

供应链管理、外延拓展双轮驱动增长

武汉中百 (000759) 评级: 买入 (首次)

股价: 11.75 元

目标价位: 16.8 元

深度报告

2010年10月19日 星期二

消费品小组

张先萍 zxp@longone.com.cn

商贸行业 021-50586660-8633

证书编号 S0630207110042

联系人: 沈燕

021-50586660-8639

shyan@longone.com.cn

6个月目标价位	11.75
升值潜力	43%
目标价确定日期:	2010/10/18

重要数据

总股本(亿股)	6.81
流通股本(亿股)	6.80
总市值(亿元)	82.4
流通市值(亿元)	82.3

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	-6.99	-19.01
3个月	11.42	-11.14
6个月	12.11	18.23

投资要点

- 从微观层面看有效的供应链管理和规模化是超市企业的盈利核心驱动力。在行业层面,超市业竞争加剧,二三线城市仍有增长空间。从宏观层面看,通胀对超市同店收入的影响滞后一个季度,而收入增长对此的影响并不明显。通胀和收入都和超市的收入呈正相关性。
- 作为关注超市的区域龙头企业,直采比例的提升和物流建设是公司未来内生性增长的主要看点,直采比例提升1%,毛利率至少增加0.3%;而目前公司进行的4个常温和1个生鲜配送中心,不仅利于降低物流成本,改善库存,也会通过生鲜食品加工提升食品类毛利率。我们认为公司未来三年的毛利率将呈上升趋势。
- 湖北省较快的消费增速及二三线城市的发展空间为公司的外延扩张提供了条件,计划每年新增的20家仓储超市和60家便民超市预期带来收入和利润的增长。小摩尔业态(超市+百货+家电)是公司针对二三线城市一站式需求做出的拓展规划,而吴家山物流中心在未来有望改建购物中心。
- 盈利预测:我们预期公司10/11/12年每股收益0.42/0.56/0.71元,给予11年30倍PE,目标股价16.8元,给予“买入”评级。

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8,649	10,096	12,122	14,406	16,798
营业收入增长率(%)	24.3%	16.7%	20.1%	18.8%	16.6%
营业利润(百万元)	210	274	380	509	643
营业利润增长率(%)	28.8%	30.5%	38.8%	33.8%	26.3%
净利润(百万元)	172	213	284	381	481
净利润增长率(%)	36.6%	24.1%	33.4%	33.8%	26.3%
每股净资产(元)	2.79	3.07	2.81	3.21	3.70
每股收益(元)	0.31	0.38	0.42	0.56	0.71
PE(X)	30.7	34.6	29.0	21.7	17.2
PB(X)	3.4	4.3	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA(X)	15.3	18.8	20.4	16.8	14.5

目录

1. 超市行业盈利驱动力分析	4
1.1 宏观层面: 通货膨胀、居民收入对超市盈利分析	4
1.2 行业层面: 竞争加剧、二三线城市仍有拓展空间	6
1.3 微观层面: 有效的供应链管理和规模化是超市盈利的核心驱动	7
2. 公司盈利能力分析	8
2.1 公司概况: 专注连锁超市的区域龙头	8
2.2 供应链管理: 直采比例提升、物流拓展是重点	9
2.3 公司门店和规模: 网点最多、规模最大	10
2.4 与其它超市盈利能力比较	11
3. 成长性分析	13
3.1 湖北省消费市场增长显著	13
3.2 超市的外延式扩张: 湖北二三线城市的成长空间	13
3.3 内生性增长: 直采和物流提升核心竞争力	14
3.4 小摩尔业态和大型购物中心的尝试	14
4. 盈利预测与估值	15
5. 风险提示	15

图形目录

图 1. 中国通货膨胀vs 物美同店增长	4
图 2. 美国通货膨胀vs 沃尔玛同店增长	4
图 3. 通货膨胀vs 日用品消费增长	4
图 4. 通货膨胀vs 食品消费增长	4
图 5. 通货膨胀vs 超市行业收入增长	5
图 6. 中国居民收入增长 vs 超市行业收入增长	5
图 7. 中国居民收入增长 vs 物美同店增长	5
图 8. 美国居民收入增长 vs 沃尔玛同店增长	5
图 9. 中国居民收入增长 vs 日用品消费增长	5
图 10. 中国居民收入增长 vs 食品消费增长	5
图 11. 沃尔玛在国内超市门店数	6
图 12. 上海前九外资门店数量	6
图 13. 有效供应链驱动超市盈利	7
图 14. 公司收入构成	8

图 15.	公司利润构成	8
图 16.	公司收入对湖北零售额占比	8
图 17.	公司超市门店数	8
图 18.	公司直接采购占比	9
图 19.	公司直接采购收入增长率	9
图 20.	公司超市业务毛利率	9
图 21.	湖北省各超市企业门店数	11
图 22.	超市类上市公司毛利率	12
图 23.	超市类上市公司期间费用率	12
图 24.	超市类上市公司存货周转天数	12
图 25.	超市类上市公司净利润率	12
图 26.	湖北省 vs 全国社会消费品零售增速	13
图 27.	中西部消费 3 年复合增长率前十	13

表格目录

表 1.	武汉中百物流情况	10
表 2.	武汉中百直采比例和毛利率预测	14
表 3.	武汉中百收入预测	15

1. 超市行业盈利驱动力分析

1.1 宏观层面：通货膨胀、居民收入对超市盈利分析

我们对通货膨胀、居民收入这两个宏观经济变量对超市三个层面（同店销售增长情况、居民日常消费、行业收入增长）的盈利影响作分析。

我们认为通货膨胀作为一个滞后指标，其对同店收入的影响约滞后一个季度。通货膨胀对居民的日用品消费和食品消费滞后约半年。通货膨胀与超市行业的收入则呈明显的正向相关性。

我们认为居民收入增长对同店收入的影响并不明显。但居民收入增速与居民的日用品消费及超市行业的收入增速呈明显的正向相关性。

图1. 中国通货膨胀 vs 物美同店增长

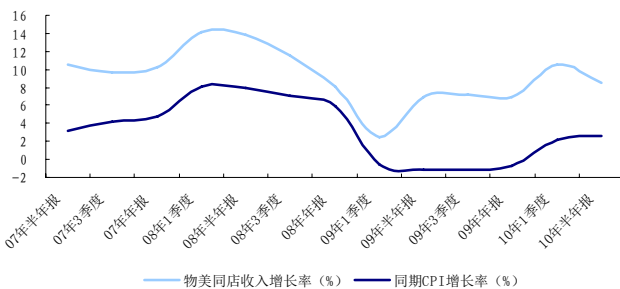
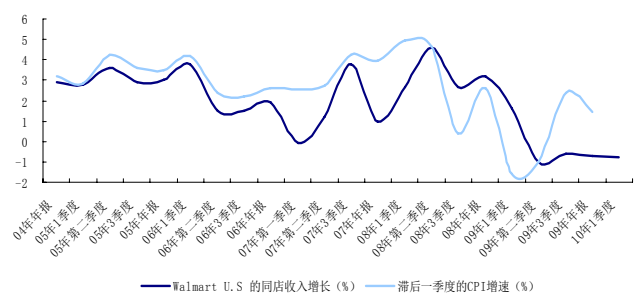


图2. 美国通货膨胀 vs 沃尔玛同店增长



资料来源：CEIC、公司公告、东海证券研究所

图3. 通货膨胀 vs 日用品消费增长

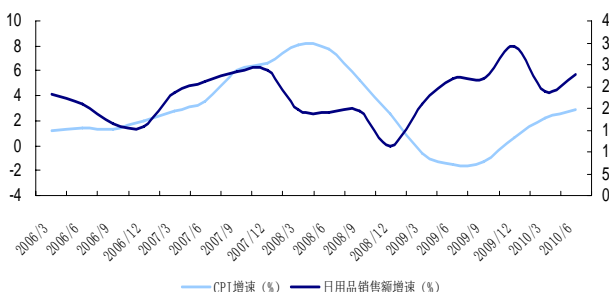
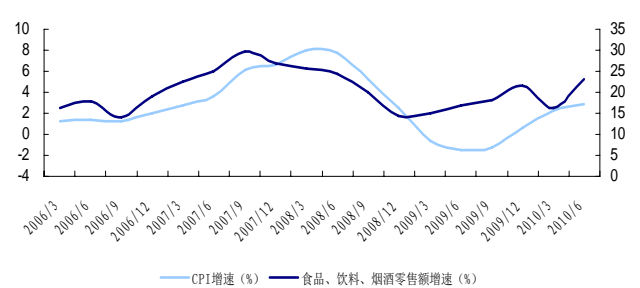


图4. 通货膨胀 vs 食品消费增长



资料来源：CEIC、东海证券研究所

图5. 通货膨胀 vs 超市行业收入增长

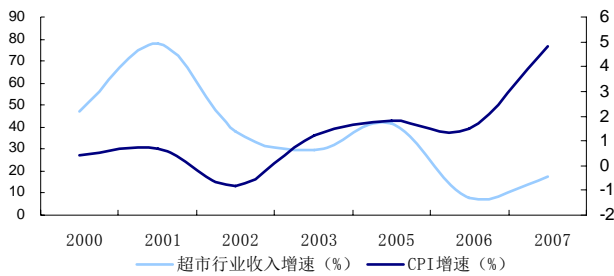
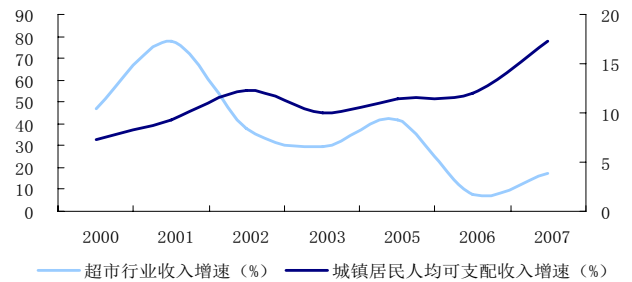


图6. 中国居民收入增长 vs 超市行业收入增长



资料来源: CEIC、东海证券研究所

图7. 中国居民收入增长 vs 物美同店增长

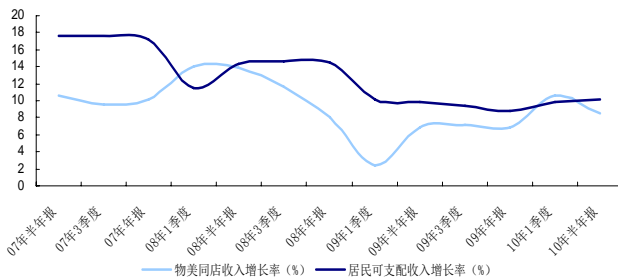
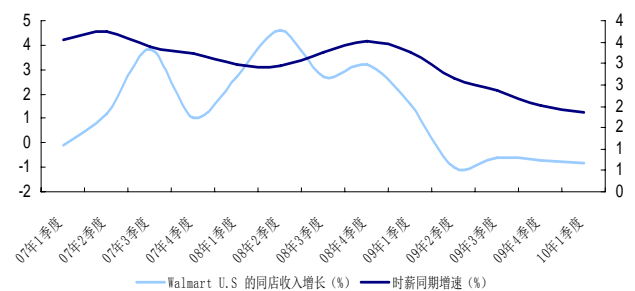


图8. 美国居民收入增长 vs 沃尔玛同店增长



资料来源: CEIC、公司公告、东海证券研究所

图9. 中国居民收入增长 vs 日用品消费增长

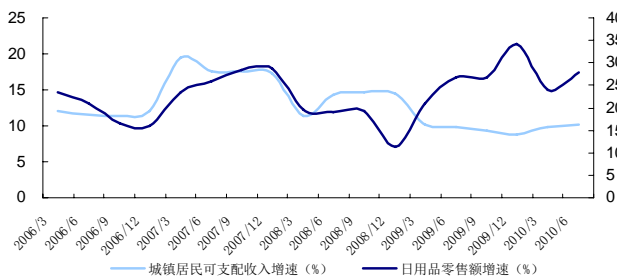
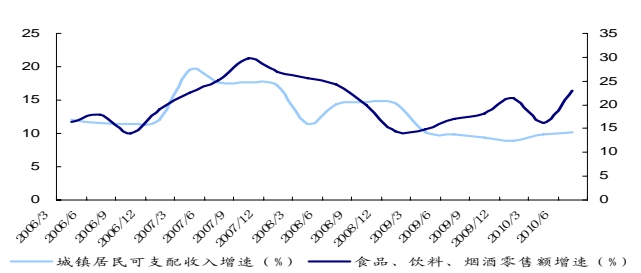


图10. 中国居民收入增长 vs 食品消费增长



资料来源: CEIC、东海证券研究所

1.2 行业层面: 竞争加剧、二三线城市仍有拓展空间

外资扩张加剧竞争。自1990年12月第一家超市开业以来,经过二十年的发展,超市已经成为我国城镇居民生活密不可分的一部分。2006年,我国放松了对外资投资零售业的限制,国际零售巨头更是跑马圈地,凭借雄厚的资金实力、完善的采购配送系统、成熟的管理经验快速抢占市场。以沃尔玛为例,2006年沃尔玛在华门店73家,2007年就攀升至202家,增速为177%。目前这些外资巨头已基本完成一线城市的布局,开始着手二线城市的布点。内资企业虽综合实力较弱,但仍积极以外延式扩张等手段捍卫市场。

目前一线城市网点已趋于饱和。以上海为例:2009年,上海人口1921万,按照每10-15万人需要一个大卖场测算,上海最多可容纳190个左右大卖场。而目前仅九大外资超市在上海的大卖场门店数就有105家。一线城市超市大卖场处于外资、台资、内资三足混战状态,在上海普陀、莘庄、浦东等大卖场竞争高地,甚至出现了七、八家大卖场高度聚集、贴身肉搏的竞争格局。

图11. 沃尔玛在国内超市门店数

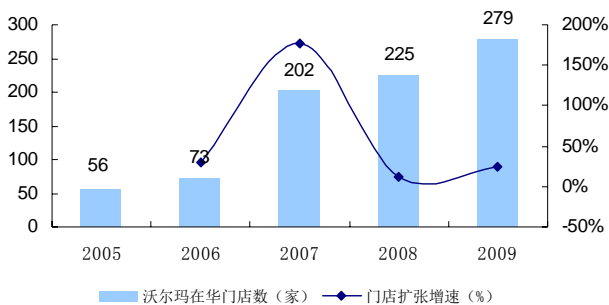
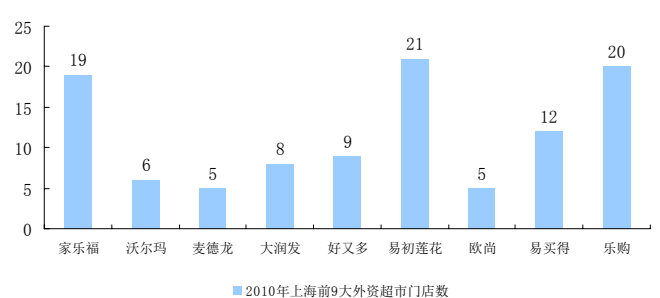


图12. 上海前九外资门店数量



资料来源: 公司网站、公司公告、东海证券研究所

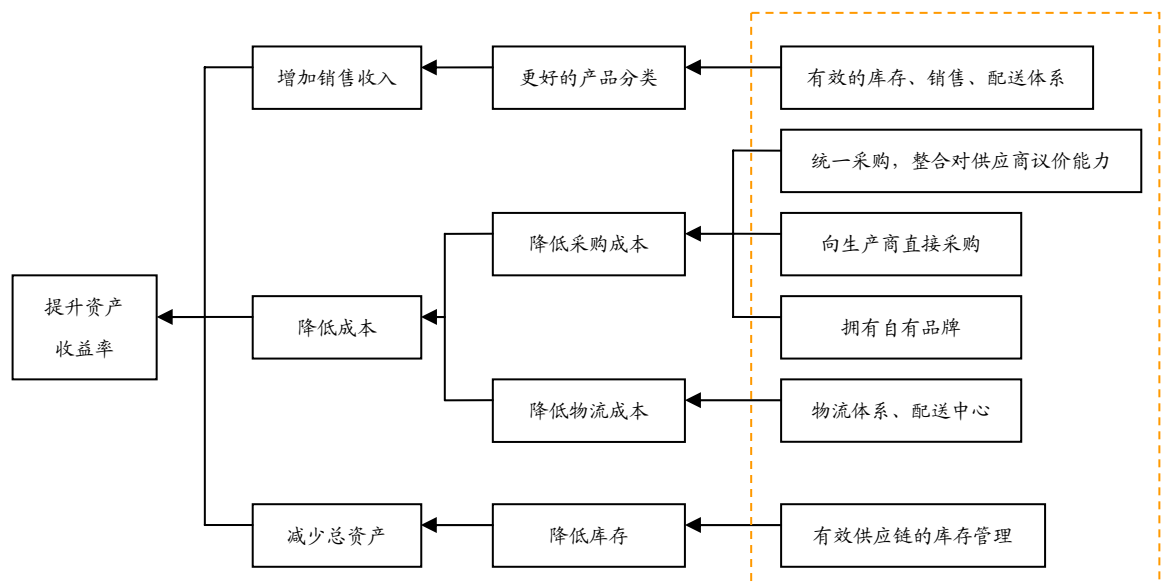
二、三线城市仍有拓展空间。超市企业纷纷将竞争战场转移到二、三线城市。这里的市场广阔无边、大有可为。以湖北省为例:除武汉市外,湖北省还有12个地级市、63个县城。从湖北省二、三线城市连锁超市发展状况看,2/3的地级市还处于大卖场培育、导入阶段;4/5以上的县城还处于市场空白。若按每10-15万人口需要一个大卖场来测算,每个地级市可容纳6家大卖场,每个县城则可容纳1.5家。由此可测算湖北省二、三线城市还可容纳120家左右的大卖场以及数倍的便民超市。

1.3 微观层面：有效的供应链管理和规模化是超市盈利的核心驱动

供应链管理是指从原始供应商到最终用户的整个商业流程的整合，该流程提供商品、服务和能为顾客增值的信息。**能统治并控制供应链是大型超市零售商的核心竞争力。**而要达到控制供应链，规模是一个因素，顾客信息更关键，零售商通过供应链管理，获得每位顾客、每笔交易的信息，通过共享这些信息，供应商才可以据此安排生产、促销和库存水平。

一个有效的供应链可以增加销售额和净利润，并同时减少总资产。有效的供应链可以通过为顾客提供更好的分类服务，提高销售额。另一方面，借助采购商和供应商之间的信息系统，可以使零售商以更低的成本获得产品，从而提高毛利。而在超市的削减成本方面，最有效的方式亦是通过供应链管理，比如零售商可以通过协调送货来削减运输费用，配送中心的有效工作可以用最小的成本完成收货、备货和送货。通过零售商与供应商的库存管理系统，零售商只需要在仓库中被很少的货，库存投资减少，从而能减少总资产，提升资产收益率。

图13. 有效供应链驱动超市盈利



资料来源：东海证券研究所

规模化经营是连锁商业盈利的另一核心驱动力，对于连锁超市来说同样如此。超市的规模化体现在空间上，表现为按照经济效率原则，进行门店网点的拓展；在纵深规模化上，表现为适当增加单店经营规模，提供更丰富的商品品

类，扩大销售额。超市的规模化经营，可以提升对供应商的谈判议价能力，降低采购成本，以及物流成本，对于超市行业这种薄利多销型的业态而言，通过规模化经营可有效降低成本，树立品牌并培育客户忠实度，因而是超市行业盈利驱动的最重要因素之一。

2. 公司盈利能力分析

2.1 公司概况：专注连锁超市的区域龙头

武汉中百是全国零售 30 强，09 年开始营业收入超过 100 亿。主营业务为仓储超市、便民超市和百货，其中收入的 75% 以上来源于仓储，18% 来源于便民超市，5% 来源于百货。从利润构成来看，仓储和便民超市占比超过 85%。截至 10 年上半年公司拥有仓储超市 145 家、便民超市 513 家、百货 4 家。公司主要市场在湖北省，约有 5% 收入来自于重庆。公司是专注连锁超市的区域龙头企业，在湖北省的销售占比逐年提高。

图14. 公司收入构成

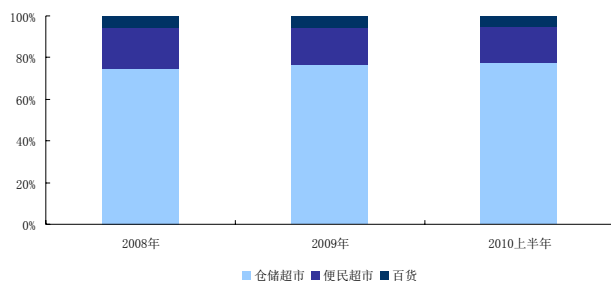
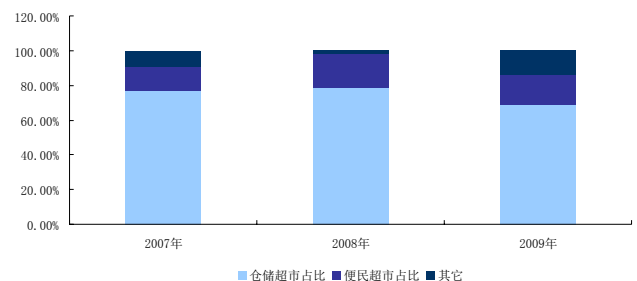


图15. 公司利润构成



资料来源：公司公告、东海证券研究所

图16. 公司收入对湖北零售额占比

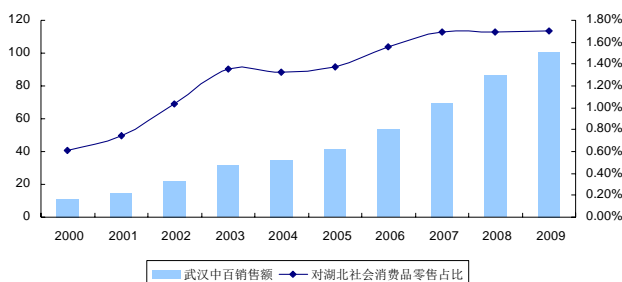
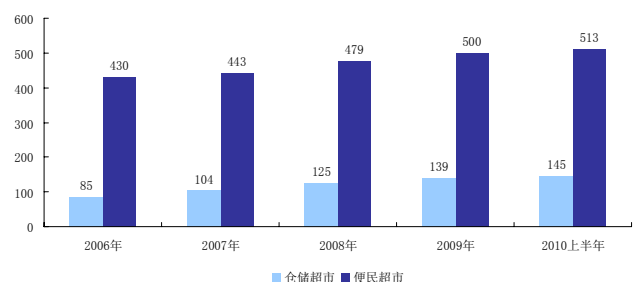


图17. 公司超市门店数



资料来源：公司公告、CEIC、东海证券研究所

2.2 供应链管理：直采比例提升、物流拓展是重点

如前所述我们认为供应链是超市企业的核心竞争力之一。我们将从采购和物流这两方面来分析公司的情况。

采购成本主要体现于公司的净销差毛利率中，降低采购成本可以通过发挥规模效应提升对供应商的议价能力，以及增加向生产商直接采购的比例。公司的直接采购比例近年来稳步上升，09年的直接采购占超市收入的3.1%，直接采购的毛利率在30%，中百仓储的直采商品品种超过1500个、中百便民的直采商品品种超过500个。随着公司规模的增长及直采比例的提升，公司的毛利率总体呈上升趋势。

图18. 公司直接采购占比

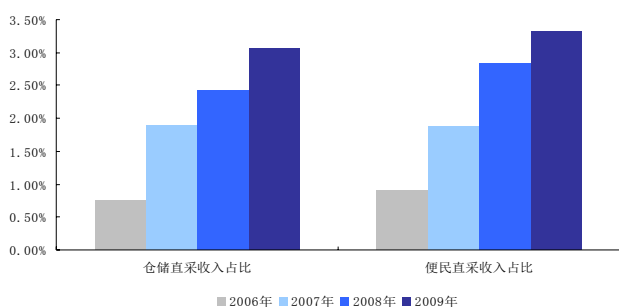
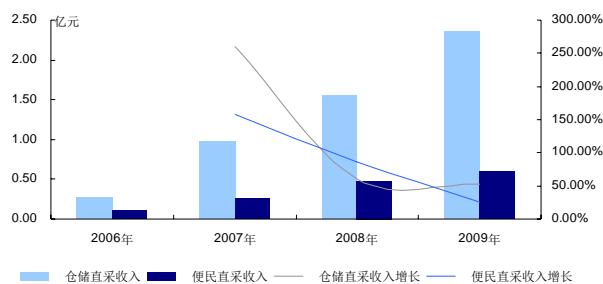
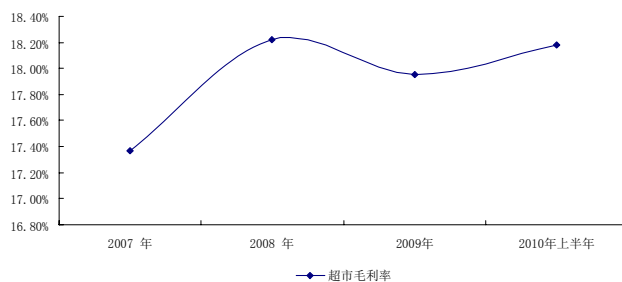


图19. 公司直接采购收入增长率



资料来源：公司公告、东海证券研究所

图20. 公司超市业务毛利率



资料来源：公司公告、东海证券研究所

物流体系是供应链中非常重要的一环，物流管理是大型连锁超市的核心竞争力。公司目前拥有公司现拥有常温配送中心（吴家山常温物流，约2.5万平方米）、低温配送中心（武汉科德，1.2万吨配送能力）和通过型蔬果配送

中心（中百农产品，3000 平米）各一座，采用先进的信息技术和自动化分拣技术，对库存、配货和供应链进行管理和操作。去年底收购了汉鹏物流，主要经营占地 180 亩，建筑面积 3 万平方米的武汉高桥物流基地。

鉴于物流体系在超市竞争中起到日益决定性的作用，未来两年公司也将大力建设物流体系。目前公司在建咸宁、恩施、襄樊、涪水分物流配送中心项目，完善公司在当地的物流配送体系并提升公司在区域范围内的资源整合、采购及配套服务能力。在江夏经济开发区大桥新区征地240 余亩，建设90,740 平方米的现代化生鲜食品加工及采配中心，为公司连锁网点提供蔬果、肉类、水产以及冷冻、冷藏生鲜食品的加工和配送服务。

我们认为在超市行业竞争在从前台逐步转向后台竞争的背景下，公司物流体系的重点拓展将会进一步提升公司的盈利能力，体现在：有效降低单位物流成本，可改善区域内的库存管理和供应链管理，实现多品种、少批量、低成本、高运转的营运，并有力促进公司区域内二、三级市场连锁超市发展的速度和质量，进一步提升公司的区域竞争优势。

表1. 武汉中百物流情况

配送中心	类型	规模	服务功能
吴家山	常温配送	2.5 万平米	满足 600 家超市门店配送需求
武汉科德	低温配送	1.2 万吨配送能力	满足 500 家超市门店冷冻食品需求
中百农产品	蔬果配送	3000 平米	配套生产豆制品、塑料袋及塑料托盘，蔬菜进行初级加工
汉鹏物流	常温配送	3 万平米	满足超市配送需求
咸宁	常温配送	1.9 万平米	辐射半径 150 公里内的超市配送
恩施	常温配送	1 万多平米	辐射半径 150 公里内的超市配送
襄樊	常温配送	1 万多平米	辐射半径 150 公里内的超市配送
涪水	常温配送	1.6 万平米	辐射半径 150 公里内的超市配送
江夏	生鲜食品加工及采配	9 万平米	提供蔬果、肉类、水产以及冷冻、冷藏生鲜食品的加工和配送服务

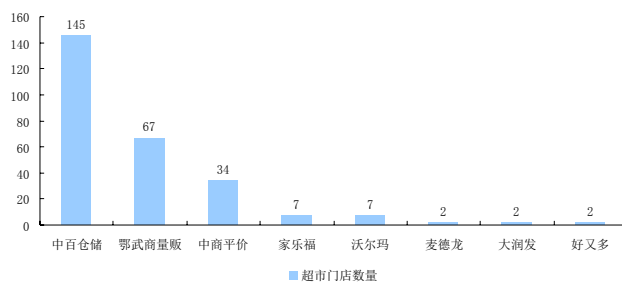
资料来源：公司公告、东海证券研究所

工

2.3 公司门店和规模：网点最多、规模最大

公司自进入超市业态以来，不断进行区域扩张，以武汉市为中心，向湖北省乃至中西部地区辐射，已成为湖北省网点最多、规模最大的连锁商业集团，截至10年上半年公司拥有仓储超市145家、便民超市513家。

图21. 湖北省各超市企业门店数



资料来源：公司公告、各公司网站、东海证券研究所

中百仓储经营的门店一般面积较大，总经营面积在6000平方米以上的大卖场约20家，总经营面积在2000至6000平方米之间的超市约70家，总经营面积小于2000平方米的超市约50家。大卖场销售的商品包括大众化的衣、食、日用品、家电等，品类齐全，辐射半径在2公里左右。

中百便民经营的超市面积一般在2000平方米以下。有90%的门店主要集中在武汉，另外黄石、鄂州市、孝感市有几十家门店，加盟店67家。中百便民超市主要经营包装食品、生鲜食品和日用品，按商品结构分为生鲜超市、干货超市和标准超市，门店辐射半径1公里左右，顾客以居民为主。

重庆中百仓储超市是公司跨区域拓展的第一步，至10年上半年，中百仓储在重庆的超市网点为37家。由于供应商存在区域分割和分级代理的特性，公司在湖北市场形成的规模优势尚不能辐射到重庆市场，商品采购议价能力及供应商关系尚在培育中，导致该公司门店毛利率与湖北门店存在较大差距；由于距离较远，武汉中百在湖北地区的配送能力也不能辐射到重庆，连锁经营优势没有得到有效发挥。我们预期重庆公司的扭亏尚需时日。

2.4 与其它超市盈利能力比较

我们将公司与A股超市类公司的盈利和运营能力做比较。与其它几家公司相比，公司的毛利率较低，但成本控制能力强，期间费用率低（主要是营业费用率低），且费用率呈逐年下降的趋势，因而综合来看，武汉中百的净利润率处于中游水平。从存货周转情况看，公司的存货周转率要低于同行。

图22. 超市类上市公司毛利率

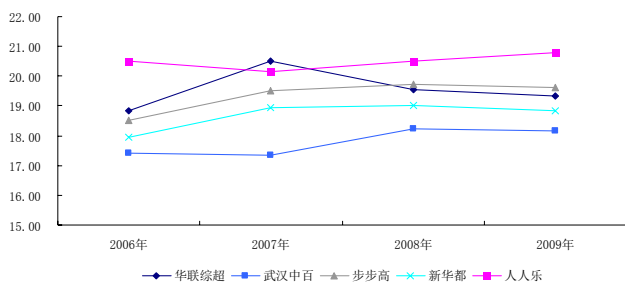
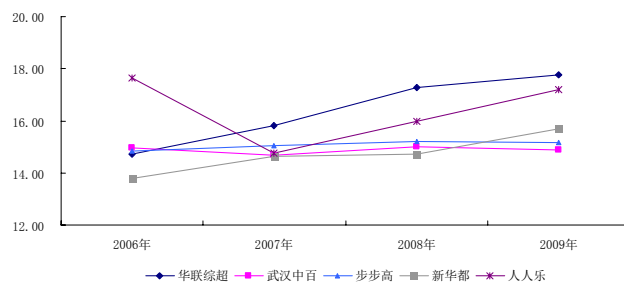


图23. 超市类上市公司期间费用率



资料来源: 公司公告、东海证券研究所

图24. 超市类上市公司存货周转天数

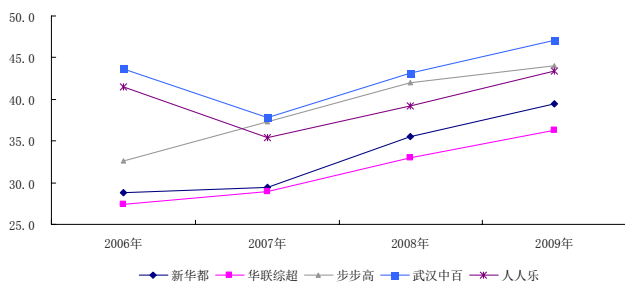
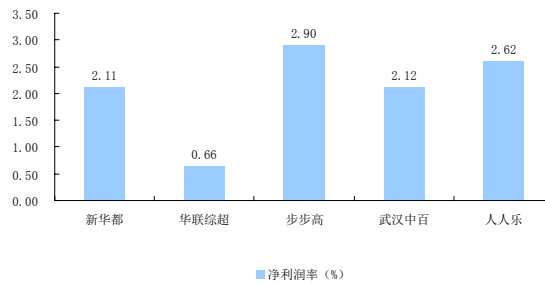


图25. 超市类上市公司净利润率



资料来源: 公司公告、东海证券研究所

3. 成长性分析

3.1 湖北省消费市场增长显著

从 07 年开始，湖北省的社会消费品零售增速开始超过全国水平，显示了中部地区消费的加速。07-09 年湖北省社会消费品零售总额的复合增速为 20.02%，高于全国消费增速近 1%，位列 20 个中西部省第九位。总体来看，湖北的消费在近年来增长显著。

图26. 湖北省 vs 全国社会消费品零售增速

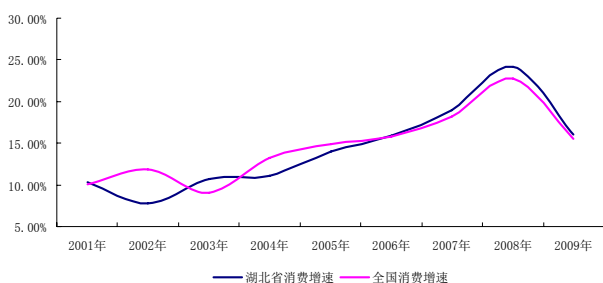
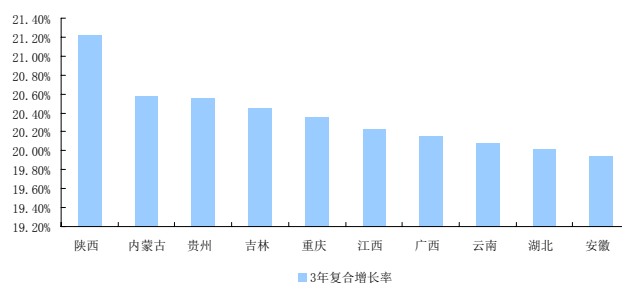


图27. 中西部消费 3 年复合增长率前十



资料来源: CEIC、东海证券研究所

3.2 超市的外延式扩张: 湖北二三线城市的成长空间

公司计划近几年每年新开 20 家仓储超市和 60 家的便民超市。我们认为湖北省的超市市场特别是二三线城市仍有较大成长空间。除武汉市外，湖北省还有 12 个地级市、63 个县城。从湖北省二、三线城市连锁超市发展状况看，2/3 的地级市还处于大卖场培育、导入阶段；4/5 以上的县城还处于市场空白。若按每 10-15 万人口需要一个大卖场来测算，每个地级市可容纳 6 家大卖场，每个县城则可容纳 1.5 家。由此可测算湖北省二、三线城市还可容纳 120 家左右的大卖场以及数倍的便民超市。这些市场空白点为公司的外延扩张提供了条件。

此外，07年正式通过了《关于批准武汉城市圈和长株潭城市群为全国资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验区的通知》，武汉1+8城市圈包括武汉、黄石、鄂州、孝感、黄冈、咸宁、仙桃、天门和潜江等九个城市武汉到这8个城市的车程均在1小时之内。武汉城市圈的建设将有力拉动公司主要经营区域的经济增长，也为公司的外延式扩张提供了良好的条件。

3.3 内生性增长：直采和物流提升核心竞争力

如前面我们所分析的，采购、物流管理和规模化是超市企业的盈利驱动因素。我们认为公司的内生性增长会来源于以下几个方面：

- 一、 直接采购商品的毛利率一般在 30%左右，比一般商品的毛利率要高至少 15%，因而提高直采比例将无疑会提高公司的整体毛利率。公司 09 年的直采比例为 3.16%，公司今年的直采目标是 5%（我们预期为 4.16%），计划未来 3 年能达到 10%。
- 二、 物流管理会有效降低单位物流成本，生鲜物流的发展将包括食品的加工，也会提升食品类的毛利率。
- 三、 规模化会提升对供应商的议价能力，利于降低采购成本。

表2. 武汉中百直采比例和毛利率预测

市场名称	2006 年	2007 年	2008 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
仓储超市直采占比	0.74%	1.90%	2.42%	4.1%	5.3%	7%
便民超市直采占比	0.91%	1.89%	2.83%	4.4%	5.8%	7.5%
仓储超市毛利率	17.26%	17.20%	18.01%	18.50%	18.80%	19.10%
便民超市毛利率	17.23%	17.98%	19.01%	20.60%	22%	23%

资料来源：公司公告、东海证券研究所

3.4 小摩尔业态和大型购物中心的尝试

随着二三线城市的经济的发展，一站式的购物需求也逐步出现。公司针对这种市场需求，也计划在二三线城市在物业条件允许的情况下，发展小摩尔业态，即面积在1万平方米以上，包括超市（5000平方米左右）、百货（5000平方米左右）和家电（2000平方米左右）三个业态的小购物中心。百货方面，大型购物中心是公司未来看好的业态，预期吴家山（约有100亩地）将会改建成大型购物中心，原来的吴家山购物中心功能将搬迁至汉鹏。青山商厦也有可能做改建。

4. 盈利预测与估值

盈利预测假设:

- 1、10-12 年仓储超市每年新增 20 家。
- 2、10-12 年便民超市每年新增 60 家。
- 3、10-12 年仓储超市的直采收入占比 4.1%/5.3%/7%。
- 4、10-12 年便民超市的直采收入占比 4.4%/5.8%/7.5%。
- 5、10-12 年超市可比门店同店增长 10%，百货可比门店增长 15%。
- 6、所得税率 25%。

表3. 武汉中百收入预测

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
仓储超市 (亿元)	77.03	94.13	112.84	131.87
便民超市 (亿元)	18.00	20.16	23.23	26.55
百货 (亿元)	5.40	6.29	7.23	8.68
合计收入 (亿元)	100.43	120.58	143.30	167.10
仓储超市增长率	20.13%	22.20%	19.88%	16.86%
便民超市增长率	6.19%	12.00%	15.21%	14.31%
百货增长率	8.00%	16.50%	15.00%	20%
合计收入增长率	16.68%	20.07%	18.84%	16.60%

我们预期公司 10/11/12 年每股收益 0.42/0.56/0.71 元，给予 11 年 30 倍 PE，目标股价 16.8 元，给予“买入”评级。

5. 风险提示

门店能否顺利拓展；物流项目建设能否如预期；管理能否提升；宏观经济波动对消费的风险

资产负债表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	761	800	928	1490	营业收入	10096	12122	14406	16798
应收款项	116	133	146	161	增长率	16.7%	20.1%	18.8%	16.6%
存货净额	1111	1269	1438	1632	营业成本	8264	9818	11602	13460
其他流动资产	257	242	288	336	营业成本/营业收入	81.9%	81.0%	80.5%	80.1%
流动资产合计	2244	2444	2800	3619	营业税金及附加	65	73	86	101
固定资产	1690	2034	2405	2624	销售费用	1102	1382	1671	1982
无形资产及其他	239	233	227	221	销售费用/营业收入	10.9%	11.4%	11.6%	11.8%
投资性房地产	430	430	430	430	管理费用	376	455	533	613
长期股权投资	39	39	39	39	管理费用/营业收入	3.7%	3.8%	3.7%	3.7%
资产总计	4642	5179	5901	6932	财务费用	25	16	6	0
短期借款及交易型金融负债	343	162	0	0	投资收益	12	0	0	0
应付款项	1667	1982	2406	2901	资产减值及公允价值变动	1	1	1	1
其他流动负债	829	1033	1224	1424	其他收入	(2)	(0)	0	(0)
流动负债合计	2839	3177	3631	4325	营业利润	274	380	509	643
长期借款及应付债券	67	67	67	67	增长率	30.5%	38.8%	33.8%	26.3%
其他长期负债	0	0	0	0	营业外净收支	25	0	0	0
长期负债合计	67	67	67	67	利润总额	299	380	509	643
负债合计	2906	3244	3698	4392	增长率	24.5%	27.2%	33.8%	26.3%
少数股东权益	17	17	18	19	所得税费用	85	95	127	161
股东权益	1719	1918	2185	2521	少数股东损益	1	1	1	1
负债和股东权益总计	4642	5179	5901	6932	归属于母公司净利润	213	284	381	481
					增长率	24.1%	33.4%	33.8%	26.3%
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.38	0.42	0.56	0.71	净利润	213	284	381	481
每股红利	0.10	0.13	0.17	0.21	资产减值准备	(2)	(1)	0	0
每股净资产	3.07	2.81	3.21	3.70	折旧摊销	124	177	201	231
ROS	2%	2%	3%	3%	公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)	(1)
ROE	12%	15%	17%	19%	财务费用	25	16	6	0
毛利率	18%	19%	19%	20%	营运资本变动	148	358	388	437
EBIT Margin	3%	3%	4%	4%	其它	3	2	1	1
EBITDA Margin	4%	5%	5%	5%	经营活动现金流	485	819	969	1148
收入增长	17%	20%	19%	17%	资本开支	(168)	(513)	(565)	(442)
净利润增长	24%	33%	34%	26%	其它投资现金流	(109)	(513)	(565)	(442)
资产负债率	63%	63%	63%	64%	投资活动现金流	0	0	0	0
息率	0.8%	1.0%	1.4%	1.7%	权益性融资	(172)	0	0	0
P/E	34.6	29.0	21.7	17.2	负债净变化	(56)	(85)	(114)	(144)
P/B	4.3	4.3	3.8	3.3	支付股利、利息	205	(181)	(162)	0
EV/EBITDA	18.8	20.4	16.8	14.5	其它融资现金流	(109)	(513)	(565)	(442)

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