买入 **37%** ⬆

目标价格: 人民币15.35

600778.SS 原先目标价: 人民币 15.50

价格: 人民币 11.22

目标价格基础: 分部加总法

板块评级: 增持

友好集团

2011 年零售业务增长 48%, 2012 年外延扩张迅猛

2011 年公司实现营业收入 38.6 亿元，同比增长 32.36%，实现息税前利润 1.53 亿元，同比增长 10.6%；扣非后归属于上市公司股东的净利润 1.37 亿元，同比增长 18.4%；扣非后全面摊薄每股收益 0.44 元。基本符合我们的预期。2012 年 1 季度公司实现营收 12.19 亿元，同比增长 31.68%；实现息税前利润 6,232 万元，同比增长 22.74%，扣非后归属于上市公司股东的净利润 4,060 万元，同比增长 6.97%；扣非后全面摊薄每股收益 0.131 元。我们将目标价格小幅下调至 15.35 元，维持买入评级。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	19	(5)	29	(6)
相对新华富时 A50 指数	8	(5)	24	12

发行股数 (百万)	311
流通股 (%)	82
流通股市值 (人民币 百万)	2,876
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	43
净负债比率 (%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
乌鲁木齐国资	18

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 4 月 19 日收市价为标准

支撑评级的要点

- 次新店步入收获期。
- 2012 年外延扩张迅猛。
- 地产业务步入结算高峰期。

评级面临的主要风险

- 地产业务结算进程低于预期。
- 新增门店销售情况低于预期。

估值

- 考虑到公司 2012 年有 10 个项目开业，总投资额超过 13.8 亿元，且部分大型项目集中于下半年开业，我们认为 2012-13 年公司的费用将会面临一定的压力，我们小幅调整 2012-13 年主营业务（不含地产业务）的每股收益（不含非经常性损益）预测分别至 0.507 和 0.577 元，2014 年每股收益为 0.778 元（股本扩张后 2012-14 年全面摊薄每股收益为 0.428、0.487 和 0.657 元）。。2012-14 年地产业务每股收益为 0.369、0.369 和 0.246 元(股本扩张后 2012-14 年全面摊薄每股收益为 0.311、0.311 和 0.207 元)，鉴于公司零售业务正处于快速扩张期，主力门店内生增长良好，次新店步入收获期，我们维持公司***买入***评级，基于 23 倍 2012 零售业务盈利预测和 10 倍 2012 年地产业务盈利预测，我们将目标价由 15.50 元下调至 15.35 元。

投资摘要(由于地产业务的业绩弹性非常大,2012-14 年预测不含地产业务)

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	2,917	3,860	5,366	7,321	8,675
变动 (%)	*46*	*32*	*39*	*36*	*19*
净利润 (人民币 百万)	105	143	158	180	244
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.337	0.459	0.507	0.577	0.778
变动 (%)	*73.8*	*36.2*	*15.2*	*13.8*	*36.0*
市场预期每股收益 (人民币)		0.514	0.861	1.053	0.590
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.453	0.653	
调整幅度 (%)	-	-	*11.9*	*(11.6)*	
核心每股收益(人民币)	0.372	0.440	0.507	0.577	0.778
变动 (%)	*120.8*	*18.4*	*15.2*	*13.8*	*34.9*
全面摊薄市盈率(倍)	30.2	24.4	22.1	19.5	14.4
核心市盈率 (倍)	30.2	25.5	22.1	19.5	14.4
每股现金流量 (人民币)	0.94	2.65	2.46	2.28	2.85
价格/每股现金流量 (倍)	11.9	4.2	4.6	4.9	3.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	13.8	13.7	10.6	9.0	6.2
每股股息 (人民币)	0.045	0.050	0.050	0.050	0.050
股息率 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

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

**林琳为本报告重要贡献者*

主营业务迅速发展助推业绩增长

2011 年公司实现营业收入 38.6 亿元，同比增长 32.36%，实现息税前利润 1.53 亿元，同比增长 10.6%；扣非后归属于上市公司股东的净利润 1.37 亿元，同比增长 18.4%；扣非后全面摊薄每股收益 0.44 元。基本符合我们的预期。

2012 年 1 季度公司实现营收 12.19 亿元，同比增长 31.68%；实现息税前利润 6,232 万元，同比增长 22.74%，扣非后归属于上市公司股东的净利润 4,060 万元，同比增长 6.97%；扣非后全面摊薄每股收益 0.131 元。

主力门店增长快速

2011 年公司主力门店天山百货以实现含税销售收入 14.7 亿元摘得新疆市场百货门店销售桂冠，同比增长 22.7%。另一主力门店友好商场 2011 年实现含税销售收入 12.95 亿元，同比增长 34.5%。两店营收之和占零售业务总收入的 67.9%。

2012 年 1 季度天友好商场销售增长约为 30%，仍然保持着较高的增长速度，而天山百货 1 季度的增长放缓至 8%，主要 2011 年天山百货坪效已达 3.7 万平米，加上该店定位比较高，客户群比较稳定，我们预计该店今年增长在 15%左右。

次新店步入收获期

于 2007 年 9 月份开业的库尔勒天百购物中心和 2008 年 9 月份开业的独山子金盛和美美友好购物中心，经过 3-4 年的培育期，均进入了收获期。

库尔勒天百 2011 年实现含税营收 2.7 亿元，同比增长 112%，实现净利润 500 万元，2012 年 1 月份该店负一层超市（面积约为 1.12 万平米）开业，目前含税日流水约为 30 万元，预计今年 1 季度该店实现含税营收 1.2 亿元，同比增长 80%。

独山子金盛 2011 年实现含税营收 1.5 亿元，同比增长 43.7%，实现净利润 300 万元。预计今年 1 季度销售同比增长超过 40%。

美美友好购物中心 2011 年实现销售收入同比增长 60%，实现净利润 600 万元左右。2011 年该店的租金费用为 4,100 万元。今年 1 季度该店实现销售收入同比增长 40%。

从以上数据可以看出，公司的次新店均保持了较快的增长速度，且均从 2011 年开始盈利，步入收获期。

新店 2012 年有望实现盈亏平衡

2011 年 4 月份开业的伊犁天百购物中心，2011 年实现含税营收 1.8 亿元，亏损 600-700 万元，毛利率约为 13%。今年 1 季度该店实现营收 7,000 万元，今年有望实现盈亏平衡。

公司首家独立超市嘉和园大卖场于 2011 年 1 月份开业，2011 年实现销售收入 5,000 多万元，毛利率约为 12.5%，亏损 200-300 万元。该店目前的含税日流水约为 77 亿元，预计该店今年能实现盈利。

公司参股公司友好百盛 2011 年实现含税收入 9.56 亿元，实现净利润 6,762 万元，公司分得利润 3,379 万元（折合每股收益约为 0.108 元），

公司的母公司报表包含了除友好百盛和库尔勒天百以外的所有零售业务门店的合并数据，大体反映公司零售业务的经营状况。

图表 1.2009-2012 年 1 季度公司母公司利润表（模拟）

(人民币，百万)	2009	2010	2011	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度
营业收入	1,669.70	2,373.26	4,112.20	802.79	1,042.216
营业成本	(1,309.98)	(1,863.00)	(3,414.67)	(633.792)	(824.632)
主营业务收入	1,613.63	2,301.09	3,304.58	--	--
其中：零售业务收入	1,581.76	2,247.80	3,249.60	--	--
酒店业务收入	31.88	53.29	54.98	--	--
主营业务成本	(1,299.69)	(1,853.74)	(2,701.85)	--	--
其中：零售业业务成本	(1,291.60)	(1,838.40)	(2,685.74)	--	--
酒店业务成本	(8.09)	(15.34)	(16.11)	--	--
主营业务毛利率(%)	19.46	19.44	18.24	--	--
其中：零售业务毛利率(%)	18.34	18.21	17.35	--	--
酒店业务毛利率(%)	74.64	71.21	70.70	--	--
其他业务收入	56.07	72.17	807.61	--	--
其他业务成本	(10.29)	(9.26)	(712.83)	--	--
其他业务毛利率(%)	81.64	87.17	11.74	--	--
综合业务毛利率(%)	21.54	21.50	16.96	21.05	20.88
营业税金及附加	(24.25)	(34.84)	(54.17)	(11.52)	(13.79)
净营业收入	1,645.45	2,338.42	4,058.02	791.28	1,028.42
销售费用	(87.66)	(122.87)	(198.70)	(40.30)	(49.90)
销售费用率(%)	5.25	5.18	4.83	5.02	4.79
管理费用	(179.68)	(256.38)	(318.67)	(76.04)	(96.09)
管理费用率(%)	10.76	10.80	7.75	9.47	9.22
息税前利润	68.13	96.17	125.98	41.15	57.80
财务费用	(16.81)	(15.90)	(29.58)	(6.80)	(10.6165)
模拟利润总额	51.32	80.27	96.40	34.34	47.19
模拟税前利润率(%)	3.07	3.38	2.34	4.28	4.53

资料来源：中银国际证券，公司资料

2011 年母公司报表中其他业务收入比 2010 年增加 7.35 亿元，主要是母公司向其控股子公司汇友地产出售六宗工业建设用地使用权，转让总价为 7.05 亿元。

热力公司一次性损益

2011 年公司子公司万嘉热力实现净利润 2,788 万元（折合每股收益约为 0.087 元），而 2010 年由于万嘉两座供热锅炉房在一个采暖期的运行期由原先的 180 天缩短至 90 天，购热成本大幅增加导致当年亏损 316 万元。而我们预期公司可能获得部分一次性的税收减免支持，从而冲减当期费用，但是值得注意的是该项收益为非经常性损益。

房地产业务

公司控股子公司汇友地产取得的一运司地块规划为三个在售楼盘，可售面积总和约为 145 余万平米，截止至 2011 年底开盘的可售面积约为 90 万平米，这些在售楼盘已基本售罄，其余 50 万平米将于今年 3 月份开始陆续开盘。截止至 2011 年 12 月 31 日，公司收到的商品房预收款为 1.98 亿元，由于已售楼盘尚未达到结算标准，2011 年房地产业务没有进行结算，预计 2012 年下半年开始将会进入结算高峰期。截止至 2012 年 3 月 31 日，公司的预付款项为 3.2 亿元，主要为预收的地产销售收入，三个楼盘全部售罄后，预计将实现销售收入 90 亿元，公司实现权益净利润约为 4 亿元，将大大缓解 2012 年公司大量新开门店对利润侵蚀的不利影响。

零售业务毛利率略有下降，费用率略有上升

2011 年公司综合毛利率为 20.89%，同比下降 0.46 个百分点，主要是零售业务毛利率从 2010 年的 17.9%下降至 2011 年的 16.9%引起的。随着外埠门店、美美友好和超市业务销售收入的增加，我们认为未来三年毛利率的水平将会维持在 17%左右。

2011 年公司管理费用率为 9.66%，同比下降 0.48 个百分点，销售费用率为 5.71%，同比上升 0.97 个百分点，期间费用率为 15.36%，同比上升 0.49 个百分点。职工薪酬上涨时导致费用率上升的主要原因，2011 年公司员工薪酬为 2.58 亿元，同比增加 43%，新增员工 446 人，主要是新开门店及为今年新开门店做人员储备。

2012 年 1 季度公司财务支出为 1,033 万元，同比增长 61%，财务费用率为 0.85%，同比增长 0.15 个百分点，主要是公司短期和长期贷款增加所致。2012 年 3 月 1 日公司公告公司将非公开发行股票 5,750 万股，募集资金 5.03 亿元。由年报披露的数据可知，公司到 2013 年到期的长期借款共有 7,800 万元，假设公司利用该募集资金于今年上半年归还该长期借款，可节省财务费用约 500 万元。2012 年各项目总投资额约为 13.8 亿元，由公司各项目的可行性报告可得知，公司基本按照项目投资额的 65%计算银行长期贷款，且本次增发募集资金主要用于项目的自筹资金部分，所以我们认为 2012-14 年财务费用仍然会有较大幅度的提升，预计 2012-14 年的财务费用分别约为 4,000 万元、5,700 万元和 6,700 万元。

图表 2.2009 年-2011 年公司营运费用构成（百万元，%）

主要费用合计	2009	2010	2011E
职工薪酬	136.25	180.50	257.68
同比(%)		32.48	42.76
占销售额比重(%)	6.81	6.19	6.68
折旧费摊销和无形资产摊销	57.61	74.40	96.82
同比(%)		29.15	30.14
占销售额比重(%)	2.88	2.55	2.51
租赁费	21.55	34.79	48.48
同比(%)		61.45	39.36
占销售额比重(%)	1.08	1.19	1.26
水电费	20.69	23.65	30.85
同比(%)		14.32	30.40
占销售额比重(%)	1.03	0.81	0.80
修理费	8.80	18.77	14.79
同比(%)		113.34	(21.21)
占销售额比重(%)	0.44	0.64	0.54
广告费	6.11	3.59	11.42
同比(%)		(41.26)	218.31
占销售额比重(%)	0.31	0.12	0.30
业务宣传费	3.65	3.56	2.04
同比(%)		(2.36)	(42.76)
占销售额比重(%)	0.18	0.12	0.05
劳务派遣费、差旅费	10.82	16.53	24.35
同比(%)		52.76	47.33
占销售额比重(%)	0.54	0.57	0.63
运杂费	1.95	6.22	6.76
同比(%)		218.87	8.78
占销售额比重(%)	0.10	0.21	0.18
其他	58.98	71.71	99.78
同比(%)		21.58	39.15
占销售额比重(%)	2.95	2.46	2.58
合计	326.40	433.72	592.98
同比(%)		32.88	36.72
占销售额比重(%)	16.32	14.87	15.36

资料来源：公司资料，中银国际研究

2012 年公司外延扩张迅速

截止至 2011 年 12 月 31 日，公司共有 6 家百货门店、1 家大卖场和若干家标超，总建筑面积约为 31.9 万平米（其中百货门店面积约为 29.5 万平米）。2011 年公司新开伊犁天百购物中心（面积约为 3.2 万平米）、嘉和园大卖场（建筑面积约为 1.2 万平米）和若干标超（新民路友好超市、钱塘江路友好超市、阳光嘉苑友好超市、林清园友好超市、库尔勒亿家汇好超市）及一家电器卖场（新大科技园电器卖场）。

由目前公司披露的储备项目可发现，2012 年公司外延扩张非常迅速，将有 4 家购物中心店（面积总和约为 18.83 万平米）和 6 家大卖场（面积总和约为 9.47 万平米），总面积约为 28.3 万平米（增速为 88.42%），其中自有物业面积约为 13.5 万平米，租赁面积约为 14.8 万平米。

10 个项目中体量较大投入较多的奎屯天百、阿克苏天百和美林花园预计 2012 年将亏损 5,000 万元左右，将会对 2012 年利润产生一定的侵蚀。

图表 3.2012-13 年 1 季度公司储备项目

项目名称	预计开业时间	物业性质	建筑面积	备注
库尔勒负一层超市	2012-1-1	租赁	17,730	租赁,租金自 2011 年 11 月 25 日起，租赁期间租金总额为 61,126,213.61 元。
迎宾路 136 号商业房产超市	2012-3-1	自有	4,792	该项目总投资额预计为：7,231.86 万元
奎屯天百购物中心	2012-4-30	自有	47,500	该项目投资总额约为 3.5 亿元左右。
此满意友好超市（金色时代广场负一层）	2012-4-15	租赁	11,383	租赁，2012 年 1 月 1 日起租，租赁期限 12 年，租赁期间租金总额约为 58,364,336.00 元。
“聚百得”超市	2012-6-30	自建	12,399	收购价 4250 万元含土地价值 3,781 万，自建卖场建筑总面积约 12,398.99 平方米
长春路友好时尚购物中心（原美林花园项目）	2012-8-30	租赁	51,300	租赁期限为 15 年，自 2011 年 8 月 31 日至 2026 年 8 月 30 日止。15 年租金总额为 219,855,801.56 元；
“伊犁铜锣湾”D、F、H 区业房产	2012-9-15	租赁	25,785	自 2011 年 7 月 1 日计算,租赁期限 15 年,租金共计 203,096,375.80 元人民币。
中环购物中心	2012-9-15	租赁	19,095	项目租赁期限为 15 年零 6 个月,自 2012 年 3 月 1 日至 2027 年 8 月 31 日(前六个月为免租期)，租金从 2012 年 9 月 1 日开始计算。第一年租金为 1,337 万元，自第四年起每三年租金递增 10%，租赁期间租金总额约为 2.41 亿元
阿克苏天百购物中心	2012-9-30	自有	70,465	该项目的总投资额预计为约为 6 亿元左右。
怡和大厦	2012-10-30	租赁	21,306	租赁期限 20 年，自 2012 年 11 月 1 日起至 2032 年 10 月 31 日止（前五个月未免租期）。租赁期间租金总额为 433,251,594.3 元。
佳雨 i 城（西山路大卖场）	2013-4-30	自有	8,851	该项目预计总投资为 1.37 亿元

资料来源：中银国际证券，公司资料

小幅调整盈利预测和维持买入评级

考虑到公司 2012 年有 10 个项目开业，总投资额超过 13.8 亿元，且部分大型项目集中于下半年开业，我们认为 2012-13 年公司的费用将会面临一定的压力，我们小幅调整 2012-13 年主营业务（不含地产业务）的每股收益（不含非经常性损益）预测分别至 0.507 和 0.577 元，2014 年每股收益为 0.778 元（股本扩张后 2012-14 年全面摊薄每股收益为 0.428、0.487 和 0.657 元）。。2012-14 年地产业务每股收益为 0.369、0.369 和 0.246 元（股本扩张后 2012-14 年全面摊薄每股收益为 0.311、0.311 和 0.207 元），鉴于公司零售业务正处于快速扩张期，主力门店内生增长良好，次新店步入收获期，我们维持公司***买入***评级，基于 23 倍 2012 零售业务盈利预测和 10 倍 2012 年地产业务盈利预测，我们将公司目标价小幅下调至 15.35 元。

图表 5.2011 年及 2012 年 1 季度公司业绩摘要

(人民币，百万)	2010	2011	同比变化 (%)	2011 1 季度	2012 1 季度	同比变化 (%)
营业收入	2,917	3,860	32.36	926	1,219	31.68
营业税及及附加	(49)	(60)	24.01	(13)	(15)	15.59
净营业收入	2,868	3,800	32.50	912	1,204	31.91
营业成本	(2,294)	(3,054)	33.14	(730)	(973)	33.21
管理费用	(296)	(373)	26.04	(88)	(113)	28.44
销售费用	(140)	(220)	57.33	(44)	(56)	27.80
营业利润	138	153	10.60	51	62	22.74
非经常性项目	(13)	7	(154.66)	0	9	2,422.25
经常性投资收益	16	35	113.91	0	0	
净财务费用	(15)	(26)	69.65	(6)	(10)	61.15
利润总额	126	168	33.22	45	61	35.80
所得税	(21)	(21)	1.16	(5)	(9)	68.11
少数股东损益	(1)	(4)	625.34	(1)	(4)	232.14
归属母公司股东净利润	105	143	36.15	38	48	25.56
扣除非经常性损益的净利润	116	137	18.36	38	41	6.97
扣非后每股收益(元)	0.37	0.44	18.36	0.122	0.131	6.97
盈利能力（%）						
综合业务毛利率	21.4	20.9		21.1	20.2	
经营利润率	4.7	4.0		5.5	5.1	
税前利润率	4.3	4.4		4.8	5.0	
扣非后净利率	4.0	3.5		4.1	3.3	

资料来源：中银国际证券，公司资料

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,917	3,860	5,366	7,321	8,675
销售成本	(2,294)	(3,054)	(4,268)	(5,844)	(6,920)
经营费用	(377)	(525)	(756)	(1,051)	(1,254)
息税折旧前利润	246	281	342	426	501
折旧及摊销	(107)	(128)	(144)	(182)	(168)
经营利润 (息税前利润)	138	153	198	244	333
净利息收入/(费用)	(15)	(26)	(41)	(66)	(73)
其他收益/(损失)	3	42	42	50	60
税前利润	126	168	199	228	320
所得税	(21)	(21)	(38)	(43)	(70)
少数股东权益	(1)	(4)	(3)	(5)	(7)
净利润	105	143	158	180	244
核心净利润	116	137	158	180	244
每股收益(人民币)	0.337	0.459	0.507	0.577	0.778
核心每股收益(人民币)	0.372	0.440	0.507	0.577	0.778
每股股息(人民币)	0.045	0.050	0.050	0.050	0.050
收入增长(%)	46	32	39	36	19
息税前利润增长(%)	131	11	29	23	37
息税折旧前利润增长(%)	48	14	22	24	18
每股收益增长(%)	74	36	10	14	35
核心每股收益增长(%)	121	18	15	14	35

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	126	168	199	228	320
折旧与摊销	107	128	144	182	168
净利息费用	15	26	41	66	73
运营资本变动	71	561	464	349	479
税金	(21)	(21)	(38)	(43)	(70)
其他经营现金流	(5)	(37)	(44)	(71)	(82)
经营活动产生的现金流	294	826	766	710	888
购买固定资产净值	(220)	(312)	(320)	(485)	(3)
投资减少/增加	28	66	(32)	0	110
其他投资现金流	179	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(12)	(246)	(352)	(485)	107
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	98	694	80	(20)	(20)
支付股息	(14)	(14)	(16)	(31)	(47)
其他融资现金流	(206)	(817)	(185)	(367)	(227)
融资活动产生的现金流	(121)	(138)	(120)	(418)	(294)
现金变动	161	442	294	(193)	701
期初现金	504	665	1,107	1,401	1,208
公司自由现金流	287	592	427	244	1,019
权益自由现金流	365	1,247	453	138	902

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	684	1,123	1,401	1,208	1,909
应收帐款	336	278	445	634	694
库存	471	2,469	1,056	1,578	2,113
其他流动资产	50	87	112	144	171
流动资产总计	1,542	3,957	3,014	3,564	4,888
固定资产	979	1,889	2,095	2,445	2,301
无形资产	116	151	147	144	140
其他长期资产	241	349	518	835	918
长期资产总计	1,335	2,389	2,759	3,424	3,358
总资产	2,877	6,346	5,774	6,988	8,246
应付帐款	1,272	3,757	2,973	4,066	5,167
短期债务	185	120	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,458	3,877	2,974	4,066	5,167
长期借款	299	1,057	1,257	1,237	1,217
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	311	311	311	311	311
储备	728	814	947	1,087	1,263
股东权益	1,040	1,126	1,259	1,399	1,574
少数股东权益	81	285	284	286	288
总负债及权益	2,877	6,346	5,774	6,988	8,246
每股帐面价值(人民币)	3.34	3.61	4.04	4.49	5.05
每股有形资产(人民币)	2.97	3.13	3.57	4.03	4.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.58)	0.23	(0.46)	0.10	(2.22)

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 (%)	8.4	7.3	6.4	5.8	5.8
息税前利润率(%)	4.7	4.0	3.7	3.3	3.8
税前利润率(%)	4.3	4.4	3.7	3.1	3.7
净利率(%)	3.6	3.7	2.9	2.5	2.8
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	6.9	4.0	3.6	2.8	3.4
净权益负债率(%)	净现金	5.0	净现金	1.8	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.4	0.7	0.5	0.5
估值					
市盈率 (倍)	33.3	24.4	22.1	19.5	14.4
核心业务市盈率(倍)	30.2	25.5	22.1	19.5	14.4
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	41.3	34.9	30.3	26.6	19.6
市净率 (倍)	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2
价格/现金流 (倍)	11.9	4.2	4.6	4.9	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.8	13.7	10.6	9.0	6.2
周转率					
存货周转天数	73.0	175.7	150.7	82.2	97.4
应收帐款周转天数	30.3	29.0	24.6	26.9	27.9
应付帐款周转天数	141.6	237.8	228.9	175.5	194.2
回报率					
股息支付率(%)	13.3	10.9	19.7	26.0	29.8
净资产收益率 (%)	10.6	13.2	13.2	13.5	16.4
资产收益率 (%)	4.4	2.9	2.6	3.1	3.4
已运用资本收益率(%)	9.5	7.9	7.8	9.2	11.9

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準则》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，豁免批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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，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, 亦并未考慮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，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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 條之强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 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(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