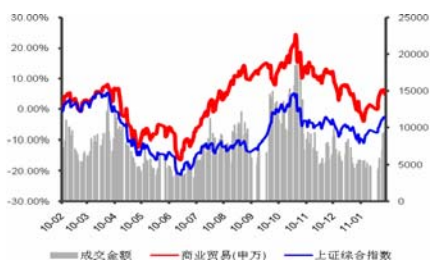


公司研究
“得民心，得市场”的平价超市领军者
商业零售

2011年2月21日

投资建议： 申购

——三江购物（601116.SH）新股报告
所在行业近52周走势

摘要：

- **以民为先，民亦载舟。**公司是浙江省最大的社区平价超市，以“让老百姓花更少的钱，过更好的生活”为公司使命，成立以来坚持“天天低价”的营销模式，努力为顾客提供“便宜”和“便利”的零售服务。公司这种以消费者需求为出发点的经营理念为公司赢得了较好的声誉，也带来了顾客较好的忠诚度，公司近几年70%以上的销售都来自这种忠诚的会员。
- **深耕优势区域，稳步拓展已入市场。**公司目前在宁波有93家门店，具有较强的区域优势，公司73%左右的收入来自宁波地区。未来计划每年保持20-25家的速度布点，其中10-15家将会在宁波地区以巩固优势区域，随着宁波地区门店向乡、镇、甚至村下沉，公司在宁波的区域规模优势有望进一步加强。另外公司也将加快在浙江省内已进入城市的布点速度，前几年公司在省内其他城市以每年5-8家的速度扩张，未来三年将保持每年10家的扩张水平，以加大公司在这些区域的品牌影响力和市场占有率。
- **收费会员制，充分利用消费心理，提升忠诚度。**收费会员制是公司最有特色的营销模式，通过向会员收取20-30元的会员费，使会员在消费时可享受5%左右的价格优惠。消费者愿意支付现金购买会员权利说明公司在当地具有较好的顾客忠诚度，另外消费者也希望购买商品累计的价格优惠能高于20-30元的会员费，这样就能促使会员至少消费400-600元，从而提升了顾客粘性。
- **建议申购。**公司作为浙江省的连锁超市龙头，与新华都、武汉中百等区域连锁超市的可比性较高，这两个公司2011年的市盈率水平在28倍左右，超市行业2011年的估值中枢在30倍左右，我们给予公司28-30的PE，根据公司2010-2012年的每股收益为0.32元、0.37元、0.42元，对应合理价位在10.36—11.10元。本次发行价格区间是10.20—11.80元，考虑到公司的差异化定位在A股中具有稀缺性，且募投项目完成后整体盈利能力将得到提升，以及新股发行溢价等因素，建议投资者申购。

发行相关数据：

发行数量： 6000万股
 网上发行数量： 4800万股
 网上申购简称： 三江购物
 网上申购代码： 780116
 网上发行价格： 11.8元

报告作者：

国联证券研究所商业零售小组
 组长：朱乐婷
 执业证书编号：S0590210040005

联系人：
梁海

电话： 0510-82833337

Email: liangh@glsc.com.cn

沈燕

电话： 0510-82832380

Email: shenyan@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

目录

1、公司简介	4
2、“错位经营”与“以民为先”才是经营之道	5
2.1 社区平价超市，“错位”中的机会	5
2.2 紧贴顾客需求，经营才能顺风顺水	6
3、引入行业人才，发力生鲜经营	7
4、借力配送中心，深耕省内市场	8
4.1 门店拓展立足宁波，渐进式渗透省内	8
4.2 配送中心升级改造，提升省内门店竞争力	9
4.3 信息系统升级，做好发展的坚实后盾	10
5、盈利预测	10
6、估值	11
7、风险提示	12

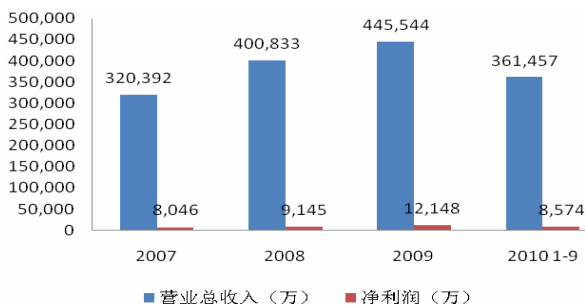
图表目录

图表 1: 公司近三年一期收入和净利润情况	4
图表 2: 公司近三年一期主要财务指标变化情况	4
图表 3: 公司近年保持稳健的门店扩张速度	4
图表 4: 公司目前门店在浙江省内分布情况	4
图表 5: 公司的股权结构	5
图表 6: 超市各业态区别	6
图表 7: 会员费收入情况	6
图表 8: 连锁超市行业生鲜销售占比快速提升	7
图表 9: 企业生鲜销售占比快速提高	7
图表 10: 公司各品类收入占比情况	8
图表 11: 公司各品类毛利率情况	8
图表 12: 公司募投的 70 家省内门店目前进展情况	8
图表 13: 公司未来三年门店拓展以宁波地区为重点扩张区域	9
图表 14: 公司改造前配送体系	10
图表 15: 公司改造后配送体系	10
图表 16: 公司盈利预测	11
图表 17: 可比公司盈利预测与估值情况	12

1、公司简介

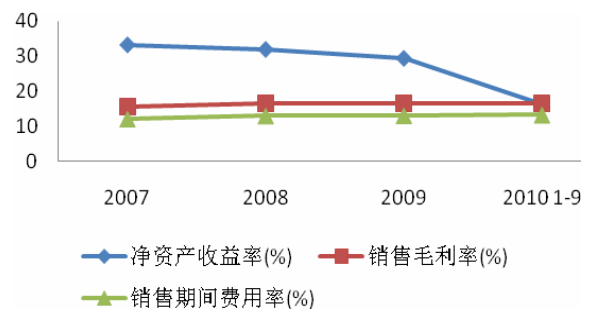
三江购物是国内社区平价超市连锁经营的典范。公司定位于“社区平价超市”的业态，在居民小区等居民集中的地方进行网点布局，将目标顾客定位于周边社区居民。公司坚持“天天低价”的营销模式，努力保持商品低价率在60%以上，为顾客提供“便宜”和“便利”的零售服务。凭借这种贴近社区的优势、低价、便利的服务、以及与大卖场和便利店错位的差异化竞争，公司获得了当地老百姓的支持与信赖。近年来，公司的会员人数稳定增长，会员客户占比保持在70%以上，也带动了公司销售收入和利润的稳定增长。

图表 1： 公司近三年一期收入和净利润情况



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

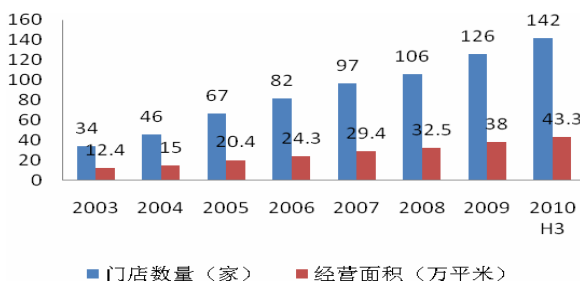
图表 2： 公司近三年一期主要财务指标变化情况



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

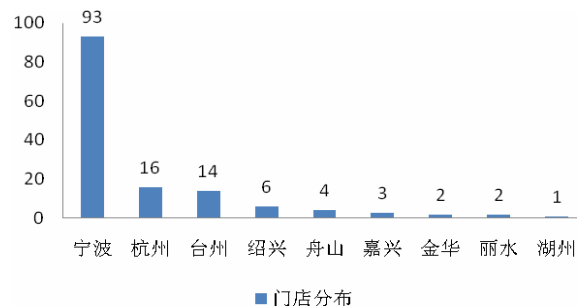
公司近几年总门店数量保持每年 15 家左右的增长，截止 2010 年 9 月底，公司共拥有营业网点 142 个，营业面积达 43.3 万平米，网点遍布浙江省的宁波、杭州、金华、台州等三十多个城市和地区。目前公司已经在宁波地区取得了较强的优势，并陆续进入了浙江省内除温州和衡州的其他地区。未来公司将继续加强和巩固现有的优势区域，并稳步拓展省内已经进入的区域，以增强公司在这些区域的品牌影响度和市场占有率，门店的持续加密将有助于较快形成规模效应，促使公司业绩能快速增长。

图表 3： 公司近年保持稳健的门店扩张速度



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

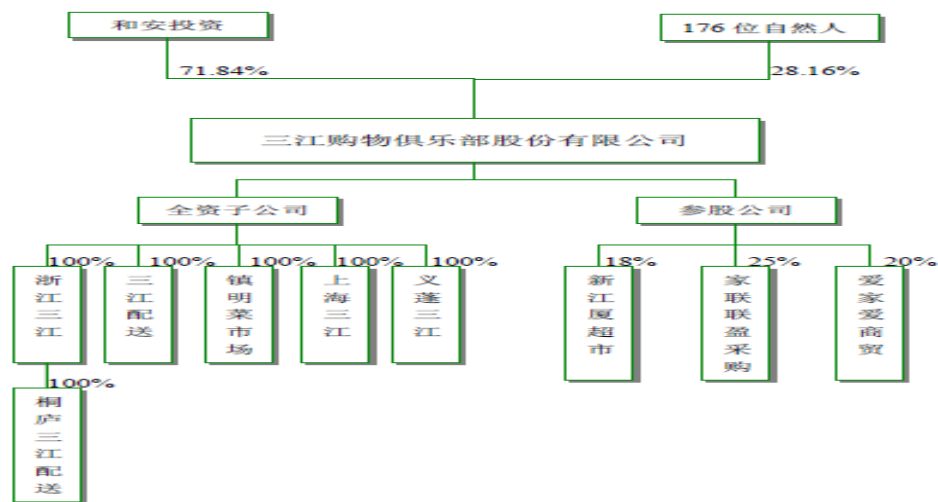
图表 4： 公司目前门店在浙江省内分布情况



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

公司最早由三江投资和三江贸易在 1995 年共同出资成立，随后由于超市经营亏损以及三江投资和三江贸易经营理念的差异，三江投资将股权转让给了副总黄跃林。之后为了留住人才，黄跃林分两次将三江贸易的股权转让给陈念慈，05 年陈念慈与女儿陈颖成立和安投资，以 800 万收购了陈念慈在公司的 80% 股权，和安投资成为公司的控股股东，而实际控制人仍为陈念慈。灵活的民营体制以及实际控制人丰富的零售业经验是公司多年来稳健发展的保证，也将在公司未来的发展中继续起到积极的作用。

图表 5: 公司的股权结构



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

2、“错位经营”与“以民为先”才是经营之道

2.1 社区平价超市，“错位”中的机会

近年来我国的超市行业处于快速发展的阶段，竞争也越来越激烈。据国家统计局数据显示，2002 年限额以上连锁超市门店数 10281 个，到 2009 年时门店数达到 36755 个，7 年间数量增长了 2.58 倍。我国超市行业的繁荣发展也吸引了大量外资零售巨头进军中国市场，沃尔玛、家乐福、易初莲花等外资巨头的大卖场从一线城市逐渐扩张到二三线城市。另外中外资超市还通过定位于不同的业态的门店全方位的抢占市场，可的、华润万家、好邻居、7-11 等便利店纷纷加入抢占市场的队伍。

社区平价超市的错位经营，能有效避开与大卖场和便利店等零售业态的正面竞争。社区平价超市在商业业态上介于大型超市和便利店之间，定位于为社区超市提供“便宜”和“便利”的服务。与便利店相比，社区平价超市的营业

面积较大，商品品种较多、品类齐全，而且价格比较便宜；与大型超市相比，商品价格比较便宜，当顾客购买较少商品时，比大型超市更便捷。所以，社区平价超市在一定程度上与其他零售业态是各取所长、互为补充的关系，这使得社区平价超市能避开与大卖场和便利店的正面竞争，更容易得到发展壮大机会。

图表 6: 超市各业态区别

基本特点	大型超市	社区平价超市	便利店
商圈和目标客户	辐射半径 2 公里以上，目标顾客以居民、流动顾客为主	辐射 1 公里左右，目标顾客以购买日常生活消费品的社区居民为主	商圈范围小，顾客 5 分钟内到达，目标顾客为单身者、年轻人
商品结构	大众化衣、食、日用品齐全，一次性购齐，注重自有品牌开发	满足居民日常生活消费	即时食品、日用小百货为主，有即时消费性、小容量、应急性等特点，商品品种在 3,000 种左右，售价高于市场平均水平
选址	市、区商业中心、城郊结合部、交通要道及大型居住区	居民小区等居民居住集中的地方	商业中心区、交通要道以及车站、医院、学校、娱乐场所、办公楼、加油站等公共活动区
价格	大部分高于市场平均价格水平，小部分低于市场平均价格水平	低于市场平均价格水平	高于市场平均价格水平
规模	6,000 平方米以上	3,000 平方米左右	100 平方米左右

数据来源：国联证券研究所 招股说明书

2.2 紧贴顾客需求，经营才能顺风顺水

“公司舟也，百姓水也”，服务好百姓，水就能载舟。公司一直秉承“诚实守信、先人后己、勤俭节约、学习创新”的经营理念，正是基于这样的经营理念，公司将“让老百姓花更少的钱，过更好的生活”作为自己的使命，坚持“天天低价”的营销模式。为了保证公司的低价商品率在 60%，公司在装修、人员设置、经营费用上力求节俭，以充分让利于消费者。公司这种“先民后己”的理念也赢得了顾客的信赖，近年来公司会员顾客快速增长，截止 2010 年 9 月底公司会员总数达到 218.9 万名，会员销售规模占比一直保持在 70% 以上，会员规模的稳定增长不仅能带来一笔稳定的会员费收入和提升顾客的消费粘性，而且有利于对消费者的购物习惯进行跟踪和分析，并以此调整公司的品类结构及商品采购需求，以更好地贴合消费者需求。

图表 7: 会员费收入情况

年份	会员费收入		会员销售额占比（会员销售额/年度总销售额）
	金额（万元）	增长率	
2010 年 1-9 月	1,210.07	/	75.05%
2009 年	1,627.48	15.30%	75.78%
2008 年	1,411.49	17.33%	73.87%
2007 年	1,202.99	/	71.33%

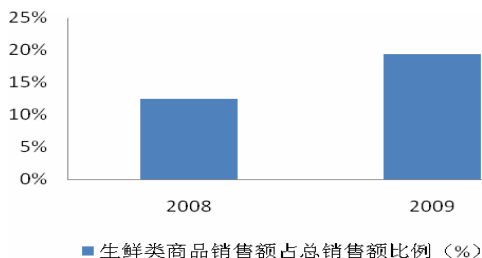
数据来源：国联证券研究所 招股说明书

收费会员制充分利用消费心理，拉动会员积极消费。公司实行的是会员制与非会员制并行的销售模式，向会员收取每年 20（老会员）或 30 元（新会员）的会员费，会员在消费时可享受约 5%左右的优惠。根据大多数人的消费心理，既然花了 20-30 元钱购买了享有商品优惠的权利，就会希望购买商品累计的优惠能大于等于会员费，这样算来每个客户每年至少消费 400-600 元，而根据公司 2010 年三季度的销售额大概测算，每个会员至少平均消费了 1155 元，由此可见收费会员制能有效地提升顾客的消费积极性。

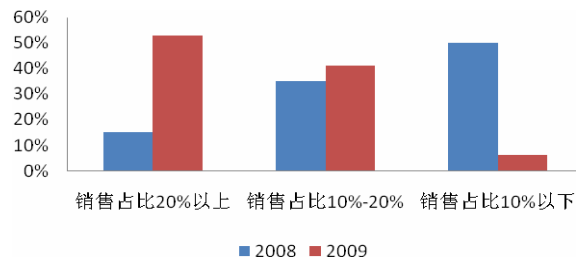
3、 引入行业人才，发力生鲜经营

生鲜是超市中附加值最高的产品，随着人民生活水平的不断提高，对生鲜品的需求越来越大，生鲜对超市的聚客作用日益明显，很多企业已经将生鲜经营提升到“生鲜战略”的高度。据中国连锁经营协会的数据统计，连锁超市企业整体的生鲜销售占比提升明显，从 2008 年的 12.44% 上升至 2009 年 19.33%，生鲜销售占比在 20% 以上的企业从 2008 年的 15% 上升至 53%。可见“得生鲜者得天下”已经成为连锁超市行业内的共识。

图表 8: 连锁超市行业生鲜销售占比快速提升



图表 9: 企业生鲜销售占比快速提高

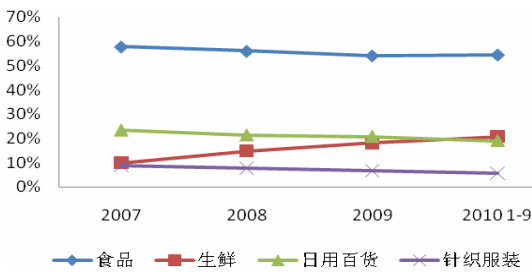


数据来源：国联证券研究所 中国连锁经营协会

数据来源：国联证券研究所 中国连锁经营协会

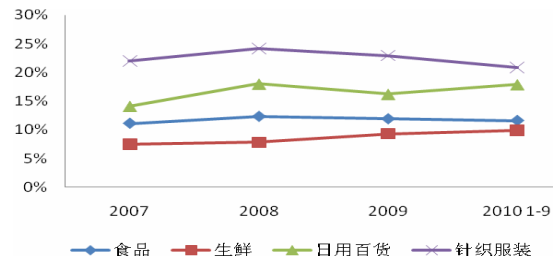
生鲜占比与毛利率保持稳步上升。公司定位于提供社区居民日常生活用品，生鲜和食品更是必不可少的品类，从近年的销售占比来看，食品类和生鲜类是公司销售收入的主要来源，收入占比达到 70% 以上。其中生鲜类商品销售占比从 07 年的 10.01% 提升到 10 年前三季度的 20.77%，同时生鲜的毛利率也从 07 年的 7.45% 提升到 10 年前三季度 9.98%，这不仅是公司根据消费者需求进行品类调整的结果，更是公司在生鲜经营方面下功夫的结果。

图表 10: 公司各品类收入占比情况



数据来源: 国联证券研究所 招股说明书

图表 11: 公司各品类毛利率情况



数据来源: 国联证券研究所 招股说明书

引进标杆企业的生鲜人才，快速提升生鲜经营能力。从公司 2009 年增资扩股的股东我们发现，2008 年 3 月曾供职福建永辉的张存峰加盟公司，担任生鲜总采一职；2009 年 2 月曾于上海易初莲花担任生鲜副总监的范海峰加盟公司，担任公司的生鲜副总监一职，而后从 08 到 10 年三季度，公司的生鲜销售占比以每年 2 到 5 个百分点的速度迅速提升。目前公司的生鲜经营基本实现了基地直采，大多数情况下公司采用“田间定制”、“订单农业”的直采模式，即包下农田，保证农民的最低收入以获得农产品，如果市场价格上升，则公司可以以低于市场批发价的 20% 购买农产品，这样一来，公司便能较好地锁定成本。同时由于公司的门店数量较多且都集中于浙江省内特别是宁波市，所以规模采购、运输的优势比较明显。

4、借力配送中心，深耕省内市场

4.1 门店拓展立足宁波，渐进式渗透省内

根据募投项目规划，公司在未来三年将在浙江省内发展 70 家门店。公司整体计划是在宁波、绍兴、杭州、舟山、台州等一线城市密集布点，以巩固现有市场份额，并以此为基础向二三线城市辐射，积极开拓湖州、嘉兴、金华等市场，提升公司品牌影响力和市场占有率，巩固公司在浙江省内连锁超市业的竞争优势。

图表 12: 公司募投的 70 家省内门店目前进展情况

地区	门店数	规划面积 (m ²)	签约情况				意向情况			
			门店数	占比 (%)	面积 (m ²)	占比 (%)	门店数	占比 (%)	面积 (m ²)	占比 (%)
宁波	40	132,148	16	40.00	58,195	44.04	14	35.00	51,085	38.66
杭州	8	23,020	0	0	0	0	1	12.50	4,000	17.38
嘉兴	2	6,300	0	0	0	0	1	50.00	3,300	52.38
台州	5	21,459	1	20.00	5,069	23.62	1	20.00	4,000	18.64
舟山	7	17,300	0	0	0	0	3	42.86	12,118	70.05
绍兴	3	9,300	0	0	0	0	0	0	0	0
湖州	2	8,000	0	0	0	0	0	0	0	0
金华	2	7,500	0	0	0	0	0	0	0	0
丽水	1	3,500	0	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：国联证券研究所 招股说明书

公司将采取滚动方式进行网点拓展，每年新设门店数约 23 家。从门店开设情况来看，公司未来三年的扩张仍然是重点布局优势区域宁波，2010-2012 年在宁波分别新开门店 17 家、12 家和 11 家，占当年新开门店的 74%、52%、46%。

图表 13： 公司未来三年门店拓展以宁波地区为重点扩张区域

区域	2010 年 4 月-2011 年 3 月新开门店数	2011 年 4 月-2012 年 3 月新开门店数	2012 年 4 月-2013 年 3 月新开门店数
宁波	17	12	11
杭州	4	2	2
嘉兴	-	1	1
台州	1	2	2
舟山	1	2	4
绍兴	-	2	1
湖州	-	1	1
金华	-	1	1
丽水	-	-	1
合计	23	23	24

数据来源：国联证券研究所 招股说明书

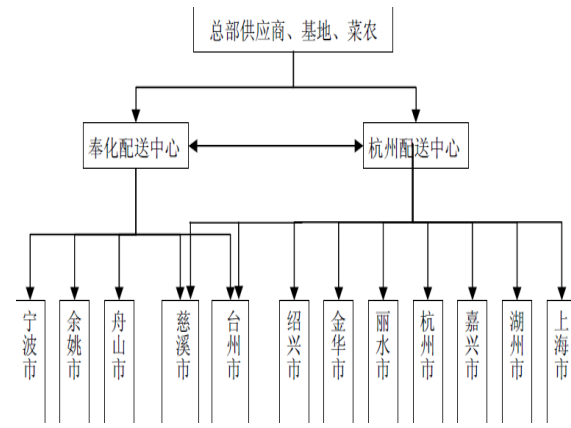
4.2 配送中心升级改造，提升省内门店竞争力

公司此次募投项目将对杭州配送中心升级改造，将现有的平面仓库改建成立体仓库，建成后的立体仓库可使仓储面积提高到 1.8 倍，规划建设立体货架供 9280 库位，使信息化库位管理成为可能，并能满足 126 家门店的配送需求；同时杭州配送中心将建立 3000 m² 的恒温仓库以及 6000 m² 的冷链系统，实现冷冻和冷藏食品的统采统销，彻底改变目前向外部供应商租赁恒温仓库带来的种种管理弊端；另外公司还将建立 4051 平方米的食品加工线，用于对食品进行包装及对基地采购的农副产品进行分装和加工，以提升商品的附加值，获取新的利润增长点。

杭州配送中心距离杭州、嘉定、湖州、丽水、金华、绍兴、慈溪、余姚等

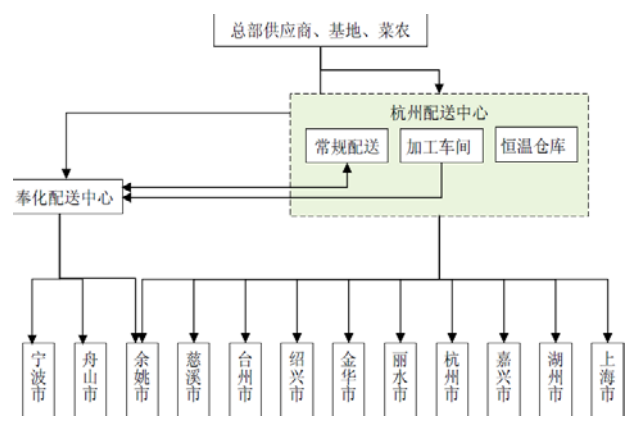
地距离更近，为公司加大在这些地区门店拓展奠定了良好基础。升级后的杭州配送中心能更好地配合奉化配送中心覆盖省内门店，也便于实现当地采购以及利用回程车开展第三方物流，提升供应链的经营效率。

图表 14: 公司改造前配送体系



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

图表 15: 公司改造后配送体系



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

4.3 信息系统升级，做好发展的坚实后盾

目前公司已经拥有 ERP 系统（由 MIS 系统、POS 系统、HR 信息管理、财务系统构成），会员管理系统，SCM 系统、网购平台、OA 平台，但是随着规模的不断扩大，现有信息系统在功能性、安全性和稳定性都难以满足公司未来经营管理提出的更高要求。公司计划新增或完善供应链系统、CRM 系统等项目，以及对部分软件平台和相关的系统硬件配套设施升级改造，以促使公司多平台信息管理系统得到全面的升级和整合，提升数据处理能力、安全运行能力和信息数据的应用水平。整个系统的升级改造将有利于提升公司的经营管理水平，也有利于企业长期、稳定的发展。

5、盈利预测

- 1、假设 10-12 年每年新开门店为 22、23、23 家。
- 2、公司 08、09 年平均单店面积分别为 3063 m²、3015 m²，公司计划未来新开门店仍保持在 3000 m²左右，假设 10-13 年新开门店平均面积为 3000 m²，则 10-12 年平均单店面积分别 3048、3041、3036 平米。
- 3、公司 08-09 年平销分别为 1.23 万、1.17 万，预计随着新开门店增多，平效会有所下降，但随着新开门店占比的下降，门店的平效将保持平稳。假设 10-12

年平销分别为 1.10 万/m²、1.07 万/m²、1.07 万/m²。

4、假设 2010-2012 年仍可获得一定的政府补贴，分别为 4000 万、2000 万、2000 万。

图表 16: 公司盈利预测

	2008	2009	2010	2011	2012
门店数	106	126	148	171	194
新增店	9	20	22	23	23
单店面积	3063.00	3015.21	3048.12	3041.65	3036.71
总经营面积	324678	379916.46	451122	520122	589122
平销 (万/m ²)	1.23	1.17	1.10	1.07	1.07
营业收入 (万)	400834.47	445543.23	496234.20	556530.54	630295.74
增速	25.11%	11.15%	11.38%	12.15%	13.25%
营业成本	335278.46	372277.96	414454.80	463256.02	523964.85
毛利率	16.35%	16.44%	16.48%	16.76%	16.87%
营业税金及附加	2593.57	2957.17	3275.15	3673.10	4159.95
财务费用	1444.32	563.51	446.61	-612.18	-491.63
管理费用	6030.90	6907.82	7592.38	8431.44	9548.98
销售费用	44553.52	50623.62	56818.82	63444.48	71853.71
资产减值损失	59.35	-281.41	-24.75	0.00	0.00
投资净损益	-514.95	6.4	7.24	0.00	0.00
营业利润	10359.40	12500.96	13678.43	18337.68	21259.88
营业外收入	3484.02	4496.9	4000	2000	2000
营业外支出	774.24	316	96.26	0	0
利润总额	13069.18	16681.86	17582.17	20337.68	23259.88
所得税	3923.30	4534.74	4395.54	5084.42	5814.97
净利润	9145.88	12147.12	13186.63	15253.26	17444.91
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	9145.88	12147.12	13186.63	15253.26	17444.91
增速	13.66%	32.82%	8.56%	15.67%	14.37%
股本 (万)	41075.88	41075.88	41075.88	41075.88	41075.88
每股收益(摊薄)	0.22	0.30	0.32	0.37	0.42

数据来源：国联证券研究所

6、估值

合理估值区间：10.36-11.10 元。

公司是社区超市行业的领军企业，近几年保持较稳健的发展态势。随着募投项目的实施，公司的门店数量将较快增长，在省内已进区域的密集布点有助于加快规模效应的显现；随着配送中心的升级改造，公司的物流配送体系也日益完善，能更好地支撑省内门店发展；公司信息系统的升级改造也使得公司经营

管理效率更高，在规模不断扩大的同时给予强大的后台支撑。

鉴于以上分析，我们认为公司作为浙江省的连锁超市龙头，与新华都、武汉中百的可比性较高，这两个公司 2011 年的市盈率水平在 28 倍左右，超市行业 2011 年的估值中枢在 30 倍左右，我们给予公司 28-30 的市盈率，对应合理价位在 10.36—11.10 元。本次发行价格区间是 10.20—11.80 元，考虑到公司的差异化定位在 A 股中具有稀缺性，且募投项目完成后整体盈利能力将得到提升，以及新股发行溢价等因素，建议投资者申购。

图表 17: 可比公司盈利预测与估值情况

证券代码	公司简称	最新价 2011-2-18	EPS			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000759.SZ	武汉中百	12.77	0.41	0.52	0.67	31	25	19
002264.SZ	新华都	24.2	0.53	0.8	1.06	45	30	23
	算术平均					38	28	21

数据来源：国联证券研究所 WIND

7、风险提示

- 1、随着国际、国内零售企业加快门店的扩张，公司所在行业、区域将面临日益激烈的竞争。
- 2、公司绝大多数门店是租赁所得，且部分租赁门店产权手续不完善，对经营存在一定风险。
- 3、人工、租金等成本上升的风险

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	242	490	1149	1298	营业收入	4455	4962	5565	6303
应收款项	29	27	30	35	营业成本	3723	4145	4633	5240
存货净额	514	564	631	714	营业税金及附加	30	33	37	42
其他流动资产	204	223	250	284	销售费用	506	568	637	721
流动资产合计	1002	1318	2074	2343	管理费用	69	76	84	95
固定资产	549	536	605	666	财务费用	6	4	(6)	(5)
无形资产及其他	33	32	30	29	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	42	42	42	42	资产减值及公允价值变动	3	0	0	0
长期股权投资	19	19	19	19	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	1644	1946	2771	3099	营业利润	125	137	181	210
短期借款及交易性金融负债	80	150	0	0	营业外净收支	42	40	20	20
应付款项	673	751	839	949	利润总额	167	177	201	230
其他流动负债	394	429	479	542	所得税费用	45	44	50	58
流动负债合计	1147	1329	1319	1491	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	121	133	151	173
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	1	1	1	1	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1148	1330	1320	1492	净利润	121	133	151	173
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	25	2	2
股东权益	496	616	1451	1606	折旧摊销	36	58	64	73
负债和股东权益总计	1644	1946	2771	3099	公允价值变动损失	(3)	0	0	0
					财务费用	6	4	(6)	(5)
关键财务与估值指标					营运资本变动	84	68	45	55
每股收益	0.30	0.32	0.37	0.42	其它	3	(25)	(2)	(2)
每股红利	0.05	0.03	0.04	0.04	经营活动现金流	238	259	259	301
每股净资产	1.21	1.50	3.53	3.91	资本开支	(144)	(68)	(135)	(135)
ROIC	18%	16%	17%	18%	其它投资现金流	2	0	0	0
ROE	24%	22%	10%	11%	投资活动现金流	(142)	(68)	(135)	(135)
毛利率	16%	16%	17%	17%	权益性融资	49	0	700	0
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(21)	(13)	(15)	(17)
收入增长	11%	11%	12%	13%	其它融资现金流	(54)	70	(150)	0
净利润增长率	33%	9%	13%	15%	融资活动现金流	(47)	57	535	(17)
资产负债率	70%	68%	48%	48%	现金净变动	50	248	659	149
息率					货币资金的期初余额	193	242	490	1149
P/E					货币资金的期末余额	242	490	1149	1298
P/B					企业自由现金流	69	164	105	147
EV/EBITDA					权益自由现金流	15	231	(41)	151

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。