

# 咸阳店收入增速好于预期, 西安百货市场竞争加剧

开元控股 (000516)

评级: 增持 (维持)

股价: 9.87 元

目标价位: 10.68 元

深度调研报告

2009 年 4 月 10 日 星期五

## 消费品小组

薄玉

021-50586660-8620

by@longone.com.cn

商业贸易行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 10.68

升值潜力 (%) 8.21

目标价确定日期: 2009-4-10

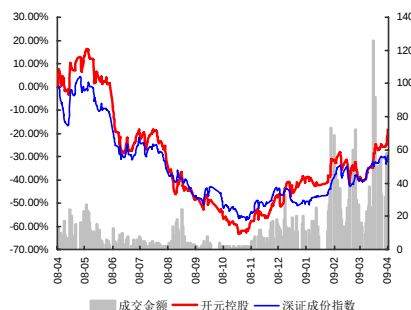
## 重要数据

|          |       |
|----------|-------|
| 总股本(亿股)  | 1.48  |
| 流通股本(亿股) | 1.11  |
| 总市值(亿元)  | 14.62 |
| 流通市值(亿元) | 10.98 |

## 市场表现

|      | 绝对涨幅 (%) | 相对涨幅 (%) |
|------|----------|----------|
| 1 个月 | 33.02    | 19.79    |
| 3 个月 | 34.10    | 5.79     |
| 6 个月 | 88.36    | 66.18    |

## 个股相对深证成指走势图



## 投资要点

□ **缘起:** 近日我们和公司高层交流了解公司经营管理策略; 实地考察公司在咸阳的门店, 和咸阳店总经理进行了深入交流; 并逐一走访西安市的各个商圈(钟鼓楼/小寨/东大街/解放路)和各个百货门店(西安民生的解放路总店/预计会并入的兴正元广场; 世纪金花的西大街店/高新店/南大街店; 百盛的东大街店/东二环店/西大街店/小寨店; 金鹰国际的高新店/国贸小寨店; 浙江银泰的西大街店; 万达城市综合体的李家村店/在建的解放路店)。

## □ 咸阳店收入增速将快于我们的预期:

咸阳店 08 年超额完成公司总部的销售指标, 主要原因是门店管理层加大宣传力度, 充分挖掘咸阳周边区县比较富裕的煤田、化工厂等企业的潜在高端消费人群。09 年农历新年七天长假实现 365 万元销售额, 同比增长 64%, 日均销售额 52 万, 远高于 2008 年的日均 20 万销售额。在 09 年一季度的良好销售情况下, 我们预计 09 年能实现 1 亿元的销售额, 这样销售额增速将远高于我们原来预计的 15% 增速, 我们调整咸阳店、安康店 2009、2010 年的销售收入增速为 35%。咸阳店 09 年的毛利率也将从 08 年的 16% 提升到 17.6%, 主要原因是门店知名度提高, 和品牌供应商的谈判能力加强。我们预计咸阳店 09 年能实现 341 万净利润, 2010 年实现 461 万的净利润。

## □ 西安百货市场的竞争加剧:

此次调研我们实地考察了西安市的大小、新旧商圈以及各家百货公司在西安市的各个门店, 总体的感觉是西安百货市场的竞争日趋白热化, 不但有西安民生、世纪金花这样的本土百货店的快速扩张, 百盛、金鹰、大商这样的全国扩张性百货店的密集布点, 还有万达城市综合体这种商业地产新锐的凌厉进攻。对于百货业来说, 同行竞争一向都是双刃剑, 有利的因素是促进商圈繁荣, 增大客流; 不利的因素是没有清晰的市场定位和客户化分, 将面临百货市

场被蚕食的局面。因为钟楼店已经步入稳定增长期，客户定位清晰，忠诚度高，我们暂时维持对钟楼店的销售增速预测，我们会密切跟踪万达城市综合体在解放路项目的进程，看其是否会分流钟鼓楼商圈的人流。

□ **宝鸡国际万象商业广场开业可能要推迟到 09 年下半年，西稍门商场仍在原计划进行中：**

宝鸡万象商业广场已经完成主体修建，现在在最后的装修阶段，但因为体量较大，估计整体装修、招商周期要稍长些，就目前沟通了解下来，可能会推迟到 09 年下半年开业。西稍门商场已经完成一层到五层商场经营部分的修建，目前正在进行上面三幢住宅楼的修建，预计西稍门商场能按原计划 2010 年开业。因为这两个项目的体量比较大，开业之后将成为公司业绩的另外“两架马车”，我们将密切跟踪这两个项目的开业和后续经营情况。

□ **盈利预测与投资建议：**

基于咸阳店的实地调研，我们调高咸阳店、安康店 2009 年、2010 年的销售收入增速以及毛利率，使得公司整体盈利预测在 2009 年到 2010 年都略有调高。我们预计公司 2008 - 2010 年三年的营业收入分别为：19.46 亿元、22.51 亿元、26.63 亿元；净利润分别为：5593 万元、7908 万元、7423 万元；每股收益为 0.377 元、0.534 元、0.501 元。对应 4 月 10 日 9.87 元收盘价，市盈率分别为 26.15 倍、18.49 倍、19.70 倍。我们给予公司 09 年 20 倍估值，6 个月目标价为 10.68 元，距离现在价格还有 8.21% 的上升空间，继续维持增持评级。

风险提示：经济进一步恶化带来的百货市场不景气，可比门店增速大幅放缓；新开设门店的亏损增大，培育期延长。

## 目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 咸阳店收入增速将快于我们的预期 .....          | 1  |
| 1.1 咸阳店毛利率争取 1 年提升 1 % .....      | 1  |
| 1.2 咸阳店一季度销售情况 .....              | 2  |
| 1.3 咸阳店的周边竞争态势 .....              | 2  |
| 2. 西安百货市场竞争加剧 .....               | 3  |
| 2.1 西安经济实力与居民消费能力“比拼” .....       | 3  |
| 2.2 西安百货竞争格局分析 .....              | 5  |
| 3. 西稍门商场和宝鸡国际万象商业广场仍按原计划进行中 ..... | 9  |
| 4. 公司财务费用高企，应提高预收帐款占比 .....       | 9  |
| 5. 公司还存在多大的利润提升空间？ .....          | 11 |
| 6. 更新后的盈利预测 .....                 | 12 |

## 图形目录

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 图 1. 西安市GDP和社消总额及增速 .....              | 4 |
| 图 2. 西安市人均GDP及其增速 .....                | 4 |
| 图 3. 西安市城镇和农村居民人均收入及增速 .....           | 4 |
| 图 4. 西安市城镇和农村居民人均消费支出及增速 .....         | 4 |
| 图 5. 西北五省省会城市 2007 年GDP和社消总额 .....     | 5 |
| 图 6. 西北五省省会城市 2007 年人均GDP和在岗职工工资 ..... | 5 |
| 图 7. 西安市主要商圈分布示意图 .....                | 6 |

## 表格目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 表 1. 三门店盈利预测（万元） .....         | 1  |
| 表 2. 西安主要零售商及其连锁门店 .....       | 7  |
| 表 3. 西安主要商圈分析和主要的零售商 .....     | 8  |
| 表 4. 开元控股和西安民生在西安零售市场的地位 ..... | 8  |
| 表 5. 预收帐款占营业收入比重 .....         | 10 |
| 表 6. 开元商城钟楼店历史经营情况 .....       | 11 |

## 1. 咸阳店收入增速将快于我们的预期

咸阳店 08 年超额完成公司总部的销售指标，主要原因是门店管理层加大宣传力度，充分挖掘咸阳周边区县比较富裕的煤田、化工厂等企业的潜在高端消费人群。09 年农历新年七天长假实现 365 万元销售额，同比增长 64%，日均销售额 52 万，远高于 2008 年的日均 20 万销售额。在 09 年一季度的良好销售情况下，我们预计 09 年能实现含税 1 亿元的销售额，这样销售额增速将远高于我们原来预计的 15% 增速，我们调整咸阳店、安康店 2009、2010 年的销售收入增速为 35%。咸阳店 09 年的毛利率也将从 08 年的 16% 提升到 17.6%，主要原因是门店知名度提高，和品牌供应商的谈判能力加强。我们预计咸阳店 09 年能实现 341 万净利润，2010 年实现 461 万的净利润。

表1. 三门店盈利预测（万元）

| 门店    | 07 年净利润<br>(所得税 33%) | 预计 08<br>年收入 | 预计 08 年净利润<br>(所得税 25%) | 预计 09 年<br>收入 | 预计 09 年<br>净利润 | 预计 2010<br>年收入 | 预计 2010<br>年净利润 |
|-------|----------------------|--------------|-------------------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|
| 西安钟楼店 | 6538.53              | 182,815      | 6873.85                 | 188,230       | 7080.07        | 193,949        | 7292.47         |
| 安康店   | -282.29              | 5475         | 50                      | 7391.25       | 277.91         | 9978.19        | 375.18          |
| 咸阳店   | -                    | 6321.4       | -600                    | 8533.85       | 341.35         | 11,520.70      | 460.83          |

资料来源：东海证券研究所，公司公告

### 1.1 咸阳店毛利率争取 1 年提升 1%

咸阳店毛利率 2008 年因为是新店开张，要摊销较多的开办费用，和供应商都是双方合同协作培育商场的过程，综合联营扣点率不能太高，2008 年综合毛利率只有 16%。2009 年随着商场知名度在咸阳市及周边富裕区县的提高，供应商也对增大在咸阳店的销售额有了很大信心，截至目前咸阳店已经和大部分的品牌供应商签订了保底合同，是对咸阳店的销售预期非常乐观，是和商场共同提升销售额从而提高双方利润空间的考虑。

其中，服装鞋帽类毛利率为 22%，化妆品 16-18%，玉器类 22%，镶嵌类 20%，黄金类 5-6%，烟酒类 12%，数码类 2008 年毛利率只有 1.27%，2009 年争取达到 3.5%，主要是从供应商那边争取到更大的话语权，因为随着咸阳店在咸阳市场占有稳定销售额，供应商希望在咸阳店保证稳中有升的增长，而愿意给商场一定程度的让利。因为低毛利率的家电数码类产品在整个咸阳店的销售额占比不大，整个咸阳店还能实现 16% 的毛利率，2009 年毛利率有望提高到 16.6%，若再加上向供应商收取的 1% 广告费，2009 年整体毛利率有望达到 17.6%。在未来 5 年内，毛利率预计每年能提升 1%，最终达到 20-21%，进入稳定增长期。

通过分析咸阳店的各品类毛利率和整体毛利率，我们大致了解到钟楼店的

服装鞋帽类毛利率更高，为 26-28%，但钟楼店的整体毛利率只有 14%，最主要的原因之一是低毛利的家电手机等数码产品 2008 年实现 4 个亿的销售额，占整个钟楼店销售额的 18.7%，拉低了钟楼店的整体毛利率。早几年手机的单个售价比较高，也能极大带动人气，这两年随着手机单体售价下降，毛利率空间更为有限，公司也是想尽量控制手机家电在钟楼店整体的销售额占比，从而逐渐提升钟楼店的整体毛利率。

## 1.2 咸阳店一季度销售情况

咸阳店在春节 7 天长假实现 365 万元销售额，同比增长率 64%。我们调研了解到整个一季度同比增长率高于 30%，增长速度快于我们的预期，主要原因是咸阳店是咸阳市品牌档次最高，装修最时尚的百货店，周边富裕区县的消费习惯经历了一年的培育期，并且西部人群收入来源比较稳定，多数是一些化工厂、军工厂、煤田等资源类企业，受到经济下滑的影响非常小。当地目标客户群适应咸阳店的购物环境后会放弃去西安市购物的习惯，转而就在当地咸阳店消费。

咸阳店 09 年的经营思路是通过提高毛利率水平来赚取更多的利润额。在咸阳店已经渡过了开业初期通过大比例促销来吸引客流和人气，2009 年更多的是提高门店老会员和客流的满意度。因此，管理层对于一些小节日，并不打算搞大比例的促销活动，主要是在商场固定消费群体稳定后，通过产品和服务来促进销售额，最终提高整个商场的毛利率和毛利额。

我们对咸阳店销售收入增速比较乐观的第二个原因是咸阳店所在位置是咸阳市人民路，在当地的商圈地位相当于上海的南京路、北京的王府井。而且咸阳店的楼上是近 20 层的商务写字楼，周边是咸阳市最高端的住宅楼，步行 10 分钟范围内是市政府办公楼。目前住宅楼和商务写字楼属于最后的装修阶段，随着公司租户的逐渐入驻和居民搬进来，又将是咸阳店的稳定消费人群。目前周末及节假日的客流是 2 万多人，平常工作日是 1 万多人流，客单价大概 200 多元。

## 1.3 咸阳店的周边竞争态势

咸阳城市不是很大，06 年底全市范围内的户籍人口有 500 万左右，市辖区范围内只有 87.41 万人，整个高端百货的消费量应该不会太大。06 年咸阳市辖区内的在岗职工月均工资是 1223 元，而咸阳店最热销的化妆品就是玉兰油、欧莱雅、欧伯莱等中档化妆品，可是说做到了适销对路。

咸阳市另外有三家西安民生的加盟店，主要是加盟商和西安民生高层的关系，西安民生不参与任何实质的招商和运营，在开元商城咸阳店开业并成为咸阳当地档次装修最高的百货店后，明显分流了这三家西安民生加盟店的客流。

因为对方只是品牌加盟，我们相信咸阳店依托开元商城整体的商业招商运作实力，经营情况是会远超过咸阳本地的小百货店。

基于对咸阳店毛利率提升、09 年一季度的良好销售数据、在咸阳市的绝对优势地位，我们将咸阳店 2009 年-2010 年的收入增速从原来的 15% 调高到 35%。据我们调研交流了解到，安康店的销售收入增速也比较快，我们也将增速从原来的 15% 调高到 35%，具体影响公司整体盈利水平请参见我们最后的盈利预测表。

## 2. 西安百货市场竞争加剧

此次调研我们实地考察了西安市的大小、新旧商圈以及各家百货公司在西安市的各个门店，总体的感觉是西安百货市场的竞争日趋白热化，不但有西安民生、世纪金花这样的本土百货店的快速扩张，百盛、金鹰、大商这样的全国扩张性百货店的密集布点，还有万达城市综合体这种商业地产新锐的凌厉进攻。对于百货业来说，同行竞争一向都是双刃剑，有利的因素是促进商圈繁荣，增大客流；不利的因素是没有清晰的市场定位和客户化分，将面临百货市场被蚕食的局面。因为钟楼店已经步入稳定增长期，我们暂时维持对钟楼店的销售增速预测，我们会密切跟踪万达城市综合体在解放路项目的进程，看其是否会分流钟鼓楼商圈的人流。

西安市整体的商业氛围非常浓厚，既有开元商城、世纪金花这种中高端的传统百货店，也有钟楼以东的东大街沿线密集的服装专卖店，高校密集区小寨商圈扎堆的专卖店，更有万达李家村店这种吃喝玩乐一体的城市综合体。而钟鼓楼以西仿古一条街的很多临街商铺正等待招商开业，世纪金花在西安的第五家店也即将入驻西大街（也叫唐人街），届时整个西安市的商业竞争将日趋白热化。

### 2.1 西安经济实力与居民消费能力“比拼”

西安作为西北地区的中心，一直都处于西北欠发达地区的发展前列，截至 2007 年西安市的 GDP 达到 1763.73 亿元，增速高达 19.68%，社会消费品零售总额的增速也达到了 18.84%，人均 GDP 达到 2.3 万元，是西安市百货市场繁荣的重要支撑。

图1. 西安市 GDP 和社消总额及增速

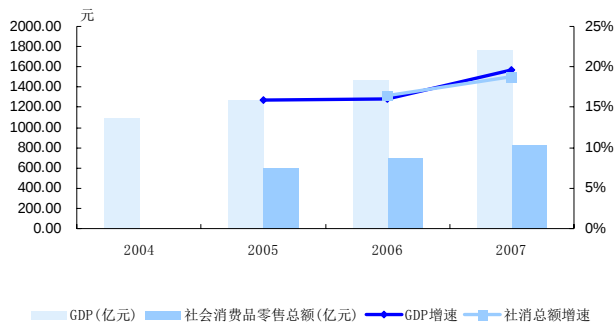
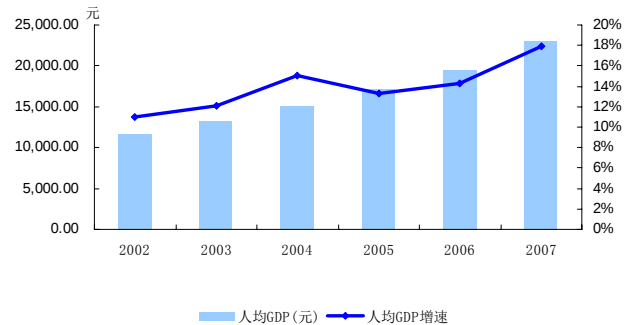


图2. 西安市人均 GDP 及其增速



资料来源：国家统计局，西安统计局，东海证券研究所

这几年来，西安市城镇居民和农村居民的人均收入也逐年递增，2008 年收入增速分别达到了 20.10% 和 18.48%，人均 GDP 增长带动人均收入增长，收入的增长才保证消费的实现和快速增长，其中城镇居民人均可支配收入增长速度 2007 年远快于社消总额的增长。2008 年城镇和农村居民消费性支出增速也分别达到了 18.99% 和 16.47%，基本和收入增速持平，消费倾向分别为 0.79 和 0.76。

图3. 西安市城镇和农村居民人均收入及增速

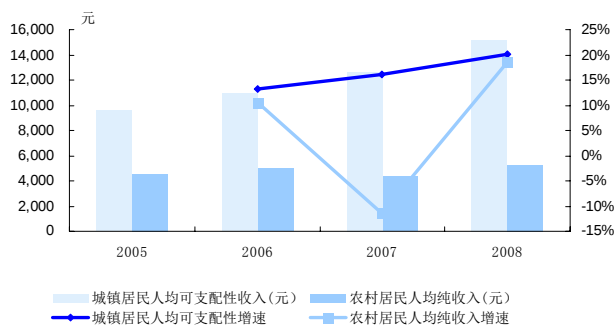
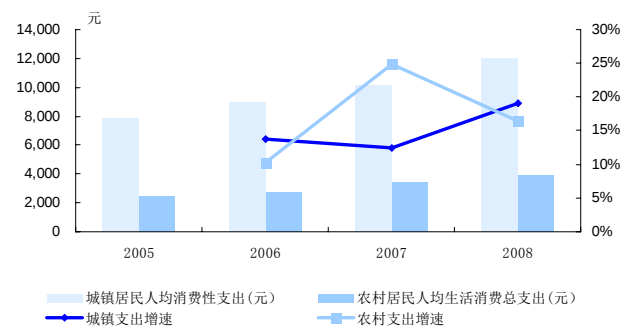


图4. 西安市城镇和农村居民人均消费支出及增速



资料来源：国家统计局，西安统计局，东海证券研究所

西安市一向在西北五省的经济区域占据领军人物地位，我们看到 2007 年西北五省的省会城市 GDP 和社消总额的对比图中，西安市远高于其他四个西北地区省会城市，西安市的百货零售市场空间也要更大。当然因为西安人口众多，使得五个城市的人均 GDP 和在岗职工人均工资比较图中，乌鲁木齐市反而高于西安市。

图5. 西北五省省会城市 2007 年 GDP 和社消总额

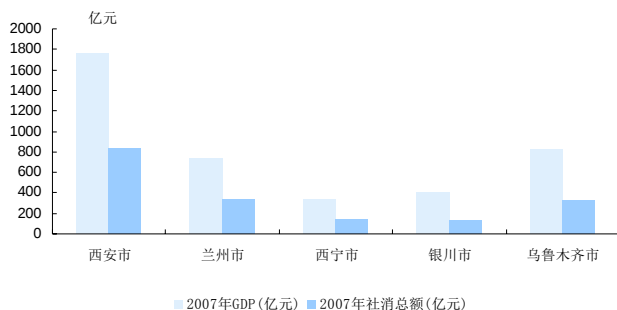
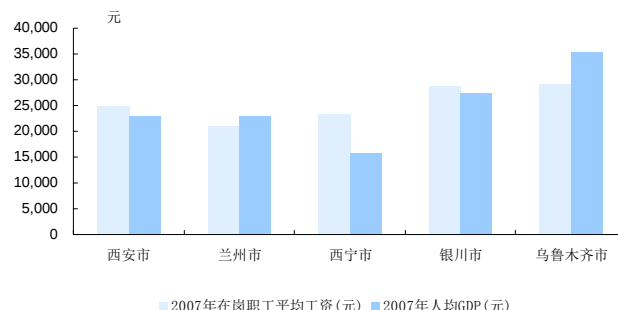


图6. 西北五省省会城市 2007 年人均 GDP 和在岗职工工资



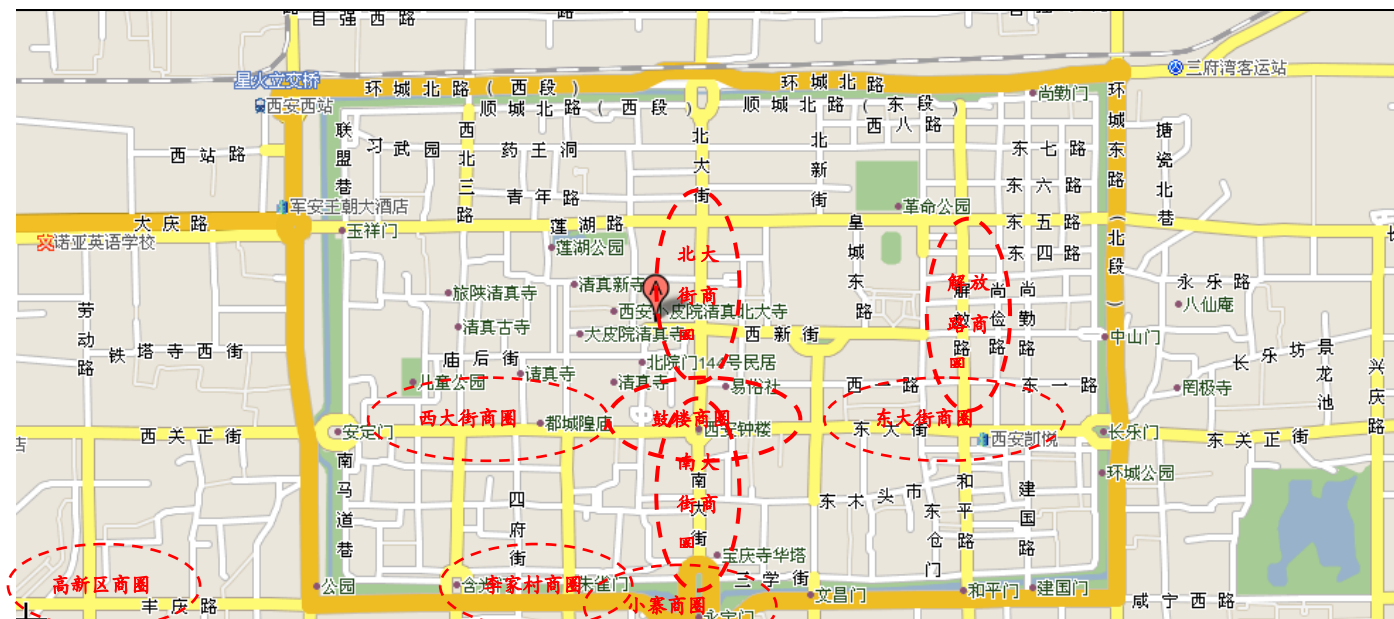
资料来源：国家统计局，Wind 资讯，东海证券研究所

## 2.2 西安百货竞争格局分析

西安作为西北五省经济相对较为发达的城市，早在唐朝更是整个中国的中心，商贸发展的历史可以追溯到很久远，现在是西安甚至西北五省第一商圈的钟楼商圈也是从 1384 年明城墙的完成而逐渐繁荣，现在也随着东西南北四条大街商业设施的不断完善而地位日趋重要。我们下面表格为了更加详细的对比分析东西南北四条大街的不同特色，将钟楼商圈限定为钟楼四周更小的范围内，但随着四条大街的商业气氛不断浓重和延伸，完整意义上的钟楼商圈是以钟楼为中心包括东西南北四条大街的，整个商业经营面积将近 200 万平米，年销售额 200 亿，绝对是名副其实的“西北第一商圈”。

小寨商圈的发展繁荣也就是最近 20 年的事，高新区商圈也就 15 年历史，解放路的商圈早在建国前后随着西安民生总店发展繁荣，后来因为解放路对出租车限制单向行使就使得这个商圈稍显沉寂，但随着大商股份，万达民乐园店的兴建，解放路商圈也将重新焕发魅力。另外还有康复路商圈、北郊经济开发区商圈、曲江商圈等要么还暂时规模比较小，要么就是低端批发市场，暂时和我们关注比较的中高端百货市场有所差异，我们就暂时没有在考察比较分析范围之列。若这些商圈也有更多重量级的百货商入驻，西安的中高端百货竞争格局又将发生变化。

图7. 西安市主要商圈分布示意图



资料来源：东海证券研究所

我们总结了各大商圈的主要零售商和商圈特色，并汇总了各家百货商连锁门店扩张的时间，可以看到目前连锁门店数量上西安民生、世纪金花、百盛购物中心占据前三甲，但销售额占比上目前的开元商城钟楼店稳居西安市单体商业销售额第一，开元控股的销售收入占西安市社会消费品零售总额的比重也是遥遥领先。虽说世纪金花借壳“0162.HK 中国金展”在香港上市，但因为赛高店和南大街店还没有装进上市公司，新疆门店又包括在内，我们还是不能得到准确的西安四家门店的总体销售额水平，故没有列在下表中和开元控股、西安民生形成一个有效对比。其间，西安百货市场上也不断的有高调进入而又草草撤场的如美美百货、巴黎春天，海大百货等等，也有大洋百货、王府井百货、新世界百货、天虹百货等的虎势眈眈，日益白热化竞争的西安百货零售市场的销售前三甲位次是否会发生变化我们将长期关注。

表2. 西安主要零售商及其连锁门店

|                 | 地址                             | 营业/建筑面积(平米) | 开业时间                          |
|-----------------|--------------------------------|-------------|-------------------------------|
| <b>开元商城</b>     |                                |             |                               |
| 钟楼店             | 钟楼东南角, 东大街解放市场 6 号             | 75,000      | 1996.6.15 一期;<br>2001.8.30 二期 |
| <b>西安民生</b>     |                                |             |                               |
| 解放路总店           | 解放路 103 号                      | 65,000      | 1958 年                        |
| 钟楼店             | 钟鼓楼广场西大街                       | 24,000      | 2007.8.15                     |
| 电子城店            | 电子正街与丈八路交汇处                    | 16,000      | 2007.12                       |
| 兴正元广场(拟)        | 东大街西段的骡马市步行街                   | 260,000     | 2007.12.21                    |
| <b>世纪金花</b>     |                                |             |                               |
| 钟楼店             | 钟鼓楼广场西大街 1 号                   | 31,000      | 1998.5.18                     |
| 高新区店            | 高新区科技路 55 号, 高新路与科技路交汇处的西北角    | 30,000      | 2005.9.30                     |
| 南大街店            | 钟楼以南的南大街                       | 20,000      | 2008.12.20                    |
| 赛高店             | 凤起五路和未央大道的黄金十字口: 赛高国际广场        |             | 南大街店之前                        |
| 西大街店(筹)         | 西大街唐人街 A 座                     |             | 2009.12.30                    |
| <b>百盛购物中心</b>   |                                |             |                               |
| 东大街店            | 东大街 239 号, 靠近解放路               |             | 1998.1.18                     |
| 小寨店             | 长安中路 38 号飞旋广场南侧                | 24,014      |                               |
| 西大街店            | 西大街北广济街口时代盛典大厦                 | 36,084      |                               |
| 东二环店            | 金花南路 59 号立丰国际广场                |             |                               |
| <b>金鹰国际购物中心</b> |                                |             |                               |
| 小寨国贸店           | 长安中路与小寨东路十字                    |             |                               |
| 高新区店            | 高新区科技路 37 号, 海星城市广场            | 26,000      | 2006.4                        |
| <b>万达集团</b>     |                                |             |                               |
| 李家村店            | 雁塔北路李家村服装批发市场                  |             | 2008.4                        |
| 民乐园(筹)          | 解放路西安民生百货总店周围                  |             | 2009.12.30                    |
| <b>大商新玛特百货</b>  |                                |             |                               |
| 解放路店(筹)         | 西安民生总店斜对面                      |             | 2009.10.1                     |
| <b>浙江银泰百货</b>   |                                |             |                               |
| 中环店             | 西大街中环广场距钟楼仅为 300 米, 与鼓楼小广场遥相呼应 | 100,000     | 2008.12.5                     |

资料来源: 东海证券研究所收集整理

表3. 西安主要商圈分析和主要的零售商

| 商圈名称  | 商圈定位 | 商圈位置                            | 主要零售企业                                          | 商圈特色                                        | 消费群体                                     |
|-------|------|---------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------------|
| 钟鼓楼商圈 | 中高档  | 以钟鼓楼为中心, 辐射东南西北四条大街             | 开元商城, 世纪金花钟路店, 世纪金花南大街店, 西安民生钟路店, 百盛钟路店         | 地处市中心, 是历史最悠久, 文化底蕴最为厚重的商圈, 商业气氛也最为浓厚       | 当地最主流, 涵盖年龄段最广的西安当地居民, 还有部分陕西省会城市之外的旅游人群 |
| 小寨商圈  | 中档   | 小寨十字路为中心, 辐射长安路及小寨东西路, 波延到电子城等处 | 百盛小寨店, 金鹰百货国贸店, 沿街专卖店, 地下商城                     | 传统商圈, 依托附近密集的高校学生群体发展壮大                     | 大中学生和“酷一族”小青年成为消费主力                      |
| 东大街商圈 | 中档   | 钟鼓楼以东, 一直延伸到百盛东大街店              | 兴正元广场(西安民生来招商), 百盛东大街店, 沿街专卖店                   | 全场 2000 米, 近 500 家潮流专卖店, 骡马市步行街             | 年轻人居多的城市主流潮流追随者                          |
| 解放路商圈 | 中档   | 解放路西安民生总店为中心, 辐射到东一路到东五路        | 西安民生总店, 万达城市综合体, 大商股份                           | 传统商圈, 将随着万达城市综合体即将兴建的两条步行街焕发新的生命力           | 附近居民, 有待万达步行街修好后重新积聚人气                   |
| 西大街商圈 | 中高档  | 钟鼓楼以西, 沿线仿古商业地产和先进的商业硬件         | 浙江银泰百货, 即将入驻的世纪金花唐人街店                           | 盛唐建筑风韵与现代商业结合, 依托清真寺/城隍庙/回民街打造商业旅游一条街       | 有待被吸引过来的时尚白领和对传统文化痴迷的中外游客                |
| 南大街商圈 | 中高档  | 钟鼓楼十字线以南, 直到南门外                 | 长安国际, 中大国际, 天资名品店, 豪华名品店, 婚纱摄影, 证券金融机构          | 高端名品店和金融机构, 可称之为西安的“华尔街”                    | 已形成习惯的高端消费人群                             |
| 北大街商圈 | 中档   | 钟鼓楼十字路口以北, 直到北门                 | 国美, 苏宁, 迪信通和深圳迅捷通讯等数码卖场。待入驻: 大洋百货, 新世界百货, 王府井百货 | 定位为银行金融机构和电子数码电器卖场, 随着外地百货店的入驻也增加中高档百货竞争的   | 当地对数码产品感兴趣的居民                            |
| 李家村商圈 | 中档   | 以原来的李家村服装批发市场过渡为万达李家村店          | 万达城市综合体,                                        | 低端逐渐转型的吃喝玩乐一体消费圈                            | 附近居住的新一代消费群体                             |
| 高新区商圈 | 高档   | 以科技路/唐延路为核心, 辐射整个高新区            | 世纪金花高新店, 金鹰高新店                                  | 近 15 年随着高新区写字楼和高档住宅楼兴起之后形成的国际化视角/高端时尚白领消费商圈 | 在高新区上班和居住的前沿时尚白领                         |

资料来源: 东海证券研究所收集整理

表4. 开元控股和西安民生在西安零售市场的地位

|        | 西安市社消总额<br>(亿元) | 开元控股收入<br>(亿元) | 西安民生收入<br>(亿元) | 开元控股占西安市社消总额比重% | 西安民生占西安市社消总额比重% |
|--------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 2005 年 | 601.21          | 16.27          | 8.59           | 2.71%           | 1.43%           |
| 2006 年 | 700.41          | 17.23          | 9.28           | 2.46%           | 1.32%           |
| 2007 年 | 832.38          | 17.73          | 9.78           | 2.13%           | 1.17%           |
| 2008 年 | 1,043.78        | 19.46          |                | 1.86%           |                 |

资料来源: 西安市统计局网站, 公司公告, 东海证券研究所

注: 其中开元控股 2008 年收入为笔者预测数据

### 3. 西稍门商场和宝鸡国际万象商业广场仍按原计划进行中

西稍门商场已经完成一层到五层商场经营部分的修建,目前正在进行上面三幢住宅楼的修建,预计西稍门商场能按原计划 2010 年开业。宝鸡万象商业广场已经完成主体修建,现在在最后的装修阶段,但因为体量比较大,估计 2009 年上半年开业有点困难,比较现实的可能是在 09 年下半年开业。因为这两个项目的体量比较大,开业之后将成为公司业绩的另外“两架马车”,我们将密切跟踪这两个项目的开业和后续经营情况。

### 4. 公司财务费用高企,应提高预收帐款占比

公司作为西北欠发达地区定位中档偏上的百货商,2007 年主力门店钟楼店的销售净利率只有 3.76%,较同类百货门店来说都较低,最重要的原因是公司的财务费用率比较高,一般都维持在 1% 甚至更高,而像广州友谊这种现金流非常充裕的公司财务费用为负。开元控股这几年高达几千万的财务费用严重影响了公司最终创造的净利润。

对于零售类企业,通过发购物卡提前占用消费者资金、延后供应商的应收帐款结算日期等手段来提高零售商自身的现金流速度是业内不争的事实。因为延长供应商帐期会影响零售商和供应商合作关系,零售商一般也是按照业内正常时间来结算,但通过多发购物卡,即增大资产负债表中预收帐款占整个营业收入的比重还是能有效形成一笔闲置资金来补充公司自身的资金需求。这种购物卡的模式在连锁超市业态比较常见,因为属于生活必需品和购买频率比较平常,能成为各种公司发放职工福利的一种方式。现在零售商的超市、百货等多业态混和经营,百货商也逐渐借鉴这种方式,不断加大预冲现金的购物卡数量和金额。

因为售卖购物卡得到的现金在财务报表中主要体现在预收帐款中,我们整理计算 40 家百货类上市公司 2005 到 2008 年预收帐款占营业收入的比重,我们非常明显的看到每年百货公司的预收帐款占比都是呈现逐年上升的态势,财务费用为负的广州友谊 2008 年预收帐款的比重提高到 17.67%,在 40 家百货类公司中排名还是比较靠前的。位于中国中部城市的合肥百货这个数据在 08 年三季度体现是 15.73%,我们调研过程中了解到主力门店的预收帐款比重更高,要到 20% 左右。零售企业作为现金流充裕的公司,可以通过多发购物卡方式得到更大比重的预收帐款来提高自己的现金利用率,降低财务费用,从而提高整个公司的销售净利率。

表5. 预收帐款占营业收入比重

| 证券代码             | 证券简称        | 2005 年       | 2006 年       | 2007 年       | 2008 年         | 2008 年前三季度   |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| 000679.SZ        | 大连友谊        | 13.09%       | 1.83%        | 131.10%      | 107.21%        | 171.13%      |
| 000056.SZ        | 深国商         | 19.23%       | 44.77%       | 108.18%      | #DIV/0!        | 491.70%      |
| 000560.SZ        | 昆百大 A       | 14.43%       | 11.17%       | 47.16%       | #DIV/0!        | 73.35%       |
| 600683.SH        | 银泰股份        | 3.87%        | 4.58%        | 41.16%       | #DIV/0!        | 102.89%      |
| 000564.SZ        | 西安民生        | 12.10%       | 15.82%       | 22.80%       | #DIV/0!        | 32.43%       |
| 000796.SZ        | 宝商集团        | 11.50%       | 16.02%       | 20.21%       | #DIV/0!        | 33.81%       |
| 600738.SH        | 兰州民百        | 13.03%       | 11.98%       | 17.79%       | 27.30%         | 23.89%       |
| 000987.SZ        | 广州友谊        | 0.29%        | 10.61%       | 12.77%       | 17.67%         | 22.96%       |
| 600859.SH        | 王府井         | 8.48%        | 12.05%       | 11.49%       | 13.20%         | 15.27%       |
| 000417.SZ        | 合肥百货        | 3.85%        | 6.91%        | 11.22%       | #DIV/0!        | 15.73%       |
| 600697.SH        | 欧亚集团        | 10.20%       | 11.05%       | 11.08%       | #DIV/0!        | 12.95%       |
| 600838.SH        | 上海九百        | 9.58%        | 12.99%       | 10.77%       | #DIV/0!        | 27.22%       |
| 600280.SH        | 南京中商        | 1.99%        | 2.57%        | 10.55%       | #DIV/0!        | 10.80%       |
| 600861.SH        | 北京城乡        | 0.02%        | 8.11%        | 9.90%        | 12.90%         | 14.39%       |
| 600682.SH        | 南京新百        | 2.99%        | 3.58%        | 9.04%        | 11.45%         | 14.36%       |
| 600814.SH        | 杭州解百        | 5.72%        | 7.46%        | 8.91%        | #DIV/0!        | 12.39%       |
| 600785.SH        | 新华百货        | 5.56%        | 5.80%        | 8.82%        | 10.55%         | 12.49%       |
| 000501.SZ        | 鄂武商 A       | 5.06%        | 6.59%        | 7.00%        | #DIV/0!        | 8.94%        |
| 600712.SH        | 南宁百货        | 6.36%        | 6.48%        | 6.62%        | #DIV/0!        | 7.94%        |
| 600865.SH        | 百大集团        | 4.02%        | 4.93%        | 5.24%        | 4.09%          | 6.32%        |
| 600327.SH        | 大厦股份        | 3.35%        | 4.09%        | 5.07%        | #DIV/0!        | 8.34%        |
| 000785.SZ        | 武汉中商        | 5.31%        | 3.53%        | 4.86%        | #DIV/0!        | 6.67%        |
| 600693.SH        | 东百集团        | 3.14%        | 3.89%        | 4.31%        | #DIV/0!        | 5.62%        |
| 600723.SH        | 西单商场        | 0.86%        | 2.34%        | 4.12%        | #DIV/0!        | 5.92%        |
| 600824.SH        | 益民商业        | 2.90%        | 4.60%        | 3.86%        | 3.50%          | 8.58%        |
| 600694.SH        | 大商股份        | 1.07%        | 2.05%        | 3.79%        | 4.18%          | 5.03%        |
| 600828.SH        | 成商集团        | 1.78%        | 1.88%        | 3.46%        | 4.86%          | 4.48%        |
| 600628.SH        | 新世界         | 3.70%        | 3.52%        | 3.36%        | #DIV/0!        | 4.29%        |
| 600631.SH        | 百联股份        | 2.53%        | 3.20%        | 3.24%        | #DIV/0!        | 4.32%        |
| 600778.SH        | 友好集团        | 2.52%        | 3.60%        | 2.88%        | #DIV/0!        | 2.56%        |
| 600729.SH        | 重庆百货        | 1.78%        | 1.56%        | 2.61%        | 2.84%          | 1.52%        |
| 600774.SH        | 汉商集团        | 0.38%        | 1.16%        | 1.85%        | 0.97%          | 1.75%        |
| 000882.SZ        | 华联股份        | 2.00%        | 3.07%        | 1.05%        | #DIV/0!        | 1.40%        |
| 600821.SH        | 津劝业         | 4.92%        | 0.06%        | 0.19%        | #DIV/0!        | 0.04%        |
| 600856.SH        | 长百集团        | 0.92%        | 1.18%        | 0.05%        | #DIV/0!        | 0.94%        |
| 600858.SH        | 银座股份        | 0.09%        | 0.04%        | 0.03%        | 0.05%          | 0.06%        |
| 600306.SH        | 商业城         | 0.03%        | 1.00%        | 0.03%        | #DIV/0!        | 0.00%        |
| <b>000516.SZ</b> | <b>开元控股</b> | <b>0.46%</b> | <b>0.02%</b> | <b>0.01%</b> | <b>#DIV/0!</b> | <b>0.00%</b> |
| 000715.SZ        | 中兴商业        | 0.00%        | 0.01%        | 0.00%        | 2.35%          | 1.17%        |
| 002187.SZ        | 广百股份        | 0.02%        | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%          | 0.00%        |

资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

注: 2008 年报还未披露的上市公司, 该比例以 #DIV/0! 显示.

## 5. 公司还存在多大的利润提升空间？

公司目前的三个百货门店，安康店 08 年勉强盈亏平衡，咸阳店要到 09 年才能实现盈亏平衡，在建的两个大体量购物中心能贡献的利润还有待时间，公司利润的提升主要是来自于钟楼店。我们统计汇总了钟楼店近 10 年的经营情况，其间经历了 2001 年钟楼店二期项目开业，中间从 2001.5.10 一期商城暂停营业，到 2001.8.30 一期二期同时营业，所以才出现了 2001 年的销售收入和净利润的负增长。2002 年因为 2001 年非完整经营年度的低基数使得收入增速高达 65.70%，其余时间基本上都是稳定增长，进入了 06 年、07 年之后的稳定增长期，增速只有 4% 左右。钟楼店的毛利率水平基本上也维持在 12%，13%，公司从 2005 年开始调整产品品类，提升了高毛利产品的销售占比，因为手机等数码产品的聚集商场人气效应，公司并没有主动压缩手机家电等产品的营业面积，但因为手机等数码产品的单价下降，会逐渐降低这类低毛利率产品在整个商场销售额中的占比。

表 6. 开元商城钟楼店历史经营情况

| 年度   | 销售收入(元)       | YoY    | 毛利率    | 利润(元)      | YoY    | 净利润(元)     | YoY    |
|------|---------------|--------|--------|------------|--------|------------|--------|
| 1998 | 624,527,100   |        | 10.45% | 29,102,500 |        | 24,464,200 |        |
| 1999 | 678,570,000   | 8.65%  | 9.74%  | 31,565,800 | 8.46%  | 26,809,700 | 9.59%  |
| 2000 | 728,080,000   | 7.30%  | 11.78% | 37,129,500 | 17.63% | 31,944,300 | 19.15% |
| 2001 | 681,111,300   | -6.45% | 16.14% | 46,213,100 | 24.46% | 31,153,300 | -2.48% |
| 2002 | 1,128,571,300 | 65.70% | 12.26% | 51,455,300 | 11.34% | 34,439,600 | 10.55% |
| 2003 | 1,345,837,300 | 19.25% | 11.96% | 78,493,800 | 52.55% | 51,541,900 | 49.66% |
| 2004 | 1,509,090,500 | 12.13% | 12.21% | 81,363,500 | 3.66%  | 52,751,300 | 2.35%  |
| 2005 | 1,622,138,600 | 7.49%  | 11.92% | 85,360,100 | 4.91%  | 57,007,000 | 8.07%  |
| 2006 | 1,667,663,700 | 2.81%  | 13.51% | 95,380,000 | 11.74% | 63,415,700 | 11.24% |
| 2007 | 1,741,097,000 | 4.40%  | 14.00% | 98,910,700 | 3.70%  | 65,385,300 | 3.11%  |

资料来源：公司公告，东海证券研究所

但对于处于“西北第一商圈”钟楼商圈最黄金地段的开元商城钟楼店，我们认为仅仅是每年个位数的销售收入增长和最高 14% 的毛利率水平还是有提升空间的。我们在和咸阳店店长交流的过程中了解到，同样是百货店里毛利率最高的服装鞋帽，咸阳店只有 20-22%，钟楼店有 26-28%，而咸阳店整体毛利率水平有 16%，钟楼店却只有 14%。低毛利的手机家电产品是在钟楼店占比更大，但详细核算钟楼店的主要经营成本，如折旧摊销、水电费、人力成本等，我们认为还是存在较大的提升空间。公司正在等待配股方案实施后筹得的资金去支持西安西稍门项目和宝鸡项目，公司这两个项目正急待配股的 3.54 亿元资金，公司提升业绩的动力不可谓不足。

## 6. 更新后的盈利预测

基于咸阳店的实地调研，我们调高咸阳店、安康店 2009 年、2010 年的销售收入增速以及毛利率，使得公司整体盈利预测在 2009 年到 2010 年都略有调高。我们预计公司 2008 - 2010 年三年的营业收入分别为：19.46 亿元、22.51 亿元、26.63 亿元；净利润分别为：5593 万元、7908 万元、7423 万元；每股收益为 0.377 元、0.534 元、0.501 元。对应 4 月 10 日 9.87 元收盘价，市盈率分别为 26.15 倍、18.49 倍、19.70 倍。我们给予公司 09 年 20 倍估值，6 个月目标价为 10.68 元，距离现在价格还有 8.21% 的上升空间，继续维持增持评级。

| 利润表(百万元)         | 2005    | 2006    | 2007    | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入             | 1,626.7 | 1,722.8 | 1,772.5 | 1,946.1 | 2,250.7 | 2,662.9 |
| 营业成本             | 1,429.7 | 1,448.1 | 1,474.2 | 1,617.0 | 1,868.1 | 2,208.0 |
| 营业税金及附加          | 12.6    | 13.5    | 16.6    | 18.1    | 20.9    | 24.8    |
| 销售费用             | 38.7    | 49.0    | 69.4    | 83.7    | 96.8    | 114.5   |
| 管理费用             | 94.5    | 101.4   | 97.5    | 116.8   | 135.0   | 159.8   |
| 财务费用             | 14.5    | 21.8    | 23.6    | 25.3    | 34.2    | 43.2    |
| 投资收益             | 0.0     | 0.9     | 0.3     | 1.7     | 0.8     | 1.7     |
| 资产减值及公允价值变动      | 0.0     | 0.9     | 0.3     | 1.7     | 0.8     | 1.7     |
| 其他收入             | -2.6    | -1.2    | -1.7    | 36.1    | 0.0     | 23.3    |
| 营业利润             | 76.8    | 86.2    | 126.9   | 83.6    | 118.1   | 110.9   |
| 营业外净收支           | -0.9    | -1.1    | 0.2     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 利润总额             | 75.9    | 85.1    | 127.0   | 83.6    | 118.1   | 110.9   |
| 所得税费用            | 29.2    | 32.9    | 38.2    | 20.9    | 29.5    | 27.7    |
| 少数股东损益           | 8.4     | 8.1     | 9.5     | 6.7     | 9.5     | 8.9     |
| 归属于母公司净利润        | 38.3    | 44.1    | 79.2    | 55.9    | 79.1    | 74.2    |
| 现金流量表(百万元)       | 2005    | 2006    | 2007    | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
| 净利润              | 46.7    | 52.2    | 88.8    | 62.7    | 88.6    | 83.2    |
| 资产减值准备           | 0.0     | 0.9     | 0.3     | 1.7     | 0.8     | 1.7     |
| 折旧摊销             | 22.4    | 34.4    | 39.3    | 27.7    | 59.2    | 79.8    |
| 公允价值变动损失         | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 财务费用             | 14.3    | 25.1    | 29.1    | 25.3    | 34.2    | 43.2    |
| 营运资本变动           | 11.8    | 15.4    | 107.8   | 179.0   | 43.2    | 52.4    |
| 其它               | 9.6     | 9.8     | -26.5   | 6.7     | -13.8   | 8.9     |
| 经营活动现金流          | 93.8    | 129.9   | 228.7   | 303.1   | 212.1   | 269.3   |
| 资本开支             | 0.0     | 0.0     | 0.0     | -321.7  | -510.9  | -240.8  |
| 其它投资现金流          | -84.0   | 129.0   | 70.4    | 0.0     | 23.3    | 0.0     |
| 投资活动现金流          | -139.0  | -205.0  | -14.5   | -321.7  | -487.5  | -240.8  |
| 权益性融资            | 0.0     | 17.8    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 负债净变化            | 98.5    | -57.2   | 110.1   | -6.0    | 200.0   | 0.0     |
| 支付股利、利息          | -19.6   | -19.6   | -22.2   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 其它融资现金流          | -14.5   | -39.6   | 1.9     | -25.3   | -34.2   | -43.2   |
| 融资活动现金流          | 135.7   | -3.9    | 16.4    | 28.7    | 225.8   | 16.8    |
| 现金净变动            | 90.5    | -79.0   | 230.7   | -70.0   | -71.9   | 21.2    |
| 货币资金的期初余额        | 104.1   | 194.6   | 115.7   | 346.3   | 276.4   | 204.5   |
| 货币资金的期末余额        | 194.6   | 115.7   | 346.3   | 276.4   | 204.5   | 225.7   |
| 企业营运自由现金流        | -123.5  | -160.4  | 221.3   | -110.8  | -315.9  | -19.3   |
| 权益自由现金流          | 52.4    | -138.6  | 289.8   | -82.5   | -91.1   | -0.6    |
| 资产负债表(百万元)       | 2005    | 2006    | 2007    | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
| 现金及现金等价物         | 194.6   | 115.7   | 346.3   | 276.4   | 204.5   | 225.7   |
| 应收款项             | 95.8    | 188.4   | 28.8    | 43.2    | 49.9    | 65.7    |
| 存货净额             | 14.8    | 24.6    | 19.0    | 22.2    | 25.6    | 30.2    |
| 其他流动资产           | 44.9    | 56.3    | 230.4   | 133.3   | 152.0   | 174.1   |
| 流动资产合计           | 350.2   | 385.0   | 624.6   | 475.1   | 432.1   | 495.8   |
| 固定资产             | 392.9   | 547.8   | 425.5   | 405.3   | 809.1   | 1,056.0 |
| 无形资产及其他          | 121.1   | 272.7   | 266.6   | 580.9   | 628.8   | 542.9   |
| 投资性房地产           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 长期股权投资           | 298.5   | 167.7   | 133.4   | 133.4   | 133.4   | 133.4   |
| 资产总计             | 1,162.6 | 1,373.2 | 1,450.1 | 1,594.7 | 2,003.4 | 2,228.0 |
| 短期借款及交易性金融       |         |         |         |         |         |         |
| 负债               | 170.0   | 280.0   | 271.4   | 331.4   | 391.4   | 451.4   |
| 应付款项             | 325.1   | 391.1   | 341.5   | 440.4   | 509.6   | 601.6   |
| 其他流动负债           | 14.7    | 5.4     | 5.7     | 7.4     | 10.4    | 14.6    |
| 流动负债合计           | 509.8   | 676.5   | 618.5   | 706.5   | 826.6   | 968.1   |
| 长期借款及应付债券        | 148.5   | 91.3    | 201.4   | 195.4   | 395.4   | 395.4   |
| 其他长期负债           | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| 非流动负债合计          | 148.6   | 91.4    | 201.5   | 195.5   | 395.5   | 395.5   |
| 负债合计             | 658.4   | 793.4   | 820.1   | 902.0   | 1,222.2 | 1,363.6 |
| 少数股东权益           | 49.1    | 124.7   | 92.3    | 99.0    | 108.6   | 117.5   |
| 普通股股东权益          | 428.7   | 455.1   | 537.7   | 593.6   | 672.7   | 746.9   |
| 负债和股东权益总计        | 1,162.6 | 1,373.2 | 1,450.1 | 1,594.7 | 2,003.4 | 2,228.0 |
| 关键财务与估值指标        | 2005    | 2006    | 2007    | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
| 每股收益             | 0.258   | 0.298   | 0.535   | 0.377   | 0.534   | 0.501   |
| 每股红利             | 0.13    | 0.13    | 0.15    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 每股净资产            | 3.22    | 3.91    | 4.25    | 4.68    | 5.27    | 5.83    |
| ROIC(%)          | 12.10   | 11.38   | 12.68   | 10.16   | 11.48   | 8.10    |
| ROE(%)           | 9.77    | 9.00    | 14.09   | 9.05    | 11.34   | 9.62    |
| 毛利率(%)           | 12.11   | 15.94   | 16.83   | 16.91   | 17.00   | 17.08   |
| EBIT Margin(%)   | 3.07    | 6.27    | 8.49    | 5.59    | 6.77    | 5.79    |
| EBITDA Margin(%) | 4.43    | 8.06    | 10.71   | 6.98    | 9.37    | 8.77    |
| 收入增长(%)          | 7.79    | 5.91    | 2.89    | 9.79    | 15.65   | 18.32   |
| 净利润增长(%)         | 27.65   | 15.35   | 79.56   | -29.42  | 41.39   | -6.13   |
| 资产负债率(%)         | 56.63   | 57.78   | 56.55   | 56.56   | 61.00   | 61.20   |
| P/E              | 35.24   | 30.55   | 17.01   | 24.11   | 17.05   | 18.16   |
| P/B              | 2.82    | 2.33    | 2.14    | 1.95    | 1.73    | 1.56    |
| EV/Sales         | 0.87    | 1.03    | 0.91    | 0.90    | 0.93    | 0.81    |
| EV/EBITDA        | 19.56   | 12.82   | 8.50    | 12.88   | 9.96    | 9.26    |

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

薄玉, 商业贸易行业分析师, 金融学硕士, 2007 年 7 月开始跟踪商贸行业。

重点跟踪公司: 中国铅笔( 600612 )、百联股份( 600631 )、友谊股份( 600827 )、新华都( 002264 )、合肥百货( 000417 )、东百集团( 600693 )、开元控股( 000516 )

**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、免责声明**

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