

股价大幅下跌，介入机会来临

事件：2009 年上班年公司实现营业收入 13.89 亿元，同比增长 6.35%；实现利润总额 1.89 亿元，同比增长 8.33%；实现净利润 1.42 亿元，同比增长 8.33%；实现 EPS 为 0.40 元，与我们预期相符合。

研究结论

- 公司二季度收入增速出现大幅增长，远远好于市场平均水平，表明公司上半年销售受经济危机影响有限。公司二季度收入大幅上涨主要是因为春节过后，公司紧抓小节日商机，组织策划系列创新营销活动，在清明节、劳动节、母亲节、端午节、父亲节等节日销售同比均有 10%以上的增幅，另外公司 7 月在环东店举办夏季“友谊 VIP 尊享日”，当天创下了近 6000 万元的佳绩，致使二季度收入出现 15%的增速。随着下半年行业逐渐复苏及公司 08 年四季度销售基数较低，下半年销售增速好于上半年，预计 09 年公司将会实现销售收入 29 亿元左右，同比增长 11%。
- 从公司经营效率来看，尽管公司二季度促销规模较大，毛利率下降 1.46 个百分点的情况下，费用得到了良好的控制。二季度公司营销费用、管理费用、财务费用与去年同期持平，综合来看，公司二季度综合费用率下降 2.21 个百分点，成为公司净利润增速超过主营收入增速的主要来源。
- 二季度公司外延式扩张取得了突破性进展，公司与广州越秀城建国际金融中心有限公司签署《广州国际金融中心裙楼商场整体租赁合作意向书》，租赁其位于广州市珠江新城华夏路、花城大道及珠江大道西交汇处的广州国际金融中心（简称“西塔”）裙楼商场负一层至五层合计建筑面积 39440 平方米（实用率约为 70%）以开设新门店，租期为十五年，预计 2010 年 3 季度该门店开业，为未来公司净利润可持续增长提供充足动力。
- 公司最大的优势是其下资产质地优良，管理效率较高，但公司由于定位高档百货，由于选址及品牌招商的条件较高的限制，短期内公司的增长主要来自于现有门店的内生性增长。考虑到中期公司销售情况远远好于市场平均水平及未来外延扩张有所突破，我们上调 09、10 年公司 EPS 至为 0.822 元和 0.972 元，P/E 分别为 20.22 倍和 17.10 倍。由于公司近期股价出现了大幅下跌，目前公司估值又出现洼地，投资评级上调至买入。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王佳

商贸行业高级分析师
8621-50366888 × 6074
wangjia@orientsec.com.cn

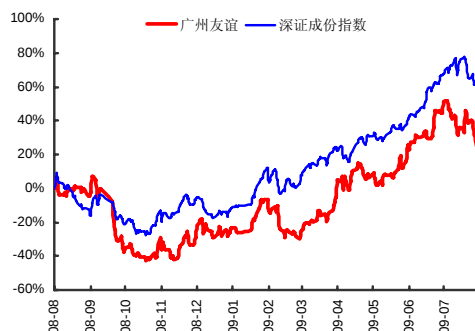
郭洋

连锁行业高级分析师
8621-50366888 × 6073
guoyang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (上调)**

股价 (2009 年 8 月 17 日)	16.62 元
目标价格 (6 个月)	21 元
总股本/A 股 (万股)	35896/35830
A 股市值 (百万元)	59.66 亿元
国家/地区	中国
行业	零售
报告日期	2009 年 8 月 18 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-25.54	3.66	13.17
相对表现 (%)	-12.44	-9.54	-35.8

资料来源：WIND

财务预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	2291	2620	2900	3335
同比	21.11%	14.36%	10.69%	15.00%
归属母公	191	256	295	349
同比	35.15%	33.99%	15.31%	18.26%
毛利率	24.16%	24.05%	23.40%	23.33%
EPS (元)	0.532	0.713	0.822	0.972
P/E	31.24	23.31	20.22	17.10

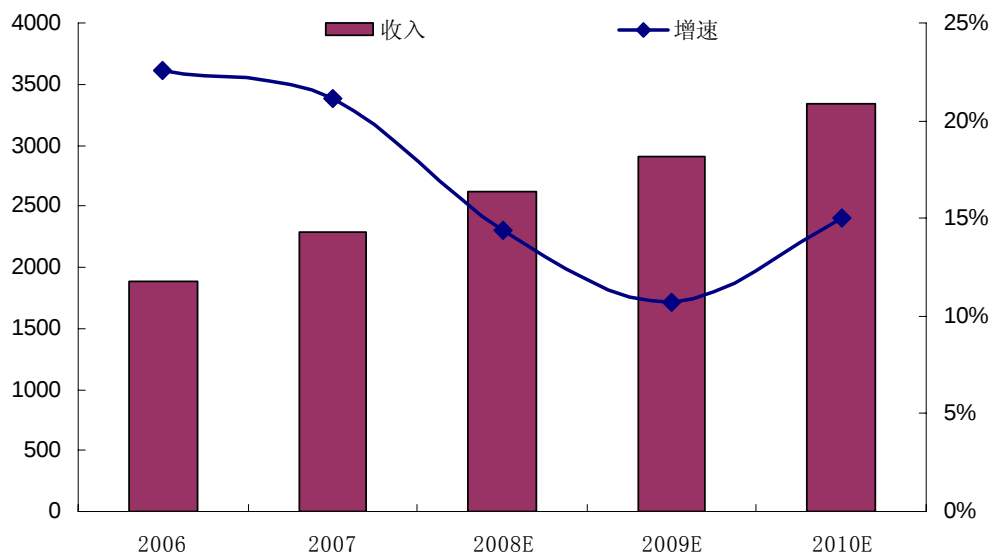
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

图 1：公司收入预测



资料来源：东方证券研究所

表 2：公司财务预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	1543	1892	2291	2620	2900	3335
主营收入增长		22.59%	21.11%	14.36%	10.69%	15.00%
营业成本	1240	1435	1737	1990	2222	2557
毛利率	0	0	0	0	23.40%	23.33%
营业税金及附加	7	24	27	33	37	40
主营利润	296	433	526	597	642	738
销售费用	133	136	155	192	190	212
管理费用	99	98	111	100	98	109
财务费用	-6	-17	-22	-33	-37	-43
资产减值损失	0	2	1	4	0	0
投资净收益	4	2	2	8	0	0
营业利润差额	63	0	0	0	0	0
营业利润	137	216	284	342	391	461
营业外收入	1	0	0	6	1	2
营业外支出	1	1	1	7	1	0
利润总额	137	215	283	341	391	463
所得税	41	74	92	84	95	113
少数股东损益	0	0	0	1	0	1
净利润	95	141	191	256	295	349
总股本	359	359	359	359	359	359
EPS	0.266	0.394	0.532	0.713	0.822	0.972

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王佳：商贸行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn