

小商品城（600415.SH）

详解小商品城业务脉络，模式独特攻守兼备

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 一般零售

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
证券分析师：柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001
执证编码：S0980522120001

事项：

公司立足义乌市场主要从事市场经营业务，旗下国际商贸城为广大外贸商家提供租铺运营等一系列配套服务，充分分享义乌外贸景气度红利。同时，近年来公司打造线上贸易服务平台 Chinagoods、跨境支付结算业务及物流仓储等履约服务。自去年以来我们对公司旗下各业务布局做了紧密跟踪解读，而目前来看，公司各项业务已经逐步形成协同合力，正助力公司实现从传统租铺运营到国际综合数字外贸服务商的转变，释放长期成长潜力，本文也将对此做进一步详细梳理解读。

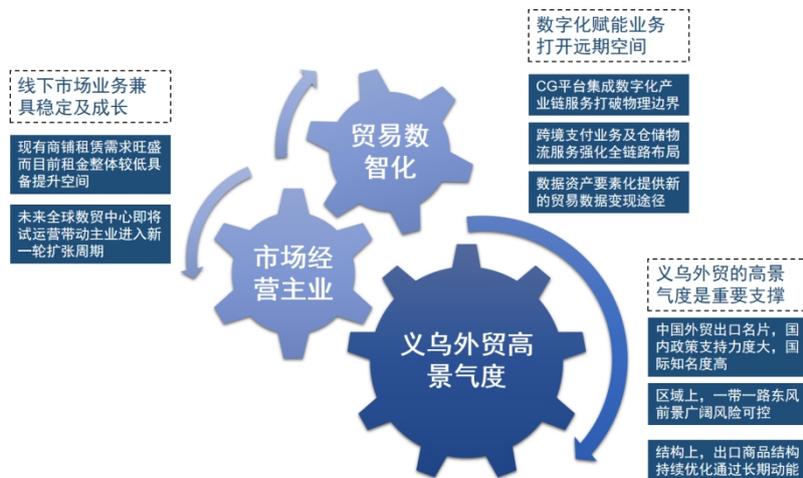
国信零售观点：首先，公司所依托的义乌外贸市场延续高景气度，2024年以来在全球贸易环境多变下，义乌1-7月进出口总值3791.0亿元，同比增长18.1%；其中出口3359.7亿元，增长18.5%；在此基础背景下，公司通过传统市场经营业务创新升级，以及数智化业务赋能，不断开拓新的成长空间。1) **传统市场经营业务**通过数字化改造提升交易活跃度和服务水平，从而通过合理涨租带动业绩增长。此外，建筑总面积125万m²的全球数贸中心工程建设稳步推进，二期工程市场板块（41万m²）主体结顶，预计2025年10月试运营，带动整体主业进入新一轮扩张周期。2) **线上贸易平台 Chinagoods**集外贸服务、在线商城功能于一体，通过会员费、服务费等提供业绩增量。3) **跨境支付业务**顺应人民币国际化趋势，解决外贸商户在跨境收结汇领域的核心痛点与瓶颈，以高效资金流转效率赢得业务量的增长。4) 依托子公司智捷元港开展**贸易履约服务**，包括跨境物流、海外仓等，进一步构建贸易闭环生态。

整体来看，公司独特商业模式依托下的基本面成长逻辑，在当前市场环境下具有攻守兼备的特质，我们维持公司2024-2026年归母净利润预测分别为27.06/31.87/40.63亿元，对应PE分别为16.4/13.9/10.9倍，维持“优于大市”评级。

评论：

公司整体投资逻辑看：公司背靠持续高景气的义乌外贸市场，其受到的政策及产业支持力度大，外贸出口产业链完善，享有的国际知名度高，具有一定的不可替代性。在此基础上，一是公司核心业绩主要来源的市场经营业务，当前兼具稳定及成长性：公司服务能力提升下进行合理涨租及全球数贸中心2025年10月试运营，带动业绩进入新的扩张期。二是公司近年来通过数智化创新赋能打开新增长点：Chinagoods线上贸易服务平台、跨境支付 Yiwu Pay 等业务拓展，构建了全球贸易生态闭环系统。整体贸易数字化下，数据流+资金流数据的整合也有助于公司更精准把握外贸商家的画像，未来提供更多增值服务业务及数据要素业务的变现。我们认为，公司独特的商业模式在当前市场环境下具有攻守兼备的特质。

图1：公司基本面成长逻辑梳理



资料来源：国信证券经济研究所梳理

■ 义乌外贸景气度持续，是公司市场经营的重要前提

谈及义乌贸易市场，“鸡毛换糖”是家喻户晓的历史，最早追溯到起于17世纪清朝，彼时春节前后趁各家杀鸡宰羊之际，义乌货郎挑担出门，以糖换畜毛，用于改善土地贫瘠的肥料或制成其他商品出售以赚取收入。而这也是义乌经商氛围浓厚、小商品交易活跃的历史缩影。后随着改革开放后市场经济繁荣及对外出口增长，在一系列政策支持下，义乌市场日渐活跃，尤其是外贸经济，目前成为中国外贸出口的一张名片。

政策层面，如1984年10月，义乌县委、县政府确立“兴商建县”战略；2011年3月，国务院批复《浙江省义乌市国际贸易综合改革试点总体方案》，是首个由国务院批准的县级市综合改革试点；2013年3月，义乌市开始试行市场采购贸易方式，制订了一系列针对多批次、多种类、小批量无票货物的贸易便利政策，2013年义乌实现出口额182.2亿美元，同比增长102.3%，其中市场采购占出口总额的73.3%。2014年7月，海关总署宣布市场采购贸易方式正式确立，增列“1039”监管代码。

据义乌海关数据，2023年义乌外贸进出口总值5660.5亿元，这一数值较2011年的255.04亿元增长了20多倍，其中出口达到5005.7亿元，同比增长16%。2024年以来在全球贸易环境多变下，义乌外贸继续保持高景气，1-7月进出口总值3791.0亿元，同比增长18.1%；其中出口3359.7亿元，增长18.5%，出口值占浙江全省份额的15.0%。**未来我们预计义乌外贸在区域结构优化、产业结构优化下仍具有较高景气度。**

图2：义乌国际商贸城一区



资料来源：全球数贸中心官方公众号、国信证券经济研究所整理

图3：义乌市进出口总值及增速（亿元、%）



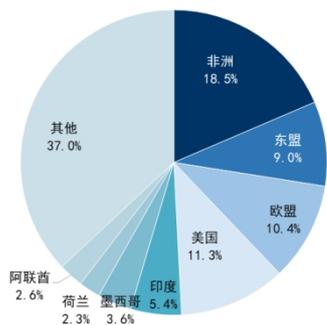
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1、乘“一带一路”东风，义乌出口结构受单一经济体影响小

义乌出口的区域结构多元化，单一经济体外贸环境变化对整体景气度的影响较小。据义乌海关数据，2023年进出口总值中，非洲占1048.9亿元，占比18.53%，美国占637.8亿元，占比11.27%，欧盟占590.6亿元，占比10.43%，东盟占507.4亿元，占比8.96%。因此，较为均衡的出口市场区域比例，在当前多变的国际贸易局势下，为公司带来了较强的抗风险能力。

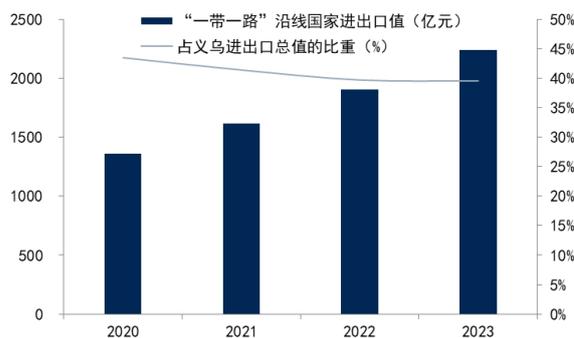
近年来在“一带一路”政策东风下，义乌对“一带一路”沿线国家出口保持良好增长态势，2023年进出口总值2239.3亿元，在义乌整体进出口总值中的占比为39.56%。因此，通过对潜力市场的深度布局，为未来的进一步高速增长空间打下基础。

图4：义乌2023年进出口总值区域占比（%）



资料来源：义乌市国民经济和社会发展统计公报、国信证券经济研究所整理

图5：义乌市对“一带一路”沿线国家出口值及占比（%）

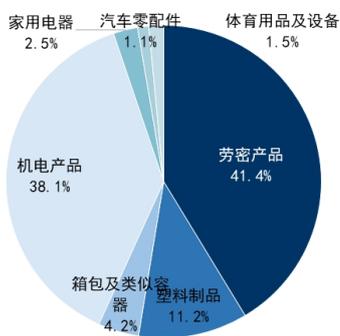


资料来源：义乌市国民经济和社会发展统计公报、国信证券经济研究所整理

2、义乌出口商品结构优化，提供中长期增长动能

义乌出口以“小商品”著称，如服饰箱包、日用百货等劳密产品为主，这也是全球需求量较大的商品品类，可助力义乌出口不断做大规模体量。此外，义乌近年来积极推进产品转型升级，以新业态为培育重点，基本形成了以智能照明及显示、光伏、新能源汽车及零部件、生物健康等战略性新兴产业为先导、以时尚产业等传统优势产业为支撑的发展格局。

图6：义乌2023年进出口总值产品结构（%）



资料来源：义乌海关、国信证券经济研究所整理

图7：义乌国际商贸城二区东新能源产品市场



资料来源：义乌市政府官网、国信证券经济研究所整理

具体数据看，2022年，义乌光伏行业实现产值872.3亿元，同比增长82.8%，增速比全市规上工业（36.5%）高46.3个百分点；工业新兴产业增加值增速均大幅高于全部规模以上工业。2023年义乌高新技术产业投资同比增长112.5%，增速位居浙江省十七强县第一。2015年6月启动建设绿色动力小镇，打造绿色新

能源+汽车动力的产业格局，由吉利集团投资 300 亿元与义乌政府合作建设。2023 年一季度绿色动力小镇预估实现产值达 14 亿元，同比增长 200%以上。

未来，义乌将致力于进行传统制造业数字化和智能化改造；培育新的基于数字技术的产业链体系；推动人工智能+运用，助力义乌传统商贸业提质增效。

■ 市场经营主业租金具备合理涨幅空间，全球数贸中心有望贡献增量

市场经营主业指公司所有且负责运营的线下市场业务，包括国际商贸城一至五区市场、一区东扩和二区东市场、篁园市场以及生产资料市场等。公司该业务收入来源主要为市场商位使用费收入，租金按年或两年收取，各市场的面积及出租情况如下：

表1: 小商品城线下市场出租及租金情况（截至 2024 年 3 月）

市场	开业时间	商位数 (个)	可出租面积 (m ²)	计划价方式			市场价方式			出租率	
				已租商位数	已租面积	年平均租金(元/ m ²)	已出商位数	已租面积	年平均租金(元/ m ²)	按面积	按商位
国际商贸城一区	2002年9月	7656	95,887.63	6943	87,148.67	2,755.94	710	8,632.42	5,230.30	100%	99.96%
一区东扩	2016年	2047	44,050.27	374	13,808.62	1,333.76	1,656	29,823.27	2,576.06	99.05%	99.17%
国际商贸城二区	2004年10月	8186	166,240.00	5939	131,707.78	1,751.85	2195	31,991.90	3,262.86	98.47%	99.36%
二区东扩	2022年	649	20,509.50	632	19,931.80	2,210.31	-	-	-	97.18%	97.38%
国际商贸城三区	2005年10月	6965	150,433.30	5471.5	123,411.20	1,671.45	1460.5	25,669.70	2,702.60	99.10%	99.53%
国际商贸城四区	2008年10月	16914	281,917.98	13534	222,349.38	2,133.07	2806.5	46,378.15	2,740.71	95.32%	96.61%
国际商贸城五区	2011年4月	6406	142,622.66	6046.5	137,058.46	861.28	117	1,747.90	2,156.73	97.32%	96.21%
篁园市场	2011年4月	5490	103,512.22	5318	99,722.02	1,428.16	3	44	2,088.95	97.05%	96.92%
生产资料市场	2013年11月	374	31,339.80	371	31,115.40	343.60	-	-	-	79.57%	79.61%

资料来源：浙江中国小商品城集团股份有限公司 2024 年度第三期超短期融资券募集说明书、国信证券经济研究所整理

从以上表格数据可以看出，公司线下市场整体出租率较高，反映了市场经营高景气度，未来存在合理涨租的可能性，具体原因包括：

1、义乌出口高景气带来持续商铺租赁需求，且目前租金整体较低：如前文所述，2023 年义乌出口总值达到 5005.7 亿元，同比增长 16%，且未来在新兴市场拓展、产品结构优化下仍有望持续增长，支撑商铺租赁需求。此外，公司市场经营顺应义乌商品低成本优势，当前整体平均租金较低，一是计划价较市场价仍有提升空间。按照表 1 的预测，计划价下商铺平均年租金为 1714 元/m²，而市场价方式下商铺平均年租金为 2957 元/m²，是计划价的 1.73 倍。二是对于商铺经营者而言，租金成本占比较低，我们按照表 1 数据测算，公司各市场总体平均租金为约 1900 元/m²，而公司曾公布 2022 年线下市场成交额 2020.9 亿元，按照当年 7.5 万个商铺计算，平均成交额为 269 万元/商铺，商铺平均面积为 30 m²左右，意味着平均每个商铺每平方米的成交额为 8.98 万元/年，租金占成交额的比重仅为 2%。

表2: 小商品城线下市场计划价和市场价的价差情况

	年平均租金 (元/m ²)		
	计划价	市场价	两者价差幅度 (市场价/计划价-1)
国际商贸城一区	2,755.94	5,230.30	89.78%
一区东扩	1,333.76	2,576.06	93.14%
国际商贸城二区	1,751.85	3,262.86	86.25%
二区东扩	2,210.31	-	-
国际商贸城三区	1,671.45	2,702.60	61.69%
国际商贸城四区	2,133.07	2,740.71	28.49%
国际商贸城五区	861.28	2,156.73	150.41%
篁园市场	1,428.16	2,088.95	46.27%
生产资料市场	343.60	-	-
合计	1714.39	2957.34	72.50%

资料来源: 浙江中国小商品城集团股份有限公司 2024 年度第三期超短期融资券募集说明书、国信证券经济研究所整理

2、公司市场经营业务服务能力提升，提升商户对于涨租和认可度。公司线下市场借助 AI、数字化等工具，打造数字市场小程序、客流分析系统等数字软硬件服务功能，以及线上贸易平台 Chinagoods 进一步拓宽商户的客户覆盖面，提升市场活跃度，为商家增收增利提供助力。为进一步推动租金市场化，公司也结合义乌指数，建立了一套行业评价体系。该体系通过引入我国 GDP 增长率、市场化租金价格的波动情况、市场景气指数、市场商品价格指数、行业景气度指数以及区块繁荣度指数等指标，构建了一个商位租金差异化定价模型，预计未来三年租金增长率将不低于 5%。

3、全球数贸中心 2024 年以来已完成市场板块招商蓄客 4000 家以上，市场板块预计 2025 年 10 月试运营，带动市场经营主业进入新一轮扩张周期。全球数贸中心选址位于义乌市贸易核心区域，西至春风大道（与国际商贸城五区相邻）、北至诚信大道，东至兴隆大街，南至银海路，总建筑面积 125 万 m²，其中市场不分面积 41 万 m²，商业街 3.8 万 m²，商务写字楼群 31 万 m²，公寓 8.4 万 m²及 0.7 万 m²的贸易信息集地，行业大模型策源地。

图8: 小商品城旗下全球数贸中心示意图



资料来源: 全球数贸中心官网、国信证券经济研究所整理

■ 线上贸易 Chinagoods 平台打破物理边界，集成数字化产业链服务

公司在 2020 年推出官方线上贸易平台 Chinagoods，助力线下贸易生态数字化，2024 上半年实现 GMV450 亿元，同比增长 40.6%，其经营主体义乌中国小商品城大数据有限公司 2024 上半年实现净利润 7279.37 万元，同比增长 56.89%。虽从业绩贡献看，Chinagoods 目前占比仍较低，但对于公司向全球综合贸易服务

商转型至关重要，具体来看：

1、Chinagoods 主要提供在线商城及服务两大功能，将市场商户、外商、外贸公司、组货人等各类主体纳入数字贸易服务闭环。在线商城主要系市场采购的线上化，助力义乌商户打破了物理边界，扩大了客户的覆盖面，截至 2024 上半年，注册采购商超累计超 445 万人。服务功能包括：1) 第三方服务功能，引入包括营销服务、仓储物流、运营支持、内容建设、金融服务在内的第三方服务功能；2) AI 服务功能，公司 2023 年与人民网、腾讯、百度、清华大学等机构达成战略合作，共同发布了商贸领域的大数据模型，目前推出了 5 款 AI 自研产品，涵盖智能翻译、视频生成、商品发布等。截至 2024 上半年，已有 1.7 万用户深度体验小商 AI 系列，助力市场经营户实现业务的数字化升级。

2、全球 B2B 贸易在线采购需求量大，据艾瑞咨询数据，2022 年中国跨境出口 B2B 电商市场规模 4.5 万亿元，同比增长 8.2%，预计 2025 年规模达到 6.9 万亿元，2022-2025 年复合增速 15.6%。

图9: Chinagoods 贸易平台服务功能



资料来源: Chinagoods 官网、国信证券经济研究所整理

图10: 中国跨境出口 B2B 电商市场规模 (亿元、%)



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

四、跨境支付业务进一步打通数据流和资金流，仓储物流服务强化全链路业务布局

1、跨境支付业务方面，为进一步打通外贸服务链条，公司 2022 年收购浙江海尔网络科技有限公司 100% 股权以及其下属公司快捷通支付服务有限公司 100% 股权，从而拥有了互联网支付牌照，并品牌升级为 Yiwu Pay (义支付)。Yiwu Pay 目前已获批跨境人民币结算和支付机构外汇业务，截至 2024 年 6 月 30 日，跨境人民币支付业务交易额超 120 亿人民币，可支持币种达 25 种，交易覆盖 150 多个国家和地区。经营主体公司快捷通 2024 上半年也实现了净利润 2738.1 万元，较去年同期的亏损 572 万元实现显著改善。

行业层面看，出海高景气度下跨境支付仍有较大增长空间，据弗若斯特沙利文数据（转引自连连数字招股书），中国跨境数字支付服务市场的总支付额从 2018 年的 1.8 万亿元增加至 2022 年的 4.6 万亿元，年均复合增速 26.4%，且预计 2027 年达到 14.1 万亿元，2022-2027 年均复合增速 25.2%。

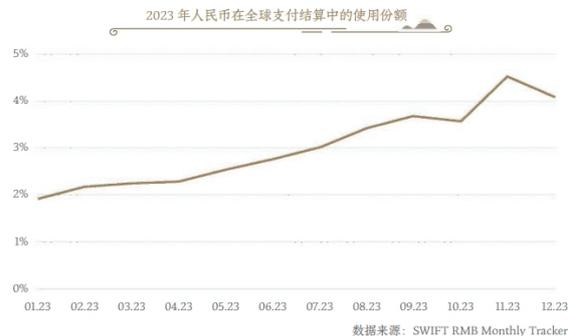
人民币国际化亦呈现积极趋势，据中国银行发布的《2024 年人民币国际化白皮书》，签署过双边本币互换协议的国家和地区增加到 41 个，互换规模超过 4 万亿元人民币；截至 2023 年末，CIPS 跨境清算支付清算系统共有 139 家直接参与者，1346 家间接参与者，分别较上年末增加 62 家和 63 家。结算金额看，2023 年，中国跨境人民币结算量突破 52.3 万亿元，同比增长 24.1%，2023 年 12 月，人民币在全球支付结算的使用份额达到 4.14%，较 2023 年元月提升 2.23 个百分点，成为全球第四大支付结算货币。

图11: 中国跨境数字支付服务市场的总支付额 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文 (转引自连连数字招股书)、国信证券经济研究所整理

图12: 人民币在全球支付结算中的使用份额 (%)

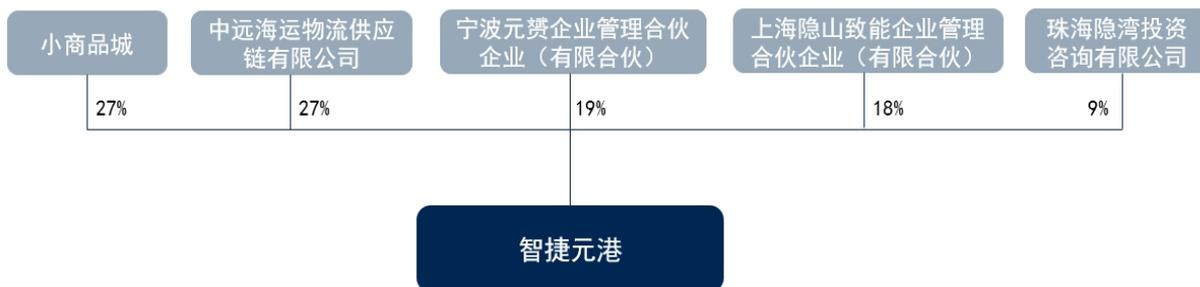


资料来源: 中国银行《2024年人民币国际化白皮书》、国信证券经济研究所整理

2、仓储物流服务方面, 公司 2022 年与中远海运物流、普洛斯投资 (上海) 有限公司合作共同成立合资公司, 即浙江智捷元港国际供应链科技有限公司, 公司出资 2.7 亿元, 持股比例 27%。

智捷元港主要从事贸易履约服务, 提供国际物流、海外仓等产品。2023 年智捷元港发货量已超 4.7 万 TEU (国际标准箱单位), 并与 700 余家义乌物流商建立了合作关系, 为入驻平台的物流商累计带来 26% 的成本降幅。公司参股智捷元港, 助力补充了跨境履约版图, 完善了公司国际贸易生态体系。

图13: 智捷元港股权结构



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

五、业务协同构建贸易生态闭环, 打通数据通道探索更多增值服务

从以上分析可以看出, 公司近年来一方面强化线下市场服务和数字化支持, 另外通过 Chinagoods 线上贸易平台、Yiwu Pay 等业务拓展, 构建了贸易生态闭环系统, 拓展了业务增量。此外, 公司从线上交易展示到支付形成支付流与信息流闭环, 打通数据通道, 留存贸易数据将进行多元化变现。

其中公司已推进数据要素业务进展, 例如 1) 基于线上结算数据的贸易融资征信服务, 整合结汇数据和征信数据, 为企业提供高效便利低成本的融资方式; 帮助金融机构全面了解客户信用历史和财务状况, 助力降低坏账风险。2023 年, Yiwu Pay 及征信公司与人民银行义乌市支行及义乌农商银行协同合作, 创新推出全国首笔基于跨境人民币结算数据的“征信产品贸易融资”, 为企业带来高效便利低成本的融资方式。2) 通过积累的贸易数据, 向商户提供市场趋势预测、消费者行为分析、数字营销、精细化运营、定制化智能解决方案等增值服务。

公司 2023 年在数据资源相关的投入 1800 万元，2024 年公司将持续扩大与数据要素相关的投入，第一季度末，公司可确认的无形资产-数据资源的金额将超过 800 万元，全年预计投入或将超 5000 万元。

表3: 小商品城旗下具有潜力的数据产品及应用

项目名称	应用场景	预计价值实现方式
Chinagoods 相关的数据产品及应用	线上交易智能匹配, AI 商贸垂直大模型, 智慧仓储物流, 供应链优化管理, 贸易履约, 移动化应用, 精准推送等	通过积累的贸易数据, 结合大数据和人工智能(AI)技术的应用, 向商户提供市场趋势预测、消费者行为分析、数字营销、精细化运营、定制化智能解决方案等增值服务, 助力商户降本增效。
义支付相关的数据产品及应用	基于结算数据的贸易融资征信服务, 信用评估与风险管理, 预防和监控洗钱和恐怖融资等	计划将于 2024 年推出贸易融资产品, 整合结汇数据和征信数据, 为企业提供高效便利低成本的融资方式, 打破传统供应链金融的信息孤岛, 将数据流与资金流无缝融合。
征信类数据产品及应用	金融机构信贷管理全流程优化, 包括贷前信用评估与风险控制、贷中监控、客户识别、授信额度计算等	信用报告: 按照金融机构需求提供信用报告查询、个性化接口服务, 帮助金融机构全面了解客户信用历史和财务状况; 风险预警: 通过客户的买卖交易数据分析客户画像, 及时将风险预警分析推送至金融机构, 防范潜在信用风险; 智能获客: 支持潜在用户动态管理, 实现自动化营销
指数类数据产品应用	用于分析宏观经济情况、行业运行态势、消费市场部机构的合作及 AIGC 技术, 增强义乌指数数据产品的实用性, 开拓多元化收入来源, 为用户提供更全面、深入的市场洞察和决策支持。	为不同用户群体提供基础和定制化增值服务, 结合与外部机构的合作及 AIGC 技术, 增强义乌指数数据产品的实用性和创新性, 开拓多元化收入来源, 为用户提供更全面、深入的市场洞察和决策支持。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 主业有望进入业绩扩张期, 多业务协同打造国际综合数字外贸服务商

公司在持续高景气的义乌外贸市场支撑下, 首先核心的市场经营业务, 在未来合理涨租及全球数贸中心投产的支撑下, 有望进入新的业绩扩张期。其次, 公司近年来通过 Chinagoods 线上贸易平台、Yiwu Pay 等业务拓展, 构建了贸易生态闭环系统, 数据流+资金流数据的整合也有助于公司更精准把握外贸商家的画像, 未来提供更多增值服务业务。总体上, 我们认为公司的独特的商业模式在当前市场环境下具有攻守兼备的特质。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 27.06/31.87/40.63 亿元, 对应 PE 分别为 16.4/13.9/10.9 倍, 维持“优于大市”评级。

表4: 可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资收盘价(元)	EPS			PE			总市值(亿元)	
代码	名称	评级	2024/08/26	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024/08/26
600415.SH	小商品城	优于大市	8.09	0.49	0.49	0.58	15.00	16.40	13.92	443.68
301381.SZ	赛维时代	优于大市	20.88	0.84	1.14	1.47	36.12	18.31	14.20	83.54

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测 注: 赛维时代为 wind 一致预测

◆ 风险提示

义乌外贸出口景气度下降; 全球数贸中心建设不及预期; 商铺出租率不及预期; 义支付交易流水不及预期或发生金融合规风险。

相关研究报告：

- 《小商品城（600415.SH）-上半年业务增长向好，进一步完善全球综合贸易服务商定位》——2024-08-16
- 《小商品城（600415.SH）-一季度核心主业表现优异，新兴业务持续贡献增量》——2024-04-17
- 《小商品城（600415.SH）-2023年业绩预告增长140%-149%，新兴业务快速成长》——2024-01-10
- 《小商品城（600415.SH）-获批开展支付机构外汇业务，进一步强化外贸综合服务能力》——2023-11-07
- 《小商品城（600415.SH）-前三季度利润增长43%，数字贸易等新兴业务快速成长》——2023-10-23

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1991	2923	7393	5040	5581	营业收入	7620	11300	13819	16069	20098
应收款项	630	708	1212	1321	1558	营业成本	6453	8306	9339	10844	13359
存货净额	1330	1247	1968	2296	2736	营业税金及附加	199	146	303	327	370
其他流动资产	1240	1651	2351	2566	3189	销售费用	198	240	197	284	398
流动资产合计	5254	6544	12938	11238	13079	管理费用	529	560	850	986	1206
固定资产	8081	8896	10232	13280	18034	研发费用	17	22	29	34	41
无形资产及其他	6462	6238	5989	5739	5490	财务费用	149	125	171	145	157
投资性房地产	6280	7517	7517	7517	7517	投资收益	1042	1068	200	150	150
长期股权投资	6033	7023	7823	8423	9023	资产减值及公允价值变动	(5)	(52)	0	0	0
资产总计	32111	36219	44499	46197	53142	其他收入	19	166	(29)	(34)	(41)
短期借款及交易性金融负债	1146	1799	2517	1821	2046	营业利润	1147	3105	3130	3599	4717
应付款项	1191	1390	1230	1723	2002	营业外净收支	3	103	0	0	0
其他流动负债	10075	10543	16680	16664	20438	利润总额	1150	3208	3130	3599	4717
流动负债合计	12412	13732	20427	20208	24486	所得税费用	46	527	420	406	646
长期借款及应付债券	3902	4361	4361	4361	4361	少数股东损益	(1)	5	5	6	8
其他长期负债	516	421	471	521	571	归属于母公司净利润	1105	2676	2706	3187	4063
长期负债合计	4418	4783	4833	4883	4933	现金流量表 (百万元)					
负债合计	16830	18515	25260	25090	29418	净利润	1105	2676	2706	3187	4063
少数股东权益	19	16	18	22	27	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	15262	17688	19221	21085	23697	折旧摊销	661	763	914	1202	1496
负债和股东权益总计	32111	36219	44499	46197	53142	公允价值变动损失	5	52	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	149	125	171	145	157
每股收益	0.20	0.49	0.49	0.58	0.74	营运资本变动	1418	(1069)	4102	(124)	2803
每股红利	0.12	0.11	0.21	0.24	0.26	其它	(0)	4	3	3	5
每股净资产	2.78	3.23	3.50	3.84	4.32	经营活动现金流	3188	2426	7724	4268	8367
ROIC	1.66%	11.47%	18%	21%	23%	资本开支	0	(1296)	(2000)	(4000)	(6000)
ROE	7.24%	15.13%	14%	15%	17%	其它投资现金流	13	47	0	0	0
毛利率	15%	26%	32%	33%	34%	投资活动现金流	(248)	(2238)	(2800)	(4600)	(6600)
EBIT Margin	3%	18%	22%	22%	24%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	25%	29%	30%	31%	负债净变化	(367)	458	0	0	0
收入增长	26%	48%	22%	16%	25%	支付股利、利息	(652)	(595)	(1173)	(1324)	(1451)
净利润增长率	-17%	142%	1%	18%	27%	其它融资现金流	(3738)	1017	718	(697)	225
资产负债率	52%	51%	57%	54%	55%	融资活动现金流	(5781)	744	(454)	(2020)	(1226)
股息率	1.5%	1.3%	2.6%	3.0%	3.3%	现金净变动	(2840)	931	4470	(2353)	541
P/E	40.2	16.6	16.4	13.9	10.9	货币资金的期初余额	4831	1991	2923	7393	5040
P/B	2.9	2.5	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	1991	2923	7393	5040	5581
EV/EBITDA	69.2	22.5	17.3	14.5	11.9	企业自由现金流	0	91	5702	266	2376
						权益自由现金流	0	1566	6272	(560)	2465

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032