

# 美邦服饰：期待业绩稳健增长

2009 年报、2010 年 1 季报和股权激励点评

评级：**增持-B**

上次评级：增持-A

目标价格：**26.00 元**

期限：6 个月 上次预测：26.00 元

现价：22.70 元

报告日期：**2010-04-28**

## 报告关键点：

- 预期向左，业绩向右
- 股权激励尘埃落定，方案在市场预期之内
- 将投资评级由“增持-A”调整至“增持-B”

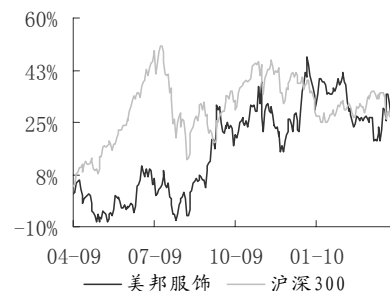
## 报告摘要：

- 预期向左，业绩向右：**2009 年报 EPS 为 0.60 元，每 10 股派发现金股利 4.2 元（含税）。2010 年 1 季报 EPS 为 0.02 元，在 2009 年 1 季报较低基数的基础上，业绩依然大幅低于预期。我们认为，公司直营和加盟运营策略、MC 品牌运营质量、终端价格策略是影响公司业绩的主要原因，2010 年业绩将受到所得税率政策等非经常性因素的较大干扰，可能季度间业绩的波动性仍然比较大。
- 股权激励尘埃落定，方案在市场预期之内：**公司酝酿已久的股权激励计划终于在 2009 年报同期推出，市场最为关注的净利润考核目标为：以 2009 年 EPS 0.55 元为基数，2010-2013 年归属于上市公司股东的净利润年复合增速约为 25%，落在市场预期之内，我们对此持中性态度。
- 将投资评级由“增持-A”调整至“增持-B”：**随着股权激励计划的实施，我们期待公司业绩在稳健中增长，谨慎下调公司 2010-2012 年 EPS 至 0.72 元、0.90 元和 1.15 元，按目前股价对应的动态 PE 分别为 31.7 倍、25.1 倍和 19.8 倍，将投资评级由“增持-A”调整至“增持-B”，维持 6 个月的目标价 26 元。

## 市场数据

总市值(百万元)	22,813.50
流通市值(百万元)	2,383.50
总股本(百万股)	1,005.00
流通股本(百万股)	105.00
12 个月最高/最低	16.50/30.00 元
十大流通股股东(%)	39.74%
股东户数	11,623

## 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.81	(5.53)	(0.61)
绝对收益	(3.61)	(8.94)	22.37

## 研究员

**赵梅玲** 行业分析师  
021-68765110 zhaoml@essence.com.cn  
执业证书编号 S1450209090278

## 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,473.7	5,217.5	6,779.8	8,283.4	9,938.1
Growth(%)	41.7%	16.6%	29.9%	22.2%	20.0%
净利润	587.5	604.2	719.7	907.2	1,152.5
Growth(%)	61.4%	2.8%	19.1%	26.1%	27.0%
毛利率(%)	45.6%	44.5%	47.0%	48.5%	49.5%
净利润率(%)	13.1%	11.6%	10.6%	11.0%	11.6%
每股收益(元)	0.58	0.60	0.72	0.90	1.15
每股净资产(元)	2.57	2.98	3.55	4.28	5.20
市盈率	38.8	37.8	31.7	25.1	19.8
市净率	8.8	7.6	6.4	5.3	4.4
净资产收益率(%)	22.7%	20.2%	20.2%	21.2%	22.2%
ROIC(%)	75.4%	39.4%	42.0%	28.4%	32.3%
EV/EBITDA	15.6	32.0	21.9	16.7	12.8
股息收益率	0.0%	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%

## 前期研究成果

美邦服饰：加盟业务明显改善  
2010-01-28

美邦服饰：高投入，低产出  
2009-10-28

美邦服饰：费用高企吞噬利润  
2009-08-02

## 1. 2009 年报 EPS 为 0.60 元，符合市场预期

2009 年报显示，公司实现营业总收入和归属于上市公司股东的净利润分别为 52.18 亿元和 6.04 亿元，同比分别增长 16.63% 和 2.84%，折合每股收益为 0.60 元，基本符合市场预期。

其中，2009 年 4 季度单季实现营业总收入和归属于上市公司股东的净利润分别为 21.38 亿元和 3.05 亿元，同比分别增长 32.04% 和 24.05%，EPS 为 0.30 元，4 季度业绩明显改善。

2009 年度利润分配方案为：以 2009 年末总股本 10.05 亿股为技术，向全体股东每 10 股派发现金 4.2 元（含税）。

表 1：2009 年报主要财务数据

主要财务数据	金额（元）	同比增速
营业总收入	5,217,518,137.00	16.63%
营业利润	561,657,937.00	-32.60%
利润总额	632,824,354.00	-24.77%
归属于母公司所有者的净利润	604,228,529.00	2.84%
归属于母公司所有者的净利润 （扣除非经常性损益）	548,541,762.00	-5.55%
销售费用	1,450,555,987.00	53.71%
管理费用	216,662,364.00	14.42%
财务费用	52,871,860.00	10.92%
EPS	0.60	-

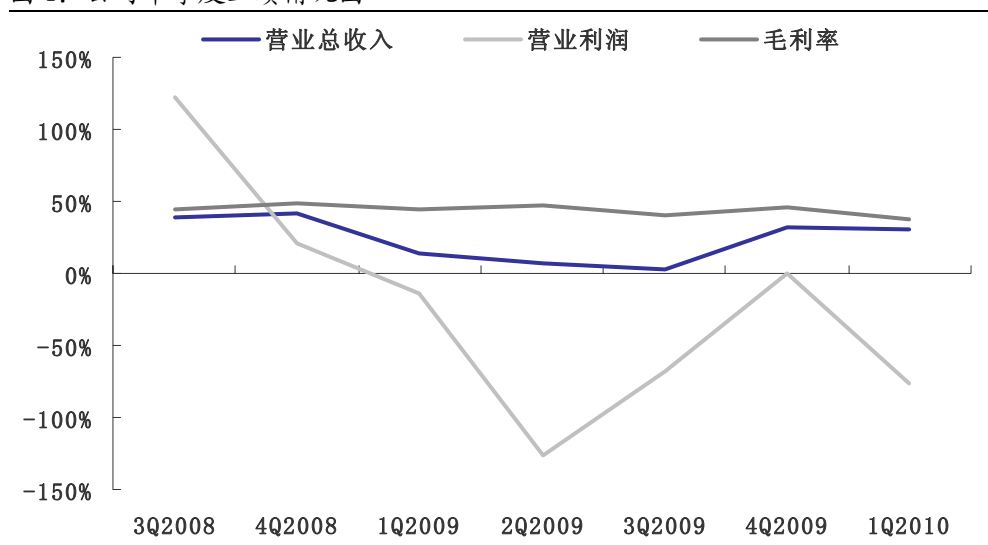
数据来源：公司 2009 年报，安信证券研究中心

表 2：2009 年报主要财务比率

主要财务比率	2009 年	2008 年	增减(+/-)
综合毛利率	44.52%	45.59%	-1.07%
销售净利率	11.58%	13.13%	-1.55%
销售费用率	27.80%	21.09%	6.71%
管理费用率	4.15%	4.23%	-0.08%
财务费用率	1.01%	1.07%	-0.05%
期间费用率	32.97%	26.39%	6.58%
实际所得税率	4.52%	30.17%	-25.65%

数据来源：公司 2009 年报，安信证券研究中心

图 1：公司单季度业绩情况图



数据来源：公司各季度报表，安信证券研究中心

## 2. 加盟和 MC 品牌拖累 2009 年业绩

2009 年公司业绩不尽人意，我们认为主要是以下两个原因造成的：

### 2.1. 加盟业务下滑明显

2009 年公司加盟业务下滑明显，整体实现营业收入 29.05 亿元，同比下降 4.32%，而 2008 年公司加盟业务收入同比上涨了 44.93%。加盟业务的下滑主要是加盟商对市场缺乏信心，订货比较谨慎，开店速度明显放缓。2009 年公司新开加盟店仅 54 家，且基本为 4 季度开出，而 2008 年新开加盟店 451 家，因此，整体加盟业务的下滑影响了公司收入增长。

2009 年 4 季度以来，公司调整产品加价率，允许加盟商开放式订货，加上市场冬装热销，加盟商信心逐步恢复，订货和加盟热情增加，4 季度加盟业务的恢复是 4 季度收入改善的主要原因。

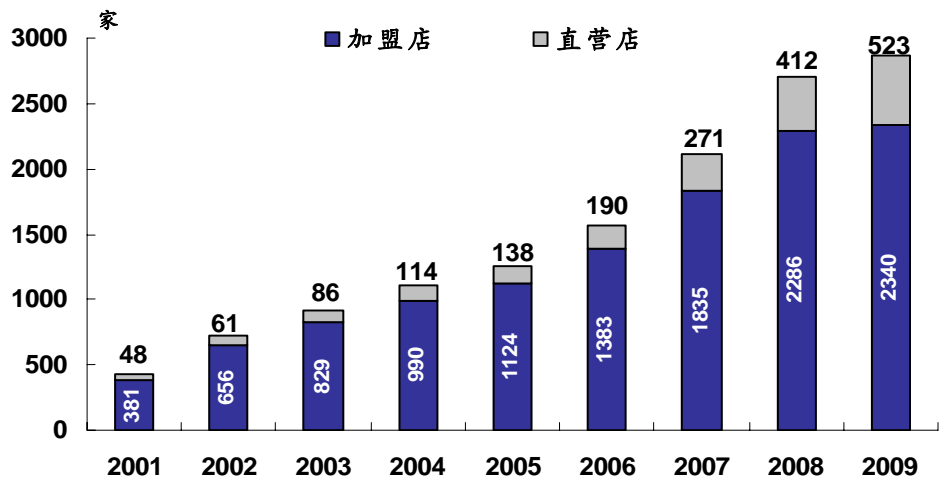
### 2.2. 直营比例加大，MC 品牌运营不利

2009 年公司经营重心放在直营业务，直营业务实现营业收入 23.03 亿元，同比增长 60.96%，直营业务占营业收入的比重由 2008 年的 32.03% 上升 12.19 个百分点至 44.22%。2009 年公司新开直营店铺 111 家，且店铺面积较大，使得直营店铺总数达到 523 家。

尽管直营业务扩张快速，公司也付出较高成本。首先表现为直营毛利率由 2008 年的 55.90% 下滑 8.10 个百分点至 47.80%，其次公司总体的销售费用率由 2008 年 21.09% 提高 6.7 个百分点至 27.80%。

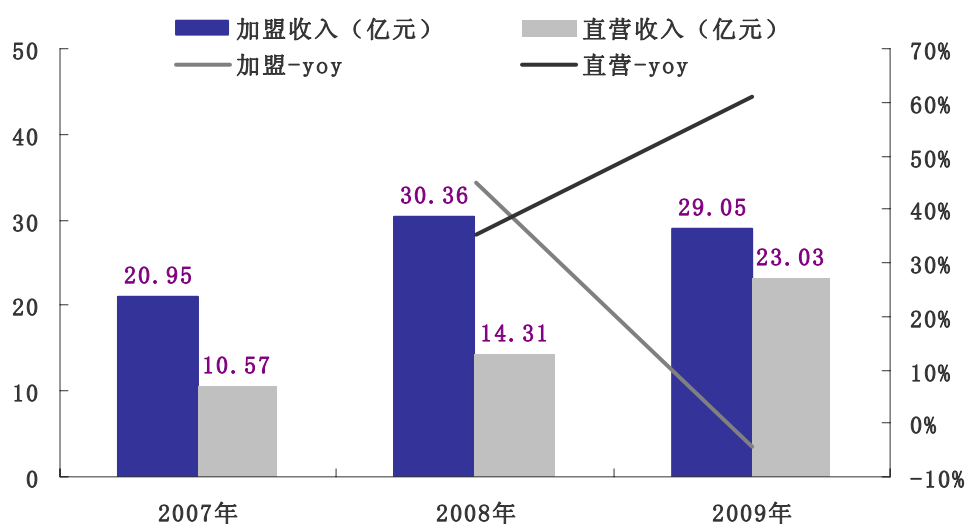
ME&CITY 品牌运营不利。2009 年 MC 品牌实现营业收入 3.5 亿元，在全国有 80 多家直营店。2009 年公司对品牌加大投入，建立独立事业部，加快大面积直营终端开设，加大品牌推广，短期内运营成本大幅上升，终端销售实行较大幅度的促销进行品牌推广，使得 2009 年该品牌对公司收入贡献虽小，但大幅增加销售费用，并拖累了直营的毛利率，进而拖累了全年的业绩。

图 2：公司店铺情况图



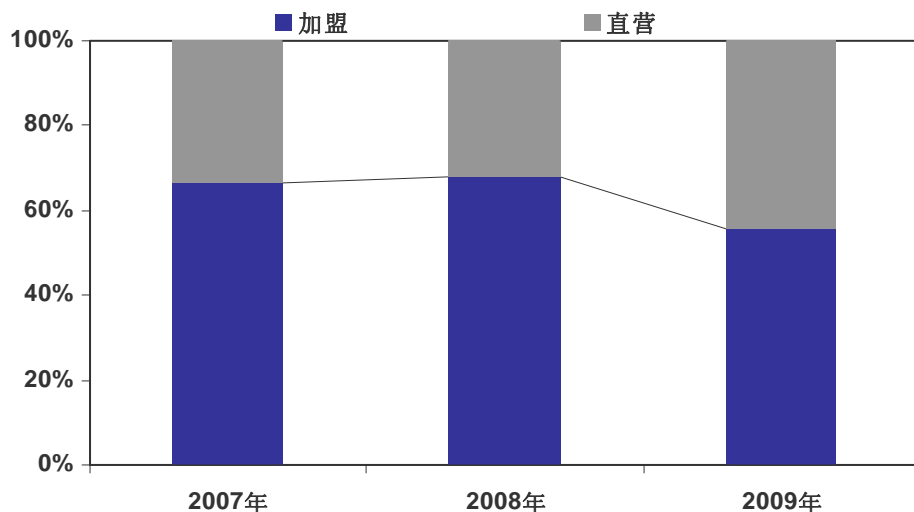
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3: 公司直营和加盟收入情况图



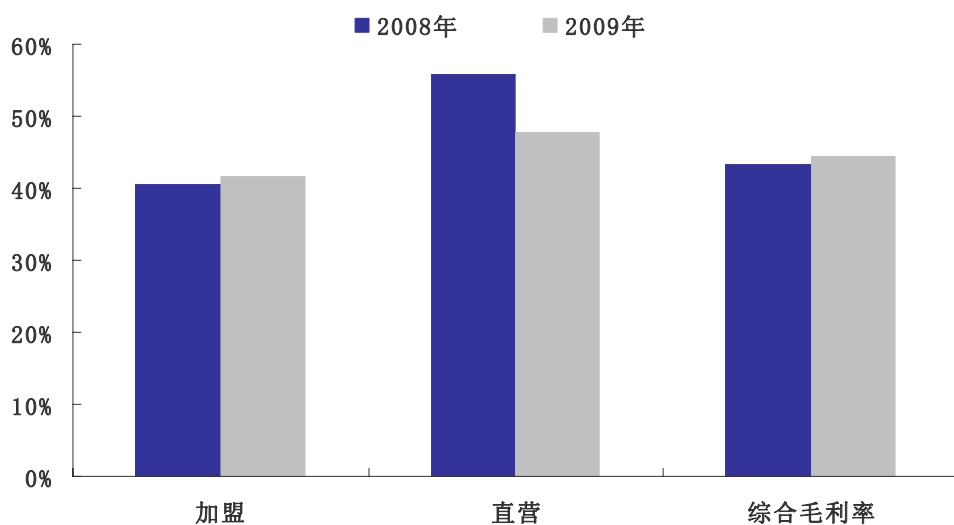
数据来源: 公司 2008-2009 年报, 安信证券研究中心

图 4: 公司直营和加盟收入占比图



数据来源: 公司 2008-2009 年报, 安信证券研究中心

图 5: 公司直营和加盟毛利率情况图



数据来源: 公司 2008-2009 年报, 安信证券研究中心

### 3. 2010年1季报业绩大幅下滑90%，意料之外

公司2010年1季报显示，2010年1-3月实现营业总收入和归属于上市公司股东的净利润分别为14.19亿元和1534.58万元，同比增速分别为30.20%和-90.02%，折合每股收益为0.02元，收入延续2009年4季度以来的较快增长，但公司净利润大幅下滑，超出市场预期。

2009年1季度业绩基数较低，即使扣除非经常性因素的扰动，公司营业利润同比仍出现75%以上的下滑，是超出市场预期的。分析1季度，净利润的大幅下滑主要是由以下三方面的因素导致的：

- (1) 直营终端打折促销力度加大使得毛利率同比大幅下降6.85个百分点：1季度公司直营终端加大打折促销力度，营业总收入30%的同比增速是由毛利率大幅下降6.85个百分点换来的；相应地，1季度存货同比减少21.72%。
- (2) 销售费用依旧快速提升：1季度销售费用同比大幅上升62.72%，店铺扩张和品牌推广费用比较刚性。销售费用率同比大幅上升6.18个百分点，进一步吞噬了公司业绩。
- (3) 非经常性因素也对1季度业绩造成扰动：2010年1季度公司营业外收入同比减少95.63%，2009年1季度公司收到政府财政补贴1538.37万元，2010年1季度未收到类似补贴。同时，2010年1季度公司处置了一批生产性辅料，并捐赠浙江省创业创新基金款50万元，使得营业外支出同比上升48.95%。

同时，公司预计2010年1-6月归属于上市公司股东的净利润仍将同比下降70%-100%，我们预计中报EPS约为0.05元。

表3：2010年1季报主要财务数据

主要财务数据	金额(元)	同比增速
营业总收入	1,418,722,525	30.20%
营业利润	39,469,674	-76.22%
利润总额	37,112,513	-79.44%
归属于母公司所有者的净利润	15,345,778	-90.02%
销售费用	438,831,002	62.72%
存货	706,111,970.00	-21.72%
营业外收入	726,240.00	-95.63%
营业外支出	3,083,401.00	48.95%
EPS	0.02	-

数据来源：公司2010年1季报，安信证券研究中心

表4：2010年1季报主要财务比率

主要财务比率	1Q2010	1Q2009	增减(+/-)
综合毛利率	37.99%	44.84%	-6.85%
销售净利率	1.08%	14.11%	-13.03%
销售费用率	30.93%	24.75%	6.18%
管理费用率	2.81%	3.19%	-0.38%
财务费用率	0.77%	1.15%	-0.38%
期间费用率	34.52%	29.10%	5.42%
存货/流动资产	19.59%	28.09%	-8.50%
实际所得税率	58.65%	14.84%	43.82%

数据来源：公司2010年1季报，安信证券研究中心

我们认为，公司直营和加盟运营策略、MC品牌运营质量、终端价格策略是影响公司业绩的主要原因，随着公司加盟政策导向和加盟商信心稳步恢复，以及公司店铺的陆续开设，2010年收入或将实现稳健增长；但净利润的增速取决于品牌运营中的成本费用控制，并将受到所得税政策、财政补贴、营业外收支等非经常性因素的较大干扰，季度间业绩的波动性或仍将很大。



公司今年着手从原辅料采购、店铺开办、装修陈列、人力资源、融资成本等方面进行成本控制，并适时放开 MC 加盟运营，我们期待上述政策的实施能改善公司业绩，我们拭目以待。

#### 4. 股权激励尘埃落定

公司同时还公布了市场期待已久的“股票期权激励计划(草案)”，整体方案在市场预期之内，我们对该股权激励对公司的影响持中性，主要内容如下：

##### 4.1. 基本内容

公司拟向激励对象授予不超过 630 万份股票期权，标的股票来源于公司向激励对象定向发行的 630 万股公司股票，占总股本(10.05 亿股)的 0.63%，其中首次授予 568.5 万份，预留 61.50 万份。行权期为自股票期权授权日起 10 年，行权价格为 24.95 元。

##### 4.2. 激励对象

本次股权激励对象主要包括以下两类：

- 1、公司董事(不包括独立董事)、其他高层管理人员；
- 2、公司董事会认为需要激励的相关员工。

此外，公司预留了 61.50 万份股票期权，首次激励对象共计 200 人，激励对象及期权分配情况详见下表 5：

表 5：股票期权激励对象及期权分配情况表

姓名	职务	获授期权份数(万份)	占本次授予期权总数的比例	占目前总股本的比例
王泉庚	董事、副总经理	50.00	7.94%	0.05%
徐卫东	董事、副总经理	30.00	4.76%	0.03%
周文武	董事、总部管理中心副总经理	25.00	3.97%	0.03%
程伟雄	副总经理	30.00	4.76%	0.03%
尹剑侠	副总经理	20.00	3.17%	0.02%
韩钟伟	副总经理、董事会秘书	15.00	2.38%	0.02%
黄兴	财务总监	10.00	1.59%	0.01%
其他核心技术(业务)人员共计 193 人		388.50	61.67%	0.39%
预留期权数量		61.50	9.76%	0.06%
<b>合计</b>		<b>630.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>0.63%</b>

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

##### 4.3. 行权条件

本次股权激励行权条件是：对 2010-2013 年 4 个会计年度的业绩分年度考核，每个会计年度考核一次，具体各年度的业绩考核目标如表 6 所示：

表 6：公司股权激励行权业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2010 年净资产收益率不低于 12%，2010 年净利润相比 2009 年增长不低于 25%
第二个行权期	2011 年净资产收益率不低于 12%，2011 年净利润相比 2009 年增长不低于 56%
第三个行权期	2012 年净资产收益率不低于 12%，2012 年净利润相比 2009 年增长不低于 95%
第四个行权期	2013 年净资产收益率不低于 12%，2013 年净利润相比 2009 年增长不低于 144%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

注：1、净资产收益率与净利润增长率指标均以扣除非经常性损益的净利润与不扣除非经常性损益的净利润二者孰低者作为计算依据；

2、2010 年、2011 年、2012 年、2013 年净利润指归属于母公司所有者的净利润。

根据公司 2009 年报，2009 年公司实现归属于上市公司所有者的净利润和归属于上市公司所有者的净利润（扣除非经常性损益）分别为 6.04 亿元和 5.49 亿元，则股权激励行权对净利润的考核要求是以 2009 年 5.49 亿元为基数，折合 EPS 为 0.55 元。

按照上述考核目标，假设公司总股本保持目前的 10.05 亿股不变，公司 2010-2013 年 EPS 分别不低于 0.68 元、0.85 元、1.06 元和 1.33 元，年复合增速为 24.98%，未超出市场预期。

表 7: 公司股权激励对净利润考核目标

净利润考核目标 EPS (元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	年复合增速
	0.55	0.68	0.85	1.06	1.33	24.98%

数据来源：安信证券研究中心

#### 4.4. 行权安排

行权有效期为自股票期权授权日起 10 年。激励对象可在授权日起满 12 个月后，在未来的 48 个月内分 4 次行权，每次行权数量占获授股票期权总量的 25%，具体行权期安排见表 8:

表 8: 公司股权激励行权安排

行权期	行权时间	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	自本次授权日起 12 个月后的首个交易日起至本次授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第二个行权期	自本次授权日起 24 个月后的首个交易日起至本次授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第三个行权期	自本次授权日起 36 个月后的首个交易日起至本次授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第四个行权期	自本次授权日起 48 个月后的首个交易日起至本次授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25%

数据来源：安信证券研究中心

#### 4.5. 股票来源

此次股权激励的股票来源于公司向激励对象定向发行股票。

#### 4.6. 资金来源

激励对象行使股票期权的资金全部以自筹方式解决。公司承诺不为激励对象依股票期权激励计划获取有关权益提供贷款以及其他任何形式的财务资助，包括为其贷款提供担保。

### 5. 股权激励方案在市场预期之内

该股权激励方案整体是在市场预期之内。与七匹狼、报喜鸟前期推出的股权激励方案相比，我们认为公司的方案有如下特点:

#### 5.1. 期权数量占比小，行权时间长

公司股权激励对象广泛，基本包含了公司高管和部门经理级以上的管理人员，首批激励对象共计 200 人，但期权总数仅为 630 万份，占总股本（10.05 亿股）的 0.63%，且股权较为分散，高管期权占总期权数量的比重约为 28.57%，与其他两家相比，激励力度相对偏低。（详见表 9）

从行权安排来看，公司的行权有效期更长，相应的业绩考核会计年度也要求 4 年，相比而言对业绩的稳定性和持续性更有保障。（详见表 10）

表 9: 品牌服饰上市公司股权激励方案对比（1）

	推出时间	股票期权数量（万股）	总股本（万股）	股票期权数量/总股本	高管期权/期权总数
报喜鸟	2008-10-21	920.4	19200	4.79%	42.37%
七匹狼	2010-3-9	370	28290	1.31%	16.22%
美邦服饰	2010-4-22	630	100500	0.63%	28.57%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 10: 品牌服饰上市公司股权激励方案对比(2)

	行权有效期限	行权次数	业绩考核年度
报喜鸟	5 年	3 次	3 个
七匹狼	5 年	3 次	3 个
美邦服饰	10 年	4 次	4 个

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 5.2. 业绩考核要求较高, 但在市场预期之内

与报喜鸟和七匹狼的股权激励计划对业绩考核的要求看, 公司的方案对业绩考核要求(详见表 6 和表 7)与七匹狼差不多, 高于报喜鸟, 但均在市场预期之内, 因此, 我们对该股权激励的推出对公司影响持中性态度。

表 11: 报喜鸟股权激励业绩考核要求

行权期	加权平均 ROE 不低于	考核年度	净利润增速(以 07 年净利润为基数) 不低于	净利润不低于(万元)	EPS (以 1.92 亿股全面摊薄) 不低于(元)	EPS (以目前总股本 2.90 亿股全面摊薄) 不低于(元)
1		2008 年	15.90%	9275.56	0.48	0.32
2	10%	2009 年	26.43%	10118.79	0.53	0.35
3		2010 年	36.97%	10962.03	0.57	0.38

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 12: 七匹狼股权激励业绩考核要求

业绩指标	2009A	2010E	2011E	2012E	年复合增速
营业收入(亿元)	19.87	21.86	26.23	31.47	16.56%
同比增长	20.25%	10.00%	20.00%	20.00%	
EPS (元)	0.72	0.94	1.12	1.35	23.24%
同比增长	25.11%	30.00%	20.00%	20.00%	

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 6. 将投资评级由“增持-A”调整至“增持-B”

自 IPO 以来高投入的多品牌运营战略有效地提升了公司的品牌知名度, 但反映在业绩上却不尽人意。单 2010 年而言, 我们认为国内服装零售市场的稳步增长有助于公司收入保持稳步增长; 公司直营和加盟运营策略、MC 品牌运营质量、终端价格策略对业绩影响重大, 并将受到非经常因素的干扰, 可能季度间的波动性仍会较大。长期来看, 我们期待股权激励计划的实施能使得公司业绩在稳健中增长, 使前期高投入真正在业绩中体现, 为股东创造更大的收益。我们谨慎下调公司 2010-2012 年 EPS 至 0.72 元、0.90 元和 1.15 元, 按目前股价对应的动态 PE 分别为 31.7 倍、25.1 倍和 19.8 倍, 将投资评级由“增持-A”调整至“增持-B”, 维持 6 个月的目标价 26 元。



财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-4-28
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>4,473.7</b>	<b>5,217.5</b>	<b>6,779.8</b>	<b>8,283.4</b>	<b>9,938.1</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2,434.1	2,894.6	3,595.0	4,264.5	5,017.0	营业收入增长率	41.7%	16.6%	29.9%	22.2%	20.0%
营业税费	21.5	27.6	40.7	49.7	59.6	营业利润增长率	94.4%	-32.6%	63.8%	29.6%	29.0%
销售费用	943.7	1,450.6	1,898.3	2,402.2	2,882.0	净利润增长率	61.4%	2.8%	19.1%	26.1%	27.0%
管理费用	189.3	216.7	305.1	331.3	397.5	EBITDA 增长率	92.2%	-26.2%	52.8%	28.7%	27.0%
财务费用	47.7	52.9	36.9	43.7	43.8	EBIT 增长率	95.3%	-30.2%	55.7%	29.2%	28.0%
资产减值损失	4.2	13.5	-15.9	-	-	NOPLAT 增长率	64.5%	3.5%	14.4%	25.6%	26.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	98.3%	7.3%	86.0%	10.6%	9.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	287.7%	15.6%	19.3%	20.4%	21.6%
<b>营业利润</b>	<b>833.3</b>	<b>561.7</b>	<b>919.7</b>	<b>1,191.9</b>	<b>1,538.1</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	7.9	71.2	1.0	-1.0	1.0	毛利率	45.6%	44.5%	47.0%	48.5%	49.5%
<b>利润总额</b>	<b>841.2</b>	<b>632.8</b>	<b>920.7</b>	<b>1,190.9</b>	<b>1,539.1</b>	营业利润率	18.6%	10.8%	13.6%	14.4%	15.5%
减: 所得税	253.8	28.6	198.0	279.9	381.7	净利润率	13.1%	11.6%	10.6%	11.0%	11.6%
<b>净利润</b>	<b>587.5</b>	<b>604.2</b>	<b>719.7</b>	<b>907.2</b>	<b>1,152.5</b>	EBITDA/营业收入	20.4%	12.9%	15.2%	16.0%	17.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	19.7%	11.8%	14.1%	14.9%	15.9%
货币资金	1,852.2	1,314.7	542.4	1,010.1	1,801.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	35	51	57	59	56
应收帐款	644.2	566.9	817.3	907.8	1,089.1	流动营业资本周转天数	42	28	41	67	64
应收票据	-	-	130.0	158.9	190.6	流动资产周转天数	178	225	165	148	161
预付帐款	153.4	427.8	437.1	448.2	461.3	应收帐款周转天数	24	31	29	29	27
存货	664.1	902.0	1,083.4	1,285.2	1,512.0	存货周转天数	44	55	53	51	51
其他流动资产	-0.0	0.0	-	0.0	0.0	总资产周转天数	259	346	290	257	252
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	101	119	136	152	140
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	22.7%	20.2%	20.2%	21.2%	22.2%
投资性房地产	26.8	22.8	30.0	30.0	30.0	ROA	12.8%	11.1%	13.2%	14.4%	15.3%
固定资产	590.4	884.9	1,246.1	1,476.7	1,633.0	ROIC	75.4%	39.4%	42.0%	28.4%	32.3%
在建工程	180.9	595.5	417.3	310.4	216.2	<b>费用率</b>					
无形资产	122.4	130.1	168.1	203.5	208.6	销售费用率	21.1%	27.8%	28.0%	29.0%	29.0%
其他非流动资产	342.5	606.5	609.6	510.0	410.2	管理费用率	4.2%	4.2%	4.5%	4.0%	4.0%
<b>资产总额</b>	<b>4,577.0</b>	<b>5,451.2</b>	<b>5,481.4</b>	<b>6,340.8</b>	<b>7,552.2</b>	财务费用率	1.1%	1.0%	0.5%	0.5%	0.4%
短期债务	1,050.6	458.7	135.7	8.6	6.0	三费/营业收入	26.4%	33.0%	33.0%	33.5%	33.4%
应付帐款	502.6	705.2	837.2	993.1	1,168.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	50.0	405.8	197.0	233.7	274.9	资产负债率	43.5%	45.1%	34.9%	32.2%	30.8%
其他流动负债	186.1	175.3	226.9	251.1	276.0	负债权益比	76.9%	82.3%	53.6%	47.5%	44.5%
长期借款	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	流动比率	1.85	1.42	1.76	2.07	2.38
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.48	1.01	1.13	1.37	1.67
<b>负债总额</b>	<b>1,989.2</b>	<b>2,460.2</b>	<b>1,911.9</b>	<b>2,042.0</b>	<b>2,327.1</b>	利息保障倍数	18.48	11.62	25.93	28.27	36.15
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2.7</b>	<b>6.2</b>	<b>10.6</b>	<b>分红指标</b>					
股本	670.0	1,005.0	1,005.0	1,005.0	1,005.0	DPS(元)	-	0.20	0.14	0.18	0.23
留存收益	1,917.8	1,986.0	2,561.8	3,287.6	4,209.6	分红比率	0.0%	33.3%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>2,587.8</b>	<b>2,991.0</b>	<b>3,569.5</b>	<b>4,298.7</b>	<b>5,225.2</b>	股息收益率	0.0%	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	587.4	604.2	719.7	907.2	1,152.5	EPS(元)	0.58	0.60	0.72	0.90	1.15
加: 折旧和摊销	92.3	190.7	74.4	91.5	103.5	BVPS(元)	2.57	2.98	3.55	4.28	5.20
资产减值准备	4.2	13.5	-15.9	-	-	PE(X)	38.8	37.8	31.7	25.1	19.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.8	7.6	6.4	5.3	4.4
财务费用	21.8	52.4	77.5	36.9	43.7	P/FCF	62.9	-209.7	-20.0	53.6	29.1
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	5.1	4.4	3.4	2.8	2.3
少数股东损益	-0.1	-	3.0	3.8	4.9	EV/EBITDA	15.6	32.0	21.9	16.7	12.8
营运资金的变动	-290.4	431.8	-578.1	49.3	-40.4	CAGR(%)	15.8%	24.2%	24.4%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>469.9</b>	<b>856.3</b>	<b>240.1</b>	<b>1,095.6</b>	<b>1,264.2</b>	PEG	2.5	1.6	1.3	-0.3	-0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-715.5</b>	<b>-1,038.6</b>	<b>-301.0</b>	<b>-251.0</b>	<b>-171.0</b>	ROIC/WACC	9.2	4.8	5.1	3.5	3.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,792.6</b>	<b>-403.6</b>	<b>-503.9</b>	<b>-352.3</b>	<b>-276.8</b>	REP	0.9	2.5	1.3	1.7	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层  
邮编: 100034