

政策助推、主业夯实 投资价值显现

小商品城 (600415) 评级: 买入 (首次)

股价: 21.96 元 目标价位: 28.55 元

深度报告

2010 年 7 月 23 日 星期五

消费品小组

张先萍 zxp@longone.com.cn
商贸行业 021-50586660-8633
证书编号 S0630207110042

消费品小组

卢媛媛 lyy@longone.com.cn
021-50586660-8631
证书编号 S0630208010054

联系人: 顾颖

021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 28.55
升值潜力 (%) 30.01
目标价确定日期: 2010/7/22

重要数据

总股本(亿股) 13.6
流通股本(亿股) 6.01
总市值(亿元) 298.67
流通市值(亿元) 131.98

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	5.22	6.24
3 个月	-8.75	5.82
6 个月	-1.59	16.51

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 有望获批的义乌国际贸易综合改革试点政策将会从中长期增加义乌小商品城的竞争力、助推战略转型。该方案 5 月份报国务院常务会议审批, 通过可能性极大。我们认为该试点的关键是建立便捷国际贸易通道、现代商贸流通体系和现代服务业集聚平台, 目标是把小商品城建成全球最具影响力的国际小商品贸易中心。该政策对义乌小商品城的发展具有战略意义: 中长期会增强义乌小商品城的竞争力, 会吸引更多的中小企业, 随着需求的增加, 公司的外延扩张存在条件。此外, 供需关系的改变, 也使得租金存在上涨的可能。
- 短期看, 三期二阶段和篁园项目将在明年 4 月完工, 国际商贸城三区有望提租, 一区东扩、宾王市场改造保证了明后年租金收入的增长。对于公司的最主要利润来源的小商品市场经营主业来说, 由于预收商位使用费 (2 或 5 年) 按年平均确认收入, 所以市场经营收入的增长主要来自于新建项目的开业, 新的商位使用费即为收入增量。我们预期 2010/11/12 年市场经营收入分别为 18.43/26.43/31.28 亿元。
- 房地产: 东城印象公寓、荷叶塘、杭州钱江新城和南昌储备项目, 保证未来房地产的持续收入。我们预期 2010/11/12 年房地产收入分别为 8.28/11.35/16.5 亿元。
- 打造电子商务平台补充有形市场。公司的电子商务平台的主要优势在于其网上商户与实体店铺一一对应, 解决了中国电子商务发展中最重要诚信问题。电子商务平台在几年后可能会成为公司新的盈利增长点。
- 大股东资产后续注入可期。2009 年义乌市委市政府完成国资改革, 成立了恒大公司, 并明确改革的目标是资产资本化、资本证券化, 利用上市公司平台, 逐步将优质资产有序注入, 实现整体上市。目前大股东旗下还拥有农贸城、原材料机械市场、城乡集贸市场、家具市场、装饰城、粮油市场、物资市场, 后续的资产注入值得期待。
- 盈利预测: 我们预期 10/11/12 年每股收益 0.78/1.12/1.43 元, 11 年市场

业务 25-30PE, 房地产 15PE, 目标股价 28.55 元, 给予“买入”评级。

主要财务指标					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	264,002	376,257	398,474	525,151	648,502
营业收入增长率 (%)	-9.2%	42.5%	5.9%	31.8%	23.5%
营业利润 (万元)	83,537	125,026	145,670	209,013	266,844
营业利润增长率 (%)	47.0%	49.7%	16.5%	43.5%	27.7%
净利润 (万元)	60855	91554	106323	152556	194766
净利润增长率 (%)	67.9%	50.4%	16.1%	43.5%	27.7%
每股净资产 (元)	16.25	9.37	5.15	5.83	6.69
每股收益 (元)	1.79	1.35	0.78	1.12	1.43
PE (X)	30.7	33.2	28.0	19.5	15.3
PB (X)	3.4	4.8	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA (X)	17.2	18.8	17.1	12.9	10.8

目录

1. 公司概况	4
2. 市场经营：短期新项目保增长、中长期政策助转型	5
2.1 小商品城发展背景：中小企业与“中国制造”发展、政策扶植	5
2.2 成长性和新项目：未来三年市场业务增长有保证	7
2.3 国际贸易综合改革试点：具有战略意义、值得期待	8
2.4 电子商务：有形市场与无形市场结合、具潜力的盈利增长点	8
3. 其他业务：	9
3.1 房地产：项目储备保证持续增长	9
3.2 酒店和会展业务：稳定增长	10
3.3 后续资产注入预期	10
4. 盈利预测与估值	10
5. 风险提示	11

图形目录

图 1. 公司与实际控制人股权关系图	4
图 2. 公司收入构成	4
图 3. 公司利润构成	4
图 4. 02-09 年市场经营收入复合增长率 45.74%	6
图 5. 06-09 年小商品城的市场总成交额	6
图 6. 浙江部分日用品出口情况	6

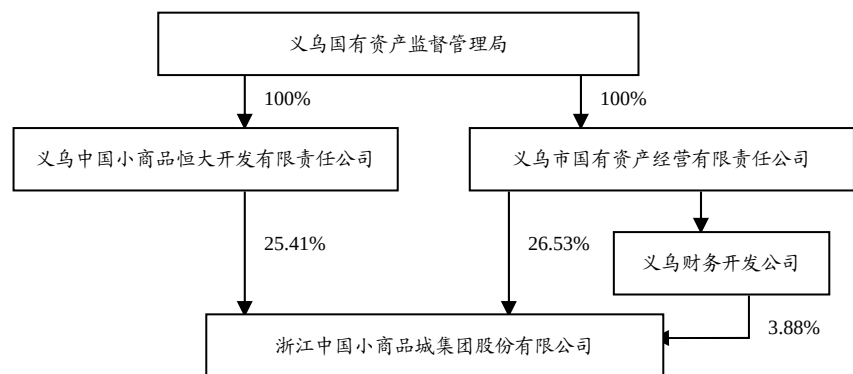
表格目录

表 1. 小商品城市场拓展情况	5
表 2. 小商品城房地产待开发项目	9
表 3. 小商品城市场收入预测	11
表 4. 小商品城房地产业务收入预测	11

1. 公司概况

浙江小商品城集团股份有限公司成立于 1993 年，系国有控股企业。2002 年 5 月，在上交所挂牌交易。公司旗下拥有 15 家分公司和 9 家参控股企业。公司的业务包括义乌小商品城的市场经济、房地产、酒店和展览广告。其中义乌小商品城的市场经济业务为公司的主要利润来源，近 3 年平均占公司利润的 70% 左右。该业务由商铺出租、物业管理及其他配套服务组成，业务收入主要为商位使用费。房地产是公司投资的另一领域，近 3 年约占其利润的 20%。公司酒店业务目前拥有两家四星酒店银都酒店和海洋酒店，另有两家在建酒店，09 年酒店业利润占总利润 4% 左右。展览广告业务占总利润的 4% 左右。

图1. 公司与实际控制人股权关系图



资料来源：公司公告、东海证券研究所

图2. 公司收入构成

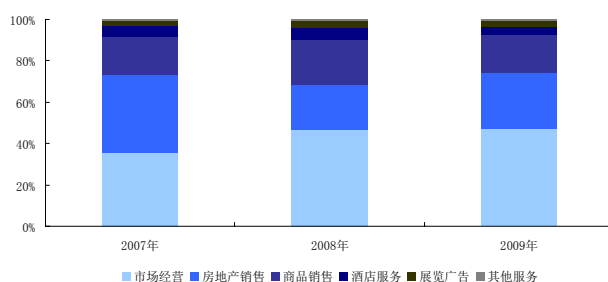
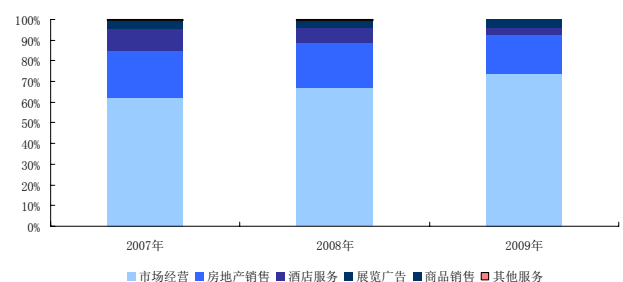


图3. 公司利润构成



资料来源：公司公告、东海证券研究所

2. 市场经营：短期新项目保增长、中长期政策助转型

2.1 小商品城发展背景：中小企业与“中国制造”发展、政策扶植

中国小商品城是一站式全球采购的贸易平台，是中小企业集群的共享式交易平台。从改革开放最初的“马路市场”发展至今，小商品城已成为拥有营业面积近 400 万平方米，由国际商贸城、篁园市场、宾王市场三个市场集群组成，商位超过 6 万个的国际性的小商品流通、信息、展示中心，中国最大的小商品出口基地之一（见表一）。

表1. 小商品城市场拓展情况

市场名称	开业时间	总建筑面积 (万平方米)	可出租面积 (万平方米)	商位数 (个)	经营内容
国际商贸城一区	2002.9 开业, 10 年开 始 1 区东扩, 估计 11 年 10 月完工	34.2	10.49	7836	花类（仿真花）、玩具和饰品配件
国际商贸城二区 (二期一阶段)	2004.10	56	16.09	7864	五金、电子、钟表等六大类产品
国际商贸城三区 (二期二阶段)	2005.10	46.2	14.22	6357	文化、办公学习用品、体育休闲用品、服装辅料
国际商贸城四区 (三期一阶段)	2008.10	108	20.9	19218	袜类、日用百货、手套、帽类等 14 类商品
国际商贸城五区 (三期二阶段)	预期 2011.4 开业	64	13.51	7381	进口商品馆、床上用品、纺织品、 针织原材料、汽车用品及配件
篁园市场	09 年 2 月开始改造, 预期 2011.4 开业	37	10.67	6785	服装
宾王市场	1995.11 建成, 预期 2011 年开始改造	28	4.32	5313	服装、针织内衣、皮革、纺织品、 床上用品、出版物、数码产品

资料来源：公司公告、东海证券研究所

小商品城市场配套有海关办事处、国际物流中心，全球 20 强海运企业中的前 12 家企业在义乌设立办事机构。境外企业办事处 1900 多家，常驻外商 10000 余名。联合国难民署、外交部等机构在义乌建立采购信息中心。市场经营商品有 16 个大类、4202 个种类、33217 个细类、170 万个单品。商品外向度达到 60%强，商品辐射 215 个国家和地区。

随着市场的不断拓展，小商品城的市场经营收入也在不断增加。从 2002 年至 2009 年，中国小商品城市场经营收入增长的 7 年复合增长率 45.74%。06-09 年小商品城市场总成交额的复合增长率为 9.3%，09 年总成交额达到 411.6 亿元，连续 19 年全国批发市场批发额榜首。

图4. 02-09 年市场经营收入复合增长率 45.74%

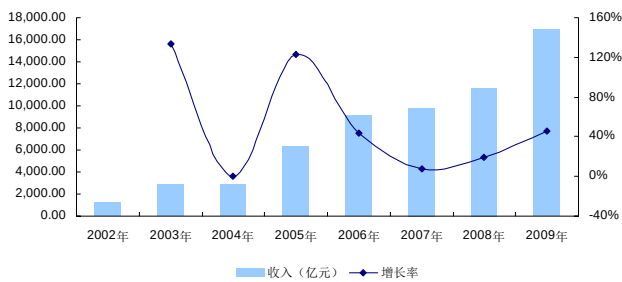
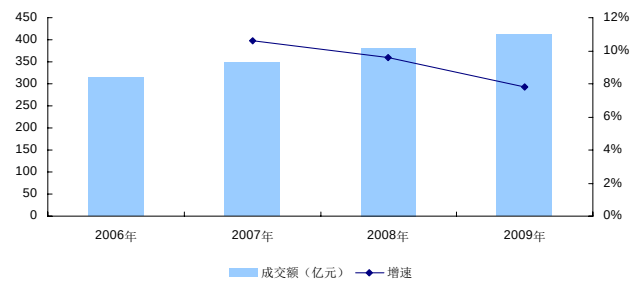


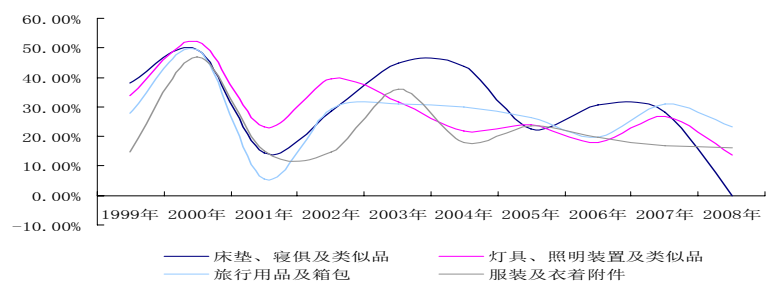
图5. 06-09 年小商品城的市场总成交额



资料来源：公司公告、东海证券研究所

小商品城快速发展的大背景是中国特别是浙江日用品中小企业的发展。浙江省是“中小企业大省”，截至2009年底，浙江省各类中小企业总数已达260多万家，目前全省企业总数的99%、工业总量的96%、工业税收的85%、外贸出口的82%、工业企业从业人员的95%都来自中小企业。浙江已经成为全国中小企业最发达的省份之一。在浙江中小企业发展的背景下，作为中小企业对外交流交易平台的小商品城也得以发展。此外我们认为在相当长时间内，“中国制造”的日用品在全球仍将具有竞争力优势，与西方国家相比，中国更具成本优势；与东南亚国家相比，中国具有产业链完善的优势。可以说，中国制造的商品和中国中小企业的发展是小商品城发展的土壤。

图6. 浙江部分日用品出口情况



资料来源：CEIC、东海证券研究所

义乌小商品城的发展也离不开政策的支持。义乌市委市政府“兴商建市”的发展战略，把市场摆在义乌经济社会发展的龙头地位。批发市场由地方政府出资建设，经营市场的利润所得都投入到市场的再建设、再开发，形成了滚动发展、良性循环。义乌的市场经过8次搬迁、11次扩建后，一步步从一个区域专业市场发展为全国性的小商品流通中心。近些年来，鉴于义乌市场及“义乌商圈”独特的优势和特色，国家大力支持义乌在经济社

会发展中“先行先试”，给予了很多扶持政策。比如：国务院批准义乌为全国首批外事审批权试点县级市，批复商务部在义乌主办国际性展会；商务部主办中国义乌国际小商品博览会，向全球发布“义乌-中国小商品指数”；最高人民法院在义乌基层法院实行可管辖涉外民商案件、审理部分知识产权民事纠纷案件；公安部授权义乌受理、审批、发放外国人签证和居留许可；海关总署在义乌试行简化归类等支持小商品出口市场发展的政策，并设立义乌海关；国家口岸办在义乌临时开放全国首个县级市航空口岸。

2.2 成长性和新项目：未来三年市场业务增长有保证

目前公司在建的项目有国际商贸城五区、篁园市场改造、一期东扩项目，计划 2011 年对宾王市场改造。这些新项目的陆续开业将会保证公司未来三年市场经营收入的增长。

国际商贸城五区市场总建筑面积 64 万平米，可出租面积 13.51 万平米，商位数 7381 个。地面五层，二至五层通过连接体与四区市场衔接，地下二层。五区市场未来将经营进口商品馆、床上用品、纺织品、针织原材料、汽车用品及配件，目前进口商品馆已有 55 个国家和地区在国际商贸城三区五楼专营进口商品。而国际商贸城三区五楼将用于画业扩容。由于国道改造，导致五区市场开业晚于 10 年 10 月份，预期五区市场将在 11 年 4 月份开业，我们预期五区市场全年的租金收入 5.86 亿元。

篁园市场总建筑面积 37 万平米，可出租面积 10.67 万平米，商位 6785 个，地面八层、地下一层。篁园市场定位专业服装城，符合服装市场国际化、品牌化、多元化的发展趋势，有利于提升义乌服装市场的竞争力，推进专业化、规模化发展。篁园市场从 09 年 2 月开始改造，预期 11 年 4 月开业。我们预期篁园市场全年的租金收入 4.32 亿元。

国际商贸城一区市场东侧扩建工程用于饰品及配件行业扩容，预期 10 年开始建设，到 11 年 10 月份开业，我们预期去年市场租金收入在 1.35 亿元。国际商贸城三区五楼（原进口馆区块）用于画业行业扩容。宾王市场预期 11 年改造，12 年开业。

2.3 国际贸易综合改革试点：具有战略意义、值得期待

国际贸易综合改革试点的背景：09年10月，浙江省人民政府正式向国务院上报了要求开展“中国义乌国际贸易综合改革试点”的请示。温家宝总理及李克强副总理、王岐山副总理等领导人非常重视，并作出了重要批示和指示。根据温总理等国家领导人的指示精神，商务部、外交部、工商总局等10多个国家部委领导相继来到义乌实地进行调研、论证。该试点首次被写入10年浙江省政府工作报告。该方案5月份报国务院常务会议审批，我们认为通过可能性极大。

国际贸易综合改革试点，主要围绕着商品的出口、进口、转口的便捷便利展开，可能包括：围绕着小商品出口、进口、转口，制定特别的检验检疫办法和海关监管查验办法以及其他相关配套政策；内陆口岸建设以及相关机构设置；推进现代物流基础设施建设；产业集聚平台建设。

我们认为该试点的关键是建立便捷国际贸易通道、现代商贸流通体系和现代服务业集聚平台，目标是把小商品城建成全球最具影响力的国际小商品贸易中心。该政策对义乌小商品城的发展具有战略意义：中长期会增强义乌小商品城的竞争力，促进市场的持续繁荣，会吸引更多的中小企业进入市场。随着需求的增加，公司的外延扩张存在条件。此外，供需关系的改变，也使得市场租金存在上涨的可能。如果该政策能通过，从中长期看，将会十分有利于公司的发展。

2.4 电子商务：有形市场与无形市场结合、具潜力的盈利增长点

中国目前最优秀的电子商务平台是阿里巴巴，以电子商务的发展时机来说阿里巴巴的成功是难以复制的。与阿里巴巴相比，小商品城要建立电子商务的主要优势在于公司的电子商务是基于有形市场的，网上商户与实体店铺一一对应，从而解决了中国电子商务发展中最重要诚信问题。阿里巴巴的马云曾说过“关键在于必须保证企业的网上身份与真实身份相符，并建立完善的诚信评价体系，让大家在一个相互信任的环境里赚钱。”所以小商品城这种基于有形市场的发展起来的电子商务具有某种先天优势。

公司要打造的电子商务平台应该说是为有形市场服务，是有形市场的补

充，而不是要取代实体市场。公司欲在三年内打造有义乌小商品城特色的电子商务平台，包括建立并完善信息发布平台、网上工作平台、支付交易平台。在近两年内，我们预期电子商务还不会贡献可观的盈利，因为在电子商务推广的前期公司可能不会收费（阿里巴巴和淘宝也是在前三年免费使用推广），但是在商户使用电子商务有效果后，公司可以开发出电子商务的盈利模式，比如包括增加实体店铺的租金，利用公司的支付平台收取佣金。电子商务是公司未来具有潜力的盈利增长点。

3. 其他业务：

3.1 房地产：项目储备保证持续增长

房地产业务是公司现金流充沛条件下投资的一个方向，房地产开发具有十几年的经验，房产开发项目主要在义乌和杭州市场。目前公司可售未售的楼盘和储备的土地包括东城印象、荷叶塘、杭州钱江新城、南昌红谷滩。

东城印象公寓：位于杭州市江干区新塘路，可售面积 3.54 万平米，预期销售均价在 21000 元/平米，项目收入 7.43 亿元，2010 年将逐步确认收入。

荷叶塘：位于义乌市稠城街道荷叶塘住宅区，08年5月公司拍得此地块项目。地块面积13.71万平米，土地出让金20.8亿元，可售面积40.4万平米。预期2010年开始建设，2011年逐步确认收入。

杭州钱江新城：09年7月公司拍得此地块项目，土地面积3.81万平米，土地出让金18.9亿元，楼面价20543元/平米。估计2012年可确认收入。

南昌红谷滩：10年4月公司拍得此地块项目，土地面积10.84万平米，用于住宅和商用，土地出让金4.84亿元，折合楼面价2314.5元/平米。估计2012年后确认收入。

表2. 小商品城房地产待开发项目

土地名称	土地面积 (万平米)	土地出让 金(亿元)	楼面价 (元/平米)	拿地时间
南昌红谷滩新区凤凰洲 A04、10、13、15 地块				
	10.84	4.84	2314.5	2010.4
杭州上城区（钱江新城）				
	3.81	18.9	20543	2009.7
荷叶塘	13.71	20.8	--	2008.5

资料来源：公司公告、东海证券研究所

3.2 酒店和会展业务：稳定增长

公司目前拥有两家四星酒店银都酒店和海洋酒店。海洋酒店定位豪华商务酒店，与国际商贸城二期构成连体建筑，总建筑面积 3.05 万平米，拥有客房 285 间。银都酒店毗邻宾王市场，拥有客房 225 间。09 年公司酒店收入 1.38 亿元。目前公司在新建国际博览中心配套酒店、新篁园市场配套酒店，预期分别于年底和 12 年开业。

会展是公司市场业务的辅助业务之一。中国小商品城梅湖会展中心是公司主要展馆，占地 7 万平方米，建筑面积 46500 平方米，是华东地区规模最大的大型专业展馆之一。09 年国际博览中心投入使用，缓解了展位需求不足的状况。09 年公司展会广告的收入为 1.04 亿元。我们预期该业务今后增长稳定。

3.3 资产注入可期

2009 年义乌市委市政府完成国资改革，成立了恒大公司，确立了公司的核心地位，并明确改革的目标是资产资本化、资本证券化，引导企业走上市场发展道路，利用上市公司平台，逐步将优质资产有序注入，实现整体上市。国资改革的定位为公司的未来发展提供了一种新的机遇。

2009 年恒大公司所属各大市场成交额共计 525 亿元，拥有 8 个全资、控股、参股公司，包括浙江中国小商品城集团股份有限公司、义乌市物资再生利用有限公司、义乌市国际会议中心等，管辖国际商贸城、宾王市场、农贸城、原材料机械市场、城乡集贸市场、家具市场、装饰城、粮油市场、物资市场等。后续的资产注入值得期待。

4. 盈利预测与估值

2010 年租金收入增长：三期一阶段 5 楼招租、部分空置商铺招租。

2011 年租金收入增长：国际商贸城五区 9 个月租金收入、篁园市场 9 个月租金收入、三区提租、一区东扩 2 个月租金收入。

2012 年租金收入增长：国际商贸城五区、篁园市场全年租金收入、一期东扩项全年租金收入，宾王市场租金收入。

假设：1、国际商贸城五区、篁园市场于 11 年 4 月开业、一区东扩于 11 年 10 月开业，宾王市场 12 年开业。

2、假设国际商贸城五区的加权租金与四区一样，出租率为可租售面积的

90%。

3、假设国际商贸城三区的租金从 11 年上调，每年上调 4%。

4、一区东扩可租面积 3 万平米，租金 4500 元/平米。

5、篁园市场的收入预测：按照可出租面积 90%出租率，每平米 4500 元。

表3. 小商品城市场收入预测

市场名称	总建筑面积 (万平方米)	可出租面积 (万平方米)	商位数 (个)	10 年收入 E (亿元)	11 年收入 E (亿元)	12 年收入 E (亿元)
国际商贸城一区	34.2	10.49	7836	1.73	2.27	3.08
国际商贸城二区	56	16.09	7864	4.28	4.28	4.28
国际商贸城三区	46.2	14.22	6357	2.06	2.14	2.14
国际商贸城四区	108	20.9	19218	10.10	10.10	10.10
国际商贸城五区	64	13.51	7381	0.00	4.40	5.86
篁园市场	37	10.67	6785	0.00	3.24	4.32
宾王市场	28	4.32	5313	0.40	0.00	1.50
合计	373.4	90.2	60754	18.57	26.43	31.28

资料来源：公司公告、东海证券研究所

表4. 小商品城房地产业务收入预测

项目名称	项目位置	可售面积 (平方米)	销售均价 (元/平方米)	10 年收入 E (亿元)	11 年收入 E (亿元)
嘉和公寓	义乌城中西路与 雪峰路交叉口	87399	10800	1.2	0
商城·东城印象公寓	杭州市江干区新 塘路	35418	21000	7.08	0.35
荷叶塘	义乌市稠城街道 荷叶塘住宅区	404000	11000	0	11
合计				8.28	11.35

资料来源：公司公告、东海证券研究所

我们预期公司 10/11/12 年每股收益 0.78/1.12/1.43 元，给予 11 年市场业务 25-30PE，房地产 15PE，目标股价 28.55 元，给予“买入”评级。

5. 风险提示

国际贸易试点政策能否通过；各项目的开业时间能否如预期；地产市场不确定性导致销售情况不确定性的风险

资产负债表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	67366	49920	49920	160217	372964	营业收入	264002	376257	398474	525151	648502
应收款项	11414	20403	21834	28775	35534	增长率	-9.2%	42.5%	5.9%	31.8%	23.5%
存货净额	294841	261438	171549	222622	274691	营业成本	132766	199270	199778	255500	312562
其他流动资产	3996	108598	19924	26258	32425	营业成本/营业收入	50.3%	53.0%	50.1%	48.7%	48.2%
流动资产合计	377617	440360	263227	437871	715614	营业税金及附加	14894	19755	19924	26258	32425
固定资产	397494	442353	499396	517906	510701	销售费用	11975	11887	10360	10503	12322
无形资产及其他	389847	389247	376272	363297	350322	销售费用/营业收入	4.5%	3.2%	2.6%	2.0%	1.9%
投资性房地产	44285	44686	44686	44686	44686	管理费用	21336	20551	19924	23632	25940
长期股权投资	449	5668	5668	5668	5768	管理费用/营业收入	8.1%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
资产总计	1209692	1322314	1189249	1369428	1627092	财务费用	1116	(256)	3338	766	(1071)
短期借款及交易性金											
融负债	15795	86331	41598	0	0	投资收益	1526	9	500	500	500
						资产减值及公允价值					
应付款项	77288	119115	90063	116876	151080	变动	(95)	32	20	20	20
其他流动负债	539285	472527	347695	448604	551884	其他收入	191	(63)	0	(0)	0
流动负债合计	632368	677973	479357	565481	702964	营业利润	83537	125026	145670	209013	266844
长期借款及应付债券	20000	0	0	0	0	增长率	47.0%	49.7%	16.5%	43.5%	27.7%
其他长期负债	0	976	976	976	1076	营业外净收支	61	738	0	0	0
长期负债合计	20000	976	976	976	1076	利润总额	83598	125764	145670	209013	266844
负债合计	652368	678949	480333	566457	704040	增长率	47.9%	50.4%	15.8%	43.5%	27.7%
少数股东权益	4584	5844	7602	10125	13345	所得税费用	20930	31681	36417	52253	66711
股东权益	552741	637520	701314	792847	909707	少数股东损益	1813	2529	2930	4204	5367
负债和股东权益总计	1209692	1322314	1189249	1369428	1627092	归属于母公司净利润	60855	91554	106323	152556	194766
						增长率	67.9%	50.4%	16.1%	43.5%	27.7%
关键财务与估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.79	1.35	0.78	1.12	1.43	净利润	60855	91554	106323	152556	194766
每股红利	0.20	0.00	0.31	0.45	0.57	资产减值准备	86	127	(32)	0	0
每股净资产	16.25	9.37	5.15	5.83	6.69	折旧摊销	27932	41665	56214	65332	74882
ROS	23%	24%	27%	29%	30%	公允价值变动损失	95	(32)	(20)	(20)	(20)
ROE	11%	14%	15%	19%	21%	财务费用	1116	(256)	3338	766	(1071)
毛利率	50%	47%	50%	51%	52%	营运资本变动	67471	(104417)	23218	63374	72588
EBIT Margin	31%	33%	37%	40%	41%	其它	1727	2403	1789	2522	3220
EBITDA Margin	42%	44%	51%	52%	52%	经营活动现金流	158167	31300	187493	283765	345436
收入增长	-9%	43%	6%	32%	23%	资本开支	(233303)	(76188)	(100231)	(70848)	(54682)
净利润增长	68%	50%	16%	43%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
资产负债率	54%	52%	41%	42%	44%	投资活动现金流	(232574)	(81407)	(100231)	(70848)	(54782)
息率	0.4%	0.0%	1.4%	2.1%	2.6%	权益性融资	0	0	0	0	0
P/E	30.7	33.2	28.0	19.5	15.3	负债净变化	20000	(20000)	0	0	0
P/B	3.4	4.8	4.2	3.8	3.3	支付股利、利息	(6804)	0	(42529)	(61022)	(77906)
EV/EBITDA	17.2	18.8	17.1	12.9	10.8	其它融资现金流	30445	72661	(44733)	(41598)	0

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张先萍, 消费品行业分析师, 3 年行业经验

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122