

零售行业

姓名 兰飞燕

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

家润多

002277

暂无评级

先发优势明显的区域百货零售商

6-12 个月目标价: 23.60

当前股价: 19.58

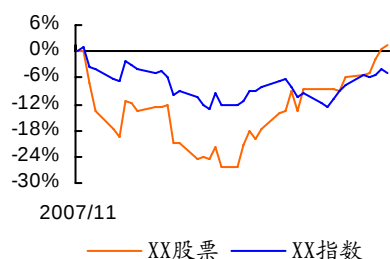
评级调整: 无

基本资料

总股本(百万)	194.00
流通股本(百万)	50.00
流通市值(亿)	--
EPS (TTM)	0.76
每股净资产(元)	8.04
资产负债率	55.81%

股价表现

(%) 1M 3M 6M
XX 股票
XX 指数



相关报告

投资要点:

- **公司业务分析。**公司现拥有 7 家百货门店, 实际经营面积 18.04 万平方米, 拥有包括“友谊”、“阿波罗”、“家润多”、“春天百货”等多个百货品牌; 主要竞争对手包括平和堂、长沙王府井、新世界百货、百联东方商厦等; 公司所处长沙是典型的消费型城市, 居民消费欲望高、消费倾向强(与此相对应, 长沙的房地产价格在中西部省会城市中处于较低水平); 长沙的消费辐射范围广、聚集力强(周边十三个城市没有大型百货公司)。
- **公司竞争优势分析。**(1) 市场占有率高、行业龙头。公司在长沙市大型百货店的销售额所占比例 2007、2008 年分别为 35.8%、38.2%(公司计划在未来几年内达到 45% 的市场份额)。应该说, 在省会城市中, 如此高的百货零售市场占有率情况并不多见; (2) 自有物业占比较高、门店位置优越。在 18.04 万平米的经营面积中, 自有物业为 8.37 万平米, 占比较高, 从而降低了公司运营成本、提升公司价值; 同时公司利用先发优势、占据区域市场核心商圈的优越位置、形成十分有利的竞争优势; (3) 当地品牌影响力及招商能力较强。公司友谊商店在当地运营历史超过 30 年, 使公司更容易获得知名品牌的青睐、与供应商业谈判时具有更大的谈判和议价能力; (4) 管理团队经验丰富; (5) 缘于公司优秀的管理水平, 2007、2008 年的综合毛利率 18.98%、20.86%, 高于行业平均水平; 公司费用控制较好。
- **募投项目分析。**公司募投项目均在长沙, 长沙的百货零售业辐射范围广、聚集力强, 目前从百货销售的“平效”看, 长沙约是周边常德、郴州等地级市的 3 倍以上, 因此、募投项目集中在长沙, 投资回报率高、符合效益最大化原则。(1) 友谊商店 A、B 馆改扩建。A、B 馆已于 2008 年 1 月 10 日恢复部分营业, 恢复经营后将对公司经营产生显著贡献, 预计未来 3 年可实现收入 7.52、8.27、9.10 亿元; (2) 阿波罗商业广场整体改造。项目改造后的经营面积将由 3.6 万平米扩大到 6 万平米, 并改善购物环境、提升档次。(3) 家润多百货朝阳店改造。预计改造后该店 2009-2011 年销售收入分别为 1.75 亿、2.2 亿、2.25 亿元。
- **盈利预测及估值。**公司未来 3 年的主要利润增长点来源于: 对三店募投改造、春天百货、OUTLETS 项目。预计: 2009-2011 年 EPS0.76、1.00、1.24 元, 复合增长率 26%。按照同类区域百货估值对比, 并给予一定的小盘、新股溢价, 公司上市后的合理定价为 23.60-26.22 元, 首日涨幅在 20%-33.90%之间。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2219	2510	2887	3319
同比(%)	36%	13%	15%	15%
归属母公司净利润(百万元)	120	147	194	240
同比(%)	31%	23%	32%	24%
毛利率(%)	20.9%	20.8%	21.2%	21.3%
ROE(%)	25.1%	9.5%	11.1%	12.1%
每股收益(元)	0.83	0.76	1.00	1.24
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-2	-1	-1	-1

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司业务及主要门店概况	3
二、公司竞争优势分析	4
2.1 湖南百货行业的市场占有率高、行业龙头	4
2.2 自有物业较高、门店位置优越	5
2.3 当地品牌影响力及招商能力较强	5
2.4 管理团队经验丰富	5
三、募投项目分析	5
3.1 募投项目 1: 友谊商店 (A、B 馆) 改扩建	6
3.2 募投项目 2: 阿波罗商业广场整体改造	6
3.3 募投项目 3: 家润多百货朝阳店改造	6
四、盈利预测及估值分析	7

图 表

图表 1: 公司百货门店概况	3
图表 2: 公司百货门店经营情况 (单位: 万元)	3
图表 3: 公司主要竞争对手	4
图表 4: 募投项目概况 (单位: 万元)	5

一、公司业务及主要门店概况

公司注册资本 14400 万元，是湖南最大的一家百货公司，公司控股股东为湖南友谊阿波罗股份有限公司。

公司现拥有百货门店 7 家，分别为友谊商店、友谊商城、阿波罗商业广场、家润多百货朝阳店、春天百货长沙店、春天百货常德店、郴州友谊中皇城市，同时控股湖南家润多家电超市，以长期股权投资形式持有家润多超市 20% 股权、长沙银行 7.45% 股权。公司下属门店均在各自区域核心商圈，位置十分有利。公司 2007 年实际经营面积达 10.5 万平方米，2008 年经营面积增至 18.04 万平方米，增长 71.81%。2007、2008 年分别实现销售收入 16.36 亿元和 22.19 亿元，分别占长沙市规模以上百货零售收入 35.8% 和 38.2%。公司旗下百货商场在长沙的最大运营历史超过 30 年，拥有包括“友谊”、“阿波罗”、“家润多”、“春天百货”等多个著名百货品牌，其下属友谊商店是商务部评定的全国 35 家“金鼎店”之一，也是湖南唯一一家获此荣誉的百货商场。

图表 1：公司百货门店概况

门店	开业	营业面积 (平米)	物业	定位	所处商圈	主要竞争对手
友谊商店 A 馆	1979. 01	15278	自有	精品百货、面向高端客户	袁家岭商圈	
友谊商店 B 馆 (原阿波罗商业城)	1971. 05	31373	自有	精品百货、面向年轻消费群体	袁家岭商圈	
友谊商城	1995. 01	22000	自有	中高档	东塘商圈	金色家族、平和堂
阿波罗商业广场	1998. 01	36783	租赁	中高档、拟改造成综合性购物中心	火车站商圈	
春天百货长沙店	2000. 05	16000	租赁	时尚百货	五一商圈	平和堂、王府井、新世界、百联东方商厦
春天百货常德店	2003. 12	15000	租赁	中高档		
家润多百货朝阳店	2007. 12	29000	租赁	大众百货		
家润多百货郴州店	2008. 04	15000	租赁	中高档		

资料来源：公司报表

股份公司目前仅获得春天百货长沙店至 2012 年 12 月的物业使用权。控股股东承诺在完成对中山集团的整体兼并并获得该物业产权后，以公平的市场价格第一优先将此物业出售给股份公司。

图表 2：公司百货门店经营情况（单位：万元）

门店	2008 年	2007 年	2006 年
----	--------	--------	--------

	收入	利润	收入	利润	收入	利润
友谊商店 A 馆	45718	6312	19234	1559	24703	2705
友谊商店 B 馆 (原阿波罗商业城)	-	-	465	-52	10108	178
友谊商城	44045	5603	43082	5347	32238	3501
阿波罗商业广场	43088	5368	38165	4507	28563	3006
春天百货长沙店	27848	3017	26758	2542	18961	843
春天百货常德店	10222	612	8585	277	7556	91
家润多百货朝阳店	15341	136	930	3	-	-
家润多百货郴州店	10316	1031	-	-	-	-
合计	196577	22079	137220	14181	115368	10323

资料来源：公司报表

目前活跃在长沙地区的大型百货零售商主要有公司、平和堂、王府井、香港新世界、长沙百联、长沙百盛、通程控股旗下的金色家园和通程商业广场等。长沙现已基本形成了火车站、袁家岭、五一广场、东塘、荣湾镇等五大商圈，其中，五一广场是长沙独一无二的市级中心商圈，几乎占据长沙市大型商场的半壁江山。

图表 3：公司主要竞争对手

竞争对手	平和堂	长沙王府井	新世界百货长沙店	长沙百联东方商厦
性质	中日合资	A 股公众	香港上市	A 股公众
开业时间	1998. 11. 8	2009. 9. 29	2004. 12. 2	2006. 9. 16
营业面积	5.18 万 (五一广场店)	5 万 (东塘店)	6 万	3.5 万
定位	中高档综合百货	中高档综合百货	中高档综合百货	中高档综合百货

资料来源：公司报表

二、公司竞争优势分析

2.1 湖南百货行业的市场占有率高、行业龙头

公司下属 7 家百货门店，其中 5 家位于长沙，是湖南省规模最大的百货零售企业，公司的百货门店数量、经营面积远远超过当地主要竞争者。根据长沙市统计局的统计，公司在长沙市大型百货店的销售额所占比例 2007、2008 年分别为 35.8%、38.2%。应该说，在省会城市中，如此高的百货零售市场占有率情况并不多见。

同时，市场的高集中度对于稳定市场是很有好处的，公司计划在未来几年内达到 45% 的市场份额。

由于区域性消费者的各种背景、消费习惯差别不大，供应链长度尽可能缩短和部分共享，区域范围内可以产生规模效应，因此，公司在湖南百货零售业中的区域规模优势，使其在管理、营销和招商方面具有规模效应。

缘于区域消费市场的特性，湖南目前大部分百货均集中在长沙、长沙周边十三个城市没有大型百货公司（这点与浙江、广东等省份百货分布较为分散有所不同）。同时，长沙具有如下的消费特点：居民消费欲望高、消费倾向强（与次相对应、长沙的房地产价格在中西部省会城市中处于较低水平）；城市极具活力，娱乐指数相对于其他中西部大中城市是最高的。

2.2 自有物业较高、门店位置优越

如上图表 1 所示，公司拥有旗下近半数百货商场房地产的产权，自有物业经营面积达 8.37 万平方米。近几年公司自有物业百货门店的收入及毛利额的贡献占公司百货零售总收入及门店毛利总额的比例均超过 50%。

较高的自有物业占比降低了公司运营成本、提升公司价值、增强公司在区域内的竞争力。

公司门店中，友谊商店 A、B 馆位于长沙袁家岭商业圈中心位置，友谊商城位于东塘商业圈核心位置，春天百货长沙店（将成为公司自有物业）位于长沙最反繁华街道——黄兴路步行街，占局核心商圈五一商圈的核心位置。

商圈的不可复制性的优质商圈的稀缺性对百货也竞争格局产生重大影响，公司利用先发优势、占据区域市场核心商圈的优越位置、形成十分有利的竞争优势。

2.3 当地品牌影响力及招商能力较强

公司友谊商店在当地运营历史超过 30 年，包括“友谊”、“阿波罗”、“家润多”、“春天百货”等多个品牌，已经建立起较高的品牌知名度、形成较好声誉。

公司在湖南百货市场的规模优势、以及广泛的知名度和市场影响力，使公司更容易获得知名品牌的青睐、与供应商业谈判时具有更大的谈判和议价能力，从而获得更高的专柜返利。

2.4 管理团队经验丰富

公司核心管理团队在当地从事百货零售业最长超过 30 年，对当地市场了解，经验丰富，由此保证公司更准确的市场定位和销售商品的组合选择。实际控制人胡子敬赋予团队勃勃生机。

三、募投项目分析

图表 4：募投项目概况（单位：万元）

	项目	投资金额	建设期（月）	立项备案
1	友谊商店（A、B 馆）改扩建工程	26157	18	湖南省发改委湘发改财贸“2007”1015 号
2	家润多朝阳店改造	3534	6	
3	阿波罗商业广场整体改造	20309	9	

	投资项目资金总额	50000
4	补充流动资金	37000
	合计	87000

资料来源：公司报表

如上表，公司募投项目均在长沙，正如前面分析的，长沙的百货零售业辐射范围广、聚集力强，目前从“平效”看，长沙约是周边常德、郴州等地级市的 3 倍以上，投资在长沙的投资回报率高、符合效益最大化原则。

3.1 募投项目 1：友谊商店（A、B 馆）改扩建

友谊商店（改称为 A 馆）、阿波罗商业城（改建后并为友谊商店 B 馆）并排坐落于袁家岭商圈核心位置，目前其物业还是上世纪 70 年代建造而成，布局、停车不合理，扩改建设将依托友谊商店的品牌优势、充分利用两店紧邻的先天条件，将阿波罗商业城物业与友谊商店物业打通连接，然后通过扩建改造将两店资源进行优化整合，将商城融入商店，成为友谊商店（A、B 馆），为进一步提升友谊商店有时品牌创造基础条件。

改造后的总经营面积 46651 平方米，其中 A 馆 4 层、经营面积 15278 平方米，B 馆共 9 层、经营面积 31373 平方米，规划车位 100 个。

2006 年 5 月，阿波罗商业城停业、准备改造；2007 年 7 月，友谊商店停业装修。截止 2008 年 12 月 31 日，本项目已经完成投资 19680 万元，A、B 馆已于 2008 年 1 月 10 日恢复部分营业，恢复经营后的友谊商店将对公司经营产生显著贡献。但目前改造尚未完全完成，品牌尚在引进之中。

预计，2009 年作为 A、B 馆项目建成的第 1 年可实现的销售收入为 7.52 亿元（新增销售收入约 3 亿元，增幅 66%）；2010-2011 年分别为 8.27 亿元、9.10 亿元（同比增幅分别为 10%）。

3.2 募投项目 2：阿波罗商业广场整体改造

阿波罗商业广场位于火车站商圈（长沙第二大商圈），2006-2008 年的销售收入分别为 2.86、3.82、4.31 亿元，约占公司销售收入总额的 20%，在公司经营中占据重要的市场和战略地位。

该广场目前经营面积 3.6 万平方米，因此，从“平效”来看、其稍偏低，通过改造，其平效有很大提升空间。

项目改造后的经营面积将由原来的 3.6 万平方米扩大到 6 万平方米，同时将按照购物中心模式对各业态、品牌、服务设施等进行整体规划和配置，极大地改善购物环境、经营档次，提升市场形象。

本项目将由本次募集资金到位后（7 月份）开始实施，项目施工期 9 个月。预计 2010 年由于装修会对门店带来一定影响（由于装修期间不歇业，影响有限）。

3.3 募投项目 3：家润多百货朝阳店改造

家润多百货朝阳店位于长沙雨花区，营业面积 2.9 万平方米，于 2007 年 12 月开业，2007、2008 年分别实现收入 930 万元、15341 万元。

改造项目进一步完善店内购物环境，投资 3534 万元。

该项目已于 2007 年 10 月开始施工，2008 年 12 月底已完成投资 3352 万元。预计该店 2009-2011 年销售收入分别为 1.75 亿、2.2 亿、2.25 亿元。

四、盈利预测及估值分析

盈利预测基本假设：2009-2011 年综合毛利率分别为 20.80、21.20、21.30，2009 年百货零售业仍处于恢复性增长、促销行为仍会较多、综合毛利率与 2008 年基本持平，2010、2011 年将小幅上升；依托公司优秀的管理和费用控制能力，费用率呈逐步下降趋势，2009-2011 年的营业费用+管理费用率分别为：11.73%、11.20%、10.90%。

公司未来 3 年的主要利润增长点来源于：对三店募投改造、春天百货、OUTLETS 项目。预计：2009-2011 年实现的销售收入分别为 25.10 亿元、28.87 亿元、33.19 亿元，复合增长率 14%，EPS0.76、1.00、1.24 元，复合增长率 26%。

作为一家区域性的百货公司，可类比的上市公司包括：银座股份、欧亚集团、广州友谊、合肥百货、广百股份、东百集团等，目前这些区域性的百货上市公司 2009 年的动态 PE 估值在 27-29 倍区间，考虑到公司优秀的管理、中小板及新股因素，给予行业平均 15%的溢价，按此估算，公司上市后的合理定价在 23.60-26.22 元之间，首日涨幅在 20%-33.90%之间。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	562	2300	1996	2228	营业收入	2219	2510	2887	3319
现金	412	1975	1674	1862	营业成本	1756	1988	2276	2612
应收账款	22	37	42	46	营业税金及附加	26	25	30	35
其它应收款	25	126	94	116	营业费用	125	142	157	179
预付账款	49	96	111	118	管理费用	137	155	166	183
存货	53	66	75	85	财务费用	10	2	-1	-10
其他	0	1	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	978	1227	1476	1692	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	86	80	84	83	投资净收益	1	2	2	2
固定资产	594	824	1046	1240	营业利润	162	200	260	322
无形资产	140	140	140	140	营业外收入	0	1	1	1
其他	156	183	206	229	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1540	3528	3472	3919	利润总额	160	199	259	321
流动负债	941	1822	1538	1717	所得税	40	50	65	80
短期借款	40	880	463	500	净利润	120	149	195	241
应付账款	288	320	366	421	少数股东损益	0	0	0	0
其他	613	622	709	795	归属母公司净利润	120	147	194	240
非流动负债	117	147	181	209	EBITDA	172	238	309	375
长期借款	100	133	167	194	EPS (元)	0.83	0.76	1.00	1.24
其他	17	13	14	15					
负债合计	1058	1969	1719	1926	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	4	4	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	144	194	194	194	成长能力				
资本公积	73	953	953	953	营业收入	35.7%	13.1%	15.0%	15.0%
留存收益	261	409	602	842	营业利润	28.0%	23.7%	30.0%	23.8%
归属母公司股东权益	478	1556	1749	1989	归属于母公司净利润	31.0%	22.5%	31.6%	23.8%
负债和股东权益	1540	3528	3472	3919	获利能力				
					毛利率	20.9%	20.8%	21.2%	21.3%
					净利率	5.4%	5.9%	6.7%	7.2%
					ROE	25.1%	9.5%	11.1%	12.1%
					ROIC	60.9%	28.2%	30.1%	30.7%
					偿债能力				
					资产负债率	68.7%	55.8%	49.5%	49.1%
					净负债比率				
					流动比率	0.60	1.26	1.30	1.30
					速动比率	0.54	1.23	1.25	1.25
					营运能力				
					总资产周转率	1.62	0.99	0.82	0.90
					应收账款周转率	75	85	74	76
					应付账款周转率	7.13	6.55	6.64	6.64
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.62	0.76	1.00	1.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.92	0.02	1.75	1.82
					每股净资产(最新摊薄)	2.47	8.02	9.02	10.25
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-2	-1	-1	-1

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

XXX, 中投证券研究所 XX 行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 5 年行业经历, 10 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434