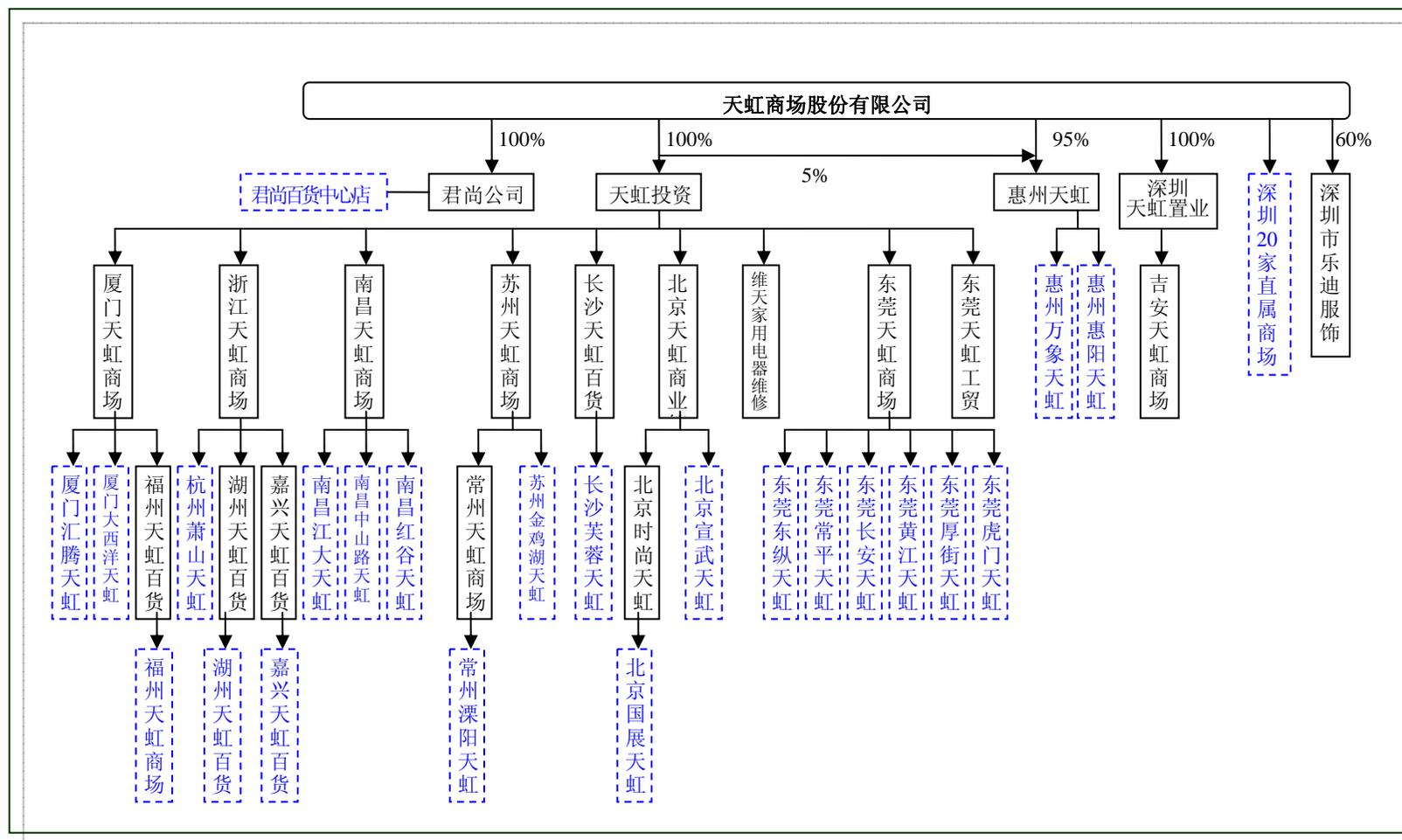
六、盈利符合预期，酝酿股权激励，维持“强烈推荐”

公司上半年的营收和利润增速完全符合我们的预期。维持全年盈利预测不变：预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 134.72、176.31、223.50 亿元，增速分别为 32.41%、30.87%和 26.77%，以 2010 年为基期，3 年复合增长率 29.99%；归属于母公司股东的净利润分别为 6.80、9.37 和 12.47 亿元，EPS 0.85、1.17 和 1.56 元，以 2010 年为基期，3 年复合增长率 37.00%。

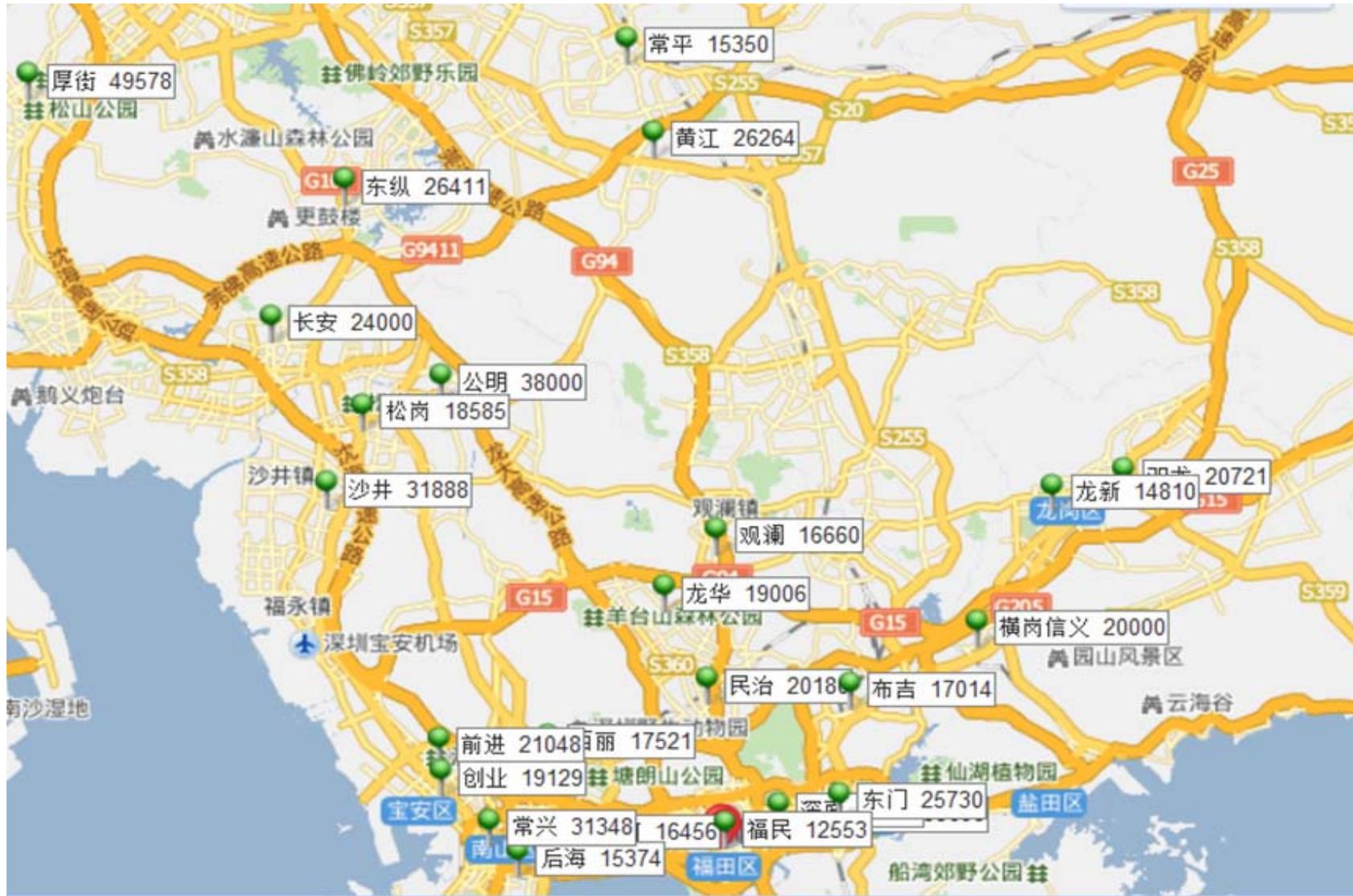
公司是 A 股商业板块中唯一明确定位于社区商业、面临广阔市场空间，在全国范围内快速复制、有效益扩张，且公司管理层持股、激励到位、管理优秀的百货类上市公司。随着规模的扩张，公司管理人员队伍也在不断扩容中。为充分调动新晋管理人员的工作积极性，公司考虑推出股权激励计划，但目前尚未有明确的方案和进展。

2011 年公司新开门店数量有可能低于 10 家，新店费用和前期亏损较少，而同店保持 20%以上的高增速，全年业绩有望超预期，维持“强烈推荐”评级。

附录 1 公司架构



附录 2 公司深圳门店分布图



附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5061	6503	8307	10509
现金	4453	5650	7191	9093
应收账款	31	43	56	72
其它应收款	161	269	353	447
预付账款	115	156	204	259
存货	290	384	503	639
其他	10	0	0	0
非流动资产	2089	2318	2541	2749
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1090	1329	1552	1760
无形资产	527	527	527	527
其他	472	462	462	462
资产总计	7150	8820	10848	13258
流动负债	3840	5071	6467	8051
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1279	1765	2313	2936
其他	2560	3306	4154	5115
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	3840	5071	6467	8051
少数股东权益	0	0	0	0
股本	400	800	800	800
资本公积	1912	1712	1712	1712
留存收益	998	1238	1869	2695
归属母公司股东权益	3310	3750	4381	5207
负债和股东权益	7150	8820	10848	13258

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1262	1813	2234	2717
净利润	485	680	937	1247
折旧摊销	192	162	177	192
财务费用	-6	-14	-12	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	600	976	1132	1285
其它	-9	9	0	0
投资活动现金流	-429	-390	-400	-400
资本支出	429	300	300	300
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-90	-100	-100
筹资活动现金流	1923	-226	-294	-415
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	50	400	0	0
资本公积增加	1872	-200	0	0
其他	1	-427	-294	-415
现金净增加额	2756	1197	1540	1902

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10174	13472	17631	22350
营业成本	7832	10384	13608	17272
营业税金及附加	48	63	82	105
营业费用	1487	1901	2400	2930
管理费用	191	253	330	416
财务费用	-6	-14	-12	-7
资产减值损失	0	0	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	622	883	1224	1634
营业外收入	24	20	20	20
营业外支出	4	5	5	5
利润总额	641	898	1239	1649
所得税	156	219	302	401
净利润	485	680	937	1247
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	485	680	937	1247
EBITDA	808	1032	1389	1819
EPS (元)	1.21	0.85	1.17	1.56

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.3%	32.4%	30.9%	26.8%
营业利润	37.1%	42.1%	38.6%	33.5%
归属于母公司净利润	36.3%	40.1%	37.9%	33.0%
获利能力				
毛利率	23.0%	22.9%	22.8%	22.7%
净利率	4.8%	5.0%	5.3%	5.6%
ROE	14.7%	18.1%	21.4%	24.0%
ROIC	22.8%	23.2%	23.5%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	53.7%	57.5%	59.6%	60.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.32	1.28	1.28	1.31
速动比率	1.24	1.21	1.21	1.23
营运能力				
总资产周转率	1.84	1.69	1.79	1.85
应收账款周转率	364	363	354	349
应付账款周转率	6.43	6.82	6.67	6.58
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.85	1.17	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	2.27	2.79	3.40
每股净资产(最新摊薄)	4.14	4.69	5.48	6.51
估值比率				
P/E	39.43	28.14	20.40	15.33
P/B	5.78	5.10	4.37	3.67
EV/EBITDA	18	14	11	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳, 中投证券商业分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士, 3 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434