



买入

45% ↑

目标价格: 人民币12.30

600682.SS

价格: 人民币 8.49

目标价格基础: 分部加总估值

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	23	2	25	(16)
相对新华富时 A50 指数	16	7	17	2

发行股数(百万)	358
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	1,624
3个月日均交易额(人民币 百万)	31
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
三胞集团有限公司	22

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 4 月 5 日收市价为标准

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: 零售及百货

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

南京新百

战略逐步清晰,业绩预期大幅改善

公司 2011 年营业收入 18.38 亿元, 同比增长 19.36%; 息税前利润 1.25 亿元, 同比增加 3.0%; 净利润 8,327 万元, 同比增加 15%。扣非后净利润为 9,562 万元, 同比增长 28%。分别折合每股收益 0.23 和 0.27 元。略高于我们的预期。

支撑评级的要点

- 由于内退职工辞退福利增加额大幅放缓, 公司营运费用预计自 2012 年起急剧下降, 导致公司业绩大幅提升。
- 公司是典型的资产富裕型公司, 下属成本低廉的土地储备和良好的商业物业使得目前股价下有足够的安全边际。地产开发有序进行, 回笼资金减轻财务压力。
- 股权转让解决了公司目前存在的与金鹰商贸的同业竞争和自身发展战略不清晰等问题, 这将对公司长远发展有利。我们预计今年将在南京周边郊县开始有效展店。

评级面临的主要风险

- 地产结算进度以及开发进度影响我们的预测结果。

估值

- 我们对公司未来 3 年表示乐观, 虽然零售总体环境仍然较为谨慎, 但是南京新百业绩具有较强的确定性且改善明显, 同时其富裕的资产特性为公司价值赋予了安全的气囊。基于分部计算以及考虑内部抵消影响, 我们根据公司 2011 年年报对 2012-2014 年盈利预测做了适当调整, 全部业务加总的盈利预测为 0.44、0.57 和 0.67 元/股, 其中零售主业分别贡献 0.39、0.50 和 0.60 元/股。我们仍然按照深度报告中的分部估值方法(分部估值加总 13.67 元/股的 90%), 维持**买入**评级以及 12.30 元的目标价格。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(人民币 百万)	1,540	1,838	2,249	2,656	3,018
变动(%)	9	19	22	18	14
净利润(人民币 百万)	73	83	159	202	241
完全摊薄每股收益(人民币)	0.202	0.232	0.443	0.565	0.672
变动(%)	(18.2)	14.8	90.6	27.5	18.9
先前预测每股收益(人民币)			0.48	0.65	0.79
调整幅度(%)			(7.74)	(13.11)	(14.97)
全面摊薄市盈率(倍)	42.0	36.5	19.2	15.0	12.6
每股账面价值(人民币)	0.56	0.38	1.10	0.90	1.07
股价/账面价值(人民币)	15.1	22.6	7.7	9.5	7.9
净资产收益率(%)	24.9	23.1	14.1	11.1	8.7
每股股息(人民币 元)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.122
股息收益率(%)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司业绩略高于预期

公司营业收入 18.38 亿元，同比增长 19.36%；息税前利润 1.25 亿元，同比增加 3.0%；净利润 8,327 万元，同比增加 15%。扣非后净利润为 9,562 万元，同比增长 28%。分别折合每股收益 0.23 和 0.27 元。略高于我们的预期。

公司 2011 年启动了母店裙楼 2-4 层装修改造工程。为了降低装修改造的不利影响，公司采取了多种措施，包括分区域装修、大规模促销等，取得了较好的效果，全年营业收入不仅没有下滑，还取得了一定增长。改造后的新百中心店无论从设计理念、空间利用、环境布局等方面，均实现了由传统向现代的转变；同时，硬件的提档升级也为中心店的品牌引进、门类梳理和资源整合提供了有效平台，提升了中心店的盈利能力，提高了公司在新街口商圈的竞争力。我们可以从母公司报表看到，母公司 2011 年主营业务收入 16.65 亿元，同比增长 17.83%，但是主营业务毛利率下降较大，由 2010 年的 21.73% 下降到 2011 年 19.38%，这主要是和公司进行装修改造促销以及进行了商品结构调档升级有关。我们对母店裙楼的逐步改善并在未来集团商业内发挥龙头作用持积极态度。

同时母公司报表中其他业务收入实现 4,700 万元，较 2010 年有很大提升，这主要是和主楼租赁面积增加以及负一层美食街收入增加有关。公司主楼“南京中心”已累积实现租赁面积 30,450 平方米，提前完成了全年租赁 30,000 平方米的预定目标。由于主楼租赁收入确认时间相对滞后，2011 年全年租金收入为 1,195 万元，尚难弥补其自身运营及折旧等费用支出。同时主楼今年的财务费用不再资本化，而是计入了当期损益，导致报告期主楼业务呈现亏损。我们可以看到，母公司报表中财务费用激增至 4,810 万元，就是主楼利息不再资本化带来的财务费用增加。2012 年起，我们预计南京中心租赁业务将开始为集团贡献收益。

图表 1.南京新百母公司报表 (2006-11 年)

(人民币, 百万)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
营业收入	1,259.7	1,244.9	1,301.1	1,336.6	1,434.8	1,713.0
同比增长(%)		(1.18)	4.51	2.73	7.34	19.39
营业成本	(981.7)	(951.7)	(970.1)	(1,001.5)	(1,109.9)	(1,355.5)
主营营业收入	1,231.9	1,214.2	1,270.3	1,304.0	1,413.9	1,665.9
同比增长(%)		(1.44)	4.62	2.65	8.43	17.83
主营营业成本	(977.5)	(951.2)	(969.8)	(1,000.5)	(1,106.6)	(1,343.1)
其他业务收入	27.8	30.7	30.7	32.7	20.9	47.0
同比增长(%)		10.40	0.30	6.30	(36.10)	125.43
其他业务成本	(4.2)	(0.5)	(0.3)	(1.0)	(3.3)	(12.5)
营业税金及附加	(13.3)	(13.6)	(15.0)	(15.2)	(17.2)	(25.8)
占销售收入(%)	1.05	1.09	1.16	1.13	1.20	1.50
净营业收入	1,246.5	1,231.3	1,286.0	1,321.5	1,417.6	1,687.2
销售费用	(74.3)	(90.3)	(101.0)	(82.3)	(78.5)	(88.1)
占销售收入(%)	5.90	7.26	7.77	6.16	5.47	5.14
管理费用	(97.3)	(79.7)	(110.6)	(127.6)	(118.0)	(130.2)
占销售收入(%)	7.72	6.41	8.50	9.55	8.22	7.60
期间费用率(%)	13.62	13.66	16.27	15.71	13.70	12.74
一般及管理费用	(1,153.2)	(1,121.8)	(1,181.8)	(1,211.4)	(1,306.4)	(1,573.8)
息税前利润	93.2	109.5	104.3	110.0	111.2	113.4
同比增长(%)		17.45	(4.78)	5.52	1.06	1.97
财务费用	(25.5)	(18.9)	(26.7)	(26.8)	(20.8)	(48.1)
模拟利润总额	67.7	90.6	77.5	83.2	90.4	65.3
同比增长(%)		33.74	(14.43)	7.37	8.63	(27.76)
(%)						
综合毛利率	22.07	23.55	25.44	25.07	22.64	20.87
主营业务	20.65	21.66	23.66	23.27	21.73	19.38
其他业务	85.06	98.47	98.93	96.94	84.14	73.53
息税前利润率	7.40	8.80	8.01	8.23	7.75	6.62

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

从 2009 年开始, 公司将子公司东方商城委托给金鹰商贸经营管理。借助金鹰商贸优秀的管理能力、招商经验、品牌资源及客户资源, 东方商城的盈利能力获得了大幅度提高。2011 年东方商城弥补完以前年度亏损后, 首次为公司分配现金股利 2,500 万元。东方商城托管协议至今年年末到期, 但是我们预期未来金鹰仍将和其续约, 即在我们盈利预测中仍然考虑此因素。

图表 2.南京东方商城经营概况 (2006-2010)

(人民币, 百万)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
营业收入	269.35	287.90	300.16	378.18	471.63	600
同比增长(%)	25.58	6.89	4.26	25.99	24.71	27.22
坪效 (元/平米)	10,360	11,073	11,545	14,545	18,140	23077
毛利率(%)	21.42	22.43	18.98			
毛利额	57.69	64.59	56.98			
支付给金鹰商贸托管费				7.01	10.17	17.52
剔除支付的托管费影响后的利息				28.44	45.41	63.80
剔除支付的托管费影响后的净利润		7.32	11.46	21.33	34.06	47.85
同比增长(%)			57	86	60	40.5
净利率(%)		2.5	3.8	5.6	7.2	7.975
归属于新百的净利润			(7.94)	16.08	26.35	34.71

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

我们根据 2011 年分红占当年在付完托管费后净利润的比例 72% 为未来 3 年的分红占比，对公司盈利预测做了调整，相应减少了东方商城给公司的盈利贡献，虽然东方商城实际的当年盈利较为上市公司贡献盈利的 1.39 倍，但是由于我们假设东方商城仍然不并表，故其以分红形式对上市公司净利润形成影响而并非合并入东方商城的全部利润。

芜湖新百今年 1 季度开始并表及实现盈亏平衡

芜湖新百门店位于芜湖核心商圈中山路步行街，公司已经在当地运营十余年，由于 2010 年以前主楼一直由于多种原因未投入使用而影响了整体收益，随着主楼改建为新百酒店投入使用，公司经营情况逐步改善。酒店投入使用后，酒店加上商场的面积约 7.2 万平方米，其中商业裙楼商场约 4 万平方米(租赁 1.7 万平米，自有约 2.3 万平方米)。在 2012 年初与各股东达成一致，订立了新的《公司章程》，从而解决了芜湖新百的控制权问题，为公司下一步发展扫清了障碍。2012 年芜湖新百就可以实现与集团的并表。芜湖新百 2011 年零售业务实现营业收入 7.45 亿元，其中家电占比 40%。同时芜湖新百主楼酒店委托给金鹰集团进行管理，目前还处于培育阶段，2011 年实现营业收入 4,337 万元，同比增长 57.7%，但仍有一定亏损，今年将争取实现盈亏平衡。芜湖新百 2011 年在经营管理上已逐步走上正轨，百货业务盈利、酒店业务减亏使企业整体上有望在今年实现扭亏为盈。芜湖新百工程 2011 年已经投入减少，资金在逐步回笼。但是我们预测 2 年内芜湖新百对公司贡献较小。

2011 年 12 月芜湖南京新百大厦有限公司原股东南京长宁资产经营管理公司将其持有的 20% 股权全部转让给了南京雅隆电子科技有限公司。2012 年 1 月，芜湖南京新百大厦有限公司制订了新的公司章程，章程规定董事会为五人，董事由股东会选举产生，董事会所议事项做出的决定应经二分之一以上的董事通过方为有效。新一届董事会成员中代表上市公司的董事成员为 5 人。因此，南京新百在 2012 年 1 月取得芜湖南京新百大厦有限公司的控制权，自 2012 年 1 月 1 日将芜湖南京新百大厦有限公司纳入本公司财务报表合并范围。我们预计在 2012 年 1 季度将体现芜湖新百并表导致的较大的非经常性收益。

由于我们并未看到芜湖新百的资产负债表和损益表，故在我们盈利预测中目前仍然假设芜湖新百并未并表，待到公司披露详情后再行调整。

地产业务开始逐步回笼资金

公司拥有南京河西和盐城内港湖两块土地储备，2011 年年报中存货项下开发成本期末余额为 7.22 亿元，其对应的开发项目为新百新城项目和盐城内港湖项目，目前处于前期开发阶段，新百新城项目期末借款费用资本化金额为 1.01 亿元，盐城内港湖项目期末借款费用资本化金额 3,054 万元。存货期末余额中含有借款费用资本化金额的 1.31 亿元。

虽然新百新城项目（南京河西地块）目前尚未正式开发，但由于购置时间较早成本低，已实现较大溢价。公司年报中预计南京河西新百新城项目采用滚动发展模式累计投入约 30 亿元，预计 2020 年全面完工，目前工程暂时进展缓慢，公司与该地块上的剩余拆迁户进行积极协商当中，和相关规划部门也在积极推进项目的施工进度。

盐城龙泊湾项目进展顺利，目前，一期三栋和售楼处建筑单体正在施工，样板房和售楼处开始装修，展示区景观进场施工，计划于 2012 年四月对外开放，五月开盘销售。该项目预计投资 8.6 亿元，至 2014 年 8 月全部竣工。我们在深度报告中对其净利润进行了折现，该项目每股价值约为 0.85 元。

图表 3. 盐城内港湖龍泊湾项目估值

盐城龙泊湾项目	2012E	2013E	2014E	2015E	合计
结算面积(平米)	32,400	100,000	67,600	20,000	220,000
结算收入(百万元)	194.4	600	405.6	120	1,320
净利润(百万元)	48.6	150	101.4	30	330
折现现值(百万元)	48.6	140.6	89.1	24.7	303.1
净利率	25%	3 年期贷款基准利率	6.65%	销售均价	6,000 元/平米
				折合每股价值	0.85 元/股

资料来源：公司数据，中银国际研究

而对于新百新城，由于公司对此开发项目犹疑不决，故我们计算其实际销售价值，在深度报告中我们假设该地块以 12.35 亿元转让，计算土地增值税。以项目增值额来看，已经处于增值额超过扣除项目金额 100%，未超过 200% 区间，则土地增值税 = 增值额 × 50% - 扣除项目金额 × 15% = (12.35 - 5) × 50% - 5 × 15% = 2.95 亿元。新百实际将从该项土地转让中获得收入约为 12.35 - 2.925 = 9.425 亿元，对应每股 2.63 元。

其他投资收益稳定

全资控股的新百药业运行稳定，2011 年新百药业延续了良好的发展势头，中标品种销量稳步上升，基本药物销售持续增长，原料药销售市场份额在不断扩大。2011 年新百药业共实现营业收入 1.19 亿元，同比增长 17.12%；实现净利润 1,559.95 万元，同比增长 29.99%。

公司目前持有南京证券 3,204 万股，占其股权比例 1.81%，平均成本为 10,733.6/3,204 = 3.35 元/股。同时公司日前接到南京证券向各股东单位送达的通知，南京证券目前正在筹备上市阶段，为优化股东结构，梳理股权关系，现以公开挂牌的方式转让其原股东跃进汽车集团所持有的 478 万股股权，转让底价为南京证券 2011 年 9 月 30 日经审计评估的每股净资产的 2 倍，即每股 3.94 元。作为南京证券的股东之一，公司对此次竞拍享有优先购买权。为了优化公司投资结构，增强盈利能力，拟请董事会授权公司经营层参与此次竞拍并办理和签订与竞拍有关的相关事宜。

3,000 万元参股上海德汇投资管理公司 14.63% 的股权，德汇盈利状况较为稳定，投资标的有一/二级市场和 PE 投资，该部分分红比较稳定。

图表 4. 南京新百 2007-2011 年权益性投资分红概况（人民币，百万）

按成本法核算的长期股权投资收益	2007	2008	2009	2010	2011
南京证券	1.557	9	6.01	3.6	9.22
上海德汇	3.6	7.5		7.5	6

资料来源：公司数据，中银国际研究

营运费用将随着辞退福利下降而骤减

公司对于 2007 年初存在的解除与职工的劳动关系计划（辞退福利），满足《企业会计准则第 9 号—职工薪酬》。由于年度应付职工薪酬中辞退福利的增加额将直接计入当期费用，所以我们可以通过观察该项总额变化来判断公司人员费用的增减。

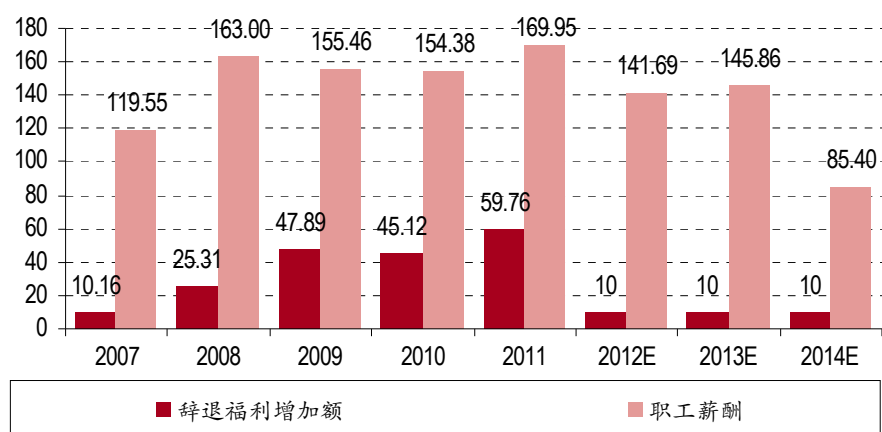
图表 5. 公司职工人数变化

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
在册员工人数	2,127	1,527	1,252	1,079	975	941
增减		(600)	(275)	(173)	(104)	(34)
承担费用的离退休职工数				18	18	18
总离退休职工人数	1,157	501	687			

资料来源：公司数据，中银国际研究

注释：辞退福利为公司内退人员自职工停止提供服务日至正常退休日期间拟支付的内退人员工资和缴纳的社会保险费的现值。实质性辞退工作在一年内完成，但补偿款项超过一年支付的辞退福利计划，企业应当选择恰当的折现率，以折现后的金额计量应计入当期管理费用的辞退福利金额，该项金额与实际应支付的辞退福利之间的差额，作为未确认融资费用，在以后各期实际支付辞退福利款项时，计入财务费用。

从 2009-2011 年来看，当年辞退福利增加占员工薪酬的比重为 30% 左右，而员工薪酬在近几年逐步下降，占销售额 11% 左右。历年来看，职工辞退福利的提取一般在 4 季度进行。我们预期自 2012 年起，公司职工辞退福利进入快速下降通道，2012 年职工辞退福利预期降至 1,000 万元左右，这将带来管理费用和销售费用的大幅下降。

图表 6. 2007-2014 年公司辞退福利当年增加额和当年职工薪酬费用（百万元）


资料来源：公司数据，中银国际研究

员工薪酬最主要的部分集中于新百母店，我们看到母公司员工薪酬占比一直保持在 90% 附近，这主要和母店承担了大量的旧体制下的人员包袱有关。我们预计辞退福利增量的下降也主要和母店内退人员基本消化完毕有关。

图表 7. 公司 2006-2011 年主要费用状况 (人民币, 百万)

主要费用合计	2006	2007	2008	2009	2010	2011
职工薪酬	135.9	119.553	163	155.46	154.38	169.95
占销售收入(%)	9.1	8.0	10.4	11.9	10.9	10.2
人均工资 (元/年)		45,552	99,093	92,299	106,385	115,020
涨幅(%)			117.54	(6.86)	15.26	8.12
折旧	43.06	41.67	42.90	29.70	24.18	25.28
占销售收入(%)	1.6	2.6	2.6	2.1	1.6	1.4
摊销	1.77	3.55	8.63	6.16	6.03	4.77
占销售收入(%)	0.07	0.22	0.52	0.44	0.39	0.26
水电费	22.87	22.82	21.5	16.80	17.74	15.33
占销售收入(%)	0.87	1.44	1.30	1.19	1.15	0.83
广告费	5.24	14.76	17.55	15.58	15.57	19.87
占销售收入(%)	0.20	0.93	1.06	1.11	1.01	1.08
物业管理费	2.05	2.796	9.798	6.01	6.79	10.10
占销售收入(%)	0.08	0.18	0.59	0.43	0.44	0.55

资料来源：公司数据，中银国际研究

在有效解决公司同业竞争背景下，公司开始逐步明确其战略方向，提出将围绕零售百货这条主线，立足南京，拓展江苏沿海和安徽皖江地区，广泛储备适合公司中长期发展的商业项目，在条件成熟的情况下，迈出对外拓展的步伐；在条件适合的情况下，开展资本市场运作，打开融资渠道，进行资源整合和外延并购，重塑上市公司形象。

我们预计公司可能在今年实现展店，首选可能在南京周边的郊县区竞争尚不激烈且公司实力能够有效辐射的江北江宁区域。

维持分部估值目标价和买入评级

我们根据公司 2011 年年报对 2012-2014 年盈利预测做了适当调整，全部业务加总的盈利预测为 0.44、0.56 和 0.67 元/股，其中零售主业分别贡献 0.39、0.50 和 0.60 元/股。我们仍然按照深度报告中的分部估值方法，维持**买入**评级以及 12.30 元的目标价格。

我们按照零售 2012 年市盈率 20 倍、医药市盈率 20 倍、出租和金融资产业务 10 倍估值得出，每股价值 10.19 元。

而我们已经在前部分地产业务中对南京河西地块做了较为保守的估算，折合每股 2.63 元，盐城内港湖龙泊湾项目按照净利润折现估算出折合每股 0.85 元。则两块地产业务折算合计为每股 3.48 元。以目前新百 8.5 元/股核算，剔除地产业务后，为每股 5 元，对应的零售业务 2012 年市盈率为 12.8 倍。

按照分部加总后的每股价值应为 13.67 元/股，较目前高出 52%。目标价在此基础上以 90%的折扣。

图表 8. 公司业绩摘要

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变动(%)
营业收入	1,540	1,838	19
营业税金及附加	(19)	(28)	47
净营业收入	1,521	1,810	19
其他净收入	17	35	105
营业成本	(1,180)	(1,439)	22
销售费用	(82)	(92)	13
管理费用	(138)	(154)	12
息税前利润	121.14	124.79	3
非经常项目	(3)	(15)	397
投资收益	(2)	40	
净财务费用	(21)	(50)	134
利润总额	95	100	5
所得税	(23)	(17)	(25)
净利润	73	83	15
少数股东损益	0	0	
归属于母公司股东的净利润	73	83	15
扣除非经常性损益的净利润	75	96	28
每股收益(人民币)	0.21	0.27	28
盈利能力(%)			
综合毛利率	23.33	21.69	
息税前利润率	7.87	6.79	
净利润率	4.86	5.20	

资料来源: 公司数据, 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	1,540	1,838	2,249	2,656	3,018
销售成本	(1,180)	(1,439)	(1,761)	(2,077)	(2,356)
经营费用	(238)	(274)	(276)	(317)	(353)
息税折旧前利润	159	169	260	307	353
折旧及摊销	38	45	47	44	45
经营利润(息税前利润)	121	125	212	263	309
净利息收入/(费用)	(21)	(50)	(47)	(47)	(50)
其他收益/(损失)	(5)	25	43	51	58
税前利润	95	100	209	266	317
所得税	(23)	(17)	(50)	(64)	(76)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	72.51	83.27	158.67	202.36	240.71
核心净利润	74.79	95.62	158.67	202.36	240.71
每股收益(人民币)	0.209	0.267	0.443	0.565	0.672
核心每股收益(人民币)	0.202	0.232	0.443	0.565	0.672
每股股息(人民币)	0.090	0.090	0.090	0.090	0.110
收入增长(%)	10.31	17.79	22.71	18.33	13.81
息税前利润增长(%)	(7.23)	3.01	70.19	23.67	17.50
息税折旧前利润增长(%)	10.46	9.47	11.84	11.83	11.96
每股收益增长(%)	(18)	15	91	28	19
核心每股收益增长(%)	(21)	28	66	28	19

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	95	100	209	266	317
折旧与摊销	38	45	47	44	45
净利息费用	21	50	47	47	50
运营资本变动	89	(5)	37	13	9
税金	(23)	(17)	(50)	(64)	(76)
其他经营现金流	(21)	3	(4)	4	8
经营活动产生的现金流	202	135	243	260	294
购买固定资产净值	(287)	(93)	(72)	(29)	(13)
投资减少/增加	128	14	1	1	1
其他投资现金流	(31)	(27)	(28)	(1)	(8)
投资活动产生的现金流	(190)	(106)	(98)	(29)	(20)
净增权益	110	48	0	0	10
净增债务	(21)	(50)	(47)	(47)	(50)
支付股息	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)
其他融资现金流	(70)	99	39	47	50
融资活动产生的现金流	(17)	61	(43)	(35)	(25)
现金变动	(5)	89	102	196	249
期初现金	291.96	286.89	376.37	478.18	673.80
公司自由现金流	23	42	162	255	307
权益自由现金流	100	26	98	184	234

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	286.89	376.37	478.18	673.80	922.52
应收帐款	190.26	136.74	136.74	136.74	136.74
库存	637.64	743.39	882.08	974.83	1,119.93
其他流动资产	27	40	34	47	49
流动资产总计	1,141.37	1,296.338	1,531.32	1,832.04	2,227.92
固定资产	1,227	1,280	1,309	1,295	1,265
无形资产	38.14	37.25	35.79	34.33	32.87
其他长期资产	488.59	479.40	478.96	481.96	484.96
长期资产总计	1,753.39	1,796.15	1,823.75	1,811.33	1,782.51
总资产	2,895	3,092	3,355	3,643	4,010
应付帐款	132	161	220	214	280
短期债务	1,225	1,273	1,273	1,273	1,283
其他流动负债	459	538	642	767	857
流动负债总计	1,816	1,973	2,135	2,254	2,419
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	358	358	358	358	358
储备	715	758	858	1,028	1,229
股东权益	1,074	1,116	1,216	1,386	1,587
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,895	3,092	3,355	3,643	4,010
每股帐面价值(人民币)	3.00	3.11	3.39	3.87	4.43
每股有形资产(人民币)	0.11	0.11	0.11	0.10	0.11
每股净负债(现金)	2.62	2.50	2.22	1.67	1.01

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	10.46	9.47	11.84	11.83	11.96
息税前利润率	7.98	6.98	9.68	10.12	10.44
税前利润率	6.27	5.61	9.51	10.25	10.72
净利率(%)	4.86	5.20	7.06	7.62	7.98
流动性(倍)					
流动比率	0.63	0.66	0.72	0.81	0.92
利息覆盖倍数	5.7X	2.5X	4.5X	5.6X	6.2X
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	0.28	0.28	0.30	0.38	0.46
估值(倍)					
市盈率	41.96	36.53	19.17	15.03	12.64
核心业务市盈率	40.68	31.81	19.17	15.03	12.64
目标价对应核心业务市盈率	58.93	46.09	27.78	21.78	18.31
市净率	2.83	2.73	2.50	2.19	1.92
价格/现金流	27.05	21.70	14.76	12.33	10.65
企业价值/息税折旧前利润	25.06	23.26	14.77	11.86	9.63
周转率					
存货周转天数	8	6	7	7	7
应收帐款周转天数	3	3	3	3	3
应付帐款周转天数	36	35	37	36	36
回报率(%)					
股息支付率	44.5	38.7	20.3	15.9	16.4
净资产收益率	10.2	13.0	16.3	17.1	17.2
资产收益率	5.0	5.7	7.8	8.6	8.9
已运用资本收益率	5.9	5.9	9.4	11.1	12.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 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