

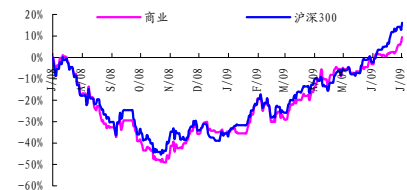
零售业
Retailing

2009 年 7 月 15 日

重要资料	2009 年 7 月 15 日
总股本 (万股)	19400
流通股 (万股)	5000
行业 PE (X)	26.9
募集资金总额	97,900 万元
定价区间 PE(X)	25-30
第一大股东	湖南友谊阿波罗股份公司
公司网址	www.your-mart.com

财务数据	2006 年	2007 年	2008 年
主营收入 (万元)	162536.9	160863.7	215882.9
增长率%	-31.66	-1.75	35.69
净利润 (万元)	14473.7	9166.58	12008.65
增长率%	122.24	-36.67	31.00
毛利率%	19.14	18.98	20.86
净利率%	9.10	5.61	5.42
ROE	40.18	23.68	25.10
ROA	16.23	11.46	12.31
资产负债率 %	71.08	67.39	68.73

行业一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
零售行业	13.0%	24.9%	9.4%
沪深 300	18.9%	28.6%	16.1%

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

湘地区域百货引领者

—家润多 (002277) 新股定价报告

发行价: 19.58 元/股

定价区间: 20.5-24.6 元/股

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (万元)	221934.3	255101.9	290807.7	324136.4
净利润 (万元)	12025.14	15903.90	19767.30	23736.15
每股收益 (元)	0.62	0.82	1.02	1.22
净利润增长率%	31%	32.29%	24.31%	20.09%
每股净资产 (元)	2.47	8.12	8.95	9.96

资料来源: 世纪证券研究所

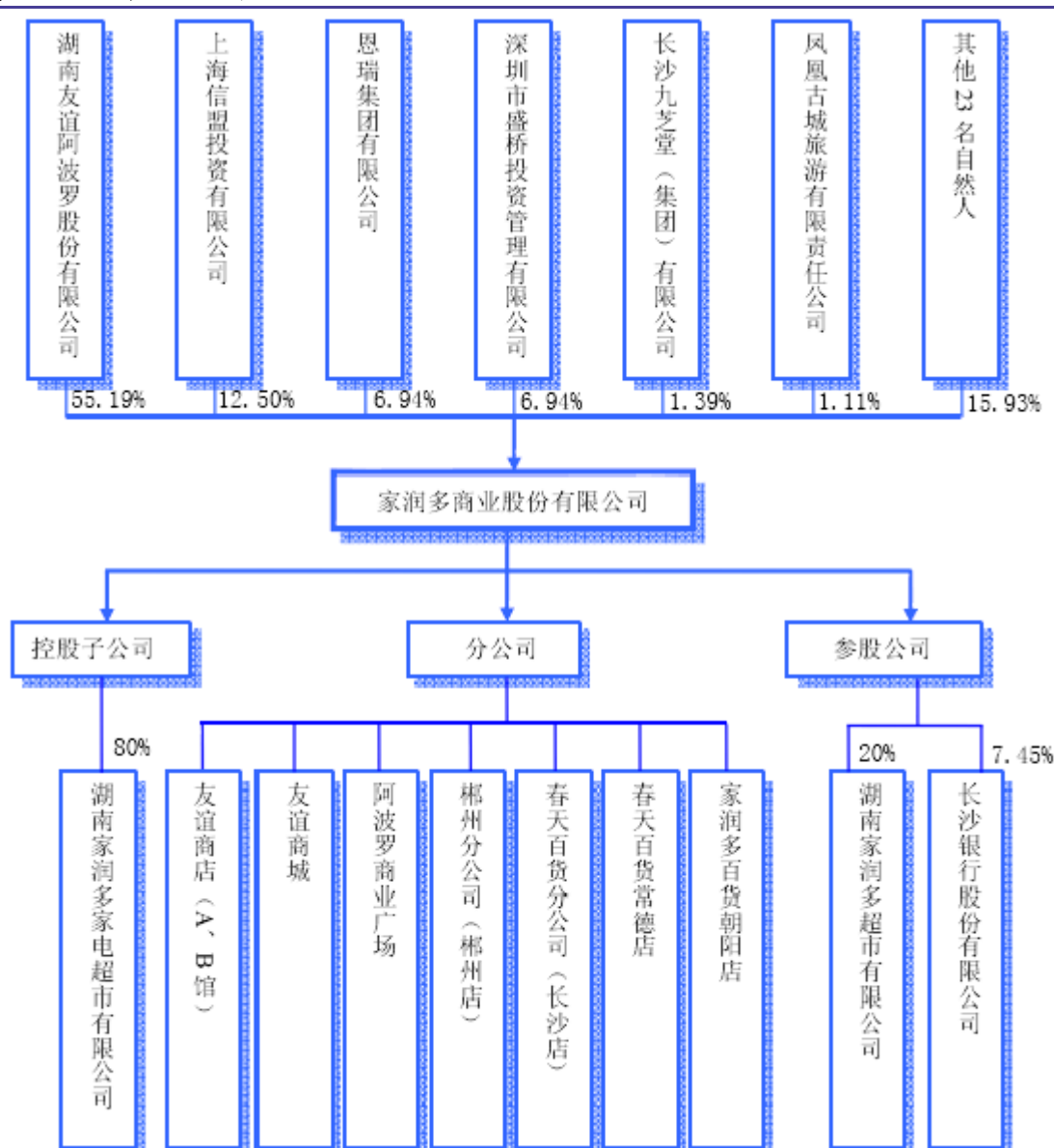
- 公司是长沙市乃至湖南省最大的百货零售企业, 目前拥有 7 家百货门店, 实际经营面积 18.04 万 m²。旗下阿波罗商业广场、友谊商店、春天百货长沙店、友谊商城分别位于火车站、袁家岭、五一广场、东塘商圈, 占据长沙五大商圈中的四席, 具有明显的优势。
- 公司业务集中于长沙区域, 占主营业务收入的 90.49%。2007 年和 2008 年, 公司在长沙市大型百货店的销售额所占比例分别达到 35.8% 和 38.2%。
- 公司拥有旗下近半数百货商场房地产的产权, 自有物业经营面积达 8.37 万平方米, 基本覆盖了长沙市的核心商圈。2006 年至 2008 年, 公司自有物业百货门店的收入及毛利额的贡献占公司百货零售总收入及百货门店毛利总额的比例均超过 50%。
- 本次募集资金项目均在长沙, 包括友谊商店 A、B 馆扩建改造工程、阿波罗商业广场整体改造工程、家润多百货朝阳店改造工程。各项目完成后, 预计平均每年新增营业收入约 85370 万元, 每年新增净利润约 7360 万元, 内生性增长获得有效提升。
- 公司竞争优势主要体现在区域垄断优势显著、市场占有率高; 拥有近半数的优质百货门店的物业产权, 大大降低了公司运营成本, 增强了本公司在区域内的竞争力; 拥有包括“友谊”、“阿波罗”、“家润多”、“春天百货”等多个著名商业品牌, 具有多层次百货业务结构, 覆盖城市 80% 以上的消费者群体; 具有较强的招商能力和管理运营能力。
- 公司未来盈利增长主要来自募集资金三个改扩建项目。预计 2009-2010 年 EPS 分别为 0.82、1.02、1.22 元。按照同类上市公司估值水平, 给予公司 2009 年合理估值区间 25-30 倍, 则对应的二级市场合理价格区间为 20.5-24.6 元。

公司概况

公司于 2004 年 6 月 7 日，由友阿公司为主，联合香港燕麟莊有限公司、湖南其美投资有限公司、长沙西湖房地产开发有限公司和凤凰古城共同发起设立。公司经营范围为商品零售业及相关配套服务的投资、经营、管理，是长沙市乃至湖南省最大的百货零售企业，多年来在湖南处于领先地位。

公司目前拥有 7 家百货门店，实际经营面积 18.04 万 m²，旗下拥有包括“友谊”、“阿波罗”、“家润多”、“春天百货”等多个著名百货品牌，在长沙地区拥有良好的商业声誉。

Figure 1 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司控股股东为湖南友谊阿波罗股份有限公司（以下简称“友阿公司”），友阿公司是由原湖南长沙友谊（集团）有限公司和长沙阿波罗商业城进行整体改制，并联合胡子敬先生等其他发起人共同发起设立。

公司实际控制人为胡子敬先生，持有友阿公司 1150 万股，占友阿公司 14.375% 的股权，此外，胡子敬先生还通过一致行动关系，控制友阿公司 46.90% 的投票权，合计实际控制友阿公司 61.275% 的投票权。

公司本次发行前总股本 14400 万股，本次发行 5000 万股，占发行后总股本的 25.77%。

Figure 2 本次发行前后公司股权结构

股份类型	本次发行前		本次发行后	
	股数（万股）	所占比例（%）	股数（万股）	所占比例（%）
有限售条件流通股	14,400	100	14,400	74.23
本次发行流通股	-	-	5,000	25.77
总股本	14,400	100	19,400	100

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司所处行业背景

行业发展情况

公司所处行业为零售行业。近年来，受市场容量的吸引和消费的推动，连锁百货企业家数急剧增长。据国家统计局数据显示，从 2002 年到 2007 年百货零售门店数年均增长率达 31.8%，营业面积增加率 27.4%，销售总额增长率 30.8%，零售额增长率 29.2%。大量百货零售企业的出现加剧了竞争的激烈程度，同时也促进了我国零售业的发展。

Figure 3 我国百货零售业发展情况

指标	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
百货门店总数（家）	2,129	3,016	3,853	5,353	6,064
营业面积（万平方米）	456.00	670.23	868.85	937.90	1,089.65
销售总额（亿元）	596.52	929.84	1,275.28	1,481.84	1,800.74
零售额（亿元）	524.28	799.51	1,084.13	1,246.60	1,512.73

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

相对于国内生产总值的增长，百货行业零售额由 2002 年约 431.86 亿元增加至 2007 年约 1,512.73 亿元，复合年增长率为 28.5%，远高于同期复合国内生产总值的增长率。

Figure 4 我国 2002-2007 年百货零售额及其变化趋势图

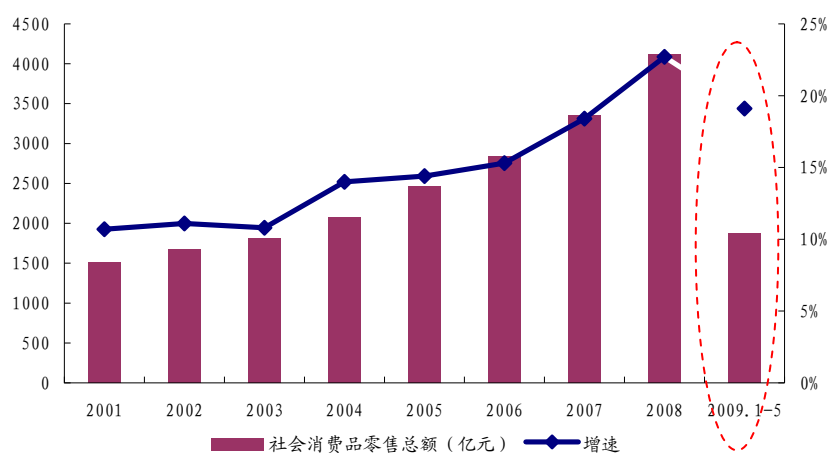


资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

湖南省人均收入与消费支出均名列中部六省榜首

公司旗下门店均位于湖南省。湖南省为全国人口第七大省，城镇人口占 42.15%。2008 年全省社会消费品零售总额达到 4,119.66 亿元，同比增长 22.7%，高于全国平均水平 1.1%。2009 年 1-5 月全省实现社会消费品零售总额 1877.96 万元，同比增长 19.1%，高于全国平均水平 4.1%。

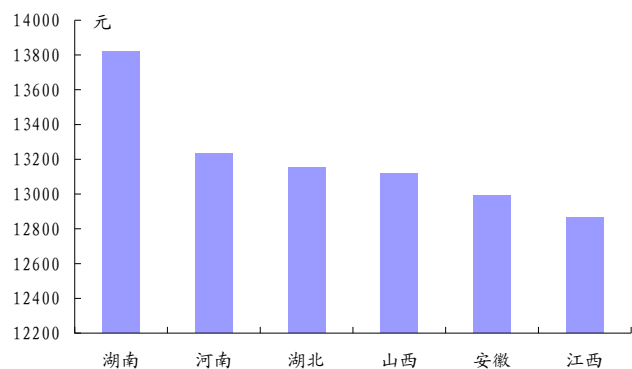
Figure 5 湖南省社会消费品零售总额发展趋势



资料来源：湖南统计信息网、世纪证券研究所

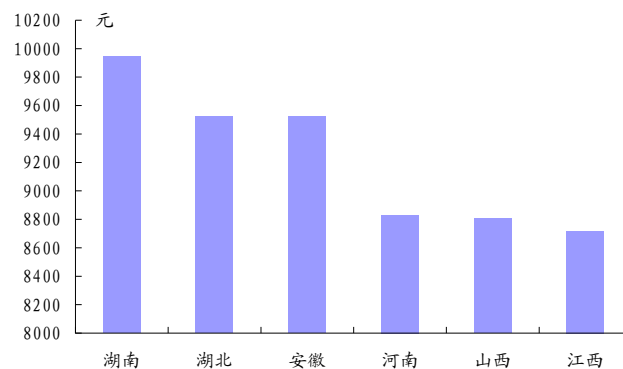
虽然湖南省在中部六省之中仅居于河南、湖北两省之后，但人均可支配收入位居中部六省之首，城镇居民家庭平均每人年消费性开支亦位于全国前列，在中部六省中高踞榜首。

Figure 6 2008 年中部六省城镇居民人均可支配收入



资料来源：湖南统计信息网、世纪证券研究所

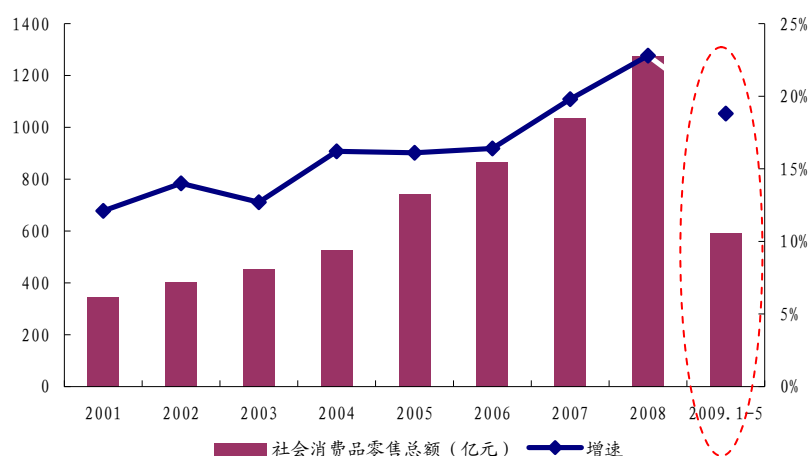
Figure 7 2008 年中部六省城镇居民人均消费支出



资料来源：湖南统计信息网、世纪证券研究所

长沙市社会消费品零售总额增长快速。2008 年长沙市累计社会消费品零售总额 1273.87 亿元，同比增长 22.8%，增速高出湖南省 1.4%，高出全国 1.2%。2009 年 1-5 月长沙市实现社会消费品零售总额 591.03 亿元，同比增长 18.8%。

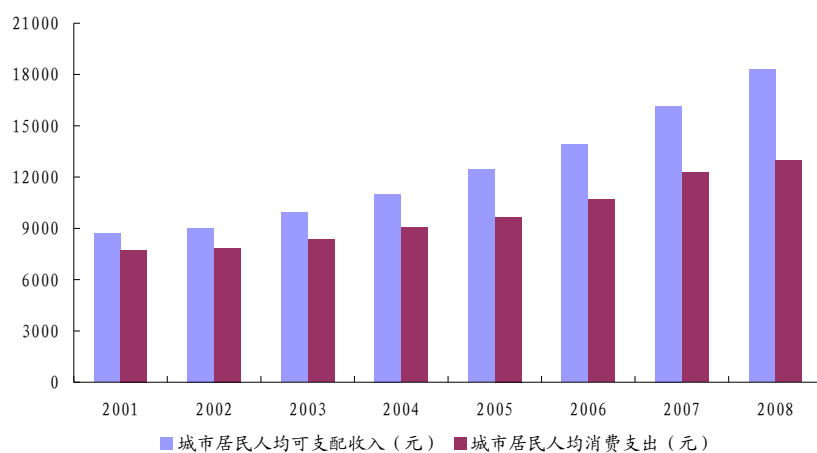
Figure 8 长沙市社会消费品零售总额发展趋势



资料来源：长沙统计信息网、世纪证券研究所

伴随着经济的快速增长，长沙市城乡居民收入增长较快，居民消费结构不断升级。

Figure 9 长沙市 1998-2008 年城市居民收入及消费趋势图



资料来源：长沙统计信息网、世纪证券研究所

城市居民人均可支配收入和人均消费支出增长的同时，长沙百货零售业亦呈现出日益激烈的竞争。目前活跃在长沙地区的大型百货零售商主要有家润发、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族和通程商业广场等。

Figure 10 长沙百货零售格局



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

长沙现已基本形成了火车站、袁家岭、五一广场、东塘、溁湾镇等五大商圈，其中，五一广场商圈是长沙独一无二的市级中心商圈，分布着平和堂、春天百货、王府井商业广场、新世界百货、百联东方、黄兴路商业步行街等数十家购物中心，几乎占了长沙市大型商场的半壁江山。

公司主营业务分析

公司目前主要从事百货零售业务。公司拥有友谊商店、友谊商城、阿波罗商业广场、郴州店、春天百货长沙店、春天百货常德店和家润多百货朝阳店等 7 家直属商场，均位于所在区域核心商圈。截至 2008 年 12 月 31 日，公司总营业面积 18.04 万平方米，提供超过 1,000 个品牌及多种商品系列，80%以上为国际国内知名品牌。

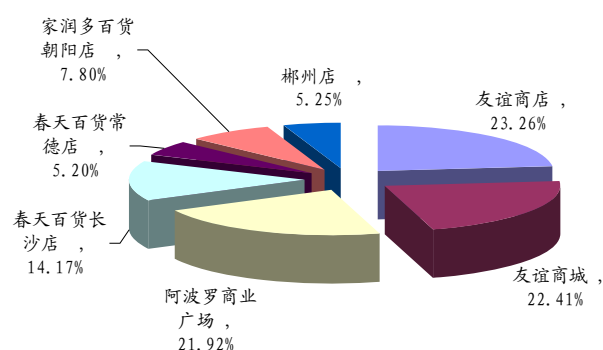
Figure 11 公司下属百货商场基本情况

门店	市场定位	所处城市	2008 年营业面积 (m ²)	开业日期
友谊商店 A、B 馆	A 馆：精品百货，面向高端客户	长沙市	15277.81	1979 年 1 月
	B 馆：精品百货，面向年轻消费群体	长沙市	31373.34	1971 年 5 月
友谊商城	综合型中高档百货	长沙市	22000	1995 年 1 月
郴州店	中高档百货	郴州市	15000	2008 年 4 月
阿波罗商业广场	综合型中高档百货，拟改造成综合性购物中心	长沙市	36783.04	1998 年 1 月
春天百货长沙店	时尚百货	长沙市	16000	2000 年 5 月
春天百货常德店	中高档百货	常德市	15000	2003 年 12 月
家润多百货朝阳店	大众百货	长沙市	29000	2007 年 12 月底

注：友谊商店 B 馆原为阿波罗商业城，原经营面积为 18,032.29 平方米，于 2006 年 5 月 29 日歇业改造，改造完成后营业面积增至 31,373.34 平方米并更名为友谊商店 B 馆，已于 2008 年 1 月 10 日开始恢复营业。

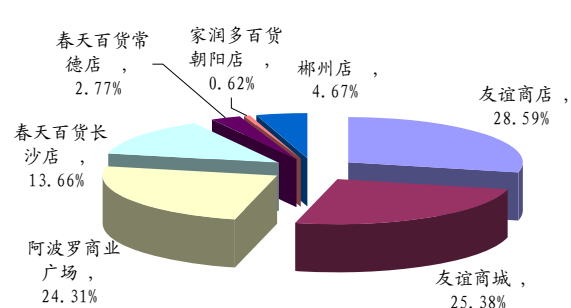
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 12 2008 年公司各百货门店主营业务收入占比



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 13 2008 年公司各百货门店利润总额占比



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司百货业务主要业务模式包括：联销（含代销）、经销和物业出

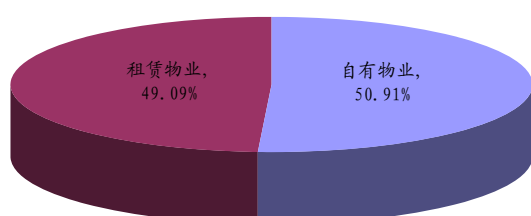
租。

联销：该模式是公司百货经营最重要的销售方式，对公司利好明显。2006 年、2007 年和 2008 年，公司百货联销销售收入分别为 112,842.23 万元、127,528.13 万元和 182,988.35 万元，占公司百货营业总收入的比例分别为 92.79%、91.36%和 93.09%，实现毛利分别占各期百货毛利的 92.35%、90.66%和 93.83%。据统计，至 2008 年 12 月底，公司共与 1,830 家供应商签订了专柜经营合同，主要品牌包括周大福、屈臣氏、阿迪达斯、耐克等。

经销：公司目前采用经销模式经营的商品主要为家电类商品，下属家电超市多采用此方式。公司承担存货风险，以获取大宗采购折扣价和返点而提高利润，采购后的一切运作均由公司单方面完成。经销模式的历史毛利率约为 20%。2006 年、2007 年和 2008 年，百货经销收入分别为 8,764.52 万元、12,052.38 万元和 13,587.84 万元，占公司百货营业总收入的比例分别为 7.21%、8.64%和 6.91%，实现的毛利分别占各期毛利的 7.65%、9.34%和 6.17%。至 2008 年 12 月底，公司共与 104 家供应商签订了经销合同，主要品牌包括 Dior、资生堂、五粮液、金利来、都彭、傲士等。

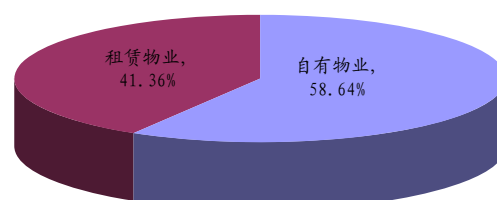
物业出租：是在公司经营场所里进行的租赁经营，其利润来源于租金收入扣除物业成本后的余额。根据租赁对象的不同，可分为两类：一类是配合百货门店零售业务，满足顾客其他消费需求的服务补充，例如银行、通信、餐厅、快餐店、电影院、娱乐项目等；另一类以百货公司为主营业态，运用购物中心理念，按公司统一规划租赁给其他品牌供应商或代理商用于商品零售服务，以满足各消费群体的不同需求。此外，还包括广告位租赁等。2006 年、2007 年和 2008 年，公司租金收入分别为 1,766.27 万元、1,437.68 万元和 2,755.68 万元。

Figure 14 2008 年自有、租赁物业对主营收入贡献



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 15 2008 年自有、租赁物业对主营利润贡献



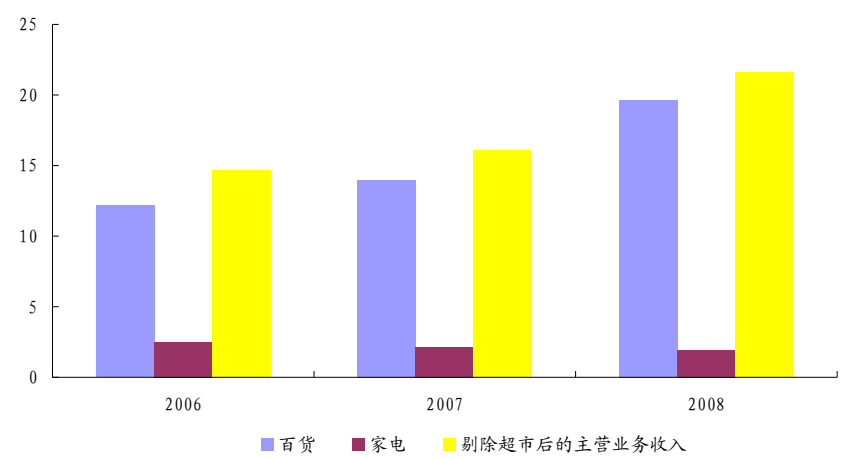
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司旗下百货门店友谊商城、友谊商店主副楼、阿波罗商业城主附楼、郴州中皇城属于自有物业。公司自有物业对公司百货门店主营业务收入及百货门店利润总额贡献的比例均超过 50%，贡献比例较大，增强公司竞争优势。

目前公司主营业务收入由百货零售收入和家电销售收入构成，2008 年度占主营业务收入的比例分别为 91.06%、8.94%。其中，百货零售收入是公司主营业务收入的主要来源，家电销售收入是公司主营业务收入的重要组成部分。

2006 年 2 月公司转让控股子公司家润多超市 80%的股权，其不再纳入合并范围，剔除该因素的影响，近三年公司主营业务收入逐年增长。

Figure 16 近三年主营业务收入规模



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 17 近三年各百货门店主营业务收入及利润情况（扣除超市）

门店	2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	主营业务收入	利润总额	主营业务收入	利润总额	主营业务收入	利润总额
友谊商店	45,717.67	6,311.90	19,234.70	1,559.04	24,703.42	2,705.08
友谊商城	44,044.76	5,603.07	43,082.34	5,346.65	32,238.27	3,500.58
阿波罗商业广场	43,087.71	5,367.59	38,164.98	4,506.53	28,562.91	3,005.51
阿波罗商业城	-	-	464.78	-52.11	10,107.86	177.62
春天百货长沙店	27,847.90	3,016.93	26,758.40	2,541.98	18,960.55	843.11
春天百货常德店	10,222.20	612.04	8,584.53	276.66	7,555.90	90.74
家润多百货朝阳店	15,340.55	135.98	930.14	2.6	-	-
郴州店	10,316.07	1,031.25	-	-	-	-
合计	196,576.86	22,078.76	137,219.87	14,181.35	122,128.91	10,322.64

注 1：报告期，公司百货门店主营业务收入总额与按业务类别统计的百货收入存在差异，原因主要是按业务类别统计的百货收入中包含公司统一对外批发收入以及对关联方友谊中皇城的销售收入；此外，百货门店收入中包含百货门店的家电销售收入，而按业务类别统计时将百货门店的家电销售收入归入家电类收入。

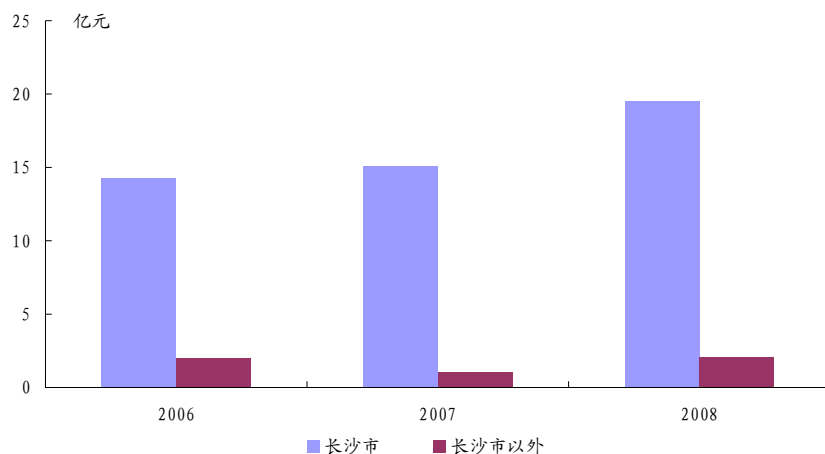
注 2：家润多百货朝阳店于 2007 年 12 月 22 日开始部分营业；郴州店于 2008 年 4 月 1 日起并入公司。

注 3: 从 2008 年起, 因友谊商店和阿波罗商业城整体改造基本完成, 阿波罗商业城并入友谊商店核算。

资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

公司已开业的 7 家百货门店中, 有 5 家分布在长沙市区的主要商圈, 业务集中于长沙区域, 占主营业务收入的 90.49%。

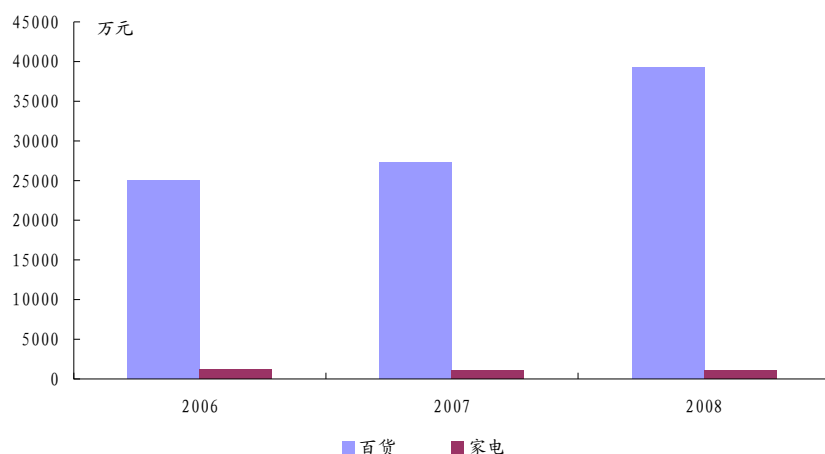
Figure 18 分地区近三年主营业务收入



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

目前公司营业毛利主要来自于主营业务中百货零售和家电销售。近三年, 主营业务毛利分别占各期营业毛利的 87.75%、91.37%, 其中百货零售毛利占主营业务毛利分别为 89.43%、96.30%和 97.45%, 呈逐年上升趋势。

Figure 19 近三年公司营业毛利情况



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

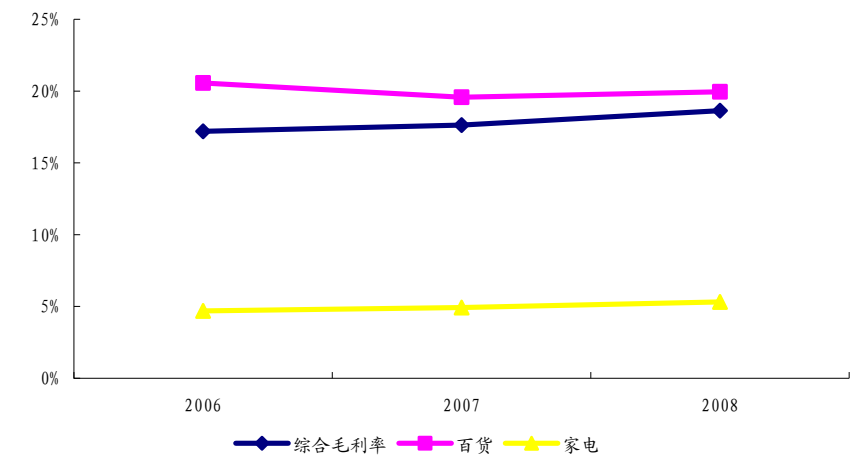
公司财务分析

盈利能力

近三年, 公司毛利率持续提升。分业态看, 百货经营比较稳定,

其毛利率也相对保持稳定，这为公司盈利的持续性和稳定性提供了保障。而家电销售毛利率一直维持在 5%左右，受家电商品市场竞争激烈，家电毛利率一直相对较低。

Figure 20 公司主营业务综合毛利率及分业态毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

与同行业样本上市公司相比，公司最近三年的百货零售毛利率高于行业平均水平，处于同行业前列，主要原因是公司区域规模优势显著，旗下五家百货商场占据长沙市五大商圈中的四个，百货门店数量、经营面积远远超过主要竞争者，采购成本及商品配送成本低于同行业样本上市公司。

Figure 21 同行业上市公司百货业毛利率比较

公司名称	2008 年度	2007 年度	2006 年度
广州友谊	19.83%	19.87%	19.25%
王府井	17.80%	17.48%	17.96%
武汉中商	17.37%	12.23%	13.41%
西单商场	17.96%	17.74%	15.19%
合肥百货	13.10%	13.41%	11.97%
南宁百货	13.87%	14.01%	13.67%
重庆百货	13.90%	14.05%	13.22%
广百股份	17.69%	17.50%	17.41%
平均值	16.44%	15.79%	15.26%
家润发	19.95%	19.57%	20.56%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司营业利润率在行业处于前列，除影响毛利率的因素外，相对同行业样本上市公司，公司目前的自有物业营业面积占总营业面积的比例

较高。由于大多数百货公司拥有的自有物业较少，大部分是采取租赁的方式，而百货门店大都位于市区繁华地带，租金普遍较高。公司下属 3 个主要门店，如友谊商城、友谊商店和阿波罗商业城都是公司拥有产权的物业，处于长沙市的“黄金”地带，地理位置优越，由于取得时的成本相对较低，摊销期限较长，每期分摊的折旧相对于现有租金而言，具有很高的成本优势，为公司带来很大利润空间。

2008 年 4 月 1 日后，公司郴州店增加 1.5 万平方米自有物业营业面积，保证了公司盈利的持续性和稳定性。

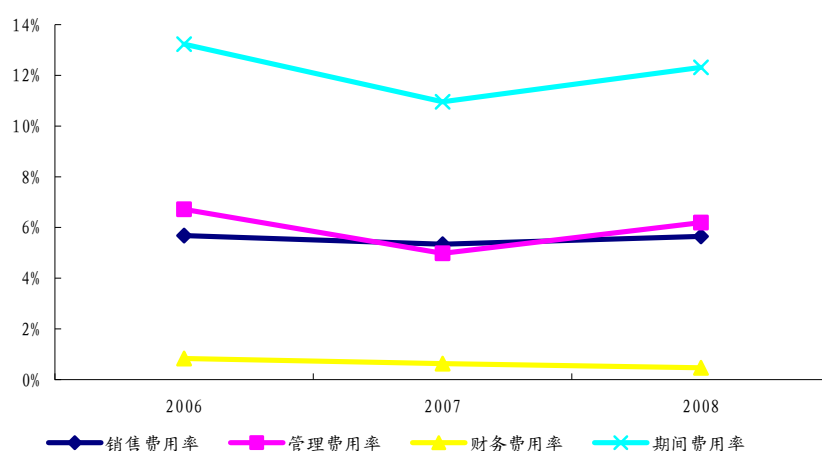
Figure 22 同行业上市公司营业利润率比较

公司名称	2008 年度	2007 年度	2006 年度
广州友谊	12.90%	12.35%	11.38%
王府井	5.50%	5.75%	3.55%
武汉中商	1.14%	-6.31%	-6.60%
西单商场	0.74%	2.75%	0.90%
合肥百货	4.99%	4.70%	2.72%
南宁百货	2.63%	1.99%	0.54%
重庆百货	2.72%	2.13%	1.86%
广百股份	5.28%	4.99%	5.32%
平均值	4.49%	3.54%	2.46%
家润发	7.37%	7.13%	5.21%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司期间费用占营业收入比例相对稳定，近三年分别为 13.23%、10.96%和 12.31%。

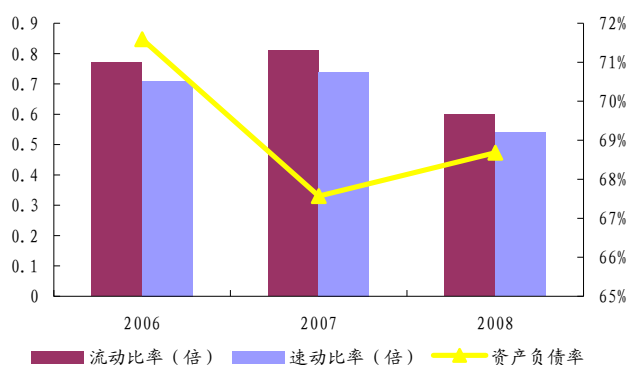
Figure 23 近三年公司期间费用率变化



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

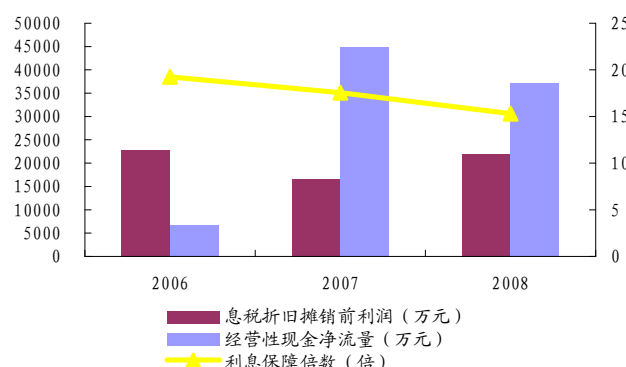
偿债能力

Figure 24 偿债能力指标 1



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 25 偿债能力指标 2



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

与同行业样本上市公司相比，尽管公司的资产负债率在报告期内呈现下降趋势，但还是相对偏高，主要是由于：（1）公司自成立起，一直依靠负债和自身积累在经营，从未进行过股权融资；（2）报告期内共向股东分配现金红利 11,922.64 万元。

Figure 26 同行业样本上市公司偿债能力比较

公司名称	资产负债率（母公司，%）			流动比率(倍数)			速动比率（倍数）		
	2008	2007	2006	2008	2007	2006	2008	2007	2006
广州友谊	42.34%	43.29%	40.81%	1.97	1.83	1.76	1.84	1.70	1.63
王府井	61.14%	44.58%	44.46%	0.45	0.80	0.81	0.37	0.69	0.62
武汉中商	69.61%	68.87%	65.33%	0.61	0.61	0.44	0.43	0.44	0.29
西单商场	30.32%	30.58%	20.76%	0.94	0.84	1.58	0.61	0.58	1.24
合肥百货	45.73%	43.98%	40.72%	0.95	1.02	0.92	0.74	0.80	0.73
南宁百货	70.49%	72.88%	79.96%	0.55	0.45	0.48	0.44	0.37	0.39
重庆百货	65.49%	67.58%	65.40%	0.67	0.72	0.78	0.28	0.32	0.40
广百股份	47.33%	43.03%	64.22%	0.74	1.15	0.74	0.65	1.05	0.64
平均值	54.06%	51.85%	52.71%	0.86	0.93	0.94	0.67	0.74	0.74

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司的流动比率在 2006-2008 年内有所上升，2008 年下降主要是由于新增门店致使应付账款、预收账款等流动负债增加较多所致，但与同行业相比还是相对偏低，主要原因是：（1）公司预收客户款项增多，致使公司的预收账款出现较大增长，2007 年 12 月 31 日、2008 年 12 月 31 日预收账款余额同比增长分别达到 53.31%和 48.28%，且占流动负债的比例较大；（2）由于和供应商的结算需要一定的周期，导致应付账款金额较大。

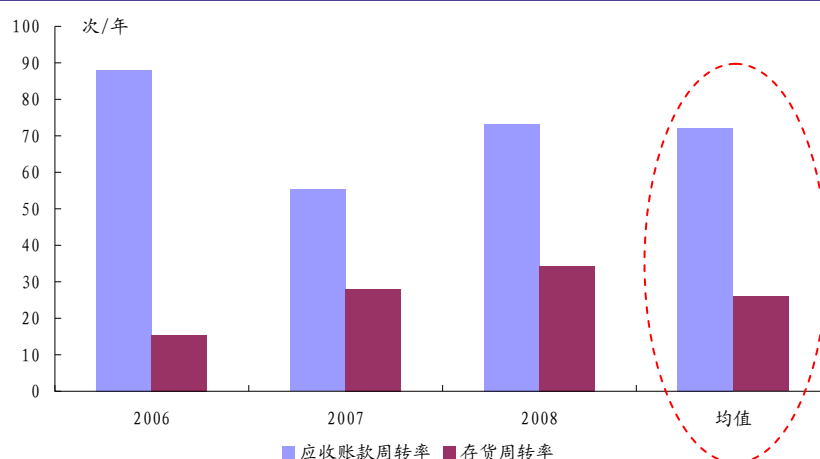
速动比率基本上和同行业样本公司相当，主要是由于公司经营模

式主要以联销为主，经销规模相对较小，存货占流动资产比例较低，其中 2008 年有所下降，主要是新增门店致使流动负债增加较多所致。

2006-2008 年内息税折旧摊销前利润总额累计达到 61,486.90 万元，公司利息保障倍数分别为 19.25、17.55 和 15.31，均保持较高水平，息税前利润足以支付借款利息，显示公司具有较强的偿债能力。

运营能力

Figure 27 资产周转率指标



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 28 同行业样本上市公司资产周转率比较

公司名称	财务指标	2008 年	2007 年	2006 年	平均值
广州友谊	应收账款周转率	708.91	207.90	167.25	361.35
	存货周转率	19.29	20.60	19.69	19.86
王府井	应收账款周转率	130.50	127.01	67.09	108.20
	存货周转率	28.44	24.14	11.49	21.36
武汉中商	应收账款周转率	130.90	124.92	120.10	125.31
	存货周转率	10.03	9.46	6.75	8.75
西单商场	应收账款周转率	47.91	35.45	34.68	39.35
	存货周转率	8.79	9.79	9.84	9.47
合肥百货	应收账款周转率	302.10	311.20	211.31	274.87
	存货周转率	11.26	11.51	12.62	11.80
南宁百货	应收账款周转率	1956.13	338.78	155.92	816.94
	存货周转率	17.45	15.78	4.32	12.52
重庆百货	应收账款周转率	744.70	670.27	791.70	735.56
	存货周转率	9.78	9.88	11.59	10.42
广州百货	应收账款周转率	159.00	151.26	172.86	161.04
	存货周转率	29.74	30.95	31.24	30.64
平均值	应收账款周转率	522.52	245.85	215.11	327.83

存货周转率	16.85	16.51	13.44	15.60
-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

近三年，公司应收账款周转速度较快，存货周转率较高。通过与同行业样本上市公司对比分析，公司应收账款周转率低于同行业样本上市公司的中等水平，存货周转率要明显高于同行业样本上市公司平均水平。

公司竞争力分析

突出的区域行业龙头地位

公司下属 7 家百货门店，其中 5 家位于长沙，其百货门店数量、经营面积远超过当地主要竞争者。公司下属阿波罗商业广场、友谊商店、春天百货长沙店、友谊商城分别位于火车站、袁家岭、五一广场、东塘商圈，占据长沙五大商圈中的四席，具有明显的优势。

根据长沙市统计局的资料，公司在长沙市大型百货店的销售额所占比例 2007 年、2008 年分别为 35.8%、38.2%。公司目前主要的竞争对手来自平和堂、王府井、香港新世界、长沙百联，除平和堂于 2007 年 9 月底新开一家分店外，其余各家均只有单店经营。公司分公司春天百货与以上四家公司齐聚长沙五一商圈，形成了长沙“新五虎”的竞争格局。

=Figure 29 公司主要竞争对手

竞争对手	平和堂商贸大厦	长沙王府井百货	新世界百货长沙店	长沙百联东方商厦
所属公司	湖南平和堂实业有限公司	北京王府井百货(集团)股份有限公司	新世界百货中国有限公司	百联集团股份有限公司
公司性质	中日合资	国内 A 股上市	香港上市	国内 A 股上市
开业时间	1998/11/8	2007/9/29	2004/12/2	2006/9/28
营业面积 (m ²)	5.18 万 (五一广场店)	5 万 (东塘店)	6 万	3.5 万
市场定位	中高档综合百货	中高档综合百货	中高档精品百货	中高档综合百货

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

由于区域性消费者的各种背景、消费习惯差别不大，供应链长度可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具有突出的区域规模优势，在管理、营销和招商方面具有规模效应，具有很强的竞争力。

拥有产权的商业地产和优越的门店位置

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，基本覆盖了长沙市的核心商圈。2006 年至 2008 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百货门店毛利总额的比例均超过 50%（2007 年由于自有物业阿波罗商业城和友谊商店歇业改造所占比例有所下降）。公司拥有优质百货门店的物业产权降低了公司的运营成本，增强了本公司在区域内的竞争力。公司其他门店采取租赁形式，位置亦十分优越，且绝大部分与出租方签订了 10 年以上的租赁合同，保证了公司门店网络的长期稳定性，从而保持了公司长期稳定持续的盈利能力。

品牌影响力及多层次百货业务结构

公司在长沙市内甚至是湖南省具有明显的品牌优势，拥有包括“友谊”、“阿波罗”、“家润多”、“春天百货”等多个著名商业品牌，其中，友谊商店是湖南唯一一家被评为“金鼎店”的百货商场。

与不同百货品牌相对应，公司呈现出多层次的百货发展特点。公司下属百货商场定位包括高档精品百货、中高档综合百货、时尚百货、大众百货，覆盖城市 80% 以上的消费者群体。公司拥有的百货形式包括购物中心、综合百货商场及精品店。公司多层次的百货业务结构以及多样的百货形式，使公司拥有最广泛的顾客基础，能满足顾客不同的购物体验需求，同时，在拓展新的机会时有更多的选择和组合空间，从而使公司具有更强的竞争力。

强大的招商能力和稳定的供应渠道

公司在湖南百货零售市场具有规模优势，拥有覆盖消费者群体最广的丰富的百货层次和不同的百货业态，以及拥有广泛的知名度和市场影响力，已形成了强大的销售网络，客流量大。因此，公司与供应商谈判时相对其它企业更具优势，更容易获得知名品牌的青睐，具有更大的谈判和议价能力，从而获得更高的专柜返利。

此外，公司历来注重信誉，一直和供应商保持良好的沟通和合作，通过及时准确和供应商进行货款结算，取得了供应商对公司的信任。目前，公司与 1,000 余家国际和国内的知名品牌供应商建立了良好的长期合作关系，并与其中大部分结成了长期稳定战略发展伙伴，各门店商品供应稳定，并能及时抓住商品销售走势进行更新，提高了对消费者的吸引力。

募集资金投向分析

本次公司拟向社会公开发行 5,000 万股人民币普通股（A 股），发行价格为 19.58 元，募集资金总额 97,900 万元，扣除发行费用后，本次募集资金净额为 92,100.60 万元，公司将按轻重缓急投资于以下项目：

Figure 30 本次募集资金规模及拟投资项目概览

序号	项目	投资金额（万元）	建设期（月）
1	友谊商店（A、B 馆）扩建改造工程项目	26157	18
2	家润多百货朝阳店改造工程项目	3534	6
3	阿波罗商业广场整体改造工作项目	20309	9
4	补充流动资金	37000	-
合计		87000	

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

友谊商店（A、B 馆）扩建改造工程项目

友谊商店（A、B 馆）坐落于长沙袁家岭商圈的核心位置，紧临阿波罗商业城，坐拥袁家岭商圈高端消费群体。本项目是将阿波罗商业城与友谊商店通过连廊对接连通，将阿波罗商城融入友谊商店，成为友谊商店（A、B 馆）。届时，友谊商店（A、B 馆）的营业面积由原友谊商店与阿波罗商业城合计的 3.33 万平方米增加 1.33 万平方米，达到 4.67 万平方米，并增加了 1,200 平方米的停车场地。经营主体以国际一、二线品牌为主，走中高档次的经营路线，使之成为长沙市具有极强竞争力的高档精品百货店之一。其中，A 馆集中表现“商务、经典”，B 馆集中表现为“休闲、时尚”，两者为长沙 1 小时经济圈内高端商务、时尚人群提供“金鼎级”的服务和购物环境。

本项目总投资 2.62 亿元，其中固定资产投资 2.55 亿元。目前本项目已处于建设阶段。2006 年 5 月 29 日，阿波罗商业城停业，准备改造；2007 年 7 月 23 日，友谊商店停业装修。截至 2008 年 12 月 31 日，本项目已完成投资 1.97 亿元，主要用于土建、空调水电改造、装饰、设计监理、购置电梯等。友谊商店（A、B 馆）已于 2008 年 1 月 10 日恢复部分营业。重新开业的友谊商店（A、B 馆）2008 年实现销售收入 45,717.67 万元，实现利润 6,311.90 万元，对公司的经营业绩产生显著贡献，但上述商场的改造并未全部完成，短期内，这将在一定程度上制约公司经营业绩的提升幅度。

Figure 31 友谊商店（A、B 馆）商品档次及价格带定位

项目	A 馆	B 馆
目标客户	特定人群及 30-60 岁高收入者	20-35 岁中高收入者
单品主力价格带	450-2000 元	200-1000 元

A+类国际品牌	20%	15%
A 类驰名品牌	60%	45%
B 类地方名品	15%	30%
C 类名品特价品	5%	10%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

袁家岭商圈中，与本项目定位接近的商业设施在长沙市内包括新世界百货和东方百联商厦等。

Figure 32 本项目周边主要竞争对手情况

名称	位置	与本项目距离	经营规模	开业日期	市场定位
新世界百货	五一路与黄兴路交汇东南角	2000 米	3.5 万平方米	2006 年 9 月 28 日	中高档精品百货
百联东方商厦	五一路北侧，黄兴北路	2500 米	6.4 万平方米	2006 年 9 月 16 日	中高档精品百货

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

本次改造项目经营预测期定为 10 年。项目建成后，第一年实现销售收入 75,249 万元，其中新增销售收入 30,086 万元，第 2 年至第 7 年收入逐年递增，其中第 2 至 3 年环比递增 8%，第 4 年至 5 年环比递增 10%，第 6 至 7 年环比递增 5%，第 7 年以后保持稳定。平均每年实现营业收入 54,819 万元，税后利润 4,477 万元。

家润多百货朝阳店改造工程项目

家润多百货朝阳店位于长沙市雨花区人民中路与朝阳路的交叉口东南角，处于规划中的长沙高档住宅密集区，交通便利，是一个正处在快速上升阶段的商圈，有着极具发展潜力和商业地产价值上升的空间。本项目改造完成后，营业面积将达 2.9 万平方米，定位为区域性综合商业，以区域内家庭为消费对象，形成集区域购物、休闲、娱乐及社区服务性项目等多功能、多业态为一体的“一站式”区域综合商业中心。其中：购物比例 50%，餐饮比例 25%，康体娱乐体验比例 15%，社区配套服务比例 10%；经营商品组合包括：国际二线、国内一线品牌占 60%；本地知名度较高品牌占 30%；单品价格低于 150-200 元占 10%。

本项目总投资 3,534 万元，其中固定资产投资 3,034 万元。本项目已于 2007 年 10 月开始全面施工。截至 2008 年 12 月 31 日，本项目已完成投资 3,351.98 万元，主要用于土建、空调水电改造、装饰、设计监理等。家润多百货朝阳店已于 2007 年 12 月 22 日部分开业。

本项目周边暂无大型综合商场，专业商店有国美电器、东方时代商业广场、家润多超市等。国美电器是专业性较强的连锁家电企业，肯德

基、麦当劳快餐处于本项目物业内，家润多大卖场目前经营品类较为齐全，主要为生活日用品。

Figure 33 本项目周边主要竞争对手情况

名称	位置	与本项目距离	经营规模	市场定位
国美电器	本项目西北	100 米	5 千平方米	全国连锁家电
东方时代商业广场	本项目南面	10 米	2 万平方米	2004 年 1 月开业，定位为低端服饰批零市场
家润多综合超市	本项目西面	20 米	2 万平方米	生活超市

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

本次改造项目经营预测期定为 10 年。改造完成后第 1 年收入由营业面积乘预计单位营业面积营业额（为 0.62 万元/平方米）得出，预计毛利率为 20%；第 1 年收入为 20,102 万元，第 2-3 年环比年增长率 15%，第 4 年环比年增长率 10%，第 5 年起收入水平与第 4 年持平。预计项目完成后，将实现营业收入 27,451.30 万元，税后利润 811.00 万元。

阿波罗商业广场整体改造工程

阿波罗商业广场坐落于长沙五大商圈第二位的火车站商圈，紧临火车站及长株潭汽车站，建筑面积约 8 万平方米，具有不可动摇的地段优势。改造后的阿波罗商业广场经营规模由原来的 3.6 万平方米扩大到 6 万多平方米，将以中档消费为主，以家庭为主要消费群体，形成以体现湖湘商业文化风情为主体的，集百货、精品超市、专营店、家电超市、儿童娱乐城、各色餐饮、休闲娱乐场所于一体大型综合购物中心，即 Shopping Mall。整个购物中心分为购物（40%）、餐饮（30%）、休闲娱乐（20%）、综合服务（10%）四大功能板块配置。

本项目总投资 20,309 万元，其中固定资产投资 19,809 万元，公司将于本次募集资金到位后开始实施。

火车站商圈除阿波罗商业广场以外，还有通程电器、国美电器和家润多超市三大商场，但三大卖场营业面积均在 5,000 平方米以内。除家电外，该三大商场与阿波罗商业广场基本上不存在主营产品上的同质性。针对竞争较激烈的家电业务，公司计划在改造的“Shopping Mall”方案中将其调整至三楼，而黄金铺面主营百货。

本次改造项目经营预测期定为 10 年。项目建成后第 1 年营业收入为 37,259 万元，其中租金收入为 6,171 万元，第 2 年至第 3 年环比年增长率 5%，第 4 年至第 6 年环比年增长率 2%，第 6 年以后保持稳定。预计项目完成后，各年平均新增营业收入 3,102.90 万元，各年平均税后利润 2,075.1 万元。

盈利预测

假设条件:

- 1、友谊商店（A、B 馆）扩建改造项目于 2009 年全部完成，2010 年起全年贡献收入和利润。项目建成后的各年销售收入及税后利润贡献根据公司预测；
- 2、家润多百货朝阳店 2009 年全部改造完成并贡献收入和利润。项目建成后的各年销售收入及税后利润贡献根据公司预测；
- 3、阿波罗商业广场整体改造项目于 2010 年全部完工，2009 年和 2010 年因门店改造的影响，同店增长率将分别下降 2%、15%。项目建成后的各年销售收入及税后利润贡献根据公司预测；
- 4、暂不考虑奥特莱斯购物公园 2011 年收入和利润贡献；
- 5、友谊商城、春天百货长沙店、春天百货常德店、郴州店保持平稳增长；
- 6、毛利率小幅提升，期间费用率基本保持稳定。

Figure 34 百货主业及家电等收入预测

门店	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
友谊商店	19,699.48	45,717.67	62,176.03	79,011.45	86,912.60
友谊商城	43,082.34	44,044.76	47,568.34	58,033.38	63,836.71
阿波罗商业广场	38,164.98	43,087.71	42,225.96	35,892.06	37,259.00
春天百货长沙店	26,758.40	27,847.90	30,632.69	33,695.96	37,065.55
春天百货常德店	8,584.53	10,222.20	12,777.75	15,972.19	19,965.23
家润多百货朝阳店	930.14	15,340.55	20,102.00	23,117.30	26,584.90
郴州店	-	10,316.07	13,410.89	17,434.16	22,664.41
百货主营业务收入合计	139,580.51	196,576.86	228,893.66	263,156.49	294,288.40
家电收入	21,283.21	19,306.77	18,341.43	17,424.36	16,553.14
其他业务	2,693.56	6,051.36	7,866.77	10,226.80	13,294.84
营业收入合计	163,557.28	221,934.99	255,101.86	290,807.65	324,136.38

资料来源：世纪证券研究所

Figure 35 公司利润表预测

(单位: 万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	163,557.28	221,934.33	255,101.86	290,807.65	324,136.38
减: 营业成本	132,520.40	175,644.57	201,020.26	227,411.58	251,205.69
营业税金及附加	1,457.29	2,609.27	2,999.22	3,419.01	3,810.85
销售费用	8,731.96	12,539.73	14,172.60	16,156.30	18,007.93
管理费用	8,149.44	13,742.70	15,214.93	17,344.52	19,332.33
财务费用	1,037.48	1,042.28	510.20	145.40	162.07
资产减值损失	-134.99	221.10	0.00	0.00	0.00
加: 投资净收益	856.34	60.82	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	12,652.02	16,195.49	21,184.64	26,330.84	31,617.51
加: 营业外收入	1,009.01	24.51	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	169.35	202.04	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	13,491.68	16,017.97	21,184.64	26,330.84	31,617.51
减: 所得税	4,310.91	3,992.83	5,280.73	6,563.54	7,881.36
四、净利润	9,180.76	12,025.14	15,903.90	19,767.30	23,736.15
减: 少数股东损益	14.18	16.48	18.00	20.00	22.00
五、归属于母公司所有者的净利润	9,166.58	12,008.65	15,885.90	19,747.30	23,714.15
总股本(万股)	19,400.00	19,400.00	19,400.00	19,400.00	19,400.00
每股收益(元)	0.47	0.62	0.82	1.02	1.22

资料来源: 世纪证券研究所

风险因素分析

依赖品牌专柜商提供各类产品及品牌的风险

公司主要是出售中高档产品给收入较高的人群,品牌的好坏直接映射出百货公司在市场竞争中的地位。近三年内,公司百货类别的销售收入占主营业务收入的比重分别为 74.82%、86.77%和 91.06%,而在百货类别中,联销销售的收入分别占比约为 92.79%、91.36%和 93.09%。因此,公司的业务及增长策略的成功在很大程度上取决于公司与专柜商的关系。公司与专柜商签订的合约一般为期 1 年,并有 1 个月的终止通知期。如果大量主要品牌专柜商终止与公司的合约或者没有续约,而公司也不能找到其它合适的品牌专柜商,那么公司的财务业绩及在市场上的知名度可能会受到不利影响。若专柜销售的扣率持续下跌,那么公司的财务业绩亦可能会受到不利影响。

百货店选址及租金上涨的风险

公司相当部分营业物业都属于自有物业。就租赁的物业而言,公司和出租方已签订了长期租约,但是由于房产价格的持续攀升,公司无法保证将以原先的条款续订租约,或者根本不能在理想的商业区租到理想

的房产。在此情况下，公司可能需要将百货店迁往其它处所，而在百货店进行搬迁时会产生额外成本，而且也未必能以合理的价格得到黄金地段，因此这可能无法维持之前的盈利能力。

资产抵押风险

公司因贷款的需要，目前有八处房产设置了抵押，总计面积为 7.17 万平方米，约占公司自有房产面积的 85%。这些物业是公司下属百货门店的重要经营场所。如果公司未能偿还到期银行贷款，对应的抵押物业存在被抵押权人处置的风险。

估值及投资评级

目前 A 股区域百货类的上市公司 2009、2010 年平均 PE 分别为 26.9、22.6 倍，区间分别为 [23.4, 30.2]、[18.6, 25.3]。综合公司未来成长前景，以及可比上市公司估值水平，我们认为 2009 年公司的合理估值区间为 [25, 30]，对应的二级市场合理价格区间为 20.5-24.6 元。

Figure 36 可比上市公司估值比较

股票代码	股票名称	090714 股价	EPS			P/E		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E
600729	重庆百货	23.59	0.80	0.92	1.08	29.5	25.6	21.8
600858	银座股份	21.17	0.58	0.70	0.94	36.5	30.2	22.5
000417	合肥百货	9.12	0.33	0.39	0.49	27.6	23.4	18.6
600785	新华百货	18.83	0.63	0.78	0.89	29.9	24.1	21.2
600693	东百集团	9.36	0.37	0.34	0.40	25.3	27.5	23.4
002187	广百股份	28.30	0.89	1.01	1.15	31.8	28.0	24.6
000501	鄂武商 A	11.89	0.36	0.43	0.50	33.0	27.7	23.8
000987	广州友谊	21.48	0.72	0.76	0.85	29.8	28.3	25.3
平均值						30.4	26.9	22.6

资料来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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或征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.