

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

天虹商场

002419

强烈推荐

预付卡新规无碍公司核心竞争力, 限售股解禁不等于减持

近两个交易日, 天虹商场出现了较大幅度的调整, 两日累计下跌 6.94%。调整主要来自市场两个方面的担忧: 一是市场担忧国务院办公厅于 5 月 25 日发布的《关于规范商业预付卡管理的意见》会影响公司的盈利能力; 二是担忧 6 月 1 日公司管理层持有的 6363.7 万股解禁, 引发减持冲击股价。我们认为, 预付卡新规既不会损伤天虹商场的核心竞争力, 也不会改变公司的高成长性; 限售股解禁不等于减持。

6-12 个月目标价: 29.75 元

当前股价: 19.45 元

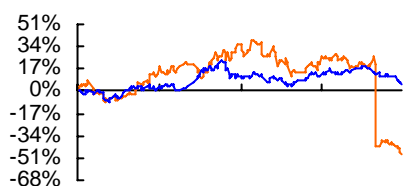
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2709.95
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	164
流通市值(亿)	32
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	-15.59	-11.18	-21.32
上证综合指数	-7.37	-5.86	-5.63



2010/5 2010/8 2010/11 2011/2

— 天虹商场 — 上证综合指数

相关报告

《天虹商场-天时、地利、人和成就全国性社区商业航母》2011-5-25

投资要点:

- **预付卡新规实际约束有限:** 从行业层面来看, 此次预付卡新规主要是从 6 个方面作出了规定: 购卡实名登记制度、购卡银行转账、预付卡限额发行、严格发票和财务管理、多用途预付卡发行牌照及备付金管理和关于预付卡有效期的问题。经逐一分析, 我们发现预付卡新规形式大于内容, 实际约束有限。
- **预付卡新规不会伤及天虹商场的核心竞争力, 公司将“强者恒强”:** 首先, 天虹商场是预付卡管理最规范的公司之一; 其次, 预付卡新规不会影响公司的门店拓展: 公司资金充裕, 募集资金、自有资金等完全可以保障公司每年新增 10 家左右的门店; 第三, 公司核心竞争力在于独特的定位和选址策略、完善的门店梯队、富有动力、能力和创造力的管理层团队。公司的高预付卡收入占比反映了公司突出的品牌影响力、良好的客户美誉度和卓越的市场营销能力, 也从侧面证明了公司“众星拱月”区域密集布点、“百货+超市+X”组合业态在吸引客流, 抢占市场份额、提高销售收入方面的成功。
- **限售股解禁不等于减持, 不足“惧”:** (1) 本次解禁股票中有 21.24% 为公司董、监、高所持有, 限售期为 3 年, 尚需再锁定 2 年; (2) 本次解禁股票中有 21.38% 为服务不满 10 年的中层管理人员所持有, 若减持需打折售出, 预计减持概率较低; (3) 管理层对上市公司是间接持股, 转让奥轩股权税负约 40%, 而公司正处于高速增长期, 股价低估明显, 预计理性的管理层不会选择减持; (4) 目前公司流通股股本仅为 1 亿, 适度减持有利于提高流动性。
- **维持盈利预测不变, 下跌提供买入良机:** 预测公司 2011-2013 年营业收入增速分别为 32.4%、30.9% 和 26.8%, 3 年复合增长率 30%, 净利润复合增长率 37%, EPS 分别为 0.85、1.17 和 1.56 元。给予 2011 年 35 倍 PE, 目标价 29.75 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

- (1) 预付卡后续出台细则严厉程度超预期; (2) 公司门店拓展速度放慢

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	32.09	22.90	16.60	12.48
P/B	4.70	4.15	3.55	2.99
EV/EBITDA	14	11	8	6

资料来源: 中投证券研究所

近两个交易日，天虹商场出现了较大幅度的调整，两日累计下跌 6.94%。我们认为，调整主要来自于市场两个方面的担忧：一是市场担忧国务院办公厅于 5 月 25 日发布的《关于规范商业预付卡管理的意见》会影响公司的盈利能力；二是担忧 6 月 1 日公司管理层持有的 6363.7 万股解禁，引发减持冲击股价。我们认为，预付卡新规既不会损伤天虹商场的核心竞争力，也不会改变公司的高成长性；限售股解禁不等于减持。

一、预付卡新规不足畏

5 月 23 日下午，国务院办公厅转发了人民银行、监察部、财政部、商务部、税务总局、工商总局、预防腐败局七部门联合制定的《关于规范商业预付卡管理的意见》。5 月 24-25 日，友好集团、友阿股份、友谊股份、合肥百货、天虹商场等预付卡收入占比高的商业类公司出现深幅调整。我们认为，市场对预付卡新规的反应过度，预付卡新规对商业企业的影响客观存在，但程度有限。对天虹商场而言，公司管理规范、品牌影响力突出、资金充裕，预付卡新规不会影响其外延扩张，更不会影响其核心竞争力。

1、行业层面

从行业层面来看，我们认为此次预付卡新规主要是从 6 个方面作出了规定，但形式大于内容，实际约束有限，可操作性较弱。

(1) 购卡实名登记制度

“对于购买记名商业预付卡和一次性购买 1 万元（含）以上不记名商业预付卡的单位或个人，由发卡人进行实名登记。”

本条规定在操作上具有很大的灵活性：（1）实名登记仅限于记名的商业预付卡和一次性购买万元（含）以上不记名预付卡的，购卡者完全可以通过多次购卡规避此条。（2）只对购卡人进行实名登记，而对持卡消费人没有约束。

不过，此条会对“礼尚往来”的双方均产生一定的心理冲击。购卡实名登记便于预付卡的来源追踪，某些特殊用途的预付卡销量可能短期内会受到一定的冲击。

(2) 购卡银行转帐

“单位一次性购卡金额达 5000 元（含）以上或个人一次性购卡金额达 5 万元（含）以上的，通过银行转账方式购买，不得使用现金；使用转账方式购卡的，发卡人要对转出、转入账户名称、账号、金额等进行逐笔登记。”

此条并无多少现实指导意义。根据我们的调研，单位购卡多采用转帐或支票的方式，个人购卡多采用转帐的方式；单位或个人均较少采用现金支付的方式。而且在现实操作中，商家的电脑操作系统对转帐中涉及的双方帐户、金额等均有详细的记录。

(3) 预付卡限额发行

“不记名商业预付卡面值不超过 1000 元，记名商业预付卡面值不超过 5000 元。”

此条仅仅是增加了购卡、持卡消费过程中的麻烦程度，不会对购卡产生实质性影响。

(4) 严格发票和财务管理

“发卡人必须严格按照《中华人民共和国发票管理办法》有关规定开具发票。税务部门要加强发票管理和税收稽查，坚决依法查处发卡在零售环节出具虚假发票、购卡单位在税前扣除与生产经营无关支出等行为。财政部门要加强财务管理，严厉查处挪用预算资金、利用购卡进行公款消费等行为。”

“坚决依法查处发卡在零售环节出具虚假发票、购卡单位在税前扣除与生产经营无关支出等行为”，此规定早已有之，并未对预付卡的风行产生影响，且“与生产经营无关支出”与否往往难以界定。

值得注意的是，如果未来出台的细则严格要求预付卡发票项目填写“预付卡”、“储值卡”“购物卡”等，预计会对预付卡的销售产生一定影响。

预付卡的用途主要是用作礼品、企业发放员工福利等。不排除在相关细则出台后，大型企业为避免给税务稽查部门留下“瓜田李下”的印象，停止或减少预付卡形式的员工福利，改用旅游、考察等其他福利形式。

(5) 多用途预付卡备付金管理

“未经人民银行批准，任何非金融机构不得发行多用途预付卡。多用途预付卡发卡人必须在商业银行开立备付金专用存款账户存放预付资金，并与银行签订存管协议，接受银行对备付金使用情况的监督。”

时隔一日，人民银行公布 27 家企业及单位获得第三方支付牌照，其中不乏深圳壹卡会等多用途预付卡发行机构。多用途预付卡涵盖了消费的大部分形式，基本都具备在当地百货、超市购物的用途。多用途预付卡是百货、超市类单用途预付卡的有益补充。

(6) 关于预付卡有效期的问题

“为防止发卡人无偿占有卡内残值，方便持卡人使用，记名商业预付卡不设有效期，不记名商业预付卡有效期不得少于 3 年。对于超过有效期尚有资金余额的，发卡人应提供激活、换卡等配套服务。”

一般来讲，预付资金对商业企业的好处包括占用预付资金、获取存款利息、增加投资资金来源和过期没收卡内残值等。而对于大型商业企业来讲，卡内残值所得占其利润比例很低，本来就不是盈利的主要来源。

2、企业层面

首先，公司管理规范。一直以来，天虹商场作为国资控股、外资参股的公司，兼具国有企业管理的规范性和外资企业应对市场环境变化的灵活性。公司是预付卡管理最规范的公司之一：

- (1) 对采用转帐、支票支付方式的客户，不仅登记其转出账户名称、账号、金额等，还要求出示身份证件。
- (2) 预付卡长期有效，不占用卡内残值。
- (3) 发票正规，杜绝虚假发票。

其次,公司资金充裕,新门店拓展无忧。天虹商场于2010年5月成功IPO,募集资金净额19.22亿元,超募8.57亿元。截至2010年底,公司未使用募集资金尚余11.3亿元。公司拟每年增加10家左右新门店,募集资金、自有资金等完全可以保障公司新门店的顺利拓展。

第三,预付卡新规不影响天虹商场核心竞争力。我们认为,天虹商场的核心竞争力在于独特的定位和选址策略、完善的门店梯队、富有动力、能力和创造力的管理层团队。天虹商场预付卡收入约占总销售收入的20%,位于各百货类上市公司前列。这反映了公司突出的品牌影响力、良好的客户美誉度和卓越的市场营销能力,也从侧面证明了公司“众星拱月”区域密集布点、“百货+超市+X”组合业态在吸引客流,抢占市场份额、提高销售收入方面的成功。预付卡新规不会伤及天虹商场的核心竞争力,天虹商场将“强者恒强”。

预付卡收入是各大百货、专业连锁类上市公司预收帐款的主要组成部分。2010年A股主要百货、专业连锁类上市公司预收帐款情况如表1。

表1 2010年百货、专业连锁类上市公司预收帐款情况

证券简称	预收账款 (亿元)	流动负债 (亿元)	预收帐款/流动负债	负债合计 (亿元)	预收帐款/负债合计	营业收入 (亿元)	预收帐款/营业收入
兰州民百	3.4	5.2	64.2%	5.7	58.4%	9.2	36.4%
南京中商	16.0	55.7	28.8%	60.5	26.5%	49.4	32.4%
友谊股份	87.6	160.1	54.7%	162.0	54.1%	310.5	28.2%
西安民生	5.7	17.2	32.9%	19.8	28.6%	23.4	24.1%
友好集团	6.9	14.6	47.6%	17.6	39.5%	29.2	23.8%
友阿股份	7.7	14.7	51.9%	15.1	50.7%	35.6	21.5%
合肥百货	14.8	27.8	53.2%	28.2	52.3%	70.6	20.9%
天虹商场	19.6	38.4	51.2%	38.4	51.2%	101.7	19.3%
上海九百	0.3	3.8	6.9%	4.0	6.7%	1.5	17.6%
欧亚集团	9.1	25.3	36.2%	27.6	33.2%	52.3	17.5%
开元控股	4.3	13.3	32.3%	16.4	26.2%	25.2	17.0%
广州友谊	5.9	13.5	43.7%	13.7	43.0%	35.9	16.4%
鄂武商A	17.0	52.6	32.3%	56.1	30.2%	105.4	16.1%
新华都	6.4	12.3	52.0%	12.3	52.0%	43.6	14.6%
王府井	20.3	44.9	45.3%	45.8	44.3%	139.5	14.6%
北京城乡	2.5	7.6	32.3%	7.8	31.5%	17.9	13.7%
南京新百	2.0	18.2	10.9%	18.2	10.9%	15.4	12.9%
杭州解百	2.2	6.2	36.1%	6.5	34.4%	19.8	11.3%
新华百货	4.2	11.7	36.1%	11.7	36.1%	39.9	10.6%
三江购物	5.0	12.6	40.2%	12.6	40.1%	48.2	10.5%
中兴商业	2.4	8.0	29.9%	8.2	29.4%	24.4	9.8%
大东方	5.5	17.6	31.3%	18.1	30.5%	63.4	8.7%
豫园商城	10.3	34.3	30.1%	54.9	18.8%	120.7	8.5%
中百集团	10.0	33.2	30.2%	33.6	29.8%	118.7	8.4%
武汉中商	3.0	12.8	23.2%	19.1	15.6%	37.0	8.0%
辉隆股份	4.4	24.6	17.8%	24.6	17.8%	55.5	7.9%

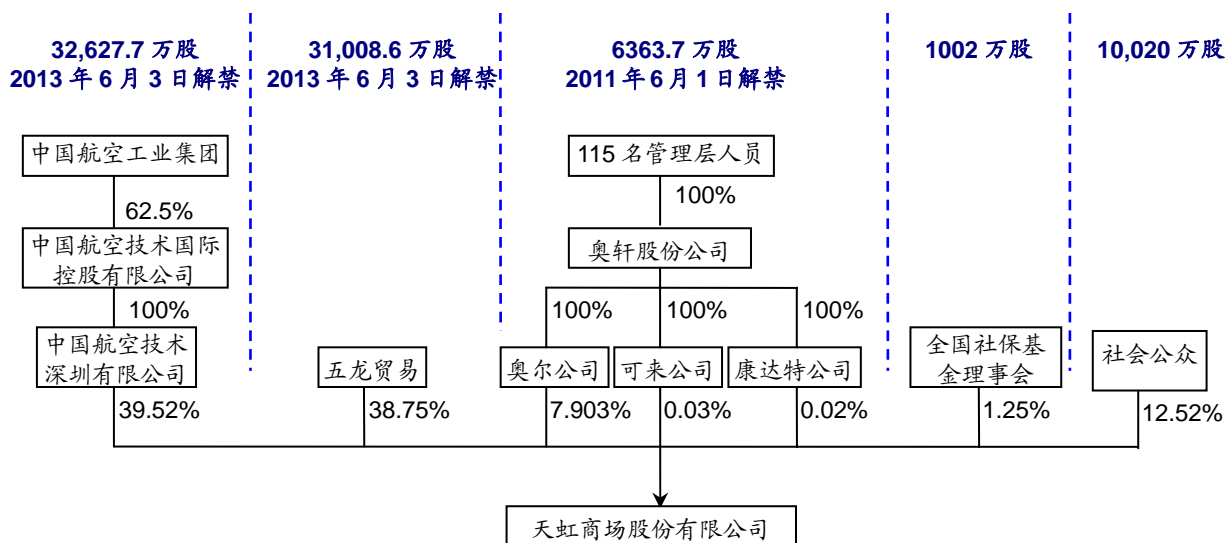
重庆百货	15.3	63.8	23.9%	63.8	23.9%	212.1	7.2%
人人乐	7.0	28.5	24.7%	28.5	24.7%	100.4	7.0%
大商股份	16.4	73.9	22.1%	87.2	18.8%	243.4	6.7%
百联股份	8.4	70.2	11.9%	74.8	11.2%	128.4	6.5%
东百集团	1.2	8.0	14.8%	8.0	14.8%	18.9	6.3%
南宁百货	1.1	7.2	15.7%	7.6	14.8%	18.6	6.1%
百大集团	0.7	15.8	4.5%	25.4	2.8%	11.8	6.0%
吉峰农机	1.9	17.4	10.7%	17.4	10.7%	36.5	5.1%
步步高	3.4	21.9	15.6%	22.5	15.1%	67.7	5.0%
成商集团	0.9	5.3	16.1%	9.9	8.7%	17.1	5.0%
西单商场	1.5	7.5	19.9%	7.6	19.7%	29.9	5.0%
华联综超	4.2	37.1	11.5%	44.7	9.5%	103.4	4.1%
银座股份	3.5	46.7	7.5%	58.0	6.0%	87.9	4.0%
徐家汇	0.7	5.2	13.7%	5.7	12.3%	20.4	3.5%
通程控股	1.1	19.5	5.6%	22.9	4.8%	32.6	3.4%
永辉超市	2.4	25.7	9.5%	27.9	8.7%	123.2	2.0%
新世界	0.6	30.9	1.8%	30.9	1.8%	30.3	1.9%
腾邦国际	0.0	1.6	1.6%	1.6	1.5%	1.7	1.5%
广百股份	0.8	20.0	3.8%	20.6	3.7%	58.2	1.3%
爱施德	1.2	5.1	23.8%	5.1	23.8%	108.9	1.1%
商业城	0.1	15.0	0.8%	15.0	0.8%	13.1	0.9%
汉商集团	0.1	9.2	0.7%	10.1	0.6%	7.4	0.9%
天音控股	1.7	55.5	3.1%	56.3	3.0%	208.8	0.8%
长百集团	0.0	2.5	1.0%	3.5	0.7%	3.4	0.7%
宏图高科	0.7	51.3	1.4%	51.3	1.4%	113.1	0.6%
苏宁电器	3.9	245.3	1.6%	250.6	1.6%	755.0	0.5%

资料来源：Wind、中投证券研究所

二、限售股解禁不足惧

2011年6月1日，公司6363.7万股首发原股东限售股份解禁，占总股本8.002亿股的7.953%。这部分解禁的股权为115名管理层通过奥轩股份公司、可来公司、奥尔公司、康达特公司间接持有的公司股权。具体情况如下图所示：

图 1 公司股权架构及解禁时间



资料来源：公司公告，中投证券研究所

我们认为，6月1日管理层持有的6363.7万股解禁不会对股价产生大的冲击，原因如下：

首先，赖伟宣、高书林、胡自轩、宋瑶明等11位高管持有6363.7万股中的1351.64万股，占比21.24%。根据上市时的承诺，董事、监事、高管所持有的股票限售期为3年，即该1351.64万股的解禁日期为2013年6月1日。

其次，根据公司的规定，若管理层出售股权时在公司服务不满10年，则必须以市价的一定折扣出售。经计算，在104名中层持股管理人员中，在公司服务不满10年的有33名，所持股权占管理层持股总数的21.38%。我们认为，服务不满10年的33名管理人员减持的概率较低。

第三，管理层对上市公司是间接持股，所持股权不能在二级市场流通。管理层套现上市公司股权需先转让奥轩股份公司的股权，涉及企业所得税、个人所得税等，预计综合税负在40%左右。以2010年为基期，预计未来3年公司营业收入年复合增长率30%、净利润复合增长率37%；而2011年动态PE仅22.88倍，相信理性的管理层不会选择减持。

第四，公司在本次解禁前流通股本仅10,020万股，流通市值仅20亿。管理层适度的减持有助于提高流动性，使股价更合理的反映公司的内在价值。

附表：管理层间接持股情况

序号	姓名	已服务年限	间接持有限售股份数量	本次解除间接持有限售股份数量	备注
1	赖伟宣	14	2,939,222.32	2,939,222.32	现任董事、高管限售期三年
2	高书林	17	1,175,688.93	1,175,688.93	现任董事、高管限售期三年
3	胡自轩	23	1,175,688.93	1,175,688.93	现任高管 限售期三年
4	宋瑶明	13	1,175,688.93	1,175,688.93	现任高管 限售期三年

5	毛明华	9	1,175,688.93	1,175,688.93	现任高管 限售期三年, 服务不满 10 年
6	侯毅	16	1,175,688.93	1,175,688.93	现任高管 限售期三年
7	吴健琼	17	1,175,688.93	1,175,688.93	现任高管 限售期三年
8	孙金成	16	1,175,688.93	1,175,688.93	现任高管 限售期三年
9	陈瑀	16	585,808.94	585,808.94	现任监事 限售期三年
10	万颖	10	585,808.94	585,808.94	现任高管 限售期三年
11	张莹	15	1,175,688.93	1,175,688.93	历任高管 限售期三年
12	邵哲芝	已退休	585,808.94	585,808.94	
13	熊燕	14	585,808.94	585,808.94	
14	张迎英	已退休	423,082.99	423,082.99	
15	李森	12	585,808.94	585,808.94	
16	曹政	12	516,650.47	516,650.47	
17	俱雯	16	423,082.99	423,082.99	
18	陆彩凤	25	516,650.47	516,650.47	
19	吴茂清	25	585,808.94	585,808.94	
20	高珉	17	585,808.94	585,808.94	
21	乔丕毅	13	585,808.94	585,808.94	
22	贺曼曼	10	516,650.47	516,650.47	
23	于博	19	516,650.47	516,650.47	
24	吕志军	10	516,650.47	516,650.47	
25	唐流峻	10	516,650.47	516,650.47	
26	王晓燕	17	423,082.99	423,082.99	
27	袁婉芳	26	516,650.47	516,650.47	
28	詹焕元	10	516,650.47	516,650.47	
29	张银花	22	423,082.99	423,082.99	
30	李雅玲	15	585,808.94	585,808.94	
31	温小华	16	585,808.94	585,808.94	
32	余振会	21	585,808.94	585,808.94	
33	张 鸿	10	516,650.47	516,650.47	
34	顾立群	18	516,650.47	516,650.47	
35	朱颖	10	516,650.47	516,650.47	
36	邹秀基	25	516,650.47	516,650.47	
37	陈云峰	6	445,194.31	445,194.31	服务不满 10 年
38	曹大江	10	516,650.47	516,650.47	
39	郑蔓	17	585,808.94	585,808.94	
40	金玉静	15	585,808.94	585,808.94	
41	闫淑华	16	585,808.94	585,808.94	
42	张泳波	12	585,808.94	585,808.94	
43	张旭华	10	585,808.94	585,808.94	
44	陈斌	18	516,650.47	516,650.47	
45	武寒茵	17	516,650.47	516,650.47	
46	何红艳	10	516,650.47	516,650.47	
47	张洁	10	516,650.47	516,650.47	

48	郑少琼	22	423,082.99	423,082.99	
49	姜勇	17	585,808.94	585,808.94	
50	胡斌	17	585,808.94	585,808.94	
51	李嵩	15	516,650.47	516,650.47	
52	勾京京	10	423,082.99	423,082.99	
53	汪颂平	已退休	1,175,688.93	1,175,688.93	
54	应华	14	516,650.47	516,650.47	
55	尹琦	14	585,808.94	585,808.94	
56	杨小萍	25	585,808.94	585,808.94	
57	王晓华	10	585,808.94	585,808.94	
58	王卫平	10	516,650.47	516,650.47	
59	闫林	17	585,808.94	585,808.94	
60	刘宝民	16	516,650.47	516,650.47	
61	周志强	16	585,808.94	585,808.94	
62	王方	10	516,650.47	516,650.47	
63	李晖	15	423,082.99	423,082.99	
64	许荣	22	423,082.99	423,082.99	
65	程军	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
66	韩志勇	10	299,417.91	299,417.91	
67	江燕	18	423,082.99	423,082.99	
68	刘演	10	423,082.99	423,082.99	
69	薛薇	10	516,650.47	516,650.47	
70	邓丽洁	12	423,082.99	423,082.99	
71	许全	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
72	李新文	12	516,650.47	516,650.47	
73	刘维凯	14	423,082.99	423,082.99	
74	宋延	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
75	邓淑华	14	516,650.47	516,650.47	
76	罗麟	9	516,650.47	516,650.47	服务不满 10 年
77	刘艳珊	10	423,082.99	423,082.99	
78	商亮	6	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
79	王喜才	25	423,082.99	423,082.99	
80	耿静芝	10	423,082.99	423,082.99	
81	徐海鸥	17	423,082.99	423,082.99	
82	贺璐璐	7	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
83	陈新霞	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
84	范永岗	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
85	张志海	10	423,082.99	423,082.99	
86	钟彩虹	17	423,082.99	423,082.99	
87	罗璇	7	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
88	尤志略	7	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
89	刘勤英	10	423,082.99	423,082.99	
90	何丽玲	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年

91	王亚非	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
92	丁轶青	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
93	宋志华	21	423,082.99	423,082.99	
94	段春霞	14	423,082.99	423,082.99	
95	程娟	7	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
96	张锋	7	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
97	刘丰江	17	423,082.99	423,082.99	
98	张一飞	7	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
99	唐梦怀	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
100	王英斌	9	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
101	何洋	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
102	常玉萍	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
103	徐楠	6	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
104	张沛	7	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
105	彭卫平	9	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
106	李云华	5	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
107	张维宏	已离职	423,082.99	423,082.99	
108	赵辉	7	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
109	王惠云	7	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
110	张迎	7	299,764.17	299,764.17	服务不满 10 年
111	李晔琳	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
112	雷鸣	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
113	涂建龙	8	165,367.43	165,367.43	服务不满 10 年
114	黄国军	8	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
115	朱永红	3	423,082.99	423,082.99	服务不满 10 年
	合计		63,637,000.00	63,637,000.00	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5061	6503	8307	10509	营业收入	10174	13472	17631	22350
现金	4453	5650	7191	9093	营业成本	7832	10384	13608	17272
应收账款	31	43	56	72	营业税金及附加	48	63	82	105
其它应收款	161	269	353	447	营业费用	1487	1901	2400	2930
预付账款	115	156	204	259	管理费用	191	253	330	416
存货	290	384	503	639	财务费用	-6	-14	-12	-7
其他	10	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2089	2318	2541	2749	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1090	1329	1552	1760	营业利润	622	883	1224	1634
无形资产	527	527	527	527	营业外收入	24	20	20	20
其他	472	462	462	462	营业外支出	4	5	5	5
资产总计	7150	8820	10848	13258	利润总额	641	898	1239	1649
流动负债	3840	5071	6467	8051	所得税	156	219	302	401
短期借款	0	0	0	0	净利润	485	680	937	1247
应付账款	1279	1765	2313	2936	少数股东损益	0	0	0	0
其他	2560	3306	4154	5115	归属母公司净利润	485	680	937	1247
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	808	1032	1389	1819
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.21	0.85	1.17	1.56
其他	0	0	0	0					
负债合计	3840	5071	6467	8051	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	400	800	800	800	成长能力				
资本公积	1912	1712	1712	1712	营业收入	26.3%	32.4%	30.9%	26.8%
留存收益	998	1238	1869	2695	营业利润	37.1%	42.1%	38.6%	33.5%
归属母公司股东权益	3310	3750	4381	5207	归属于母公司净利润	36.3%	40.1%	37.9%	33.0%
负债和股东权益	7150	8820	10848	13258	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%	24.2%
					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	32.09	22.90	16.60	12.48
					P/B	4.70	4.15	3.55	2.99
					EV/EBITDA	14	11	8	6

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 ±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

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

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

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