

稳健下沉渠道的浙江零售龙头

三江购物
601116

浙江零售龙头

公司专注于社区平价超市连锁经营，立足宁波辐射浙江，截止2010年三季度，公司拥有门店142个，08年、09年公司收入为40亿元、45亿元，同比增长25.1%和11.2%，净利润同比分别增长13.7%、32.8%。

社区超市行业潜力巨大

发达国家社区商业所占消费零售总额比例一般 40%左右，有的甚至已占 60% 而即使在上海，社区商业仅占 30%左右。在目前商业中心区竞争日益激烈，运营成本居高不下情况下，社区零售将成为布局的重点。

区域优势+特色会员制+低价策略

公司作为浙江省零售龙头，在省内品牌影响力大，受到政府支持，网点布局具有显著优势。公司实行的会员制受到消费者欢迎，会员销售额稳定在收入的 70% 以上。

未来三年重点在于渠道向二三线城市下沉，成长稳定可期

未来公司每年将新开 20 家门点左右，在 2013 年 3 月之前新开 70 家，其中宁波地区 40 家。二三线城市受益城市化进程，居民收入及商业业态发展迅猛，而公司区域优势明显，战略稳健，未来盈利确定性较高。

与市场不同观点

一般认为公司净利润较高仅因为其成本控制能力较好，我们认为公司所获得的政府补贴也极大弥补了低价政策带来的低毛利问题。扣除补贴因素影响后公司净利率为 1.7%。一般认为公司重点发展省内的战略过于保守，我们认为下沉网点先修内功符合目前市场竞争及公司情况。

盈利预测与估值

预计公司 2010—2012 年 EPS 分别为 0.34 元、0.38 元、0.42 元，给予 25-30 倍市盈率，合理价位为 9.5-11.4 元。

| 业绩预测 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 445543.74 | 511038.67 | 587694.47 | 664388.60 |
| 增长率 | 11.2% | 14.7% | 15.0% | 13.1% |
| 净利润 (百万元) | 12147.63 | 13358.75 | 14814.84 | 16555.77 |
| 增长率 | 32.8% | 10.0% | 10.9% | 11.8% |
| 每股净资产 (元) | 1.49 | 1.60 | 1.97 | 2.39 |
| 每股收益 (元) | 0.36 | 0.34 | 0.38 | 0.42 |

首次 不评级

分析师：张先萍

投资咨询执业证书编号：

S0630207110042

联系信息：

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人：丰婧

联系方式：

021-50586660-8672

fengjing@longone.com.cn

日期

分析：2011年 02月 17日

调研：无

价格

预测发行价：10.64元

预测上市价：12.2元

正文目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、浙江连锁超市龙头 | 4 |
| 二、社区超市蓬勃发展，二三线城市成为竞争重点 | 5 |
| 1、超市行业蓬勃发展，社区超市作为新兴业态潜力巨大 | 5 |
| 2、优势零售龙头企业市场份额相应提升，二三线城市成为争夺重点 | 7 |
| 3、本土区域龙头发展迅猛，区域优势明显 | 7 |
| 三、公司在浙江连锁零售领域具有明显竞争优势 | 8 |
| 1、区域优势明显 | 8 |
| 2、专注连锁社区超市差异化竞争，会员制锁定客源 | 9 |
| 3、坚持低价营销模式 | 9 |
| 四、未来发展战略及募集资金项目分析 | 10 |
| 五、盈利预测与估值 | 10 |
| 六、风险提示 | 11 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1. 公司收入分产品情况 | 5 |
| 图 2. 公司收入分区域 | 4 |
| 图 3. 门店情况 | 6 |
| 图 4. 公司收入及利润增长情况 | 4 |
| 图 5. 股权结构图 | 7 |
| 图 6. 公司网点 | 8 |
| 图 7. 上市公司综合毛利率 | 11 |
| 图 8. 上市公司净利率水平 | 9 |
| | |
| 表 1. 2009 年中国连锁零售业百强之浙江省部分 | 4 |
| 表 2. 2002-2009 年限额以上连锁超市基本情况 | 6 |
| 表 3. 零售百强销售增长情况 | 6 |
| 表 4. 零售百强销售增长情况 | 7 |
| 表 5. 募投项目 | 10 |
| 表 6. 主要可比上市公司 | 10 |
| 表 7. 公司财务预测 | 12 |

一、浙江连锁超市龙头

公司专注于社区平价超市连锁经营，采用直营方式拓展门店，主要包括购销、联营及物业出租方式，为消费者提供商品零售服务，立足宁波辐射浙江全省，是浙江省连锁零售业龙头企业，2009年公司位居中国连锁经营百强第57位，中国快速消费品连锁零售百强第30位。

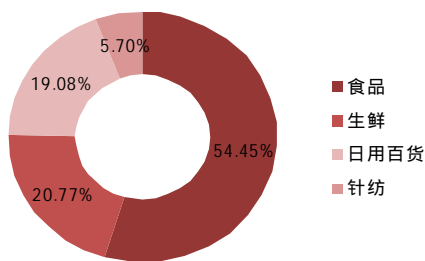
表 1. 2009年中国连锁零售业百强之浙江省部分

| 排名 | 企业名称 |
|----|---------------|
| 57 | 三江购物俱乐部股份有限公司 |
| 72 | 加贝物流股份有限公司 |
| 83 | 浙江人本超市有限公司 |

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

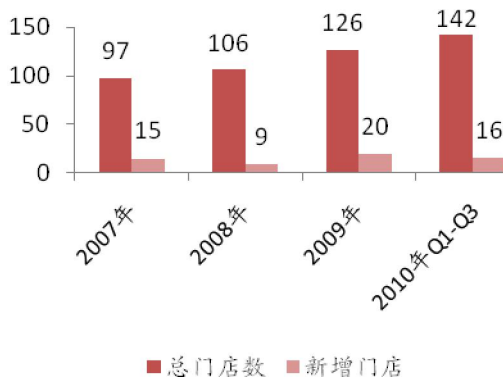
公司营业收入占比最大的为食品和生鲜，主要门店集中在宁波地区，在江浙一带具有较强的品牌优势。截止2010年三季度，公司拥有门店142个，营业面积43.31万平方米，平均单点面积约3000平方米。08年、09年公司收入为40亿元和45亿元，同比分别增长25.1%和11.2%，净利润同比分别增长13.7%、32.8%。

图 1. 公司收入分产品情况



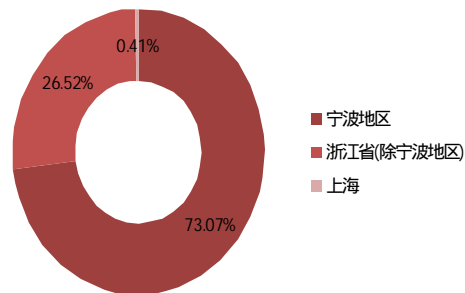
资料来源：东海证券研究所，公司公告

图 3. 门店情况



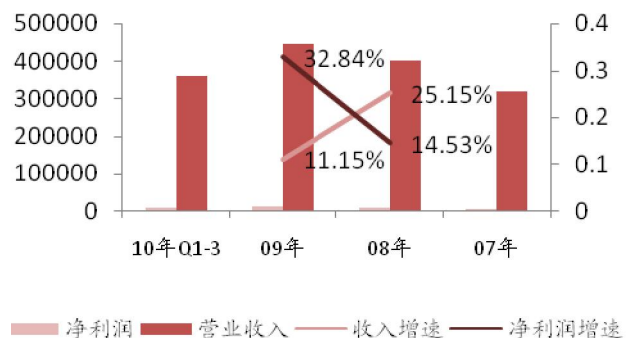
资料来源：东海证券研究所，公司公告

图 2. 公司收入分区域



资料来源：东海证券研究所，公司公告

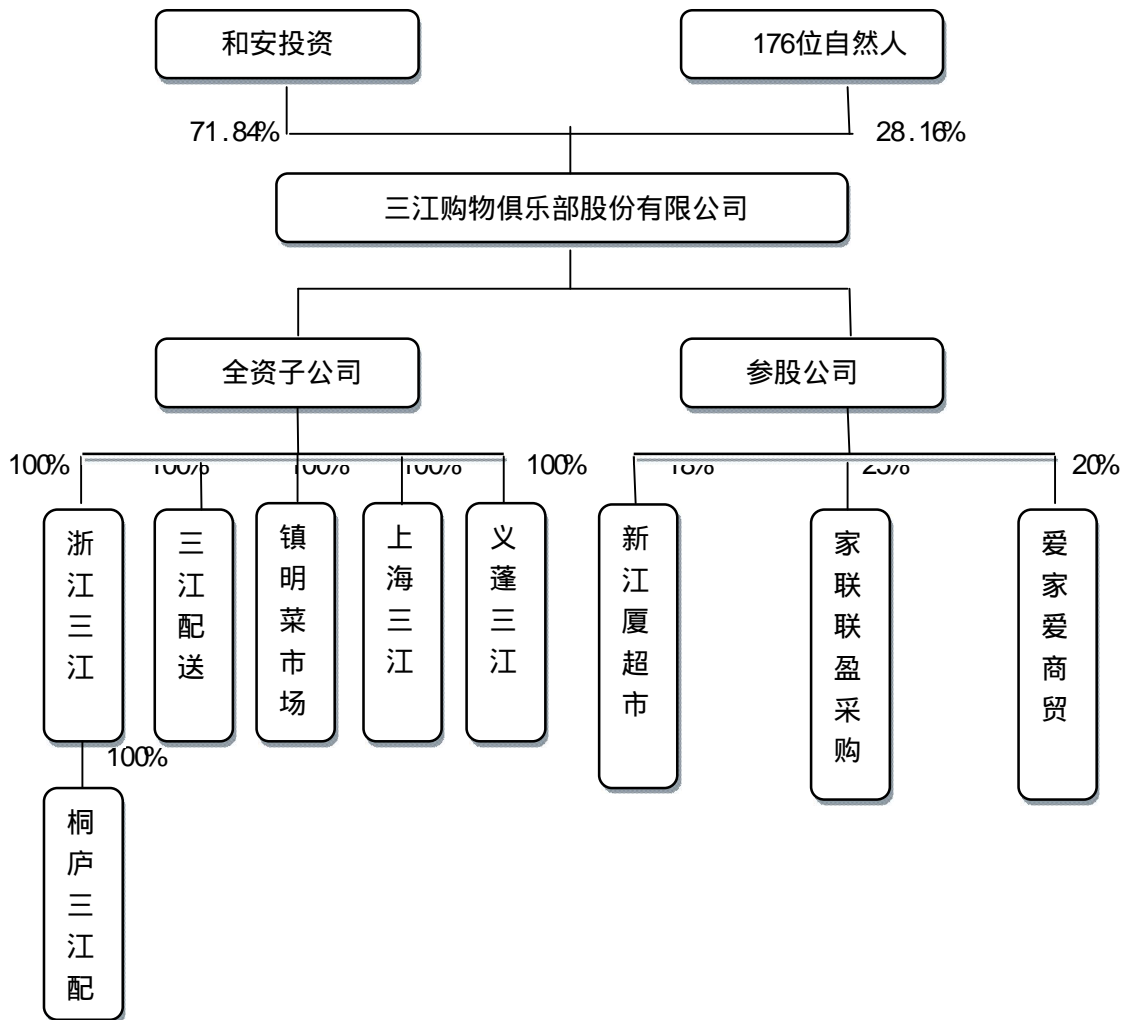
图 4. 公司收入及利润增长情况



资料来源：东海证券研究所，公司公告

公司股权结构集中，控股股东和安投资直接持有公司 71.84% 的股权，以发行 6,000 万股测算，发行完成后和安投资将持有公司 61.39% 的股权。本次发行前陈念慈先生与其关联方陈颖女士合计控制 74.49% 的股权，预计发行完成后将合计控制本公司 63.61% 的股权。

图 5 股权结构图



资料来源：东海证券研究所，公司公告

二、社区超市蓬勃发展，二三线城市成为竞争重点

1 超市行业蓬勃发展，社区超市作为新兴业态潜力巨大

近年来我国 GDP 居民收入和社会消费品零售总额均保持较高增速，零售行业蓬勃发展。从 1995 年到 2009 年，社零总额增长了 4 倍达到 125343 亿元；2001 年到 2009 年限额以上零售企业数从 1 万多家增长到 4 万多家。超市作为一种新兴业态极具活力，限额以上连锁超市门店数从 2002 年 10281 个增长到 2009 年的 36755 个，销售额也增长 2.94 倍，2008 年连锁百强中 55 家是经营超市为主的企业。

而在超市之中，社区超市作为新型业态潜力巨大。目前城市中心区和次中心区的零售业在我国各大城市已经处于成熟发展阶段，相比之下，社区商业起步相对较晚、基础薄弱，没有得到有效的挖掘，构建我国现代社区商业网络将成为零售业未来新的增长点。据资料显示，发达国家社区商业所占消费零售总额比例一般40%左右，有的甚至已占社会商业支出总额的60%。而在国内，即使是社区商业相对发达的上海，社区商业仅占社会商业支出总额的30%左右。在目前各大城市商业中心区竞争日益激烈，运营成本居高不下的情况下，社区商业的发展为零售业提供了新的发展机遇，发展社区零售将成为我国零售业未来战略布局的重点。

表 2. 2002-2009年限额以上连锁超市基本情况

| 时间 | 门店数 (个) | 从业人数 (万人) | 营业面积 (万平方米) | 销售总额 (亿元) |
|------|---------|-----------|-------------|-----------|
| 2002 | 10,281 | 31.01 | 930.5 | 1,318.2 |
| 2003 | 11,717 | 44.4 | 1,331.4 | 1,925.6 |
| 2004 | 12,877 | 48 | 1,527.4 | 2,341.6 |
| 2005 | 18,924 | 60.9 | 2,046.9 | 3,113.3 |
| 2006 | 21,066 | 65.4 | 2,450.1 | 3,443.3 |
| 2007 | 25,185 | 70.7 | 2,730.7 | 4,012.6 |
| 2008 | 30,240 | 78.7 | 3,306.78 | 4,681 |
| 2009 | 36,755 | 83.8 | 3,848.8 | 5,192 |

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

表 3. 零售百强销售增长情况

| 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 |

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

2、优势零售龙头企业市场份额相应提升，二三线城市成为争夺重点

在日益激烈的竞争中，零售龙头企业竞争优势得以体现，销售额呈现出快速增长的态势。中国商业联合会统计资料显示，我国零售业百强销售额在 2000年后出现了快速增长，销售额由 2001年的 2,342.5亿元上升到 2009年的 13,668.3亿元，复合增长率达到 24.67%，大大高出同期社会消费品零售总额 14.29%的复合增长率。零售百强销售额占社会消费品零售总额比率从 2001年 5.4%提升到 2009年 10.9%。限额以上连锁零售企业占社会消费品零售总额的比例从 5.52%上升到 17.74%，行业总体呈现一种不断集中的态势。

表 4. 零售百强销售增长情况

| 年份 | 零售业百强销售额 | 增长率 | 社零总额 | 增长率 | 零售百强占比 |
|------|----------|--------|-----------|--------|--------|
| 2001 | 2,342.5 | 42.19% | 43,055.4 | 10.1% | 5.44% |
| 2002 | 2,894.1 | 23.55% | 48,135.9 | 11.8% | 6.01% |
| 2003 | 4,129.8 | 42.70% | 52,516.3 | 9.1% | 7.86% |
| 2004 | 5,517.6 | 33.60% | 59,501 | 13.3% | 9.27% |
| 2005 | 7,405.2 | 34.21% | 67,176.6 | 12.9% | 11.02% |
| 2006 | 8,615.4 | 16.34% | 76,410 | 13.74% | 11.28% |
| 2007 | 10,243.6 | 18.90% | 89,210 | 16.75% | 11.48% |
| 2008 | 12,069.3 | 17.82% | 108,487.7 | 21.61% | 11.13% |
| 2009 | 13,668.3 | 13.25% | 125,342.7 | 15.54% | 10.90% |

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

我国一线城市聚集了众多国内外零售业巨头，竞争日益激烈，单个零售商的市场份额相对有限，再加上高昂的开店和运营成本，零售商在一线城市的利润增长已很难再有大的突破。相比之下，二三线城市竞争相对滞后、租金相对低廉，消费前景更加值得期待，未来二三线城市将成为零售商努力挖掘的下一座金矿。

3、本土区域龙头发展迅猛，区域优势明显

与外资超市凭借管理和资金优势由一线向二三线城市全面布局不同，我国本土超市呈现出区域重点布局的特点，表现出较强的区域性。区域零售企业凭借对当地市场需求的准确把握，成为区域龙头企业，与外资企业相抗衡。区域龙头企业得以充分发挥独有的区域优势，在区域内赢得主导地位。如武汉中百、物美集团和苏果超市分别在湖北省、北京和江苏省确立了各自的市场领先地位。内资超市也有自己的优势：

- 1 内资超市进入市场较早、占据优势地理位置，并且熟悉当地的消费需求，在区域内具有一定的品牌影响力。
- 2 随着扩张速度的加快，区域内门店网络的日益密集，供应链优势也更容易发挥。
- 3 各大外资企业均致力于全国性布局，而本土零售企业在区域内集中资源进行密集布点，易于形成在区

域内的竞争优势。

三、公司在浙江连锁零售领域具有明显竞争优势

1、区域优势明显

店面资源优势：公司经过多年的发展，已具备一定的规模。截至 2010年 9月 30日公司拥有门店 142家，营业面积合计 433,122平方米，单个营业网点营业面积平均约 3,000平方米，浙江省内主要地市县都有公司的门店分布。地理位置优越的门店是稀缺资源，对连锁零售业至关重要。作为浙江省本土企业，公司网点在浙江省布局最广，在很多地区进入市场较早，优质店面的选择上有很大余地，公司目前大部分门店都位于各主要社区的黄金地段之内，具有明显的地理位置优势。

图 6. 公司网点



资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

区域品牌优势：公司作为浙江省连锁零售龙头，在浙江拥有较高的市场知名度，“三江购物”企业字号被认定为浙江省知名商号，品牌优势明显。

政府支持：从财务上看，公司 08年、09年分别获得政府补贴 3041万元、4382万元，预计 2010-2012年将持续获得财政补贴。从政策上看，根据浙江省服务业 2008-2012 年发展规划纲要，随着浙江省进入人均 GDP5000-10000 美元发展阶段，消费结构将加速转变，居民收入提高将带来消费性服务需求总量扩张和层次提升，构筑便利实惠的居民商贸服务体系，发展购物中心、超市、便利店、餐饮服务和社区商业将成为浙江省 2008-2012年的重点目标和任务，这将对浙江省零售业的发展，尤其是社区平价超市的发展，形成强有力的政府政策支持。

更熟悉当地消费市场：公司作为浙江本土连锁零售龙头企业，同其他零售企业相比更加了解当地的消费习惯和消费需求，对当地消费市场的熟悉和把握程度使得公司具有得天独厚的区域优势。

2、专注连锁社区超市差异化竞争，会员制锁定客源

近年来沃尔玛、家乐福等外资超市在国内全面布局，大型超市的竞争日益激烈。公司在综合考虑竞争态势、市场环境等因素基础上，将自己的业态定位于社区平价超市，以社区居民为主要服务对象，突出便利性和价格优势，增强了公司竞争的砝码，避免与国际大型超市正面竞争，同时利用自己的本土化优势获取相对竞争优势。同时，伴随社区商业的振兴，社区平价超市本身具有很大的市场空间。物美价廉是市场营销中制胜的法宝，对以销售日常生活用品为主的零售企业来说尤为如此。公司围绕让老百姓“用较少的钱，过更好的生活”的定位，在充分考虑竞争对手价格水平的基础上，坚持走低价路线，大大增强了公司市场竞争力，在竞争激烈的零售市场为公司发展赢得了广阔的市场空间。

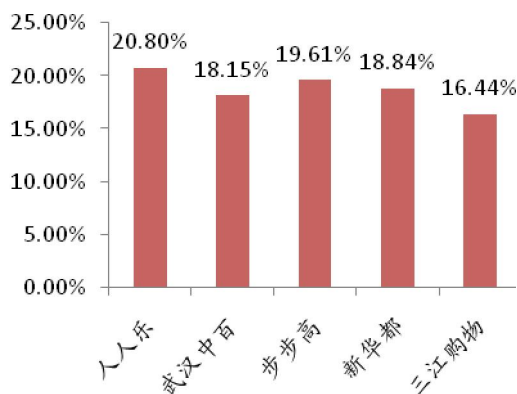
近年来公司会员客户快速增长，会员消费成为公司主要销售来源。会员价格比普通售价便宜 5%左右，受到消费者欢迎。2010 年 3 季度末公司会员总数达到 218.9 万名，销售占总销售额的比例始终保持在 70%以上。稳定而持续增长的客户群是业绩增长的保证，会员制销售模式的成功推广为公司的业务拓展和持续快速发展提供了有力保障。

3、坚持低价营销模式

坚持“天天低价”的营销模式，努力保持商品低价率（低价商品品种与市场调查商品品种总数之比）在 60%以上，为顾客提供“便宜”和“便利”的零售服务。公司卓有成效地推广会员制销售模式，拥有稳定增长的客户群，近年来会员客户占比保持在 70%左右。为保持并扩大公司社区平价超市的低价优势，公司始终致力于从采购、配送、日常运营等各个环节对成本进行控制。通过建立物流中心、实行大规模统采及不断优化供应链体系使经营成本进一步降低；同时，制订严格费用管理制度，坚持门店选址、店面装修设计等各方面奉行节俭，有效降低公司运营成本。

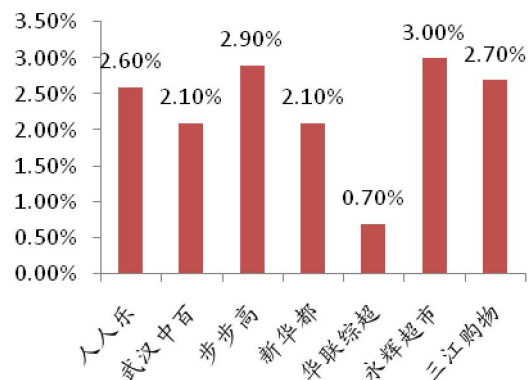
低价政策使得公司整体毛利率为 16%，主营业务毛利率仅为 13%，远低于其他超市类上市公司的平均水平，但是由于公司良好的费用管控能力以及政府支持性补贴使得净利率水平高于平均水平。

图 7. 上市公司综合毛利率



资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

图 8. 上市公司净利率水平



资料来源：东海证券研究所

四、未来发展战略及募集资金项目分析

总体来说，公司将进一步巩固公司在浙江省连锁经营行业中的龙头地位，并逐步向浙江省周边省市辐射，使公司成为国内连锁零售龙头企业之一。未来三年，公司将继续巩固和扩大现有区域的市场占有率，增强品牌影响力，三年内使门店数量达到 200 家，销售规模达到 70 亿元。

连锁超市拓展项目旨在优化公司的网点布局，提升公司品牌影响，增强公司社区平价超市业态的基础竞争力。同时，通过三江购物加工配送中心升级改造项目 and 信息系统改造升级项目提升公司物流配送能力和信息系统效率，为公司的网点拓展规划提供强有力的后台支持。

表 5. 募投项目

| 序号 | 项目名称 | 投资金额（万元） |
|----|------------------|----------|
| 1 | 连锁超市拓展项目 | 36,409 |
| 2 | 三江购物加工配送中心升级改造项目 | 4,584 |
| 3 | 信息系统改造升级项目 | 3,000 |
| | 总计 | 43,993 |

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

五、盈利预测与估值

主要假设条件：

- 1 公司 2010 年 -2012 年新增门店 2Q 23 24 家；
- 2 平均单店销售水平分别为 3500.69 万元、3430.69 万元、3379.22 万元；
- 3 综合毛利率分别为 16.24% 16.1% 16.03%；
- 4 费用率在信息系统上线后有所下降，税率为 25%；
- 5 2010-2012 年持续获得政府补助 3500 万元。

A 股可比相关上市公司主要有 5 家，分别是武汉中百、步步高、新华都、人人乐、华联综超和永辉超市，但是后两家作为全国扩张超市市盈率较高，剔除后两家后平均市盈率为 27x。

表 6. 主要可比上市公司

| 证券代码 | 证券简称 | 2009PE | 2010PE | 2011PE |
|-----------|------|--------|--------|--------|
| 000759.SZ | 武汉中百 | 41 | 30 | 24 |
| 002264.SZ | 新华都 | 54 | 43 | 28 |
| 002336.SZ | 人人乐 | 39 | 36 | 29 |
| 002261.SZ | 步步高 | 44 | 36 | 28 |
| 601933.SH | 永辉超市 | 88 | 77 | 50 |

| | | | | |
|-----------|------|----|----|----|
| 600361.SH | 华联综超 | 89 | 56 | 37 |
| | 平均 | 59 | 46 | 33 |

资料来源：WIND，东海证券研究所

鉴于公司的未来成长性和盈利能力，并结合公司净利润增长情况以及可比公司的估值实际情况、以及对 2011 年 EPS0.38 元，给予公司 25-30 倍市盈率估值，公司合理股价为 9.5-11.4 元。

六、风险提示

(1) 劳动力成本上涨风险；(2) 市场恶性竞争风险；(3) 无法获得政府补贴。

表 7. 公司财务预测

| 资产负债表 (万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 25437 | 19262 | 24236 | 24236 | 24236 | 24236 |
| 应收款项 | 7905 | 5084 | 2856 | 7001 | 8051 | 9101 |
| 存货净额 | 36159 | 46159 | 51419 | 57701 | 66279 | 74847 |
| 其他流动资产 | 25763 | 23543 | 20362 | 24019 | 27622 | 31226 |
| 流动资产合计 | 96508 | 95526 | 100160 | 112957 | 126187 | 139411 |
| 固定资产 | 41944 | 43915 | 54915 | 61985 | 68205 | 73433 |
| 无形资产及其他 | 389 | 3360 | 3283 | 3064 | 2845 | 2626 |
| 投资性房地产 | 4292 | 2597 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 |
| 长期股权投资 | 1903 | 1906 | 1902 | 1897 | 1892 | 1887 |
| 资产总计 | 145036 | 147304 | 164450 | 184092 | 203319 | 221547 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 24218 | 17595 | 8000 | 44852 | 35149 | 28313 |
| 应付款项 | 61370 | 61181 | 67315 | 76166 | 87488 | 98798 |
| 其他流动负债 | 35087 | 35334 | 39414 | 0 | 2797 | 0 |
| 流动负债合计 | 120675 | 114111 | 114729 | 121018 | 125435 | 127112 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 140 | 129 | 110 | 105 | | 95 |
| 长期负债合计 | 140 | 129 | 110 | 105 | 100 | 95 |
| 负债合计 | 120815 | 114239 | 114840 | 121123 | 125535 | 127207 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 24222 | 33065 | 49610 | 62969 | 77784 | 94340 |
| 负债和股东权益总计 | 145036 | 147304 | 164450 | 184092 | 203319 | 221547 |
| 关键财务与估值指标 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 每股收益 | 0.80 | 0.30 | 0.36 | 0.34 | 0.38 | 0.42 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产 | 2.42 | 1.10 | 1.49 | 1.60 | 1.97 | 2.39 |
| ROS | 3% | 2% | 3% | 3% | 3% | 2% |
| RCE | 33% | 28% | 24% | 21% | 19% | 18% |
| 毛利率 | 16% | 16% | 16% | 16% | 17% | 17% |
| EBIT Margin | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| EBITDA Margin | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| 收入增长 | - | 25% | 11% | 15% | 15% | 13% |
| 净利润增长 | - | 14% | 33% | 10% | 11% | 12% |
| 资产负债率 | 83% | 78% | 70% | 66% | 62% | 57% |
| EV/EBITDA | 2.0 | 1.1 | 0.5 | 7.9 | 6.4 | 5.5 |
| 利润表 (万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业收入 | 320392 | 400833 | 445544 | 511039 | 587694 | 664389 |
| 增长率 | - | 25.1% | 11.2% | 14.7% | 15.0% | 13.1% |
| 营业成本 | 270725 | 335278 | 372278 | 426973 | 490725 | 554764 |
| 营业成本 / 营业收入 | 84.5% | 83.6% | 83.6% | 83.6% | 83.5% | 83.5% |

| | | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业税金及附加 | 1762 | 2594 | 2957 | 2811 | 3232 | 3654 |
| 销售费用 | 32376 | 44554 | 50624 | 58207 | 67056 | 76405 |
| 销售费用 / 营业收入 | 10.1% | 11.1% | 11.4% | 11.4% | 11.4% | 11.5% |
| 管理费用 | 4946 | 6031 | 6908 | 7870 | 8815 | 9833 |
| 管理费用 / 营业收入 | 1.5% | 1.5% | 1.6% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 财务费用 | 1305 | 1444 | 564 | 1366 | 2113 | 1658 |
| 投资收益 | 11 | (515) | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值及公允价值变动 | (666) | (59) | 281 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入 | 0 | (0) | (0) | 4000 | 4000 | 4000 |
| 营业利润 | 8623 | 10358 | 12501 | 17812 | 19753 | 22074 |
| 增长率 | #DIV/0! | 20.1% | 20.7% | 42.5% | 10.9% | 11.8% |
| 营业外净收支 | 2787 | 2710 | 4181 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 11410 | 13068 | 16682 | 17812 | 19753 | 22074 |
| 增长率 | - | 14.5% | 27.7% | 6.8% | 10.9% | 11.8% |
| 所得税费用 | 3365 | 3923 | 4535 | 4453 | 4938 | 5519 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 8046 | 9145 | 12148 | 13359 | 14815 | 16556 |
| 增长率 | - | 13.7% | 32.8% | 10.0% | 10.9% | 11.8% |
| 现金流量表 (万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 净利润 | 8046 | 9145 | 12148 | 13359 | 14815 | 16556 |
| 资产减值准备 | 666 | (606) | (341) | 281 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 2292 | 3276 | 3556 | 5972 | 7108 | 8599 |
| 公允价值变动损失 | 666 | 59 | (281) | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 1305 | 1444 | 564 | 1366 | 2113 | 1658 |
| 营运资本变动 | 23144 | (3824) | 8410 | (44370) | 884 | (4716) |
| 其它 | (666) | 606 | 341 | (281) | (0) | (0) |
| 经营活动现金流 | 34147 | 8656 | 23832 | (25039) | 22807 | 20439 |
| 资本开支 | (44174) | (4500) | (14387) | (13104) | (13109) | (13608) |
| 其它投资现金流 | (1244) | (233) | 191 | 1287 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (47322) | (4736) | (14192) | (11813) | (13104) | (13603) |
| 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它融资现金流 | 38612 | (10095) | (4667) | 36852 | (9703) | (6836) |
| 融资活动现金流 | 38612 | (10095) | (4667) | 36852 | (9703) | (6836) |
| 现金净变动 | 25437 | (6175) | 4973 | 0 | 0 | 0 |
| 货币资金的期初余额 | 0 | 25437 | 19262 | 24236 | 24236 | 24236 |
| 货币资金的期末余额 | 25437 | 19262 | 24236 | 24236 | 24236 | 24236 |
| 企业自由现金流 | 0 | 7202 | 10553 | (40119) | 8282 | 5075 |
| 权益自由现金流 | 0 | 0 | 5886 | (4292) | (3005) | (3005) |

资料来源：东海证券研究所

作者简介

张先萍：消费品行业研究员，三年工作经验

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%—20%之间
 看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
 低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%—5%之间
 减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

| 北京 东海证券研究所 | 上海 东海证券研究所 |
|------------------------|------------------------|
| 中国 北京 100089 | 中国 上海 200122 |
| 西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F | 世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F |
| 电话：(8610) 66216231 | 电话：(8621) 50586660 |