



# 未来成长性无虞

## 主业市场经营业务成长点不断

公司的通过不断的新增、扩建等方法带来的外延市场面积的扩大，现在看来，这种外延增长的成长方式并不会停止。除了 5 区和笕园市场 2011 年投入经营，公司后续还会有义西生产资料市场、一区东扩等新项目投入，公司的潜在的成长点不断，可持续成长性无虞。已有存量市场的成长性也不是静态的：为了适应不断增长的租金上涨趋势，公司有可能会借助老旧市场翻新改建的机会，重新招租和定租，并且可以通过改扩建来加大使用效率；此外公司新增市场的租金确认方法的改变带来未来业绩提升的更多想象空间。

## 房地产业务 2011 年进入确认高峰期

2010 年预计主要确认嘉禾广场剩余 1.36 亿元销售款及原来几个项目的少量残余，预计房地产实现销售收入 1.5-2.0 亿元。2011-2012 年，公司的房地产项目将进入确认高峰期，主要确认杭州东城印象和义乌荷叶塘项目，预计 2011 年和 2012 年可分别确认收入近 30 亿元和 40 亿元以上。

## 盈利预测

我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为，0.61、1.20、1.66 元，其中房地产业务分别贡献 0.03、0.34、0.44 元，市场经营业务贡献 0.58、0.86、1.22 元，市场经营业务净利润复合增长 43%。我们给予市场经营业务 2011 年 40 倍 PE，房地产业务 2011 年 15 倍 PE，计算可得每股价值为  $0.86 \times 40 + 0.34 \times 15 = 39.5$  元。2011 年 1 月 6 日股价为 36.45 元，给予公司“增持”评级。

## 预测和比率

| 单位：万元 | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入  | 376,257 | 320,817 | 702,296 | 956,091 |
| yoy   | 42.52%  | -14.73% | 118.91% | 36.14%  |
| 净利润   | 91,554  | 82,466  | 163,054 | 225,519 |
| yoy   | 50.45%  | -9.93%  | 97.72%  | 38.31%  |
| 毛利率   | 47.04%  | 49.54%  | 46.54%  | 47.56%  |
| 净利率   | 24.33%  | 25.71%  | 23.22%  | 23.59%  |
| ROE   | 14.62%  | 11.76%  | 19.45%  | 21.89%  |
| EPS   | 0.67    | 0.61    | 1.20    | 1.66    |
| PE(X) | 54.2    | 60.1    | 30.4    | 22.0    |
| PB(X) | 7.7     | 3.5     | 2.9     | 2.4     |

## 小商品城 (600415)

### 维持评级

### 增持

张新红

zhangxinhong@csc.com.cn

010-86130996

执业证书编号：S1440110070038

发布日期：2011 年 1 月 7 日

当前股价：35.15 元

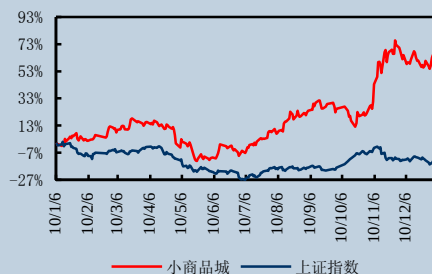
目标价格 6 个月：40 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

|                 | 1 个月      | 3 个月        | 12 个月       |
|-----------------|-----------|-------------|-------------|
|                 | 4.40/4.53 | 32.04/25.16 | 64.98/77.76 |
| 12 月最高/最低价 (元)  |           |             | 51.25/17.9  |
| 总股本 (万股)        |           |             | 136080.35   |
| 流通 A 股 (万股)     |           |             | 60125.87    |
| 总市值 (亿元)        |           |             | 478.32      |
| 流通市值 (亿元)       |           |             | 211.34      |
| 近 3 月日均成交量 (万)  |           |             | 1132.77     |
| 主要股东            |           |             |             |
| 义乌市国有资产经营有限责任公司 |           |             | 26.53%      |

### 股价表现



## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 一、企业概况 .....               | 1  |
| 二、公司的市场经营业务成长性具有可持续性 ..... | 2  |
| 1、公司主要存量市场的情况 .....        | 2  |
| 2、增量市场 .....               | 3  |
| 3、后续可开发项目 .....            | 3  |
| 三、房地产业务 .....              | 5  |
| 四、其它业务 .....               | 6  |
| 五、财务分析 .....               | 7  |
| 1、成长能力和盈利能力 .....          | 7  |
| 2、盈利质量 .....               | 7  |
| 3、财务政策 .....               | 7  |
| 4、现金流情况 .....              | 8  |
| 5、单季度财务分析 .....            | 8  |
| 六、盈利预测和估值 .....            | 10 |
| 1、盈利预测前提假设 .....           | 9  |
| 2、相对估值 .....               | 12 |

## 图表目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图 1：小商品城股权结构 .....         | 1  |
| 图 2：公司收入和净利润的成长性 .....     | 7  |
| 图 3：公司的盈利能力预测 .....        | 7  |
| 图 4：单季度财务收据和财务指标图标对比 ..... | 9  |
| 表 1：限售解禁表 .....            | 1  |
| 表 2：存量市场情况介绍 .....         | 2  |
| 表 3：存量市场商铺结构和商位租金 .....    | 2  |
| 表 4：公司增量市场情况 .....         | 3  |
| 表 5：国际商贸城 5 区招商情况预测 .....  | 4  |
| 表 6：篁园市场招商情况预测 .....       | 4  |
| 表 7：公司现有房地产项目情况 .....      | 5  |
| 表 8：房地产收入确认预测 .....        | 5  |
| 表 9：公司酒店业务基本情况 .....       | 6  |
| 表 10：公司收益质量 .....          | 7  |
| 表 11：公司现金流情况 .....         | 8  |
| 表 12：公司单季度财务情况 .....       | 8  |
| 表 13：单季度财务指标 .....         | 8  |
| 表 14：盈利预测和财务报表预测 .....     | 10 |
| 表 15：相对估值指标 .....          | 12 |



|                            |    |
|----------------------------|----|
| 表 16: 商业零售类股票估值和盈利预测 ..... | 13 |
|----------------------------|----|

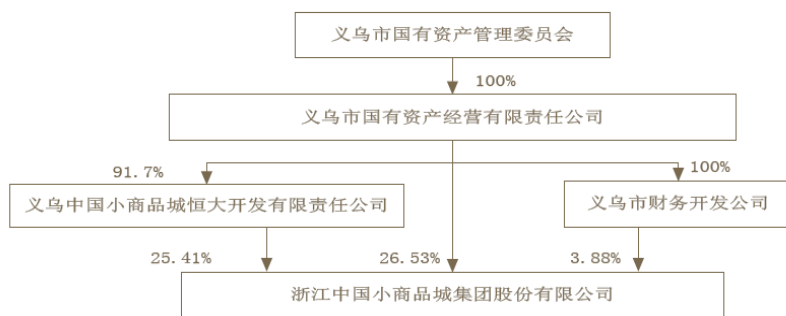
## 一、企业概况

义乌是我国最大的小商品集散地，目前已形成以中国小商品城为核心，11 个专业市场(通信市场、家电市场、旧货市场、汽车城、义乌装饰城、物资市场、义乌农贸城、家具市场、二手车交易市场、木材市场、出版物中心)、20 多条专业街相支撑，运输、产权、劳动力等要素市场相配套的市场体系。义乌在国际贸易、涉外管理、国际交流与合作等方面建立了良好的基础，已成为国内众多中小企业开拓和接轨国际市场的重要桥梁。义乌市场上 60%的产品来自义乌以外的国内其他地区，有来自 180 多个国家和地区的 1 万多名外商常驻义乌。2009 年义乌海关成立，方便了商品出口，更增强了义乌小商品城市场的竞争优势。此外，义乌小商品城正在积极争取义乌国际贸易综合改革试点政策仍处于最后的审批环节，如审批成功，将为公司带来政策、战略、竞争力等多方面的推进。

义乌目前各类市场总体量约 570 万平米，小商品城为 391 万平米，体量占比接近 70%；2009 年，义乌各类市场成交额达到 556.1 亿元，小商品城成交额 411.6 亿元，市场份额高达 74%，同比增长 7.8%。市场成交额已经连续 19 年位居全国各大专业市场榜首，成为全球最大的日用消费品流通中心、展示中心和中国重要的商品出口基地。

政府主导模式下，小商品城成为政府整合义乌市场资源的平台。公司的实际控制人是义乌市国资委，实际控制股权比例为 53.7%。公司的第二大股东恒大开发（同属于国资委控股）有限责任公司旗下仍有多家市场，包括农贸城、家具市场、装饰城等 9 家市场，不排除未来会通过各种方式注入上市公司运营。

图 1：小商品城股权结构



数据来源：公司公告、中信建投证券

公司最近一期解禁股解禁在 2011 年 8 月 29 日，短期内，公司无限售股解禁压力。

表 1：限售解禁表

| 上市日期      | 上市股份数量(股)   | 占已流通数量比例(%) | 占总股本比例(%) | 限售股份数量(股)   | 上市股份类型     |
|-----------|-------------|-------------|-----------|-------------|------------|
| 2012/8/14 | 398,490,400 | 66.28       | 29.28     | 0           | 股权分置限售股份   |
| 2011/8/29 | 361,054,448 | 60.05       | 26.53     | 398,490,400 | 定向增发机构配售股份 |
| 2008/6/6  | 2,641       | 0           | 0         | 49,811,300  | 股权分置限售股份   |
| 2007/8/14 | 17,796,868  | 23.68       | 14.24     | 49,813,941  | 股权分置限售股份   |
| 2006/8/14 | 4,444,701   | 7.75        | 3.56      | 67,610,809  | 股权分置对价股份   |

数据来源：公司公告、中信建投证券



## 二、公司的市场经营业务成长性具有可持续性

### 1、公司主要存量市场的情况

公司目前的主营业务包括市场经营、房地产开发、酒店、会展、商品销售等，分别占据收入总额的比例为56%、11%、4.8%、2.2%（2010年前三季度）。公司的市场经营业务由商铺出租、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。公司的商位出租分为：定向安排、定向招商和招投标三种模式，针对的商户和收取的商位费均不相同。目前公司有存量市场5个。

表 2：存量市场情况介绍

| 门店      | 建筑面积（万平） | 商铺个数  | 市场定位                                                            | 开业时间        |
|---------|----------|-------|-----------------------------------------------------------------|-------------|
| 国际商贸城一区 | 34       | 9000  | 设主体市场、生产企业直销中心、商品采购中心、仓储中心、餐饮中心五大经营区，主要经营花类（仿真花）、玩具、饰品、特色工艺品等品类 | 2002 年 9 月  |
| 国际商贸城二区 | 60       | 8000  | 一至三层为主体市场，四至五层为生产企业直销中心，主要经营五金、电子、电器、箱包、雨具、钟表等六大品类              | 2004 年 1 月  |
| 国际商贸城三区 | 46       | 6100  | 一至三层为主体市场，四层为生产企业直销中心，五层为进口商品馆，主要经营笔墨眼镜、办公、体育用品、化妆品、服装辅料等品类     | 2005 年 10 月 |
| 国际商贸城四区 | 108      | 16000 | 袜类、日用百货、鞋帽、线带、内衣等，内设高架车道，车辆可直达市场各楼层                             | 2008.1      |
| 宾王市场    | 32       | 5700  | 服装、针织内衣、皮革、纺织品、床上用品、衬衫、出版物和数码产品等 8 个行业商品。                       | 1955 年 11 月 |

数据来源：公司公告、中信建投证券

表 3：存量市场商铺结构和商位租金

|         | 可出租面积 | 商位数（个）  |        |        | 商位租金(元/m2.年) |        |      |
|---------|-------|---------|--------|--------|--------------|--------|------|
|         |       | 定向安排    | 定向招商   | 招投标    | 定向安排         | 定向招商   | 招投标  |
| 国际商贸城四区 | 21.1  | 10495.5 | 1588.5 | 2935.5 | 2765.8       | 4250   | 8758 |
| 国际商贸城三区 | 14.49 | 3800.5  | 978.5  | 1586   | 1914         | 1235   | 4508 |
| 国际商贸城二区 | 16.1  | 4564    | 1285   | 2026.5 | 1958         | 980    | 3925 |
| 国际商贸城一区 | 10.52 | 5310    | 615.5  | 1925   | 1630         | 1715   | 6685 |
| 宾王市场    | 5.96  | 322     | 942    | 5      | 487.8        | 1041.3 | 4326 |

数据来源：公司公告、中信建投证券



## 2、增量市场

随着产业集群效应的扩大，小商品城的辐射能力、聚客能力不断增强。已有存量市场已经无法满足交易规模的需求。公司可通过新建市场、翻新扩建老市场、加大市场使用效率等方法来实现市场的外延增长。2011-2012 年公司有多个增量市场投入运营。

表 4：公司增量市场情况

| 门店          | 建筑面积（万平米） | 租金水平 | 商铺       | 市场定位                                    | 开业时间            |
|-------------|-----------|------|----------|-----------------------------------------|-----------------|
| 国际商贸城一区东扩项目 | 21.5      | 8000 | 2892     | 饰品及饰品配件行业扩容，                            | 2012 年 12 月     |
| 国际商贸城四区 5 层 | 15.75     | 1427 | 1500     | 生产企业直销中心和产业基地，布局日用百货、帽类、鞋类、围巾、文胸内衣等五个行业 | 2011 年一季度       |
| 国际商贸城五区开业   | 59.16     | 6000 | 预计为 7381 | 筹划经营进口商品、床上用品、纺织品、针织原材料、汽车用品及配件         | 预计 2011 年 4 月开业 |
| 篁园市场翻建后运营   | 39.22     | 5800 | 7000     | 日用百货、针棉、鞋类、线带四大行业                       | 预计 2011 年 4 月开业 |

数据来源：公司公告、中信建投证券

除以上已经确定项目以外，后续仍有可能通过改扩建的方式来不断成长。公司计划对最为古老的宾王市场 2011 年开始改建。对于年代较为久远的 1 区、2 区，不排除公司会采取翻建的方法调整商户结构组合并借机提高租金。

## 3、后续可开发项目

公司 1 月 5 日公告董事会通过投资建设义西生产资料市场的议案。公司 1 月 5 日发布董事会决议公告：审议通过《关于审议投资建设义乌西生产资料市场的议案》；义西生产资料市场的启动开发，成为公司未来可持续发展的另一个看点。义西生产资料市场是义乌生产资料的集散地，经营模式与公司以往商品市场相同，但市场的主要流通商品为生产资料，包括新型原材料、成套设备、工器具、零部件、配件及原辅材料等。

义西生产资料市场原来属于大股东恒大公司，此次按照政府意愿由上市公司进行项目规划建设。规划总用地面积 1774000 平方米（约合 2661 亩）。一期规划总建筑用地约 500 亩，一期建筑规模 50 万平方米，地上三层，地下两层，主要布局机械和零部件、原辅材料等行业生产资料。其中：地上建筑面积约为 28 万平方米，地下建筑面积为 22 万平方米。

目前该项目处于土地审批程序中，项目尚未开始规划，预计一期达到运营状态需要 2-3 年的时间。项目总需投资 18.99 亿元，计划银行贷款 12.07 亿元，其余自筹。项目预测经营收入约为 25012 万元。项目在运营期前一年亏损，后续运营年限均保持赢利，预计每年税后利润总额约为 1.72 亿元。

义西生产资料市场的规划建设将使得小商品城的后续可持续发展再增看点。2011 年-2013 年来看，2011 年篁园市场、5 区以及四区 5 层的投入运营使得 2011 年的业绩增长无忧，2012 年公司一区东扩新增 5000 个铺位、宾王市场改造重新运营以及多个房地产项目的确认成为业绩增长点，2013 年以后义西市场将接过成长的接力棒。

公司的成长能力超出预期，除了通过不断的新增、扩建等方法带来的外延市场面积的扩大，公司新增市场



的租金确认方法的改变带来业绩的更多想象空间。

#### 4、租金确定模式的改变

公司最近公布的国际商贸城 5 区和篁园市场的租金确认方法有了较大的改变，不再以固定租金，按照不同的商户类型和楼层乘以基准价乘以相应系数。其中预计定向安排和定向招商部分为比例为 65%，市场招投标比例为 35%，预计前者招租的价格维持在 4000 -4500，市场招租价格为 8500-10000 元。

表 5：国际商贸城 5 区招商情况预测

|             | 2011E   | 2012E   |
|-------------|---------|---------|
| 租金收入（万元）    | 52,695  | 79,042  |
| 租赁时间        | 8 个月    | 12 个月   |
| 面积（万平米）     | 59.16   | 59.16   |
| 有效出租率       | 22.8%   | 22.8%   |
| 有效出租面积（万平米） | 13.5    | 13.5    |
| 每平米租金（元/年）  | 3,906.7 | 5,860.0 |
| 定向安排和定向招商租金 | 4,300   | 4,300   |
| 定向安排和定向招商比例 | 70%     | 70%     |
| 市场招投标租金     | 9,500   | 9,500   |
| 市场招投标比例     | 30%     | 30%     |
| 成本          | 15,808  | 19,761  |
| 毛利率         | 70.0%   | 75.0%   |

数据来源：公司公告、中信建投证券

表 6：篁园市场招商情况预测

|             | 2011E    | 2012E    |
|-------------|----------|----------|
| 租金收入（万元）    | 40,617   | 60,926   |
| 租赁时间        | 8 个月     | 12 个月    |
| 面积（万平米）     | 39.22    | 39.22    |
| 有效出租率       | 27.4%    | 27.4%    |
| 有效出租面积（万平米） | 10.7     | 10.7     |
| 每平米租金（元/年）  | 3,853.3  | 5,780.0  |
| 定向安排和定向招商租金 | 4,300    | 4,300    |
| 定向安排和定向招商比例 | 70%      | 70%      |
| 市场招投标租金     | 9,000    | 9,000    |
| 市场招投标比例     | 30%      | 30%      |
| 成本          | 16,246.9 | 18,277.7 |
| 毛利率         | 60.00%   | 70.00%   |



数据来源：公司公告、中信建投证券

5 区和篁园市场租金确定方式发生一定的变化，是市场发展的必然。我们认为相对于房间 2009-2010 年的涨幅，专业市场类的租金价格并没有太大变化，后续跟随资产价格租金出现持续的上涨是市场规律的必然。虽然由于小商品城以往的租金确定模式缺乏灵活性，目前大部分存量市场不能够轻易的调整租金。但是在趋势下，公司及政府必将采取途径使得房租跟随上涨的合理诉求得以实现，我们预计除了新增市场租金确认方式改变之外，借助老旧市场翻新改建的机会，重新招租和定租，使租金价格与实际情况逐步吻合也将成为可能。

### 三、房地产业务

公司的房地产业务主要由子公司商城房产公司经营，开发的房产项目主要分布在义乌、南昌和杭州等地，以住宅项目为主，商业配套用房为辅。公司的房地产业务逐步成为重要的组成部分，公司目前有杭州东城印象、义乌荷叶塘、杭州钱江新城、南昌红古滩项目。2010 年预计主要确认嘉禾广场剩余 1.36 亿元销售款及原来其他几个项目的少量残余，预计房地产实现销售收入 1.5-2.0 亿元。2011-2012 年，公司的房地产项目将进入确认高峰期，主要确认杭州东城印象和义乌荷叶塘项目，预计 2011 年和 2012 年可分别确认收入近 30 亿元和 40 亿元以上。

表 7：公司现有房地产项目情况

|        |                            | 资金投入  | 可售建面<br>(万平) | 性质    | 确认进度 |       |       | 定价(元/<br>平米) |
|--------|----------------------------|-------|--------------|-------|------|-------|-------|--------------|
|        |                            |       |              |       | 2010 | 2011E | 2012E |              |
| 东城印象公寓 | 杭州市江干区新塘                   | 4.03  | 3.55         | 住宅、商业 | 0    | 2     | 1.7   | 23000        |
| 荷塘月色   | 义乌市稠城街道荷叶塘住宅区              | 44.77 | 40.35        | 住宅、商业 | 0    | 20    | 20    | 12000        |
| 钱江新城   | 杭州市上城区富春路、候潮路 e02、03 地块    | 28.44 | 9.15         | 住宅    | 0    | 3.5   | 5.0   | 31000        |
| 工联置业厂房 | 义乌市北苑工业园北苑路以北 3-26-1 地块    | 1.38  | 9.82         | 工业    |      |       |       |              |
| 南昌市红古滩 | 红谷滩新区凤凰洲A04、A10、A13、A15 地块 | 8     |              | 住宅、商业 | 0    | 0     | 8     | 5500         |

数据来源：公司公告、中信建投证券

表 8：房地产收入确认预测

|            | 2010     | 2011     | 2012     |
|------------|----------|----------|----------|
| 嘉禾广场       | 15,750   |          |          |
| 确认面积(万平方米) | 1.5      |          |          |
| 每平方米均价(元)  | 10,500.0 |          |          |
| 成本         | 9,450.0  |          |          |
| 毛利率        | 40.0%    |          |          |
| 杭州东城印象     |          | 46,000   | 39,100   |
| 确认面积(万平方米) |          | 2.0      | 1.7      |
| 每平方米均价(元)  |          | 23,000.0 | 23,000.0 |
| 成本         |          | 27,600.0 | 23,460.0 |



|           |     |           |           |
|-----------|-----|-----------|-----------|
|           | 毛利率 | 40.0%     | 40.0%     |
| 义乌荷叶塘     |     | 240,000   | 280,000   |
| 确认面积（万平米） |     | 20.0      | 20.0      |
| 每平米均价（元）  |     | 12,000    | 14,000    |
| 成本        |     | 151,200.0 | 176,400.0 |
| 毛利率       |     | 37.0%     | 37.0%     |
| 杭州钱江新城项目  |     |           | 108,500   |
| 确认面积（万平米） |     |           | 3.5       |
| 每平米均价（元）  |     |           | 31,000.0  |
| 成本        |     |           | 65,100    |
| 毛利率       |     |           | 40.0%     |
| 南昌市红谷滩    |     |           | 16,500    |
| 确认面积（万平米） |     |           | 3.0       |
| 每平米均价（元）  |     |           | 5,500.0   |
| 成本        |     |           | 11,550    |
| 毛利率       |     |           | 30.0%     |
| 合计        |     | 15750     | 286000    |
|           |     |           | 444100    |

数据来源：公司公告、中信建投证券

## 四、其它业务

除了市场经营和房地产以外，公司还有商品销售、酒店和会展项目，总共占到销售收入的 6% 左右。公司围绕市场经营主业，开发酒店、会展、电子商务等一系列配套服务。目前公司拥有两家四星级酒店——银都酒店和海洋酒店，在建的有国际博览中心五星级酒店，以及篁园市场配套酒店（定位四星），预计分别于 2011 年初年底和 2012 年 3 月投入使用。公司名下有两个会展中心：小商品城梅湖会展中心建筑面积 4.65 万平米，是公司会展业务收入的主要贡献来源；另外一个 2009 年 10 月投入运营的国际博览中心，建筑面积 28 万平方米。商品销售业务由子公司商城贸易公司经营，贸易公司以代理业务为主，毛利率低，同期毛利率为 1.76%，对公司利润的贡献很小。

表 9：公司酒店业务基本情况

|      | 客房数 | 平均房价 |      |      | 入住率  |      |      |
|------|-----|------|------|------|------|------|------|
|      |     | 2007 | 2008 | 2009 | 2007 | 2008 | 2009 |
| 海洋酒店 | 288 | 395  | 496  | 504  | 81   | 81   | 79   |
| 银都酒店 | 217 | 390  | 442  | 404  | 56   | 46   | 60   |

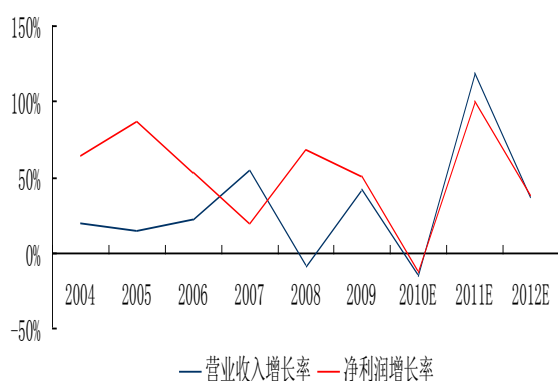
数据来源：公司公告

## 五、财务分析

### 1、成长能力和盈利能力

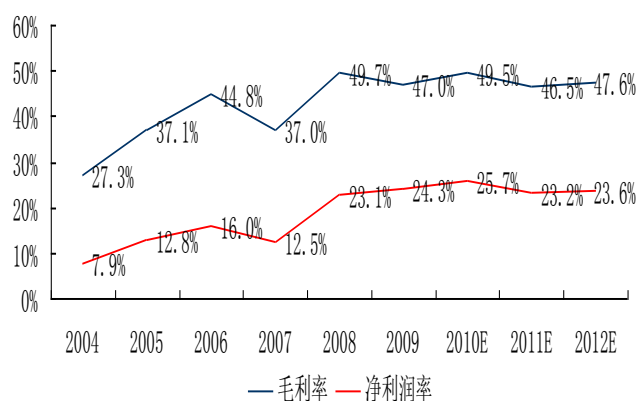
公司未来两年成长能力较好，2011-2012 年销售收入分别同比增长 118.9%和 36.1%，其中市场经营业务收入增长 38.0%和 23.4%。2011-2012 年净利润增速分别为 97.7%和 38.3%，其中市场经营类实现净利润分别增长 48.3%和 41.9%。公司的主业成长性较好。2010 年公司的毛利率水平在 50%左右，达到历史较高水平，2011 年-2012 年预计随着房地产收入占比增大，公司的毛利率和净利率水平，会有所下降。

图 2： 公司收入和净利润的成长性



数据来源：公司公告、中信建投证券

图 3： 公司的盈利能力预测



数据来源：公司公告、中信建投证券

### 2、盈利质量

公司一直专注于主业，经营活动净收益达到 98.5%，营业外收支及投资收益仅有少量，收益质量较高。

表 10： 公司收益质量

|                       | 2007 年报 | 2008 年报 | 2009 年报 | 2010 三季报 |
|-----------------------|---------|---------|---------|----------|
| 经营活动净收益 / 利润总额(%)     | 98.52   | 98.1    | 99.41   | 100.49   |
| 营业外收支净额 / 利润总额(%)     | -0.54   | 0.07    | 0.59    | -0.87    |
| 扣除非经常损益后的净利润 / 净利润(%) | 99.8    | 98.09   | 99.09   | 100.49   |

数据来源：公司公告、中信建投证券

### 3、财务政策

公司 2010 年三季报显示资产负债率为 53.84%。2010 年以来，该公司对各项工程的投入持续增长，融资需求增大。1-3 月，公司发行了两期短期融资券，合计 20 亿元，三季度末公司资产负债率升至 53.88%。公司的负债结构中，绝大部分为流动负债，占债务总额的 99%以上。流动负债中，预收款项主要为短期借款和预收账款，分别为 17.83 亿元和 25.73 亿元。由于短期借款还款期限较短，因此公司 2011 年面临较大的财务压力。公司将继续利用债务手段进行循环融资。

## 4、现金流情况

2010 年三季度显示账面现金大约为 3.85 亿元，达到历史水平最低。公司的经营和投资活动现金流量均为负值，由于市场经营和房地产开发业务的预收费制度，公司经营性现金流入具有较大的波动，每年的资金流入与每年结转的收入不匹配，造成营业收入现金率和经营性现金净流入量的不稳定公司现金流情况较为紧张。公司于 2010 年 1 月和 2010 年 3 月 30 日分别发行了待偿还余额为 10 亿元人民币的第一期、第二期短期融资券，公司的现金流情况有所缓和。

表 11：公司现金流情况

|                  | 2008 年报 | 2009 年报 | 2010 年三季度 |
|------------------|---------|---------|-----------|
| 账面现金             | 6.74    | 4.99    | 3.85      |
| 经营活动产生的现金流量净额(元) | 13.4    | -1.4    | -11.9     |
| 投资活动产生的现金流量净额(元) | -18.5   | -5.3    | -17.1     |
| 筹资活动产生的现金流量净额(元) | 3.2     | 4.0     | 28.8      |

数据来源：公司公告、中信建投证券

## 5、单季度财务分析

表 12：公司单季度财务情况

|      | Q1   | Q2  | Q3  | Q4  | Q1yoy | Q2yoy  | Q3yoy  | Q4yoy  |
|------|------|-----|-----|-----|-------|--------|--------|--------|
| 销售收入 | 2007 | 370 | 448 | 476 | 1,613 |        |        |        |
|      | 2008 | 420 | 906 | 441 | 873   | -71.0% | -75.9% | -73.2% |
|      | 2009 | 564 | 660 | 758 | 1,781 | 34.3%  | -27.2% | 71.9%  |
|      | 2010 | 728 | 801 | 810 |       | 29.0%  | 21.5%  | 6.9%   |
| 营业利润 | 2007 | 106 | 109 | 128 | 226   |        |        |        |
|      | 2008 | 181 | 224 | 180 | 250   | -2.6%  | -51.0% | -79.6% |
|      | 2009 | 262 | 244 | 297 | 448   | 44.1%  | 9.0%   | 64.5%  |
|      | 2010 | 306 | 290 | 304 |       | 16.8%  | 18.8%  | 2.3%   |
| 净利润  | 2007 | 70  | 72  | 82  | 138   |        |        |        |
|      | 2008 | 134 | 159 | 137 | 179   | 39.5%  | 44.3%  | 94.0%  |
|      | 2009 | 202 | 180 | 219 | 314   | 51.4%  | 13.3%  | 60.5%  |
|      | 2010 | 230 | 210 | 225 |       | 13.8%  | 16.3%  | 2.7%   |

数据来源：公司公告、中信建投证券

表 13：单季度财务指标

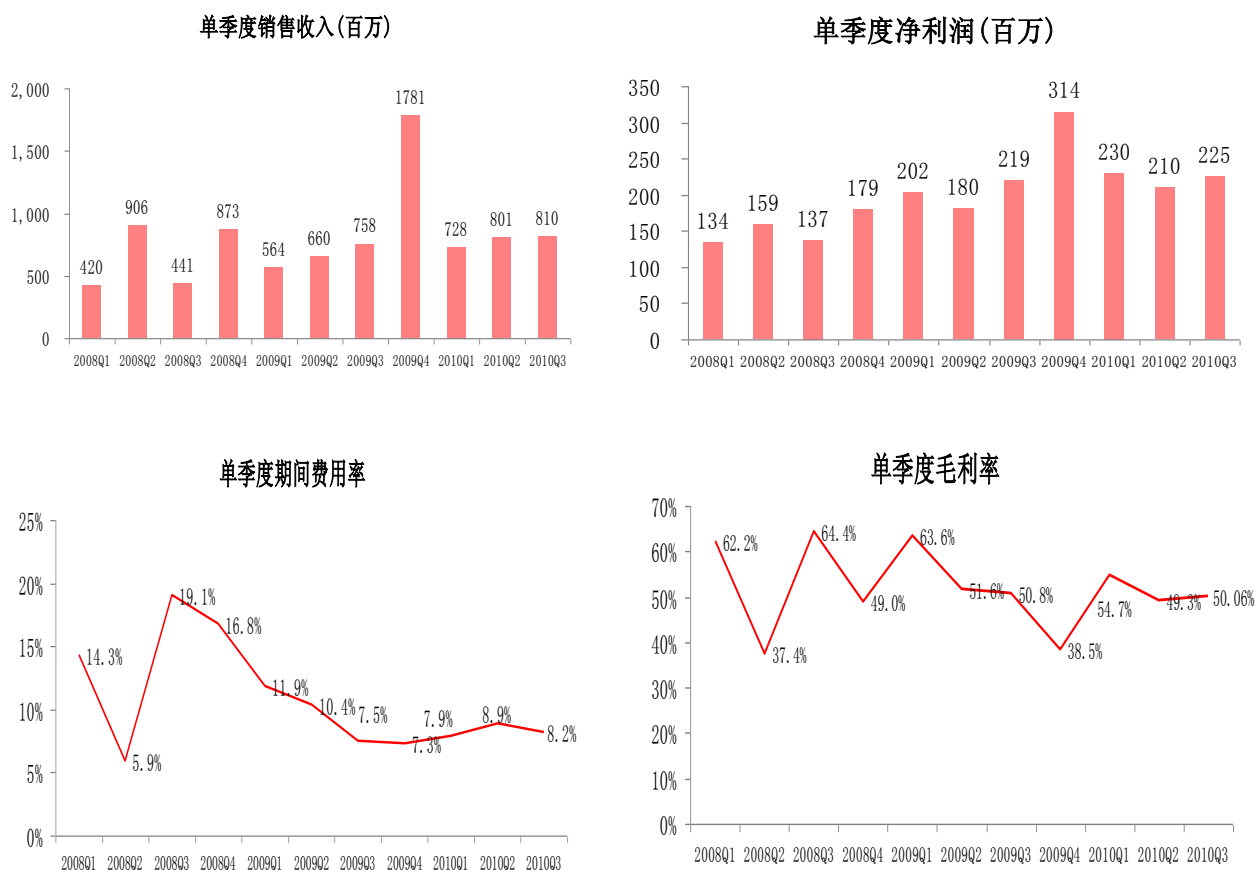
|        | Q1   | Q2    | Q3    | Q4    |
|--------|------|-------|-------|-------|
| 单季度毛利率 | 2007 | 46.9% | 43.2% | 26.3% |
|        | 2008 | 62.2% | 37.4% | 64.4% |
|        | 2009 | 63.6% | 51.6% | 50.8% |
|        | 2010 | 54.7% | 49.3% | 50.1% |
| 净利润率   | 2007 | 16.0% | 17.3% | 8.6%  |
|        | 2008 | 31.8% | 17.6% | 31.0% |
|        | 2009 | 35.9% | 27.3% | 28.9% |



|       |      |       |       |       |       |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|
|       | 2010 | 31.6% | 26.2% | 27.8% |       |
|       | 2007 |       | 7.9%  | 4.9%  | 3.7%  |
| 销售费用率 | 2008 | 7.2%  | 1.1%  | 11.8% | 3.2%  |
|       | 2009 | 4.8%  | 1.7%  | 3.1%  | 3.2%  |
|       | 2010 | 3.7%  | 3.2%  | 3.2%  |       |
|       | 2007 | 18.5% | 11.4% | 8.1%  | 66.2% |
| 管理费用率 | 2008 | 7.9%  | 4.8%  | 8.4%  | 99.8% |
|       | 2009 | 6.8%  | 9.1%  | 4.5%  | 73.4% |
|       | 2010 | 0.0%  | 5.9%  | 5.0%  |       |
|       | 2007 |       | -0.4% | 0.1%  | -0.1% |
| 财务费用率 | 2008 | -0.8% | 0.1%  | -1.1% | 2.2%  |
|       | 2009 | 0.3%  | -0.4% | -0.1% | 0.0%  |
|       | 2010 | -0.1% | -0.2% | 0.0%  |       |

数据来源：公司公告、中信建投证券

图 4： 单季度财务收据和财务指标图标对比



数据来源：公司公告、中信建投证券



## 六、盈利预测和估值

### 1、盈利预测前提假设

1、国际商贸城 5 区和篁园市场 2011 年投入运营，2011-2013 年确认租金收入时间为 8 个月、12 个月、12 个月。假设这两个市场的计划安排和计划招商部分占到总面积的 70%，市场招投标部分占到 30%。两个市场计划安排和计划招商部分价格为 4300 元/平米/年，5 区和篁园市场市场招投标价格分别为 9500 元/平米/年和 9000 元/平米/年。

2、房地产业务，2010 年只确认嘉禾广场、金桥人家等剩余存量销售收入。2011-2012 年东城印象确认 2.0 万平米和 1.7 万平米，售价 23000 元/平米；荷叶塘 2011-2012 确认 20 万平米、20 万平米，分别售价 12000 元/平米和 14000 元/平米；钱江新城 2012-2013 分别确认 3.5 万平米和 5.5 万平米，售价为 31000 元/平米和 35000 元/平米。

3、酒店、会展、商品销售 2010 年-2012 年的收入增速分别为 30%、10%、10%。

表 14：盈利预测和财务报表预测

| 利润表        | 2009      | 2010E     | 2011E     | 2012E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入       | 376,256.5 | 320,816.5 | 702,296.1 | 956,090.9 |
| 减：营业成本     | 199,270.4 | 161,878.4 | 375,428.1 | 501,413.8 |
| 营业税费       | 19,755.4  | 14,757.6  | 32,305.6  | 43,980.2  |
| 销售费用       | 11,886.8  | 10,907.8  | 23,878.1  | 32,507.1  |
| 管理费用       | 20,550.9  | 16,682.5  | 42,137.8  | 57,365.5  |
| 财务费用       | -255.8    | 7,105.6   | 8,032.7   | 16,116.0  |
| 资产减值损失     | 31.6      | 51.3      | 32.9      | 11.3      |
| 加：公允价值变动收益 | -         | -         | -         | -         |
| 投资和汇兑收益    | 8.9       | -         | -         | -         |
| 营业利润       | 125,026.1 | 109,433.4 | 220,481.0 | 304,697.1 |
| 加：营业外净收支   | 738.3     | 462.4     | 1,606.9   | 2,368.3   |
| 利润总额       | 125,764.4 | 109,895.9 | 222,087.9 | 307,065.4 |
| 减：所得税      | 31,680.6  | 25,825.5  | 55,522.0  | 76,766.3  |
| 净利润        | 91,554.4  | 82,466.3  | 163,054.4 | 225,518.6 |
| 资产负债表      | 2009      | 2010E     | 2011E     | 2012E     |
| 货币资金       | 49,919.9  | 108,874.5 | 70,229.6  | 209,491.0 |
| 交易性金融资产    | -         | -         | -         | -         |
| 应收帐款       | 20,403.3  | 12,832.7  | 28,091.8  | 38,243.6  |
| 应收票据       | -         | -         | -         | -         |
| 预付帐款       | 108,598.4 | 176,449.1 | 140,459.2 | 143,413.6 |
| 存货         | 261,438.5 | 256,601.9 | 421,293.4 | 477,949.9 |
| 其他流动资产     | 0.0       | -         | -0.0      | 0.0       |
| 可供出售金融资产   | -         | -         | -         | -         |
| 持有至到期投资    | -         | -         | -         | -         |
| 长期股权投资     | 5,668.1   | 5,668.1   | 5,668.1   | 5,668.1   |
| 投资性房地产     | 18,333.7  | 18,333.7  | 18,333.7  | 18,333.7  |



|                   |                    |                    |                    |                    |
|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 固定资产              | 404,583.2          | 238,315.6          | 460,437.0          | 542,484.2          |
| 在建工程              | 37,769.6           | 70,579.6           | 70,229.6           | 95,609.1           |
| 无形资产              | 389,246.5          | 275,902.2          | 561,836.9          | 669,263.6          |
| 其他非流动资产           | 26,352.7           | 23,888.2           | 23,888.2           | 23,888.2           |
| <b>资产总额</b>       | <b>1,322,313.9</b> | <b>1,187,445.6</b> | <b>1,800,467.5</b> | <b>2,224,345.1</b> |
| 短期债务              | 66,316.3           | 170,000.0          | 273,843.4          | 177,866.0          |
| 应付帐款              | 138,732.0          | 102,661.3          | 189,619.9          | 258,144.5          |
| 应付票据              | 44,175.7           | 6,416.3            | 7,023.0            | 9,560.9            |
| 其他流动负债            | 408,490.2          | 223,948.2          | 452,836.0          | 605,112.9          |
| 长期借款              | -                  | -                  | 50,000.0           | 150,000.0          |
| 其他非流动负债           | 976.2              | 976.2              | 976.2              | 976.2              |
| <b>负债总额</b>       | <b>678,949.5</b>   | <b>472,621.5</b>   | <b>944,062.4</b>   | <b>1,172,185.8</b> |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>5,844.4</b>     | <b>7,207.8</b>     | <b>10,192.6</b>    | <b>14,256.0</b>    |
| 股本                | 68,040.2           | 68,040.2           | 68,040.2           | 68,040.2           |
| 留存收益              | 569,479.8          | 639,576.1          | 778,172.3          | 969,863.1          |
| <b>股东权益</b>       | <b>643,364.4</b>   | <b>714,824.1</b>   | <b>856,405.1</b>   | <b>1,052,159.3</b> |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2009</b>        | <b>2010E</b>       | <b>2011E</b>       | <b>2012E</b>       |
| 净利润               | 94,083.9           | 84,070.3           | 166,565.9          | 230,299.0          |
| 加:折旧和摊销           | 47,496.2           | 18,393.5           | 37,455.8           | 44,617.6           |
| 资产减值准备            | 31.6               | 51.3               | 32.9               | 11.3               |
| 公允价值变动损失          | -                  | -                  | -                  | -                  |
| 财务费用              | 2,668.4            | 1,048.6            | 7,105.6            | 8,032.7            |
| 投资收益              | -8.9               | -                  | -                  | -                  |
| 少数股东损益            | 2,529.4            | 1,604.1            | 3,511.5            | 4,780.5            |
| 营运资金的变动           | -154,990.1         | -311,568.7         | 173,603.7          | 154,326.8          |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>-13,570.8</b>   | <b>-200,343.9</b>  | <b>389,202.5</b>   | <b>450,151.2</b>   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-52,821.2</b>   | <b>279,611.9</b>   | <b>-508,056.0</b>  | <b>-189,474.1</b>  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>39,518.0</b>    | <b>68,316.4</b>    | <b>129,505.3</b>   | <b>-34,645.2</b>   |

|             |             |              |              |              |
|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>财务指标</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| <b>成长性</b>  |             |              |              |              |
| 营业收入增长率     | 42.5%       | -14.7%       | 118.9%       | 36.1%        |
| 营业利润增长率     | 49.7%       | -12.5%       | 101.5%       | 38.2%        |
| 净利润增长率      | 50.4%       | -9.9%        | 97.7%        | 38.3%        |
| EBITDA 增长率  | 45.6%       | -13.5%       | 97.1%        | 37.4%        |
| EBIT 增长率    | 47.4%       | -6.6%        | 96.1%        | 40.4%        |
| NOPLAT 增长率  | 47.1%       | -4.6%        | 92.8%        | 40.4%        |
| 投资资本增长率     | 32.1%       | 15.4%        | 45.3%        | 5.6%         |
| 净资产增长率      | 15.4%       | 11.1%        | 19.8%        | 22.9%        |
| <b>利润率</b>  |             |              |              |              |
| 毛利率         | 47.0%       | 49.5%        | 46.5%        | 47.6%        |
| 营业利润率       | 33.2%       | 34.1%        | 31.4%        | 31.9%        |
| 净利润率        | 24.3%       | 25.7%        | 23.2%        | 23.6%        |
| EBITDA/营业收入 | 41.4%       | 42.1%        | 37.9%        | 38.2%        |
| EBIT/营业收入   | 33.2%       | 36.3%        | 32.5%        | 33.6%        |



#### 运营效率

|            |       |       |     |     |
|------------|-------|-------|-----|-----|
| 固定资产周转天数   | 372   | 361   | 179 | 189 |
| 流动营业资本周转天数 | -243  | -32   | 29  | -40 |
| 流动资产周转天数   | 391   | 558   | 311 | 288 |
| 应收帐款周转天数   | 8     | 8     | 5   | 6   |
| 存货周转天数     | 266   | 291   | 174 | 169 |
| 总资产周转天数    | 1,211 | 1,408 | 766 | 758 |
| 投资资本周转天数   | 537   | 772   | 464 | 415 |

#### 投资回报率

|      |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|
| ROE  | 14.6% | 11.8% | 19.4% | 21.9% |
| ROA  | 7.1%  | 7.1%  | 9.3%  | 10.4% |
| ROIC | 19.4% | 14.0% | 23.4% | 22.6% |

#### 费用率

|         |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率   | 3.2%  | 3.4%  | 3.4%  | 3.4%  |
| 管理费用率   | 5.5%  | 5.2%  | 6.0%  | 6.0%  |
| 财务费用率   | -0.1% | 2.2%  | 1.1%  | 1.7%  |
| 三费/营业收入 | 50.0% | 52.9% | 48.4% | 49.3% |

#### 偿债能力

|        |         |       |        |        |
|--------|---------|-------|--------|--------|
| 资产负债率  | 51.3%   | 39.8% | 52.4%  | 52.7%  |
| 负债权益比  | 105.5%  | 66.1% | 110.2% | 111.4% |
| 流动比率   | 0.65    | 1.18  | 0.74   | 0.85   |
| 速动比率   | 0.26    | 0.63  | 0.27   | 0.38   |
| 利息保障倍数 | -487.75 | 16.40 | 28.45  | 19.91  |

#### 分红指标

|        |      |       |       |       |
|--------|------|-------|-------|-------|
| DPS(元) | 0.50 | 0.12  | 0.24  | 0.33  |
| 分红比率   | 7.4% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 股息收益率  | 1.4% | 0.3%  | 0.7%  | 0.9%  |

数据来源：公司公告、中信建投证券

## 2、相对估值

我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为，0.61/ 1.20/1.66 元，其中房地产业务分别贡献 0.03/0.34/0.44 元，市场经营业务贡献 0.58/0.86/1.22 元，市场经营业务净利润复合增长 43%。我们给予市场经营业务 2011 年 40 倍 PE，房地产业务 2011 年 15 倍 PE，计算可得每股价值为  $0.86 \times 40 + 0.34 \times 15 = 39.5$  元。2011 年 1 月 6 日股价为 36.45 元，给予公司“增持”评级。

表 15：相对估值指标

| 业绩和估值指标 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| EPS(元)  | 0.67 | 0.61  | 1.20  | 1.66  |
| BVPS(元) | 4.73 | 10.51 | 12.59 | 15.46 |
| PE(X)   | 54.2 | 60.1  | 30.4  | 22.0  |
| PB(X)   | 7.7  | 3.5   | 2.9   | 2.4   |



|           |        |       |        |       |
|-----------|--------|-------|--------|-------|
| P/FCF     | -373.6 | 36.7  | -144.4 | 14.7  |
| P/S       | 13.2   | 7.7   | 3.5    | 2.6   |
| EV/EBITDA | 15.9   | 18.6  | 10.2   | 7.0   |
| CAGR(%)   | 46.0%  | 30.9% | 38.5%  | 34.8% |
| PEG       | 1.2    | 1.9   | 0.8    | 0.6   |
| ROIC/WACC | 1.8    | 1.3   | 2.2    | 2.1   |
| REP       | 2.1    | 2.6   | 1.1    | 1.1   |

数据来源：公司公告、中信建投证券

表 16：商业零售类股票估值和盈利预测

| 分类   | 代码     | 名称    | EPS   |      |      | 现价    | PE  |     |    | 09-11 年 CAGR | PB   | 市值(亿元) | 评级 |
|------|--------|-------|-------|------|------|-------|-----|-----|----|--------------|------|--------|----|
|      |        |       | 09    | 10   | 11   |       | 09  | 10  | 11 |              |      |        |    |
| 百货   | 000987 | 广州友谊  | 0.79  | 0.90 | 1.25 | 27.0  | 34  | 30  | 22 | 25.8%        | 7.4  | 97     | 中性 |
|      | 600631 | 百联股份  | 0.37  | 0.45 | 0.56 | 15.0  | 41  | 33  | 27 | 23.0%        | 2.5  | 165    | 中性 |
|      | 600828 | 成商集团  | 0.63  | 0.71 | 0.85 | 17.7  | 28  | 25  | 21 | 16.2%        | 7.2  | 65     | 中性 |
|      | 000417 | 合肥百货  | 0.42  | 0.55 | 0.67 | 20.2  | 48  | 37  | 30 | 26.5%        | 9.4  | 97     | 增持 |
|      | 600858 | 银座股份  | 0.51  | 0.60 | 0.80 | 25.4  | 50  | 42  | 32 | 25.8%        | 4.9  | 73     | 中性 |
|      | 600697 | 欧亚集团  | 0.70  | 0.80 | 1.05 | 26.8  | 38  | 34  | 26 | 22.4%        | 5.3  | 43     | 增持 |
|      | 600693 | 东百集团  | 0.24  | 0.38 | 0.49 | 11.8  | 49  | 31  | 24 | 43.1%        | 6.8  | 41     | 增持 |
|      | 600785 | 新华百货  | 1.11  | 1.13 | 1.39 | 29.5  | 27  | 26  | 21 | 12.1%        | 6.0  | 61     | 增持 |
|      | 600729 | 重庆百货  | 0.77  | 0.68 | 0.84 | 46.7  | 61  | 68  | 55 | 4.7%         | 10.1 | 95     | 中性 |
|      | 002187 | 广百股份  | 0.98  | 1.10 | 1.36 | 27.5  | 28  | 25  | 20 | 17.9%        | 4.0  | 46     | 中性 |
|      | 000501 | 鄂武商 A | 0.47  | 0.65 | 0.88 | 17.9  | 38  | 28  | 20 | 36.8%        | 6.4  | 91     | 买入 |
|      | 600828 | 成商集团  | 0.63  | 0.41 | 0.68 | 17.7  | 28  | 43  | 26 | 4.1%         | 7.2  | 65     | 增持 |
|      | 002277 | 友阿股份  | 0.45  | 0.65 | 0.87 | 24.3  | 53  | 38  | 28 | 38.3%        | 3.1  | 85     | 增持 |
|      | 600631 | 百联股份  | 0.37  | 0.88 | 0.97 | 15.0  | 41  | 17  | 16 | 61.6%        | 2.5  | 165    | 中性 |
|      | 600694 | 大商股份  | -0.40 | 0.73 | 1.38 | 49.2  | -   | 67  | 36 | -            | 4.8  | 145    | 中性 |
|      | 600859 | 王府井   | 0.98  | 1.10 | 1.62 | 47.70 | 49  | 43  | 29 | 28.8%        | 6.6  | 187    | 买入 |
| 商业地产 | 000882 | 华联股份  | 0.15  | 0.06 | 0.08 | 7.4   | 49  | 123 | 92 | -27.0%       | 2.0  | 36     | 中性 |
|      | 000861 | 海印股份  | 0.29  | 0.53 | 0.80 | 17.9  | 62  | 34  | 22 | 66.2%        | 10.7 | 88     | 买入 |
|      | 600790 | 轻纺城   | 0.11  | 0.05 | 0.15 | 10.2  | 92  | 220 | 69 | 15.9%        | 4.9  | 63     | 中性 |
|      | 000301 | 东方市场  | 0.08  | 0.26 | 0.33 | 5.1   | 64  | 20  | 15 | 104.4%       | 2.5  | 62     | 中性 |
|      | 000061 | 农产品   | 0.11  | 0.20 | 0.30 | 17.3  | 157 | 87  | 58 | 65.1%        | 4.6  | 133    | 中性 |
|      | 600415 | 小商品城  | 0.68  | 0.57 | 1.17 | 35.2  | 52  | 62  | 30 | 31.7%        | 3.8  | 478    | 增持 |
|      | 002344 | 海宁皮城  | 0.46  | 0.85 | 1.79 | 52.1  | 113 | 61  | 29 | 97.3%        | 20.1 | 146    | 中性 |
| 超市   | 600361 | 华联综超  | 0.13  | 0.19 | 0.30 | 10.7  | 82  | 57  | 35 | 52.6%        | 2.9  | 52     | 中性 |
|      | 000759 | 武汉中百  | 0.32  | 0.41 | 0.52 | 12.8  | 40  | 31  | 25 | 27.6%        | 4.2  | 87     | 买入 |
|      | 002251 | 步步高   | 0.61  | 0.69 | 0.88 | 25.9  | 42  | 37  | 29 | 19.9%        | 4.5  | 70     | 增持 |
|      | 002264 | 新华都   | 0.51  | 0.53 | 0.90 | 23.0  | 45  | 43  | 26 | 32.6%        | 4.9  | 37     | 买入 |
|      | 002336 | 人人乐   | 0.58  | 0.67 | 0.87 | 24.8  | 43  | 37  | 29 | 22.8%        | 7.6  | 99     | 中性 |
| 专业连锁 | 002024 | 苏宁电器  | 0.64  | 0.58 | 0.74 | 12.6  | 20  | 22  | 17 | 7.3%         | 4.0  | 884    | 增持 |
|      | 600122 | 宏图高科  | 0.45  | 0.41 | 0.78 | 12.9  | 29  | 32  | 17 | 31.6%        | 2.3  | 73     | 中性 |
|      | 002345 | 潮宏基   | 0.47  | 0.66 | 0.89 | 36.8  | 78  | 56  | 41 | 37.5%        | 9.8  | 66     | 中性 |



上市公司深度报告

|  |        |      |      |      |      |      |    |    |    |       |      |     |    |
|--|--------|------|------|------|------|------|----|----|----|-------|------|-----|----|
|  | 002416 | 爱施德  | 1.08 | 1.34 | 1.71 | 40.0 | 37 | 30 | 23 | 25.9% | 15.9 | 197 | 中性 |
|  | 000829 | 天音控股 | 0.30 | 0.40 | 0.60 | 15.9 | 53 | 40 | 27 | 41.2% | 8.3  | 151 | 中性 |
|  | 600612 | 老凤祥  | 0.47 | 0.82 | 1.04 | 29.8 | 63 | 36 | 29 | 48.6% | 8.4  | 83  | 中性 |
|  | 600655 | 豫园商城 | 0.62 | 0.48 | 0.59 | 14.4 | 23 | 30 | 24 | -2.4% | 2.9  | 115 | 增持 |
|  | 300022 | 吉峰农机 | 0.71 | 0.48 | 0.82 | 34.4 | 48 | 72 | 42 | 7.4%  | 5.8  | 61  | 增持 |

数据来源：公司公告、中信建投证券

## 分析师介绍

## 基金研究服务

**张新红：**张新红：中央财经大学金融学硕士，商业零售行业分析师，从事证券行业研究3年。对行业及公司运行趋势把握准确。

**基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理**

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

**北京地区销售经理**

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

**上海地区销售经理**

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

**深圳地区销售经理**

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

## 地址

**北京 中信建投证券研究发展部**

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

**上海 中信建投证券研究发展部**

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。