

搭乘安徽经济崛起的快车 区域百货龙头增长空间大

合肥百货 (000417) 评级: 增持 (首次)

股价: 14.98 目标股价: 17.5

深度报告

2010年3月30日 星期二

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

纺织服装行业

联系人: 顾颖

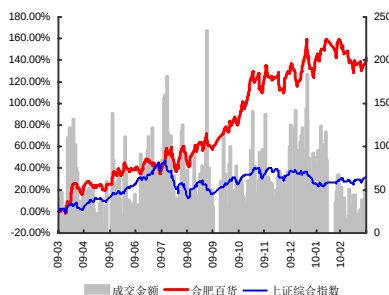
021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	4.79
流通股本(亿股)	4.77
总市值(亿元)	71.75
流通市值(亿元)	71.45

个股相对大盘表现



投资要点

- **区域龙头零售商的核心竞争力:** 店址和知名度作为百货的持续竞争力, 公司百货在合肥拥有很强的竞争力。合家福是安徽省内网点最多的超市, 有一定的规模经济效应, 采取社区店为主的错位经营紧跟城市拓展步伐。家电配套百货销售, 在当地市场拥有较高的市场占有率。农批市场具有区域垄断优势, 盈利能力强。
- **不管是市场空间还是内部盈利能力都有很大提升空间。** 相比于外延的门店拓展, 我们认为内涵式的增长将是提升公司业绩的最重要方面。公司的超市和百货业毛利率低于行业领先者水平, 加大自采自有比例、调整百货商品结构将会带来收入和毛利的提升, 我们认为这是公司未来增长的最大看点。同时我们亦看好安徽作为中部经济重要增长极的崛起而给安徽零售业发展带来的机会。
- **盈利预测和估值。** 按增发后总股本 6.47 亿计算, 我们预期 10/11 年归属于母公司净利润为 2.71/3.55 亿元, 同比增长 35%和 31%。摊薄后每股收益 0.50/0.65 元, 目标股价 17.5 元, 给予“增持”评级。

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	504,374	588,541	681,033	779,200	879,694
增长率	27.1%	16.7%	15.7%	14.4%	12.9%
营业利润(万元)	23,271	38,588	51,233	67,188	82,740
增长率	9.4%	65.8%	32.8%	31.1%	23.1%
净利润(万元)	12030	20081	27099	35538	43764
增长率	20.1%	66.9%	34.9%	31.1%	23.1%
每股净资产(元)	2.38	2.14	3.43	3.82	4.22
每股收益(元)	0.33	0.42	0.50	0.65	0.80
市盈率(P/E)	26.4	35.0	30.1	23.0	18.6
市净率(P/B)	3.6	6.9	4.4	3.9	3.5
EV/EBITDA	11.3	15.9	17.1	14.0	11.9

目录

1. 公司竞争力研究	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 百货业: 核心商圈、差别定位和成本优势	5
1.3 超市: 网点数量占优、社区门店为主的错位经营	6
1.4 家电: 配套百货, 合肥市占率较高	7
1.5 农批市场: 区域市场垄断优势、盈利能力强	8
2. 公司成长性分析	9
2.1 安徽商业零售增长空间仍然很大	9
2.2 超市增长: 门店扩张和增加自采	10
2.3 百货增长: 消费升级和提升平销	11
2.4 农批市场: 新建项目扩产	13
3. 盈利预测和估值	13

图形目录

图 1、合肥百货股权结构	4
图 2、公司收入各业务构成	4
图 3、公司收入各地区业务构成	4
图 4、合肥鼓楼商厦净利润增速/收入增速为 3	6
图 5、行业部分公司销售期间费用率比较	6
图 6、合肥周谷堆收入增长情况	8
图 7、合肥周谷堆盈利能力	8
图 8、安徽省 vs 全国 GDP 增速	9
图 9、安徽省 vs 全国社会消费品零售增速	9
图 10、安徽省 vs 全国城镇化率	10
图 11、合家福超市每年新开门店数	10
图 12、合肥近年房地产投资增速	10
图 13、合家福超市毛利率逐年提升	11
图 14、超市行业毛利率比较	11
图 16、合肥百货毛利率逐年增加	11
图 17、百货行业毛利率比较	11
图 18、合肥鼓楼商厦单店增长情况	12
图 19、合肥鼓楼商厦盈利能力	12

表格目录

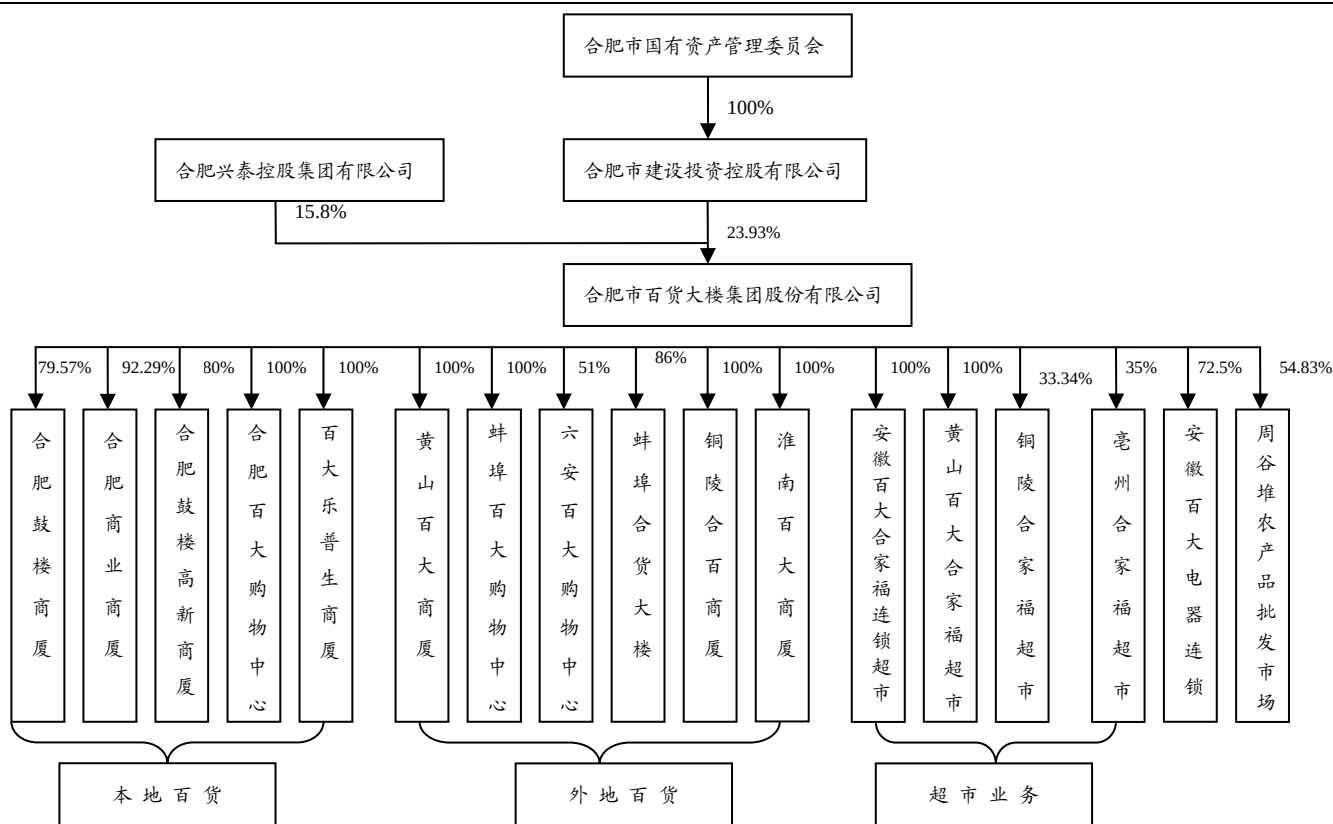
表 1.	公司各百货门店基本情况	5
表 2.	合肥主要商圈分析	5
表 3.	合肥主要超市分布	6
表 4.	主要超市直营店在安徽市场的分布.....	7
表 5.	安徽周边农产品交易市场	8
表 6.	公司百货门店扩张情况	11
表 7.	合肥百货分业务收入成本预测	13

1. 公司竞争力研究

1.1 公司基本情况

合肥百货是安徽省零售市场的区域龙头企业，商业零售包括百货、超市、家电，业务分布在合肥及省内 6 个地级市。公司还拥有大型农产品批发市场。公司实际控制人为合肥市国有资产管理委员会。10 年若非定向增发能顺利完成，则公司股权结构将进一步完善，做到对超市业的完全控股。

图 1、合肥百货股权结构(子公司持股比例为增发后)



资料来源：公司公告、东海证券研究所

图 2、公司收入各业务构成

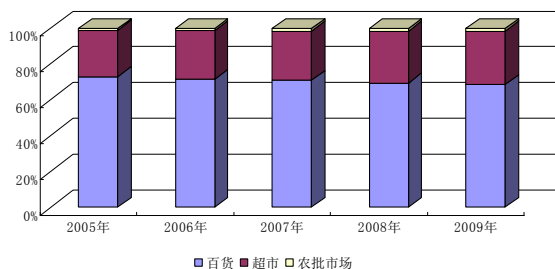
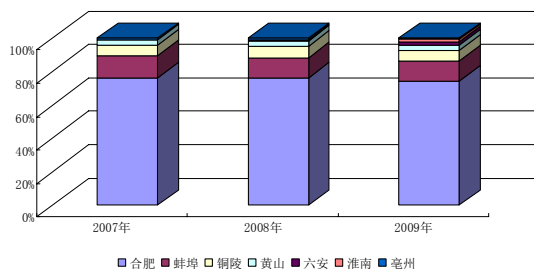


图 3、公司收入各地区业务构成



资料来源：公司年报、东海证券研究所

1.2 百货业: 核心商圈、差别定位和成本优势

店址多处于核心商圈。店址不仅是顾客选择商店的重要依据之一，也是零售商们不易被模仿的一项持续竞争优势。从公司的情况来看，其分布在 7 个城市的 13 家百货公司基本上多处于城市的核心商圈（见表 1）。

表1. 公司各百货门店基本情况

序号	百货名称	建筑面积 (万平方米)	物业性质	所处商圈
1	百货大楼	2.2	自有	合肥四牌楼中心商圈
2	合肥鼓楼商厦	3	自有	合肥商业步行街
3	合肥商业大厦	1.59	自有	合肥南商业中心
4	百大 CBD	3.5	租赁	合肥 CBD 中央广场，三孝口商业中心
5	百大乐普生	1.85	自有	合肥庐阳区绿都商城 B 区
6	鼓楼高新店	2.5	租赁	合肥西区
7	铜陵合百商厦	3.2	自有	铜陵商业中心
8	蚌埠百货大楼	3.4	自有	淮河路商业中心
9	蚌埠百大购物中心	2.1	自有	商业中心，淮河路商业街
10	黄山百大商厦	1.7	自有	黄山商业街
11	淮南百大	2.62	租赁	淮南财富中心
12	六安百大	3.15	租赁	六安中心商圈
13	亳州百大	1.0	租赁	亳州市涡河以北商业黄金地段

资料来源：公司公告、公司网站、东海证券研究所

合肥商圈百货竞争相对激烈，其他城市公司占据先发优势。目前合肥的主要商圈是以四牌楼商圈、三孝口商圈和古井赛特商圈为中心的商圈组团（见表 2），其主要目的是为了扩大城市影响力，塑造合肥城市形象。鼓楼商厦的主要竞争对手为距离不远、定位相近的商之都，乐普生的主要竞争对手为百盛。以鼓楼和商之都比较而言，公司在黄金珠宝和部分女装品牌方面超越了竞争对手，在我们实地调研的过程中，鼓楼在人气方面也略盛于竞争对手。而公司在铜陵、蚌埠、黄山的百货店由于是在 03 年后陆续在重组后进入当地市场，占据了先发优势，在当地的经营状况也不错。

表2. 合肥主要商圈分析

序号	商圈名称	特点	零售企业
1	四牌楼	老牌核心商圈	鼓楼商厦、商之都、百货大楼、乐普生、百盛
2	三孝口	商务中心	百大 CBD
3	古井赛特商圈	高档消费	古井赛特

资料来源：公司公告、公司网站、东海证券研究所

定位相互区分，覆盖从大众消费到高端消费的目标客户群。公司在合肥的 6 家百货定位有所不同，如百货大楼的定位是大众消费，产品档次中低档；鼓楼定位中高档时尚类消费；乐普生商品以青春休闲风格为主；百大 CBD 目标定位高档消费。在蚌埠的两家商场也同样定位互补。通过不同的市场定位，公司

覆盖了不同层面的目标消费群，使得公司的百货整体上在当地市场上的占有率不断提高。

成本控制优势：费用率较低。如表 1 中指出的在 13 家百货中，8 家百货的门店都为自有店面，相对目前日益高涨的商业租金，具有一定成本优势。此外总体来看租金折旧、人员工资、水电费作为三大主要费用，对成熟门店较固定，在收入不断增长的情况下，费用率下降，净利润率上升，以鼓楼商厦为例，近年鼓楼商厦净利润增长率对收入的增长率杠杆平均为 3。对费用的控制还包括公司集团整体控制广告促销，统一促销资源，降低费用。

图 4、合肥鼓楼商厦净利润增速/收入增速为 3

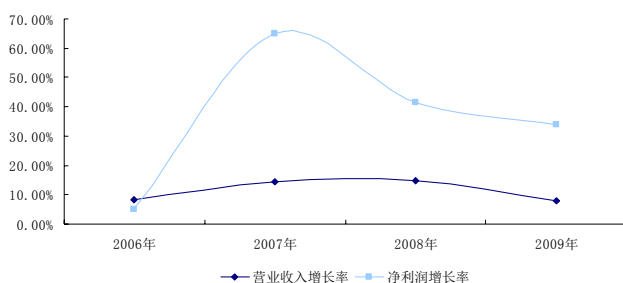
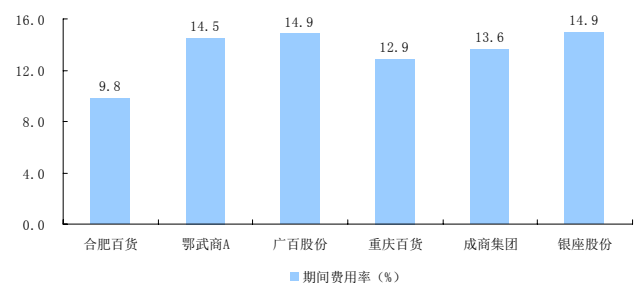


图 5、行业部分公司销售期间费用率比较



资料来源：日本国家统计局、东海证券研究所

1.3 超市：网点数量占优、社区门店为主的错位经营

公司在 2000 年 9 月开设第一家超市，目前拥有超市近 100 家，分布在安徽省除合肥外的 6 个地级市，是安徽省内规模最大的连锁超市企业。

合肥超市业各巨头扩张，竞争激烈。目前合肥的超市业中既有沃尔玛、家乐福、麦德龙、大润发、乐购等国际零售巨头，又有本土老牌合家福、红府，国内北京华联、华润苏果、福建永辉国内超市（见表 3）。今年，很多超市仍将扩张门店抢占合肥市场，如家乐福将在合肥新开 2 家大卖场，大润发签约和意向性开设的门店有 4 个，欧尚 1 家，北京华联 5 家，福建永辉也将成为合肥市场的新面孔。随着各超市在合肥扩张脚步的加快，合肥超市业的竞争更加激烈。

表3. 合肥主要超市分布

序号	超市名称	门店数	特点
1	合家福	47	安徽本土品牌，合肥市场以社区店为主，6 家大型超市
2	红府	13	安徽本土品牌，农村加盟店很多，食品加强型超市
3	家乐福	3	欧洲最大零售商，合肥三店经营面积为 6000-2.2 万平米
4	沃尔玛	1	全球最大零售商，合肥店为大型卖场

5	麦德龙	1	自助批发业务领导者，合肥店为现购自运批发商场
6	乐购	2	英国最大零售商，合肥店为大型卖场
7	大润发	1	台湾超市，国内超市数仅次于家乐福，合肥店为大型卖场
8	好又多	2	合肥店为大型卖场
9	北京华联	3	国内全国连锁超市
10	华润苏果	2	6省开店，60%店铺设在县及农村
11	福建永辉	今年计划开 6 家店	福建最大连锁超市，生鲜经营是其特色

资料来源：公司公告、各公司网站、东海证券研究所

本土超市连锁在区域市场占据网点数量优势，社区门店为主的错位经营。

从整个安徽市场来看，本土的合家福和红府超市连锁，及周边超市品牌华润苏果在安徽整个的网点数量占有优势，特别是合家福超市，其网点数量最多。当然与国外的零售巨头相比，国内超市在资金、采购渠道和管理方面有所欠缺，这就要求本土品牌在经营上有所创新。比如合家福以社区门店为的错位经营战略，能最大限度的贴近消费者。

表4. 主要超市直营店在安徽市场的分布

	合家福	红府	家乐福	沃尔玛	麦德龙	乐购	华润苏果	大润发	好又多
合肥	47	13	3	1	1	2	2	1	2
芜湖	0	0	0	1	0	0	0	0	0
蚌埠	18	0	1	0	0	0	0	0	0
淮南	0	3	1	0	0	0	3	1	0
六安	1	1	0	1	0	0	0	0	0
马鞍山	0	0	1	0	0	0	6	1	0
淮北	0	0	0	0	0	0	1	0	0
宿州	0	0	0	0	0	0	2	0	0
阜阳	0	0	0	0	0	0	2	0	0
滁州	0	0	0	0	0	0	6	0	0
巢湖	0	0	0	0	0	0	2	0	0
铜陵	2	0	0	0	0	0	2	0	0
宣城	0	1	0	0	0	0	3	0	0
池州	0	1	0	0	0	0	0	0	0
黄山	4	0	0	0	0	0	0	0	0
合计	72	20	6	3	1	2	27	3	2

资料来源：公司公告、各公司网站、东海证券研究所

1.4 家电：配套百货，合肥市占率较高

配套百货利于家电销售。目前百大电器以百货配套和单体店形式存在，目前共拥有 23 家家店零售终端。与百货店配套经营的家电市场有以下几个经营优势：一是满足市场上部分去百货店购买家电的消费者的消费习惯。二是可形成百货店客流与家电客流的互动。三是业态丰富后，更利于储值卡的销售。百大电器在合肥当地享有较高的市场占有率。

从盈利能力的角度来看，由于公司只是地方的家电销售企业，在销售收入返点和售后服务收入方面落后于全国经营的苏宁电器，因而在盈利能力方面低

于苏宁电器，毛利率仅有 8%。

1.5 农批市场：区域市场垄断优势、盈利能力强

合肥周谷堆农产品批发市场坐落于安徽省合肥市东南边的一环和二环之间。1992 年 12 月建成，先后经过了五期工程的滚动发展建设，逐步从占地 10 亩的单一水果市场，发展成为占地 280 亩、交易场地 18 万多平方米的大型农副产品集散中心。合肥百货为其第一大股东，持股比例 54.8%，深圳市农产品股份有限公司持股比例 44.6%。

区域市场辐射力较强。合肥周谷堆农产品批发市场市场辐射半径达到 400 公里，至周边南京、湖北等地，与蚌埠蔬菜批发市场和南京白云亭市场等周边区域批发市场相比，在经营面积和交易量上都远超过它们。合肥周谷堆农产品批发市场场内农产品平均日成交量近 600 万公斤、成交额 2500 多万元，形成了“买全国、卖全国”的流通局面，成为区域重要的农产品集散中心、价格形成中心和信息发布中心。

表5. 安徽周边农产品交易市场

序号	市场名称	成立时间	经营面积 (万平米)	交易量 (万吨)	交易金额 (亿元)
1	合肥周谷堆	1992 年	18	232	105.8
2	蚌埠蔬菜批发市场	1999 年	1.6	3	2.4
3	南京白云亭市场	1986 年	4.5	22	25
4	宜兴市蔬菜副食品市场	1996 年	2.2	NA	NA
5	绍兴市蔬菜果品市场	2003 年	8.1	109	17

资料来源：中国蔬菜网、东海证券研究所

盈利能力强。交易市场的收入主要来源于两部分：交易佣金和租金收入。由于靠佣金和租金，因而收入增长较稳定。同时由于农产品市场受政策支持，具有一定的区域垄断优势，因而盈利能力强，周谷堆的毛利率高达 70%左右。

图 6、合肥周谷堆收入增长情况

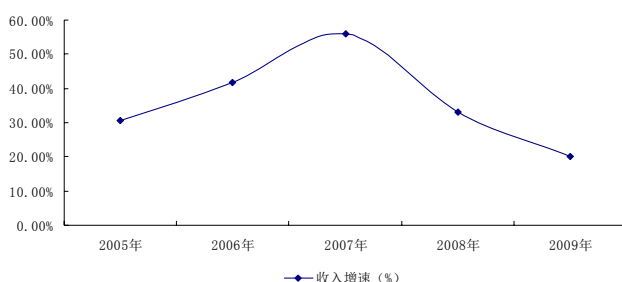
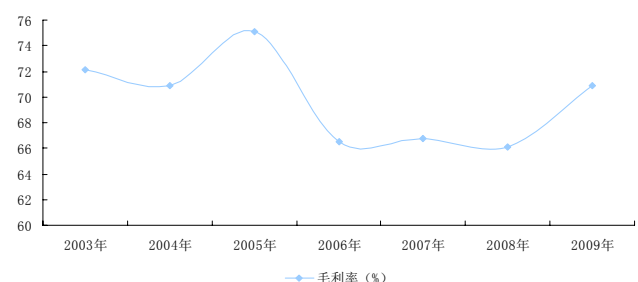


图 7、合肥周谷堆盈利能力



资料来源：公司年报、东海证券研究所

2. 公司成长性分析

2.1 安徽商业零售增长空间仍然很大

安徽省经济近年也呈现出发展势头强劲，09 年国内生产总值首次突破 1 万亿元，位居全国第 14 位，增速超过全国 4.2 个百分点。社会消费品零售总额 3527 亿元，增速超过全国 3.4 个百分点。

图 8、安徽省 vs 全国 GDP 增速

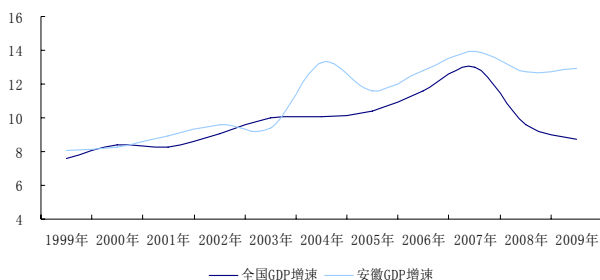
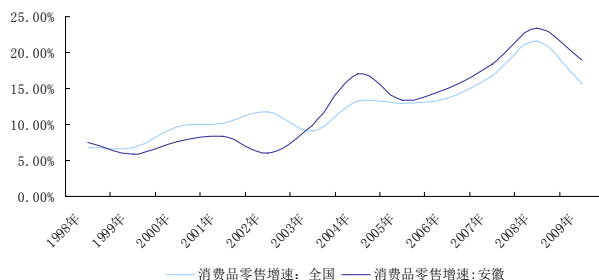


图 9、安徽省 vs 全国社会消费品零售增速

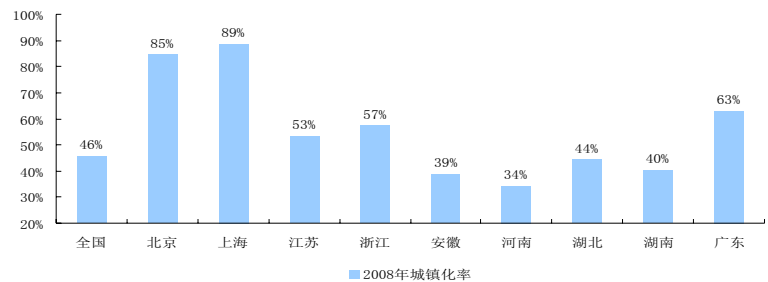


资料来源: CEIC、东海证券研究所

区域经济政策支持，安徽省经济发展空间大。今年 1 月份“皖江城市带承接产业转移示范区规划”获批，安徽省被定位为中部地区崛起的重要增长极，未来的发展空间很大：一、示范区要建设成为全国重要的先进制造业和现代服务业基地，到 2015 年地区生产总值比 2008 年翻一番以上；二、农业基础地位稳固，非农产业比重进一步提高；三、装备制造业、原材料产业、轻纺产业、高技术产业、现代服务业、现代农业是产业承接发展的重点。此外省会经济圈、合芜蚌自主创新综合配套改革实验区的建设，随着一些支持政策到位，一批项目实施，也将有力推动安徽省经济增长。

城镇化率提升空间较大。08 年安徽省总人口 6135 万，目前城镇化率仅为 39%，低于全国 46% 的平均水平。城镇化一方面是人由农村向城市迁移聚集的过程，同时又表现为产业结构的转变、生产生活方式的变革，是一个国家或地区经济社会发展进步的主要反映和重要标志。城镇化率的提升是推动商业零售增长的重要动力。安徽省目前较低的城镇化率反映了未来较大的增长空间，以及由此推动的消费零售的增长。

图 10、安徽省 vs 全国城镇化率



资料来源: CEIC、东海证券研究所

2.2 超市增长: 门店扩张和增加自采

预期年均 20 家新开门店带来外延式扩张。从合肥的市场空间来看, 合肥近年来扩容较快, 房地产开发投资增速超过全国 35 个城市平均水平。房地产开发带来了新的小区, 新型区域的出现将会需要配套的超市。从省内其它市场来看, 目前合家福近一半的超市是在合肥, 另一半分布在 5 个地级市, 尚有其他多个地级市市场有待开发。从之前的门店扩张速度看, 合家福每年的新开门店数平均在 20 家左右 (见图 11), 未来预期保持这一开店速度。

图 11、合家福超市每年新开门店数

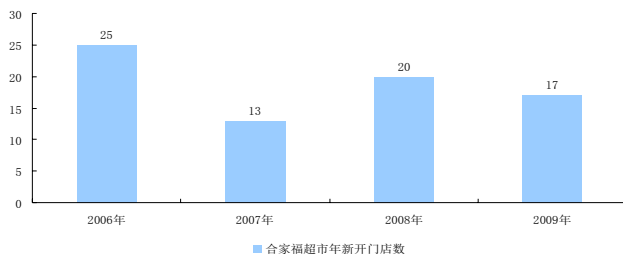
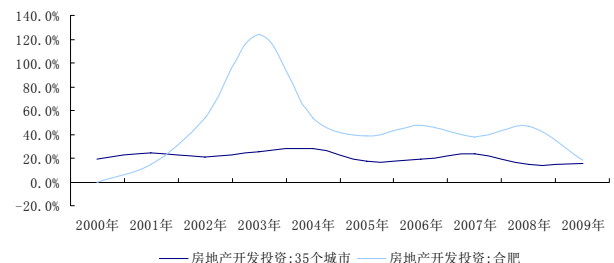


图 12、合肥近年房地产投资增速



资料来源: 公司公告、CEIC、东海证券研究所

毛利率提升仍有空间。近年公司通过扩大源头采购比重, 增加自有品牌, 实行农超对接, 从而降低采购成本, 使得超市的毛利率不断提升 (见图 13)。但目前由于公司从 08 年才基本开始自采, 因而自营比重较低, 公司 09 年超市行业的毛利率为 16%, 略低于部分行业上市公司超市毛利率。公司会逐步加大自采自有产品比重, 毛利率仍有提升空间。

图 13、合家福超市毛利率逐年提升

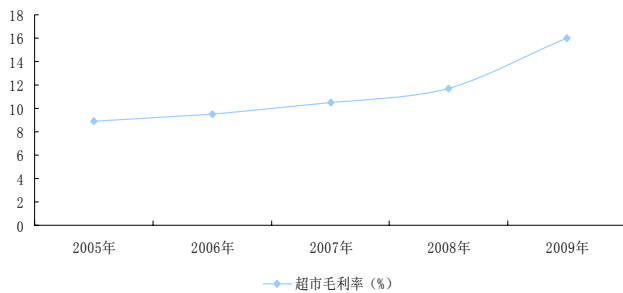
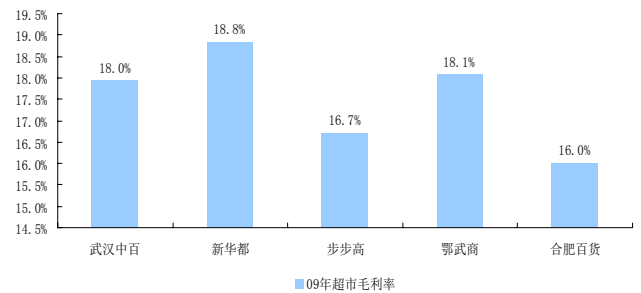


图 14、超市行业毛利率比较



资料来源：公司公告、wind 资讯、东海证券研究所

2.3 百货增长：消费升级和提升平销

商品品类结构调整提升平销和毛利。合肥百货的百货业 09 年毛利率为 15.4%，低于大部分上市类百货公司的毛利率水平。因而在挖掘单店内生性增长、提高平销和毛利方面仍有较大空间。具体来说，通过调整商品品类结构，在总体经营面积一定的情况下增大高平销产品如化妆品的经营面积，或增加高毛利率商品的出售，均可提升单店增长。调整商品品类结构也将是公司百货业今后的工作重点和增长的主要看点。此外，在消费升级的大背景下，定位中高端消费的百货在消费增长的情况下也会出现增长。

图 16、合肥百货毛利率逐年增加

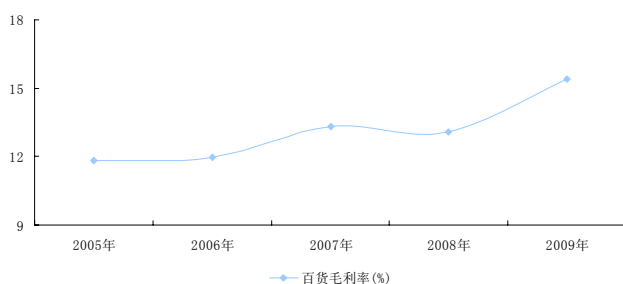
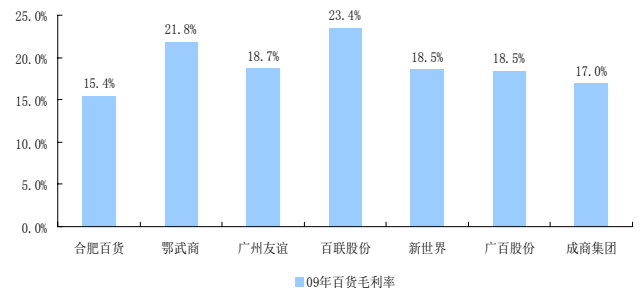


图 17、百货行业毛利率比较



资料来源：公司公告、wind 资讯、东海证券研究所

预期平均每年新开 1 家百货店。同超市业的布局一样，公司在安徽省仍有 10 个地级市没有布局，外延扩张仍有空间。公司计划未来几年以每年平均开 1-2 家百货店的速度进行外延式扩张。

表6. 公司百货门店扩张情况

纳入公司时	百货名称	股权比例	建筑面积	物业性质	所处商圈
-------	------	------	------	------	------

年	店	增发前	增发后	(万平方米)		
1996 年	百货大楼	母公司	母公司	2.2	自有	四牌楼中心商圈
	合肥鼓楼商厦	79.57%	79.57%	3	自有	合肥商业步行街
1998 年	合肥商业大厦	92.29%	92.29%	1.59	自有	合肥南商业中心
	铜陵合百商厦	100%	100%	3.2	自有	铜陵商业中心
2003 年	蚌埠百货大楼	86%	86%	3.4	自有	淮河路商业中心
	黄山百大商厦	100%	100%	1.7	自有	黄山商业街
2005 年	亳州百大	80%	80%	1.0	租赁	亳州市涡河以北商业黄金地段
	百大 CBD	100%	100%	3.5	租赁	合肥 CBD 中央广场, 三孝口商业中心
2008 年	百大乐普生	60%	100%	1.85	自有	庐阳区绿都商城 B 区
	鼓楼高新店	100%	100%	2.5	租赁	合肥西区
	淮南百大	100%	100%	2.62	租赁	淮南财富中心
	六安百大	51%	51%	3.15	租赁	六安中心商圈
2009 年	蚌埠百大购物中心	100%	100%	2.1	自有	商业中心, 淮河路商业街

资料来源: 公司公告、公司网站、东海证券研究所

主要门店增长性分析:

一、鼓楼商厦: 是公司百货业最主要的利润来源, 09 年实现净利润 6832 万元。09 年鼓楼商厦的收入增速略有放缓, 但在费用率降低的情况下, 盈利能力不断加强。我们预期公司在加强内部经营布局的情况下, 鼓楼商厦仍能保持一定的内生性增长: 预期未来两年收入增速在 10% 左右, 净利润增速在 30% 左右。

二、百货大楼和商业大厦: 09 年分别实现净利润 3973 万和 1147 万元。作为大众化消费的成熟门店, 我们预期未来两年门店收入增长平稳: 预期收入增速在 5-8%, 净利润增速在 15% 左右。

三、铜陵合百及蚌埠百货: 09 年分别实现净利润 3973 万和 1147 万元。在度过了培育期后, 我们预期未来两年增速较快, 收入增速超过 15%, 净利润增速超过 30%。

四、百大乐普生和百大 CBD: 百大 CBD 未来两年面临的主要问题是众多高档品牌能否顺利引入从而形成与鼓楼差别化更明显的高端百货经营。乐普生 09 年盈利 800 万, 未来两年将进入快速发展时期, 预期净利润增速将会超过 50%。

图 18、合肥鼓楼商厦单店增长情况

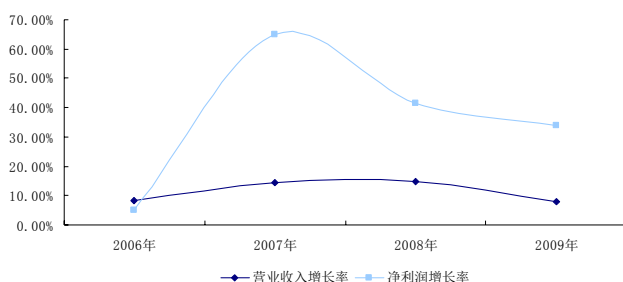
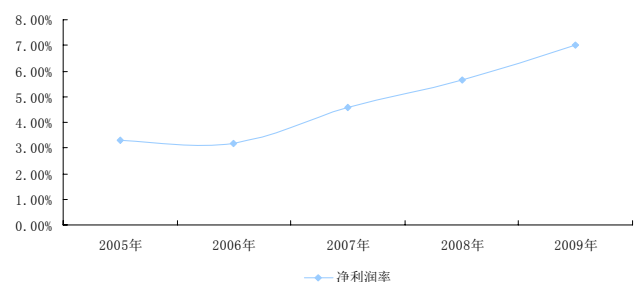


图 19、合肥鼓楼商厦盈利能力



资料来源: 日本国家统计局、东海证券研究所

2.4 农批市场：新建项目扩产

公司及周谷堆股东拟通过增资对周谷堆大兴农产品批发市场项目建设。新项目位于合肥市东南部瑶海区大兴镇，项目规划用地面积1263 亩。项目规划建设蔬菜、水果、水产、土特产、粮油、冻品、畜禽肉等7 个批发市场，加工配送区域，1 万吨冷库，农产品大厦，农兴乐园生活配套区、展销中心、农产品拍卖中心等，项目总建筑面积约为36.5万 平方米。项目建成后将成为安徽省内规模最大，功能较为齐全的大型现代化农产品批发市场，同时解决原周谷堆市场场地较小，仓储区面积不足，无法满足客商需求的问题。

项目建设周期为四年，分三期进行。预期项目完全完成后的第一年可增加收入2.3亿元，净利润8700万元。

3. 盈利预测和估值

假设条件：

- 1、未来两年宏观经济持续回暖，安徽零售消费保持较快增长
- 2、超市业每年新开 20 家门店，百货店每年新增 1 家门店
- 3、周谷堆大兴农产品批发市场项目建设按计划顺利进行

表7. 合肥百货分业务收入成本预测

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
百货收入（万元）	403,006.46	462,400.00	522,512.00	579,988.32
百货收入增长率	16.55%	14.74%	13%	11%
超市收入（万元）	175,529.06	207,124.29	242,335.42	281,109.09
超市收入增长率	17.30%	18%	17%	16%
农批市场收入（万元）	9,735.17	11,195.45	13,994.31	18,192.60
农批市场收入增长率	20.15%	15%	25%	30%
收入合计（万元）	588,270.69	680,719.74	778,841.73	879,290.01
收入增长率	16.83%	15.72%	14.41%	12.90%
百货毛利率	15.38%	16.50%	17.50%	18.50%
超市毛利率	16.01%	17.00%	18.00%	18.00%
农批市场毛利率	70.85%	71.00%	70.00%	69.00%
百货	341,024.07	386,104.00	431,072.40	472,690.48
超市	147,426.86	171,913.16	198,715.04	230,509.45
农批市场	2,837.80	3,246.68	4,198.29	5,639.71
成本合计（万元）	491,288.73	561,263.84	633,985.74	708,839.64
成本增长率	15.84%	14.24%	12.96%	11.81%

资料来源：东海证券研究所

目前拟非公开增发不超过 9000 万股，募集资金 6.8 亿用于收购合家福和乐普生的股权，建设巢湖百大和周谷堆大兴农产品批发市场项目。我们假设发行后总股本 6.47 亿，我们预期 10/11 年归属于母公司净利润为 2.71/3.55 亿元，分别增长 35%和 31%。摊薄后每股收益 0.50/0.65 元，目标股价 17.5 元，给予“增持”评级。

资产负债表(万元)	2009	2010 E	2011E	2012E	利润表(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	147652	229269	282832	338711	营业收入	588541	681033	779200	879694
应收款项	8905	9889	11101	12051	增长率	16.7%	15.7%	14.4%	12.9%
存货净额	45927	51333	58063	64995	营业成本	491373	561522	634277	709166
其他流动资产	29657	34052	38960	43985	营业成本/营业收入	83.5%	82.5%	81.4%	80.6%
流动资产合计	234972	324543	390956	459741	营业税金及附加	4531	5108	5844	6598
固定资产	101255	97433	92150	86179	销售费用	15607	18388	21818	25511
无形资产及其他	21716	20992	20268	19544	销售费用/营业收入	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%
投资性房地产	4624	4624	4624	4624	管理费用	40663	46310	52206	58060
长期股权投资	6818	6818	6818	6918	管理费用/营业收入	6.9%	6.8%	6.7%	6.6%
资产总计	369384	454408	514815	577005	财务费用	1497	(278)	(833)	(1030)
短期借款及交易性金					投资收益	2705	500	500	500
融负债	11320	0	0	0	资产减值及公允价值				
					变动	2571	750	800	850
应付款项	94244	105685	119541	133812	其他收入	(1558)	0	(0)	(0)
其他流动负债	129161	123009	139325	156116	营业利润	38588	51233	67188	82740
流动负债合计	234724	228694	258866	289929	增长率	65.8%	32.8%	31.1%	23.1%
长期借款及应付债券	1185	1185	1185	1185	营业外净收支	1170	0	0	0
其他长期负债	2574	2574	2574	2674	利润总额	39759	51233	67188	82740
长期负债合计	3759	3759	3759	3859	增长率	64.4%	28.9%	31.1%	23.1%
负债合计	238483	232452	262625	293787	所得税费用	10888	12808	16797	20685
少数股东权益	28323	35118	44030	53176	少数股东损益	8789	11326	14853	18291
股东权益	102579	186838	208161	230043	归属于母公司净利润	20081	27099	35538	43764
负债和股东权益总计	369384	454408	514815	577005					

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	现金流量表(万元)	2009	2010E	2011E
每股收益	0.42	0.50	0.65	净利润	20081	27099	35538
每股红利	0.00	0.20	0.26	资产减值准备	(210)	(779)	0
每股净资产	2.14	3.43	3.82	折旧摊销	7956	11176	11678
ROS	3%	4%	5%	公允价值变动损失	(2571)	(750)	(800)
ROE	20%	15%	17%	财务费用	1497	(278)	(833)
毛利率	17%	18%	19%	营运资本变动	39252	(6274)	17322
EBIT Margin	7%	7%	8%	其它	8999	7574	8912
EBITDA Margin	8%	9%	10%	经营活动现金流	73507	38046	72649
收入增长	17%	16%	14%	资本开支	(12271)	(2269)	(4871)
净利润增长	67%	35%	31%	投资活动现金流	0	68000	0
资产负债率	72%	59%	60%	权益性融资	(118)	0	0
息率	0.0%	1.3%	1.7%	负债净变化	(12271)	(2269)	(4871)
P/E	35.0	30.1	23.0	支付股利、利息	0	(10840)	(14215)
P/B	6.9	4.4	3.9	其它融资现金流	(35708)	(11320)	0
EV/EBITDA	15.9	17.1	14.0	融资活动现金流	(35945)	45840	(14215)

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张先萍: 纺织及商贸行业分析师, 东华大学服装工程学士、复旦大学经济学硕士, 法国 EDHEC 商学院交流学习一年, 三年行业工作经验

重点跟踪公司: 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 鲁泰 A, 雅戈尔, 大杨创世, 罗莱家纺, 富安娜, 合肥百货, 大厦股份

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。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 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。

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