



买入

38% ↑

目标价格: 人民币 42.90

600859.SS

原先目标价: 人民币 60.00

价格: 人民币 31.16

目标价格基础: 25倍 12年市盈率

板块评级: 增持

王府井

稳健与有质量的扩张

2011年公司实现营业收入167.6亿元,同比增长20.18%,其中主营业务收入实现162.5亿元,同比增长20.07%;息税前利润9.17亿元,同比增长22.2%;利润总额8.52亿元,同比增长38.78%;净利润6.21亿元,同比增长41.74%;扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润5.74亿元,同比增长40.69%。全面摊薄后每股收益1.24元,高于市场预期。我们将目标价格下调至42.90元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2011年以毛利为重点考核指标将有效拉升公司业绩,同时注重公司增长质量为长远发展奠定良好基础。
- 强劲的内生增长、百货大楼业绩弹性恢复、太原店等大店快速成长以及成都店少数股东权益收购增厚业绩将使得公司业绩加速增长。
- 少数股东损益确认时期不同是我们预测差异产生最主要的原因。

评级面临的主要风险

- 所得税率调整以及门店租金调整不确定性对盈利预测产生障碍。
- 新店费用不确定性会影响预测。

估值

- 我们将2012-2014年的每股收益预测下调为1.72、2.28元,14年每股收益预测为2.79元,以25倍2012年的每股收益计算,目标价格由60.00元下调至42.90元。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3)	(2)	(6)	(25)
相对新华富时A50指数	(11)	1	(12)	(8)

发行股数(百万)	463
流通股(%)	48
流通股市值(人民币 百万)	6,881
3个月日均交易额(人民币 百万)	55
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
北京王府井国际商业发展有限公司	49

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月23日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	13,731	16,497	20,250	23,839	27,511
变动(%)	26	20	23	18	15
净利润(人民币 百万)	376	583	794	1,055	1,292
全面摊薄每股收益(人民币)	0.869	1.241	1.716	2.279	2.793
变动(%)	3.2	42.8	38.3	32.8	22.5
市场预期每股收益(人民币)		1.444	1.867	2.344	
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.828	2.367	
调整幅度(%)	-	-	(6.2)	(3.7)	
核心每股收益(人民币)	0.869	1.241	1.716	2.279	2.793
变动(%)	3.2	42.8	38.3	32.8	22.5
全面摊薄市盈率(倍)	35.9	25.1	18.2	13.7	11.2
核心市盈率(倍)	35.9	25.1	18.2	13.7	11.2
每股现金流量(人民币)	3.41	3.64	4.74	5.58	5.96
价格/每股现金流量(倍)	9.1	8.6	6.6	5.6	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	7.3	5.1	3.1	1.7
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.409	0.570	0.838
股息率(%)	1.0	1.0	1.3	1.8	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 零售

刘都

(8621) 2032 8510

Du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

业绩高于市场预期

2011 年公司实现营业收入 167.6 亿元，同比增长 20.18%，其中主营业务收入实现 162.5 亿元，同比增长 20.07%；息税前利润 9.17 亿元，同比增长 22.2%；利润总额 8.52 亿元，同比增长 38.78%；净利润 6.21 亿元，同比增长 41.74%；扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 5.74 亿元，同比增长 40.69%。全面摊薄后每股收益 1.24 元，高于市场预期。

公司净利润的大幅提高主要源于公司在规模扩张带来的营业收入持续增长的同时有效控制成本费用的攀升；归属于上市公司股东净利润增幅高于利润总额和净利润的增幅主要由于报告期内收购成都王府井少数股东权益影响所致。

成都王府井少数股东权益实际全部合并 2 个月（2011 年 11 月和 12 月），这也是导致公司归属于上市公司股东净利润低于我们预期的实际原因，虽然我们对公司利润总额和净利润预测与实际值基本吻合。

图表 1.王府井百货 2011 年实际业绩与我们预测值的差异

(人民币, 百万)	2011 年预测值	2011 年实际值	相差差额(%)
主营业务收入	16,039.8	16,254.2	1.3
零售业	16,032.1	16,254.2	1.4
房地产销售与物业经营	7.7	0.0	(100.0)
营业税及附加	(165.2)	(184.1)	11.4
净主营业务收入	15,874.6	16,070.1	1.2
其他业务利润	393.9	427.1	8.4
主营业务成本	(13,393.7)	(13,553.7)	1.2
销售费用	(1,423.5)	(1,510.4)	6.1
管理费用	(545.5)	(516.1)	(5.4)
总营运成本	(15,362.7)	(15,580.2)	1.4
息税前利润	905.8	917.0	1.2
非经常性损益	0.0	11.6	
投资收益	(5.0)	(3.6)	(28.9)
净财务费用	(70.0)	(73.5)	5.0
利润总额	830.75	851.58	2.5
所得税	(207.7)	(230.3)	10.9
税后利润	623.1	621.3	(0.3)
少数股东损益	0.0	(38.6)	我们的假设是全年合并成都王府井百货的少数股东损益, 而实际只合并 2 个月
归属于母公司股东净利润	623.1	582.7	(6.5)
扣非后归属净利润	623.1	574.2	(7.8)

资料来源：公司数据、中银国际研究

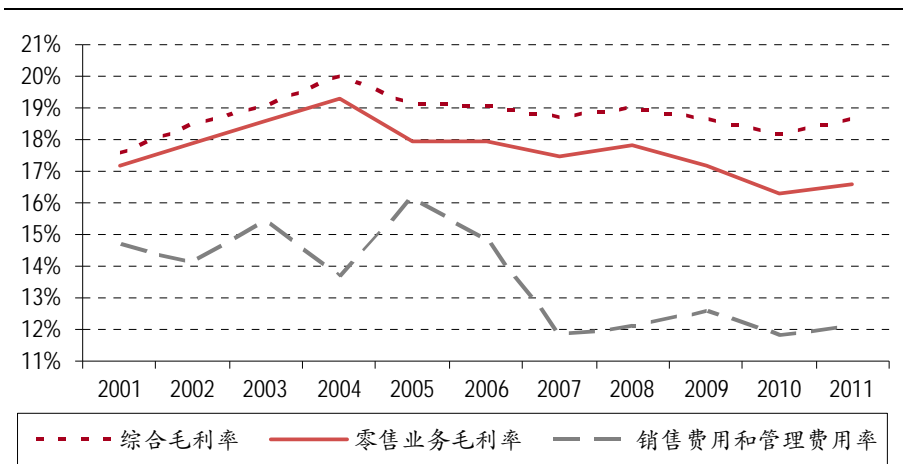
随着增发全面完成，自 2012 年起成都王府井少数股东损益将为 0，该因素消失将导致归属上市公司股东净利润大幅回升。

公司总体毛利率回升,运营利润率保持上升

2011年公司百货主业毛利率为16.61%，同比提升0.35个百分点。综合毛利率由2009年的18.7%下降到2010年的18.2%，于2011年重新反弹回18.7%。这是公司在2011年起对标管理，进行强化利润考核力度的直接效果体现。虽然黄金珠宝等低毛利率品类的销售增长超过高毛利率品类，但是公司超过10亿元门店已经达到6家，这些强势门店由于拥有极强的聚客功能，所以对供应商有较强的议价能力，能够有效地提升扣点水平。同时太原、兰州、昆明等西部次新店的销售占比大幅提高也逐步使得其扣点上升。

另外，我们看到由于2011年新店开业尤其是成都购物中心计入全年租金费用而开业时间只有5天，所以费用率也有所上升。

图表 2.王府井 2001-2011 年综合毛利率、零售毛利率和费用率变化



资料来源：公司资料，中银国际研究

从细项看，公司销售费用率和管理费用率控制得当，人员费用率和折旧摊销费用率逐步下降。由于王府井冗员最多，店均人数最多，且人均费用不低。值得一提的是，管理费用增加5,000万元主要是成都王府井购物中心在开办期间产生的租赁费支出及新增门店影响所致。成都王府井购物中心月租金456万元（约为45元/平米·月）。

图表 3.公司 2009-2011 年主要费用变化

(人民币, 百万)	2009	2010	2011
工资及附加	447.83	548.50	622.51
销售占比(%)	4.03	3.93	3.71
年人均薪酬(元)	41,757.58	49,741.74	56,346.02
增长率		19.12	13.28
租赁费	223.16	272.17	419.73
销售占比(%)	2.01	1.95	2.50
水电费	122.49	157.51	168.18
销售占比(%)	1.10	1.13	1.00
折旧费	105.73	145.89	161.08
销售占比(%)	0.95	1.05	0.96
长期待摊费用摊销	81.55	98.82	141.88
销售占比(%)	0.73	0.71	0.85
无形资产摊销	34.69	35.47	35.35
销售占比(%)	0.31	0.25	0.21
修理费	36.36	38.61	44.97
销售占比(%)	0.33	0.28	0.27
物业管理费	14.26	28.84	43.01
销售占比(%)	0.13	0.21	0.26
其他	329.72	322.51	389.77
销售占比(%)	2.97	2.31	2.33
合计	1,395.79	1,648.30	2,026.47
销售占比(%)	12.58	11.82	12.09

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

各门店回顾

公司旺季时在实现销售规模快速扩张的基础上注重经营质量提升, 淡季时快速调整经营策略, 有效抢占市场份额, 确保了公司百货主业效益平台的稳步提升。包括成都王府井、北京百货大楼、双安商场、西宁王府井、长沙王府井、太原王府井、洛阳王府井、广州王府井、长安商场在内的百货门店以强大的销售规模和良好的增长率为公司业绩的稳定与提升奠定了良好的基础, 昆明王府井、大兴王府井等次新门店快速度过培育期, 步入良性发展轨道, 为公司发展提供新动力; 公司加大了毛利率管控力度, 从进货、营销、销售、财务等多个环节入手, 采取多项措施, 强化毛利率管理, 超过 7 成的门店毛利率较上年提升, 使公司百货主业毛利率在市场竞争愈加激烈的背景下扭转了近年来持续下滑态势, 实现同比上升; 公司与高端商品资源的合作取得积极进展, 与包括 Hugo boss、Armani collezioni、Bally、Canali 等品牌在内的众多国际一二线品牌建立了良好的合作关系, 品牌集中管理工作初步展开, 加快了王府井百货商品资源的整合步伐; 与此同时, 为提升门店形象, 改善购物环境, 公司对双安商场主楼、长沙王府井部分楼层实施经营调整和装修改造。其中双安商场的装修改造调整完成后, 该门店国际品牌比重大幅提高, 精品百货定位凸显, 形象环境档次整体提升, 为其未来发展奠定坚实的基础。公司还在深入分析研究市场环境和门店经营状况的基础上, 对重庆王府井解放碑店经营改造方案进行多次论证, 为其 2012 年经营调整奠定了基础。鄂尔多斯王府井、成都王府井购物中心的试营业为公司增加了超过 15 万平米的经营建筑面积。其中成都王府井购物中心的试营业, 标志着公司在购物中心业态进入实际运营阶段, 市场反应良好。此外, 停业整顿的南宁王府井经过调整, 在年内实现重张开业。公司在抚顺、郑州、长沙等地签署了新的百货租赁项目, 并且采用股权合作、购置商业用房等方式在西安和郑州地区签订了新的购物中心项目, 为公司持续发展提供大量项目储备。同时, 长沙王府井部分商业用房的购置, 使公司自有物业面积进一步增加, 并确保了优质门店的稳定经营。

北京区域的其他门店去年增长不一，北京百货大楼增长较快，而双安由于在10个月内且不停业的情况下，完成4万平方米物业的结构改造、工装工程和商装工程，对业绩增长形成较大的压力，同期销售下降。双安商场调整后的建筑面积达到了43,480平方米，比调整之前扩大了13,100平方米，其中经营面积达到了33,868平方米，比调整之前扩大了10,264平方米。我们预计今年双安将增长较为迅速。长安商场2011年增速低于5%。大兴店表现优异，我们预计大兴店2011年全年销售接近3亿元。而HQ尚客表现大大落后于预期，作为公司定位于青春时尚客层的门店，由于物业配套业态尚未开业，导致该店仍然处于培育期。双安商场公司目前含大兴店和HQ尚客，2011年净利润为2,008万元，这和原本双安单店状况下的超过8,500万元相比有较大的差距，主要是因为双安当年装修改造，HQ尚客亏损较大有关。

我们根据母公司报表可以看到，2011年北京百货大楼销售增长22%左右，销售收入约为19.7亿元，表明北厦收购后百货大楼实现了较好的增长。但是我们也看到母公司报表零售业务毛利率由2010年的16.9%回升至17.18%，我们认为这主要与执行公司策略以及结构调整有关。

图表 4. 母公司 2011 年模拟报表

(人民币, 百万)	2010	2011	增长率(%)
主营业务收入	1,884.7	2,307.4	22.4
主营业务成本	(1,566.2)	(1,910.9)	22.0
销售毛利率(%)	16.90	17.18	
其他业务利润	56.6	67.2	18.6
其他业务收入	66.5	79.6	19.7
其他业务成本	(9.9)	(12.4)	25.8
营业税金及附加	(18.8)	(23.8)	26.3
净收入	1,932.4	2,363.2	22.3
销售费用	(235.1)	(253.8)	8.0
销售费用率(%)	12.05	10.63	
管理费用	(183.7)	(187.1)	1.8
管理费用率(%)	9.42	7.84	
息税前利润	(62.473)	(1.030)	

资料来源：公司资料，中银国际研究

成都王府井百货公司下辖门店包括：成都王府井、重庆王府井2家门店、乌鲁木齐王府井、太原王府井、昆明王府井、南宁王府井、兰州王府井以及新增的成都王府井购物中心。

2011年成都王府井百货公司净利润3.27亿元，而2010年净利润为2.01亿元，这说明在成都王府井单店迅速实现增长同时太原王府井开始逐步进入盈利期。太原王府井已经于2010年基本实现盈亏平衡，2011年将开始高速增长。而成都王府井自身在持续扩馆调整后，去年仍然实现了19%左右同店销售增长，2011年销售收入实现税前34.78亿元，单店利润总额4.31亿元。

而昆明亦将进入良性发展期，2011年实现税前销售4.5亿元，增幅50%，实现利润总额500万元。我们认为昆明未来增幅不会太快，相对稳定。原因在于口岸位置弱，市场总额不大，云南地州市消费力弱。

重庆区域2011年合计销售收入约为税前9亿元，其中解放碑店销售4.1亿元。合计净利润900万元，其中解放碑店销售利润盈亏平衡。重庆解放碑店今年将进行调整，采用类购物中心模式，动线重新调整，走年轻时尚路线，强化少女装潮牌，对物业改造，投入2,000万元。

西宁王府井 2011 全年实现销售收入 9.58 亿元，净利润 7,400 万元，分别同比增长 37.8% 和 35.1%。净利润增速慢于销售增速的原因在于 2011 年西宁店采用了 15% 的所得税率，而 2010 年处于免税期。西宁 1 店今年开始租金将上升 1,000 万元。2012 年 11 月西宁 2 店将开业建筑面积 3.7 万平米，投资 5,000 万元，处于老区和新区交界地带，物业处于西宁广场购物中心，免租 3 个月，2012 年预计开办费 300 万元左右。2013 年 2 店销售含税 4-5 亿元收入。

2011 年包头 1 店销售含税 9.7 亿元，包头 2 店销售收入含税 4.3 亿元，两家门店净利润约为 6,241 万元，增长缓慢。主要原因包头店小额纳税人改为一般纳税人后少了 2 个点。而同时包头 1 店租金上升 3 倍至 3,000 万元。我们预计包头两门店销售和利润增长已经到了较为缓慢的阶段。

乌鲁木齐店 2011 年销售税前约为 3.8 亿元，基本盈亏平衡。而 2011 年兰州店销售 3.76 亿元左右，利总-118 万元；呼和浩特店销售 2011 年 4.4 亿元左右，利润总额 600 万元。

鄂尔多斯店 2011 年 1.37 亿元，亏损 909 万元（含开办费），2012 年预计实现销售收入税前 4 亿元，基本盈亏平衡。2012 年太原店预计实现税前销售额为 15-16 亿元。2011 年洛阳店实现销售收入税前 9 亿元，2012 年预计增长 10% 左右。

公司首家购物中心-成都购物中心

成都购物中心偏时尚名品，奢侈品加入偏时尚元素。09 年开始方案设计，筹备时间较长。王府井首家真正意义上的自己营运的购物中心，租赁面积 9.2 万平米，还有 6,000 平米目前尚不能交付（KTV 和餐饮），剔掉了这部分面积后，租金为 456 万元/月（45 元/平米·月）。每 5 年一次递增。开业首周经营很好，实现销售 6,100 万元。2012 年 1 月成都购物中心销售 1.2 亿元，2 月 7200 万元。目前购物中心内有 560 个品牌（包括餐饮），出租面积 22-23%，其余 70% 以上以联营模式。12 年合约，流水抽成。多采取保底加租金的模式。2012 年计划租金收入约为 3,300 万元。目前购物中心的百货客单价 1,000-1,100 元，超市 90-110 元。超市 4,100 多平米。应该看到，成都消费正在逐步细分，对于王府井来说，其市场知名度需要进一步提升。成都实现连锁经营也是必然趋势，虽然 2 店对 1 店可能会分流。但是于王府井来说，总体成都市场份额的抢占更具意义。

目前成都市场竞争度激烈，九龙仓将于 2013 年开业，在时代百盛对面，46 万平米购物中心（其中 LV6,000 平米）；万象城 24 万平米，东 2 环，2012 年 7 月开业。成都 10 万平米以上城市综合体 60 多个。南部入住率不到 20%，但是茂业和银泰等大体量项目均以在建。

2012 年我们预期成都王府井（1 店）增长 6.7%，为含税销售 36.5 亿元；购物中心（2 店）预期实现税前销售 11 亿元，微亏（已经考虑进去财务费用）。我们看到购物中心 2011 年亏损 4,734 万元，这还是主要为租金费用。2011 年由于工程尚未全部完工，并未转入固定资产以及长期待摊，故并没有产生摊销费用。我们预计 2.1 亿元工程摊销，除了结构改装以 20 年租期折旧摊销外，65%-70% 部分将以 5 年摊销。

我们认为公司将在 2011 年实现成都王府井百货公司 100% 的全资控股，将为公司未来增长提供良好的支撑，一举完成成都王府井百货少数股东权益收购并实现全资控股对公司扩大在西南区域的影响力意义重大。我们预计在成都王府井购物中心顺利开业后，公司将继续在成都加密，第 3 店选址可能就在南部区域。

继续推进同区域多店，同城加密的策略

公司将加大同城多店和区域密集发展的扩张力度，优先发展未进入的中心和省会城市，加速已进入地区二三线城市的布局。2012年，福州王府井、西宁王府井2店、郑州王府井1店、抚顺王府井进入筹备开业期。

2012年公司拟在郑州、西宁、抚顺等地租赁物业开设百货门店，每家门店设立经营公司投入注册资本1,000万元，预计装修总投入约2.2亿元。现有门店装修项目：公司同时拟对成都王府井百货春熙路店、重庆王府井解放碑店、西宁王府井1店实施经营调整和装修改造，预计装修总投入1.2亿元。

我们对所选择区域门店持乐观态度，主要原因是因为新开门店仍然是王府井经过慎重选择后沉淀的储备项目，也在其强势区域中。良好的经营能力以及规模效应会缩短新店的投资回收期。

同时我们看到，所投资的装修门店包括处于良好成长期的西宁1店，也包括成熟期的成都旗舰店，还包括经营状况一般的重庆1店、武汉店，这表明公司管理层对所属门店生命周期以及所面临的问题了然于胸，并针对各自问题有清晰的解决方法。

调整目标价，维持买入评级

总体来看，我们认为公司发展状态良好，现金流健康，在稳步乃至保守的这几年中，其大部分区域门店尤其是西部门店开始发力，太原店业绩表现超出预期。其新开门店质量良好的历史记录令我们感到欣慰。

我们基于对门店的基础数据假设、新开门店、老门店装修以及成都王府井百货公司的变化，重新调整了盈利预测，我们将2012-2014年的每股收益调整为1.72、2.28和2.79元。我们坚持认为公司基本面良好，是国内优秀的零售公司之一。基于市场行业估值变化，我们将目标价由60.00元下调至42.90元，维持**买入**评级。

图表 5.公司 2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变动(%)
主营业务收入	13,537	16,254	20.07
营业税金及附加	(139)	(184)	32.01
净营业收入	13,398	16,070	19.95
其他净收入	334	427	27.94
主营业务成本	(11,332)	(13,554)	19.60
销售费用	(1,210)	(1,510)	24.80
管理费用	(438)	(516)	17.81
息税前利润	751	917	22.16
非经常项目	(37)	12	(131.67)
投资收益	(6)	(4)	(36.31)
净财务费用	(95)	(73)	(22.66)
利润总额	614	852	38.78
所得税	(175)	(230)	31.38
少数股东损益	(62)	(39)	(37.96)
归属于母公司股东的净利润	376	583	54.99
扣除非经常性损益的净利润	402	574	42.81
每股收益(人民币)	0.869	1.241	42.81
盈利能力(%)			
主营业务毛利率	16.27	16.61	
综合毛利率	18.19	18.66	
息税前利润率	5.38	5.47	
净利润率	2.88	3.43	

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	13,731	16,497	20,250	23,839	27,511
销售成本	(11,332)	(13,554)	(16,632)	(19,546)	(22,474)
经营费用	(1,359)	(1,681)	(2,064)	(2,342)	(2,726)
息税折旧前利润	1,040	1,263	1,554	1,952	2,311
折旧及摊销	(290)	(346)	(409)	(450)	(480)
经营利润(息税前利润)	751	917	1,145	1,501	1,832
净利息收入/(费用)	(95)	(74)	(79)	(91)	(104)
其他收益/(损失)	(42)	8	(4)	0	0
税前利润	613	852	1,063	1,410	1,727
所得税	(175)	(230)	(266)	(353)	(432)
少数股东权益	(62)	(39)	(3)	(3)	(3)
净利润	376	583	794	1,055	1,292
核心净利润	402	574	794	1,055	1,292
每股收益(人民币)	0.812	1.259	1.716	2.279	2.793
核心每股收益(人民币)	0.869	1.241	1.716	2.279	2.793
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.409	0.570	0.838
收入增长(%)	26	20	23	18	15
息税前利润增长(%)	35	22	25	31	22
息税折旧前利润增长(%)	26	21	23	26	18
每股收益增长(%)	(12)	55	36	33	23
核心每股收益增长(%)	3	43	38	33	23

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	613	852	1,063	1,410	1,727
折旧与摊销	290	346	409	450	480
净利息费用	95	74	79	91	104
运营资本变动	888	767	991	1,076	987
税金	(175)	(230)	(266)	(353)	(432)
其他经营现金流	(131)	(121)	(82)	(94)	(108)
经营活动产生的现金流	1,580	1,687	2,195	2,581	2,759
购买固定资产净值	(393)	(577)	(680)	(459)	(405)
投资减少/增加	48	60	(74)	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(345)	(517)	(754)	(459)	(405)
净增权益	0	1,237	0	0	0
净增债务	(809)	(34)	23	13	13
支付股息	(94)	(125)	(139)	(189)	(264)
其他融资现金流	757	9	(12)	(7)	53
融资活动产生的现金流	(146)	1,087	(128)	(184)	(198)
现金变动	1,089	2,256	1,313	1,938	2,155
期初现金	1,860	2,948	5,204	6,517	8,455
公司自由现金流	1,255	1,206	1,484	2,173	2,409
权益自由现金流	331	1,062	1,385	2,043	2,262

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,948	5,204	6,517	8,455	10,610
应收帐款	345	425	515	605	702
库存	277	363	456	487	608
其他流动资产	95	108	135	158	182
流动资产总计	3,665	6,101	7,623	9,706	12,102
固定资产	2,517	2,554	2,714	2,802	2,803
无形资产	1,102	1,069	1,044	1,009	979
其他长期资产	1,029	1,118	1,359	1,354	1,301
长期资产总计	4,649	4,742	5,116	5,166	5,082
总资产	8,314	10,842	12,739	14,871	17,185
应付帐款	4,485	5,419	6,595	7,792	8,996
短期债务	0	0	10	20	30
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	4,485	5,419	6,605	7,812	9,026
长期借款	99	65	78	81	83
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	418	463	463	463	463
储备	3,100	4,900	5,595	6,514	7,608
股东权益	3,518	5,363	6,058	6,977	8,070
少数股东权益	211	(5)	(2)	1	5
总负债及权益	8,314	10,842	12,739	14,871	17,185
每股帐面价值(人民币)	8.42	11.59	13.09	15.08	17.44
每股有形资产(人民币)	5.78	9.28	10.84	12.90	15.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.82)	(11.10)	(13.89)	(18.05)	(22.68)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.6	7.7	7.7	8.2	8.4
息税前利润率(%)	5.5	5.6	5.7	6.3	6.7
税前利润率(%)	4.5	5.2	5.2	5.9	6.3
净利率(%)	2.7	3.5	3.9	4.4	4.7
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.1	1.2	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	6.5	8.3	9.4	10.6	11.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	1.1	1.1	1.2	1.3
估值					
市盈率(倍)	38.4	24.7	18.2	13.7	11.2
核心业务市盈率(倍)	35.9	25.1	18.2	13.7	11.2
目标价对应核心业务市	49.4	34.6	25.0	18.8	15.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.7	2.7	2.4	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	9.1	8.6	6.6	5.6	5.2
企业价值/息税折旧前利	10.0	7.3	5.1	3.1	1.7
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	9.4	8.6	7.4	7.2	7.3
应收帐款周转天数	8.3	8.5	8.5	8.6	8.7
应付帐款周转天数	106.9	109.6	108.3	110.1	111.4
回报率					
股息支付率(%)	33.3	23.8	23.8	25.0	30.0
净资产收益率(%)	11.8	13.1	13.9	16.2	17.2
资产收益率(%)	6.8	7.0	7.3	8.2	8.6
已运用资本收益率(%)	20.1	20.6	20.5	23.5	24.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371