

价值低估 更大看点在百联资产重组

——友谊股份（600827）调研报告

要点:

- **公司超市主业日趋清晰，百联资产重组提供更大空间。**经过整合，业务主线清晰，连锁超市已成为公司核心业务，并有不断发展壮大趋势，之前有控股子公司联华超市对华联超市的股权收购，未来，吉买盛可能成为另一个被整合资源，更长时期内，如果百联集团持有的另21.17%联华超市股权能够收购成功，将使公司向超市连锁完全转型。
- **连锁建材零售业务断臂止血，减亏即是盈利。**受经济危机影响，建材市场从2008年开始销售低迷，公司以关店方式断臂止血，2008年关闭3家店，亏损8310万，2009年又关闭14家店，亏损1.51亿元，今年公司的目标是保持盈亏平衡，出血点止住，即是盈利。
- **未来几年利润贡献全部来自主业，公司合理价格18.5元。**2010年公司利润全部来自主业，连锁超市和百货两块业务占比分别为69.5%和30.5%，未来，公司主业更是向超市偏重，公司主业日渐清晰，可以用行业平均PE、PS进行估值。公司未来三年EPS分别为0.66元、0.76元和0.84元，2010年PE 23.60X，而目前百货和超市的动态PE分别为28.75X和29.59X，公司PS值为0.24X，而百货和超市的动态PS在1.41X和0.8X，价值明显低估。采用分部估值法计算，公司合理价格为18.6元。目前联华超市2010年动态PE为24X，PS为0.69X，即使以联华在香港的估值水平为标准，公司合理价格也有16.5元。给予“推荐”评级。

分析师

姚雯琦:

☎(86-755) 83515144

✉ yaowenq@cgws.com

执业证书编号: S1070208080274

投资评级: 推荐（首次）

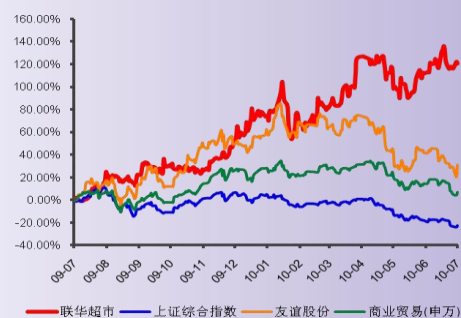
市场数据

总市值（百万元）	9,584
流通市值（百万元）	4,318
总股本（百万股）	472.12
流通股本（百万股）	240.69
12个月最高/最低	22.57/11.30
十大流通股（%）	27.54%
股东户数	27,137

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	2918690	3122524	3354447	3598817
(+/-%)	14.2%	7.0%	7.4%	7.3%
净利润（万元）	18814	31190	35974	39578
(+/-%)	34.6%	65.8%	15.3%	10.0%
摊薄 EPS	0.399	0.661	0.762	0.838
市盈率	39.2	23.6	20.5	18.6

股价表现



相关报告



一、百联资产整合的受益者

上海友谊集团股份有限公司成立于 1993 年 12 月 31 日，公司 A/B 股分别于 1994 年 2 月 4 日和 1994 年 2 月 5 日在上海证券交易所上市，上市时总股本 8500 万股，其中，A 股 7697 万股，B 股 803 万股。上市后，公司在 2000 年和 2002 年分别做过一次配股和增发，募集资金 6.15 亿元。经过两次融资和多次送配，公司目前总股本为 4.72 亿股。

1993 年上市时，公司大股东为上海友谊（集团）有限公司（持有的友谊股份股权比例为 32.12%），实际控制人则是上海市国有资产管理办公室。

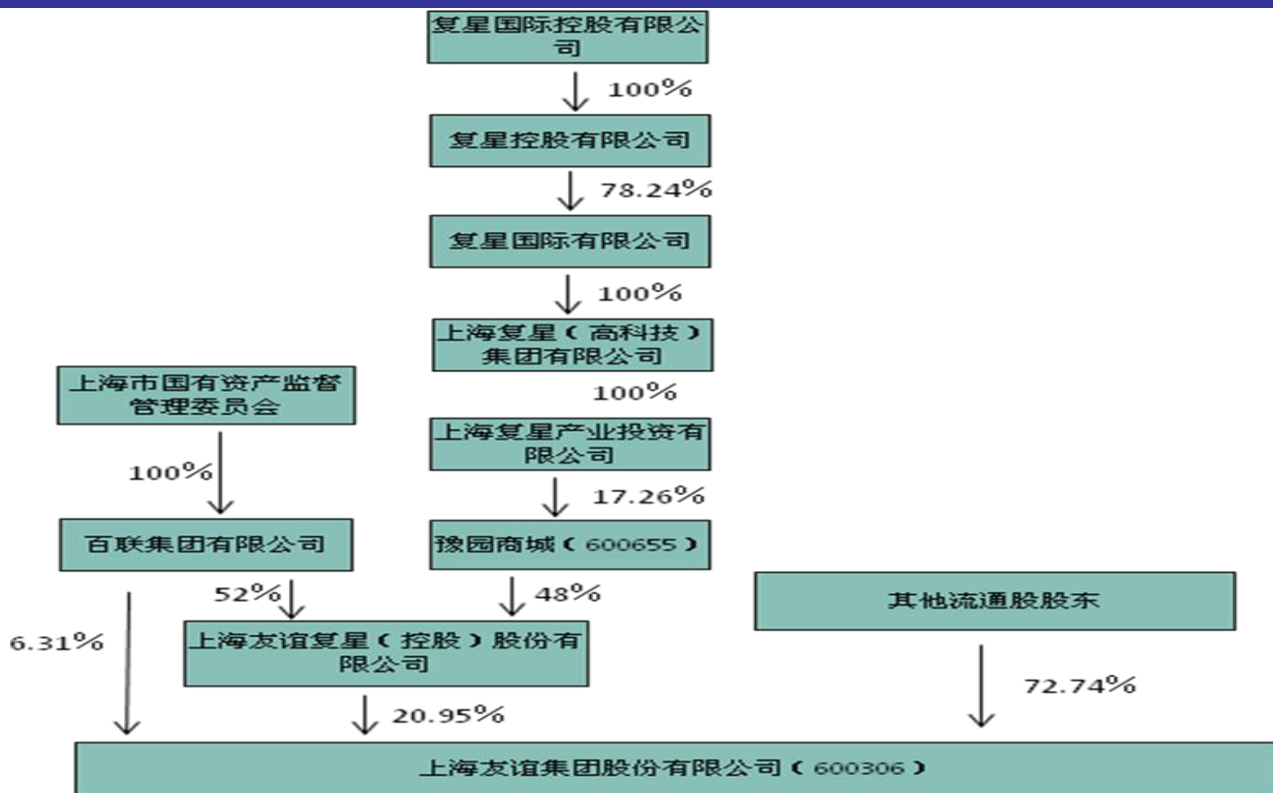
2003 年，上海友谊（集团）将 26.04% 的友谊股份股权转让给了下属子公司上海友谊复星（控股）有限公司，公司第一大股东变为友谊复星。友谊复星的股权结构为上海友谊（集团）52%、上海复星实业股份有限公司 48%。同时，上海友谊（集团）仍持有 6.08% 的友谊股份股权。

2004 年，上海市国资委将上海友谊（集团）持有的友谊复星和友谊股份股权划拨给了百联集团有限公司，百联集团成为公司实际控制人。

2007 年和 2008 年，由复星产业控股的豫园商城以 6.99 亿元的价格从复星医药手中拿到 48% 的友谊复星股权。

经过历次股权变更，公司股权结构关系如下图所示：

图 1、友谊股份股权结构

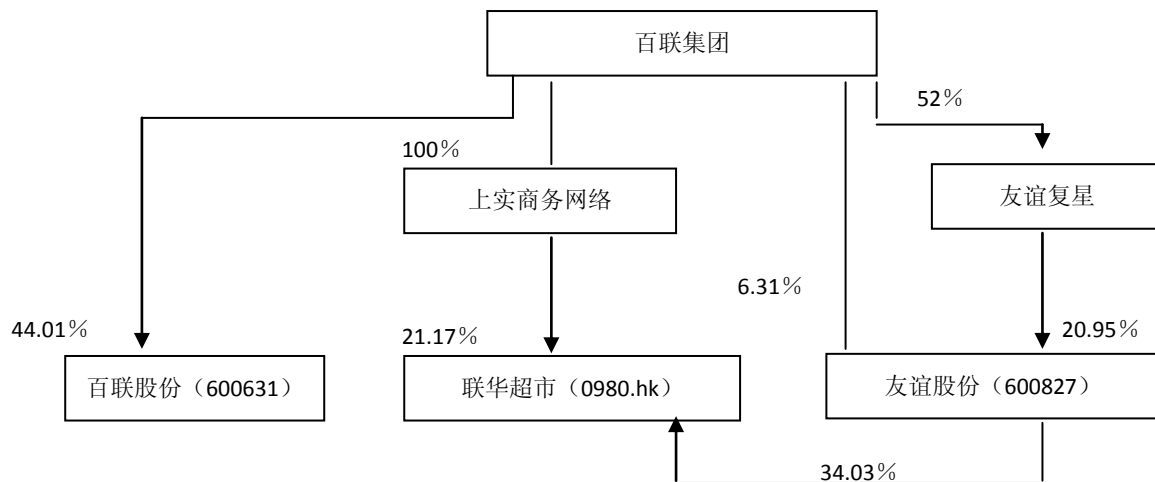


资料来源：公司公告、长城证券研究所



作为上海市流通服务业龙头老大，百联集团控股的商业类上市公司包括了百联股份、友谊股份与联华超市，在 A 股上市的百联股份、友谊股份与百联集团存在同业竞争问题，一是友谊股份的百货、购物中心业务和百联股份重合，二是华联吉买盛仍在百联集团旗下，百联集团与友谊股份又有超市业务同业竞争的问题。

图 2、百联集团商业上市公司股权情况



资料来源：公开信息、长城证券研究所

更大的方面讲，提高市属国有资产证券化率是上海市政府的政治任务。

✓ 上海市十一.五规划提出到 2010 年市国有资产证券化率达到 30%。

✓ 为配合该目标的顺利完成，市国资委在 2008 年出台了《关于进一步推进上海国资国企改革发展的若干意见》，鼓励本地企业（集团）走上市发展的道路，符合条件的经营性国资整合注入上市公司，创造条件实现企业（集团）整体上市或核心业务资产上市。并且提出，要用 3 至 5 年的时间，基本完成产业类企业集团整体上市或核心业务资产上市，市属经营性国有资产证券化率由 18% 提高到 40% 左右。

✓ 2009 年上海市国有资产约有 270.54 亿元实现证券化，资本证券化率达到 25.4%，提升 8 个百分点，当年有近 20 家地方国资控股上市企业停牌重组。

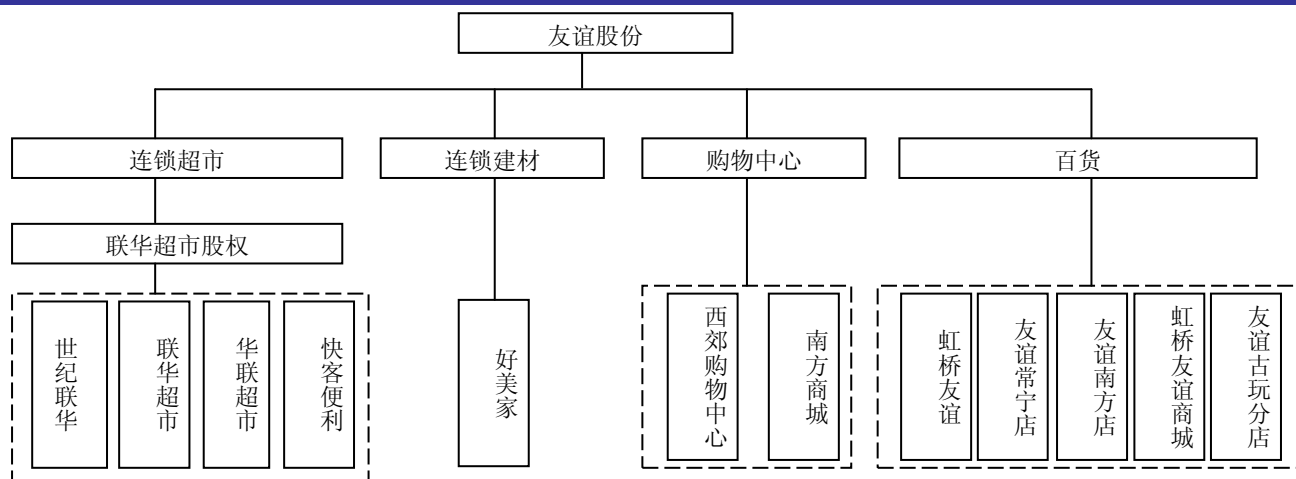
✓ 2010 年年初，在上海市国资国企年度工作会议上，国资委主任杨国雄特别提出年内资产证券化率目标为 30%，也即意味着今年又有 236 亿的经营性国资将被证券化。

我们认为，由于国有资产证券化率已成为上海市政府业绩考核指标，上海市属企业的资产重组、整体上市必将持续下去，百联集团作为上海市国资最重要的商贸流通类资产，又有同业竞争、资产完整性等问题，集团内部的资产整合、业务梳理、整体上市势在必行。虽然我们难以对资产整合的时点做出准确判断，但根据上海市国资的时间表，百联集团的整合最迟应不超过 2012 年。从目前上市公司的资产状况看，友谊股份和百联股份各有偏重，友谊股份已经有了百联集团大部分超市业务，未来，如果百联集团所有超市资产证券化，友谊股份将是最直接的受益者。

二、以连锁超市为主，带动其他业务发展

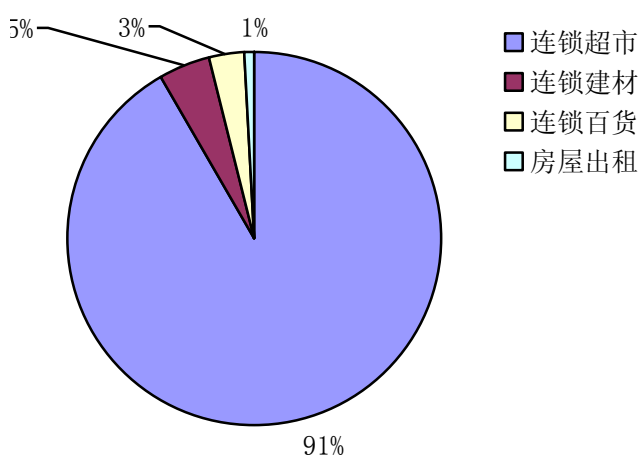
友谊股份现有四块业务：连锁超市、连锁建材零售、百货和购物中心。公司拥有联华超市股份有限公司 34.03% 的股权，好美家装潢建材有限公司 90% 的股权，同时经营百联西郊购物中心和友谊南方商城两家购物中心，以及虹桥友谊等 5 家百货门店。2009 年公司的收入和利润构成中，超市是公司最主要收入和利润来源，占公司销售收入的 91%，利润贡献的 84%，连锁建材业务拖累公司发展，虽然收入占比只有 5%，但利润贡献却是 -65%，百货和购物中心业务稳定发展，合计收入占比 4%，利润贡献接近 50%，2009 年浦发银行股权处置收益也贡献了一部分利润。

图 3、友谊股份资产情况



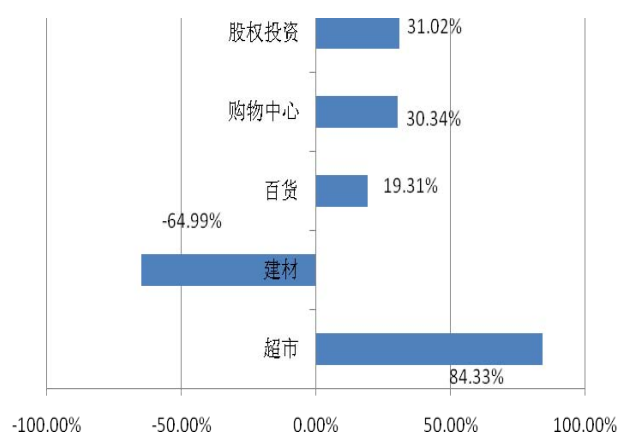
资料来源：公开信息、长城证券研究所

图 4、收入构成



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 5、利润构成



数据来源：公司公告，长城证券研究所

1、联华超市

联华超市 1991 年开始在上海起家，经过 19 年的发展，以直接经营、加盟经

营和并购方式成为一家具备全国网点布局、业态齐全的零售连锁超市公司，并于 2003 年 6 月在香港联合交易所上市。联华超市经营大型综合超市、超级市场和便利店三种零售业态，旗下品牌包括：世纪联华、联华超市、华联超市、快客便利。

截至 2009 年 12 月 31 日，门店数目已经达到 4,930 家（不含联营），遍布全国 22 个省份及直辖市。

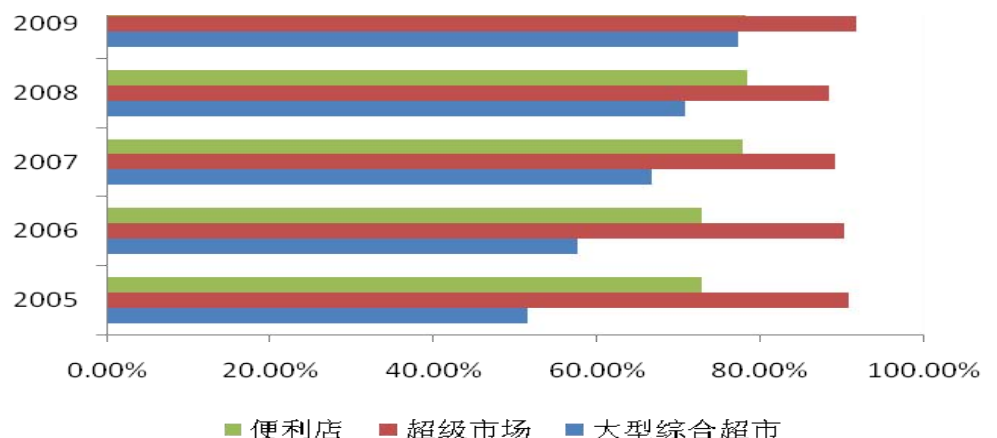
图 6、联华超市网点分布



资料来源：公司公告、长城证券研究所

公司坚持集中发展的策略，区域优势明显。超级市场和便利店的网络建设始终以上海、江苏、浙江为重点区域，2005 年至 2009 年，华东地区网点数占到超级市场的 90%、便利店的 70%，经过持续的网络调整，大型综合超市数量也从 2005 年的 51% 提高到 2009 年的 77%。

图 7、华东地区网点数占比



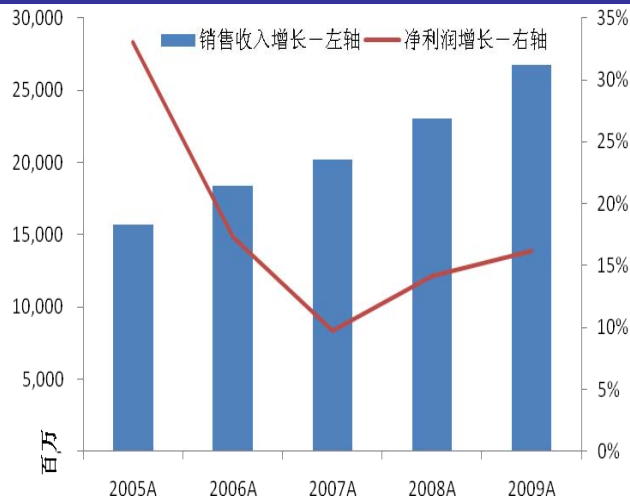
数据来源：公司公告、长城证券研究所

2009 年联华超市销售收入达到 267.45 亿元，比 2008 年增长 16.19%，净利润 5.18 亿元，比 2008 年增长 32.02%。过去 5 年，公司年均收入增长 18.07%，利润增长 21.70%。随着销售收入的增长和管理效率的提升，特别是收购华联超



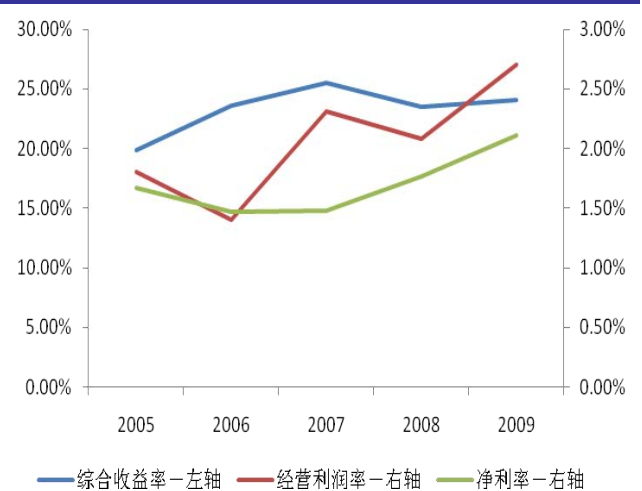
市的整合效应显现，收益能力明显增强，综合收益率从 19.88% 提升到 24.10%，经营利润率从 1.8% 提升到 2.7%，净利率从 1.67% 提高到 2.11%。但与超市行业内上市公司相比，联华的净利率水平还处于行业中游，仍有提升空间。

图 8、联华超市收入和利润



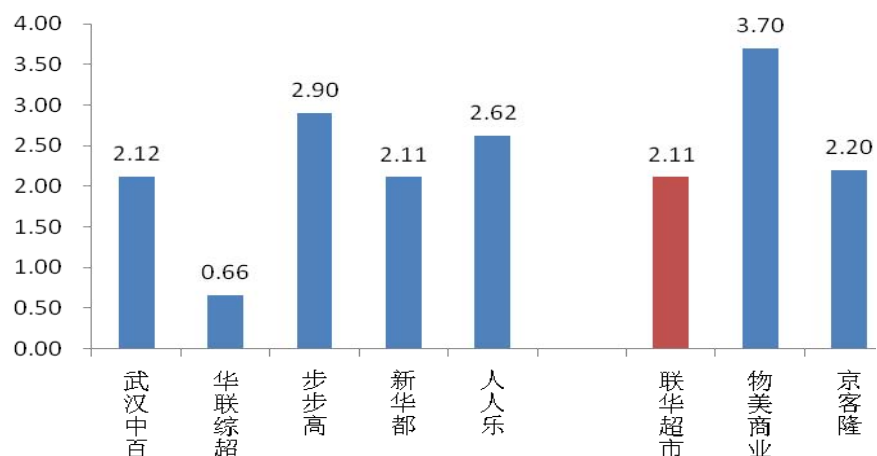
数据来源：公司公告，长城证券研究所

图 9、联华超市利润率变化



数据来源：公司公告，长城证券研究所

图 10、国内超市公司净利率水平



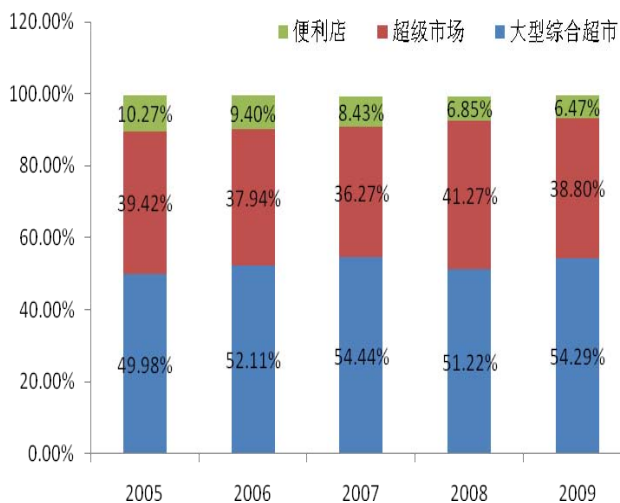
数据来源：公司公告，长城证券研究所

比较三种超市子业态，大型综合超市是联华超市最主要的收入贡献者。2009 年，大型综合超市销售了 130.39 亿元，占联华超市销售总额的 54.29%，超级市场销售了 93.18 亿元，占销售总额的 38.80%，便利店销售了 15.53 亿元，占销售总额的 6.47%。与 5 年前相比，大型综合超市的销售收入贡献提高了 4.31 个百分点，而超级市场微降 0.62 点，便利店更是下降 3.8 个点。

我们认为，大型综合超市收入占比的提升不仅来自外延扩张，也来自单店管理水平提升和整体业态发展。过去 4 年，三种子业态的平均单店销售增长分别为 7.61%，-1.95% 和 1.40%，大型综合超市明显快于另两种业态。

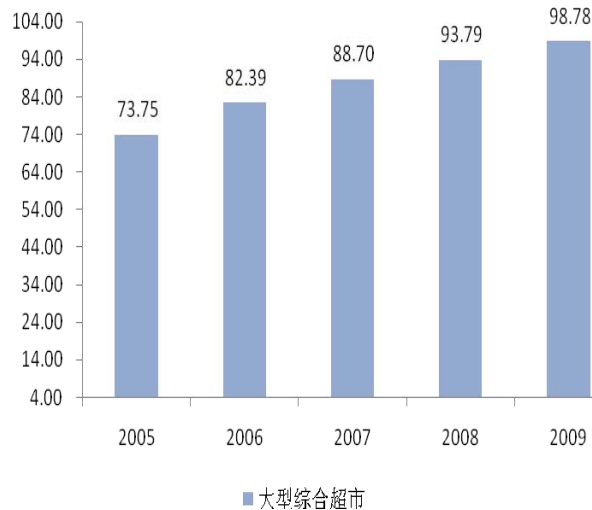


图 11、联华超市各子业态收入占比



数据来源：公司公告, 长城证券研究所

图 12、大型综合超市单店收入

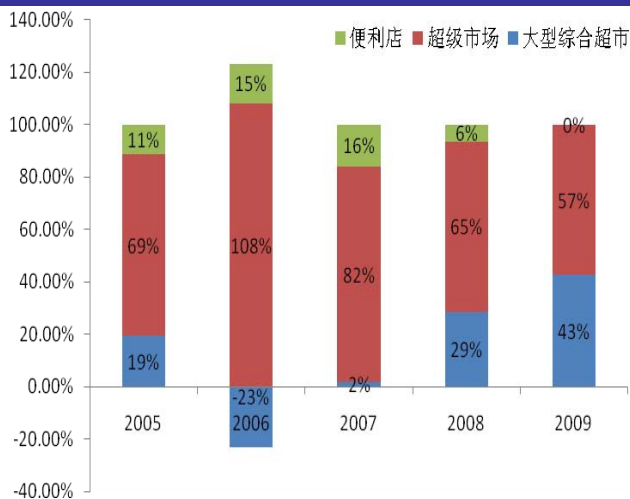


数据来源：公司公告, 长城证券研究所

超级市场子业态是联华超市最重要和最稳定的利润贡献者，2005年至2009年，超级市场的净利率一直维持在3.5%，明显高于便利店和大型综合超市，随着销售收入的增长，经营盈利从1.93亿元逐年提高到3.27亿元，在联华超市的利润构成中占到60%以上。

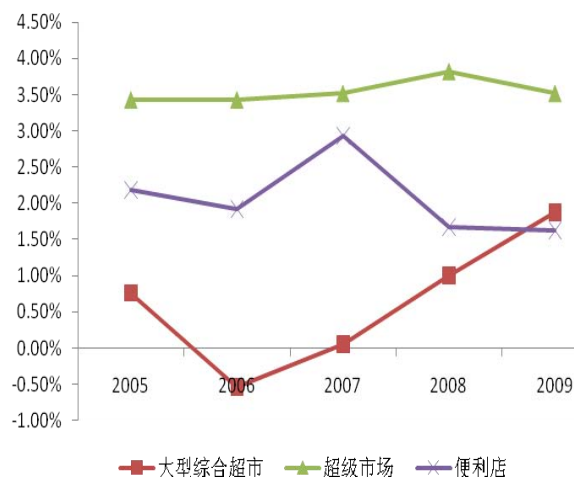
2008年以前，大型综合超市的利润贡献偏低，但在2009年，由于坚持源头采购、降低采购成本、优化供应商结构和提高商品陈列水平，其经营利润率大幅提升0.82个百分点，经营盈利达到2.43亿元，比2008年增加105.5%，在联华超市的利润占比也直接提升到43%。

图 13、联华超市各子业态利润占比



数据来源：公司公告, 长城证券研究所

图 14、联华超市各子业态净利率



数据来源：公司公告, 长城证券研究所

展望未来，促进联华超市销售收入和利润增长的主要因素有：

1) 同店增长的提升。受经济环境及CPI持续下行影响，2009年联华超市同店增长为-0.24%，其中大型综合超市、超级市场和便利店的同店增长分别为

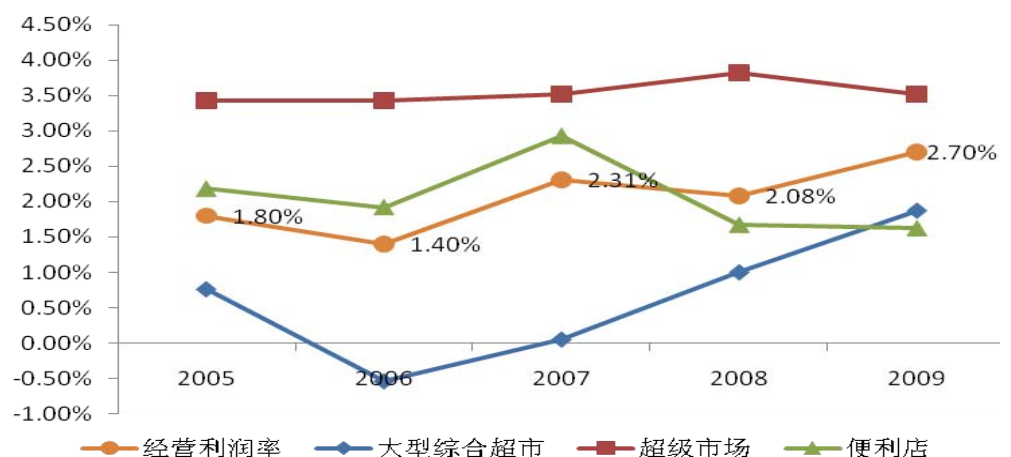


0.44%、-1.02%和-18.38%，2009年4季度单季的同店增长已恢复至3%。我们认为2009年的同店增长将是一个历史低点，看好华东地区活跃的地区经济为超市带来的机会，随着消费信心的持续恢复和食品价格的断走高，预计未来3年同店增长均能保持在3%以上。

2) 外延扩张。在网点建设方面，公司计划2010年继续新开500家新店，其中大卖场15家，超市200家，便利店285家。新店和次新店的销售也是销售收入增长的主要来源。

3) 规模优势和整合效应带来盈利能力提升。由于采取集中布点的策略，规模效应显现，销售费用和管理费用增速明显低于收入增长，随着销售规模的不断扩大，经营利润率稳步提升。同时，2009年完成了对华联超市的整体收购，经过并购整合，华联超市的经营利润率也将有明显提升。

图 15、联华超市经营利润率



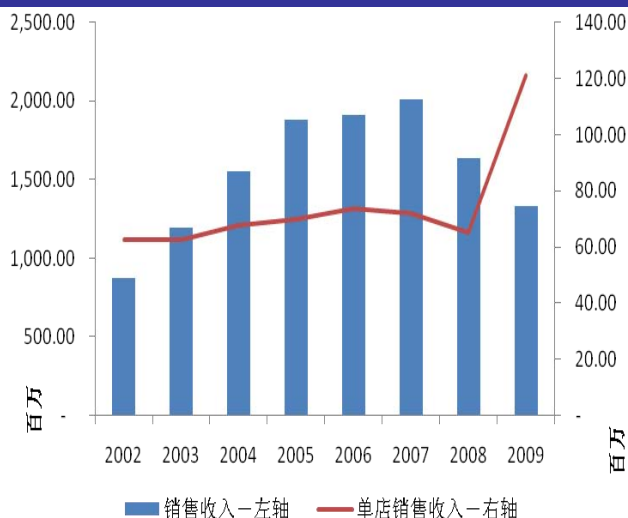
数据来源：公司公告，长城证券研究所

2、好美家建材连锁

好美家连锁建材曾是公司一项重要业务，2002年公司还以增发方式募集1.08亿元，用于好美家网点扩张和后台建设。但由于市场竞争激励，好美家的销售规模始终没有上去，盈利能力欠佳，2008年开始，受经济危机影响，建材市场销售低迷，许多门店出现大幅亏损，公司以关店方式断臂止血，2008年关闭3家店，亏损8310万，2009年又关闭14家店，亏损1.51亿元。经过连续2年关店，公司将战线收缩至上海、武汉，上海门店基本保留，武汉门店数从5家减至3家门店，其余外地店全部撤出，目前网点数仅为14家。虽然关店使得好美家的销售规模锐减，在与供应商的谈判中地位下降，但留下的14家集中在上海地区，区域采购、物流、管理成本低，整体盈利能力反而有所上升，预计好美家业务将维持在盈亏平衡状态。

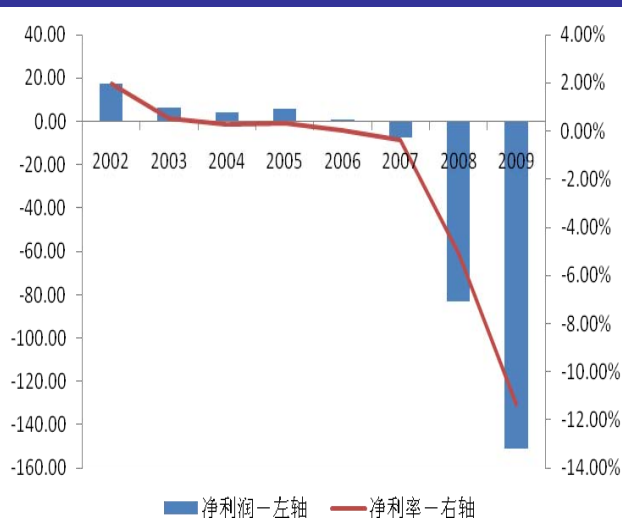


图 16、好美家销售收入和单店销售收入



数据来源：公司公告, 长城证券研究所

图 17、好美家净利润和净利率

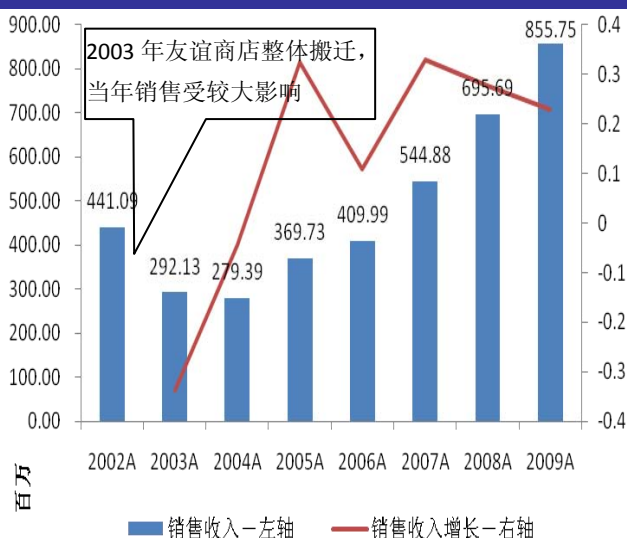


数据来源：公司公告, 长城证券研究所

3、百货和购物中心业务

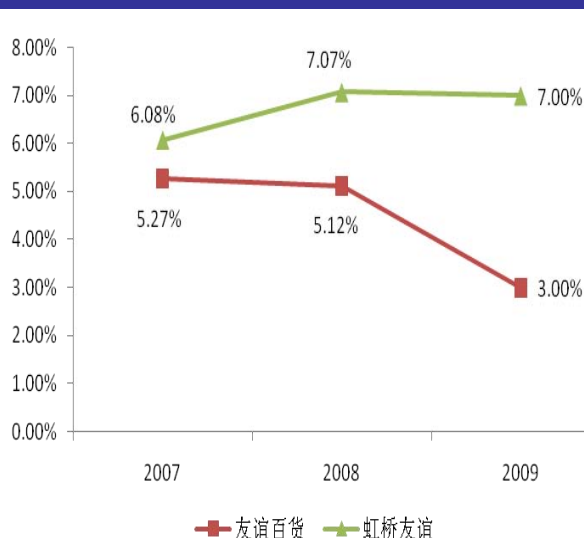
公司以友谊百货品牌经营百货业务，全部网点的建筑面积约为 7 万平米。5 家门店中，与虹桥经济技术开发区合作投资的虹桥友谊盈利能力最强，公司在其中占有 40% 的股权，另 4 家店为友谊百货全资经营项目。2009 年并表的 4 家门店实现销售收入 8.55 亿元，净利润 2564 万元，净利率 3%，净利润和净利率均低于 2008 年，主要原因为受友谊南方店搬迁影响。2009 年，虹桥友谊实现销售收入 5.37 亿元，净利润 3759 万元，净利率 7%。未来，公司百货业务平稳发展，随着友谊南方店调整到位，友谊百整体净利率也将恢复至 5% 的。

图 18、友谊百货销售收入和收入增长



数据来源：公司公告, 长城证券研究所

图 19、友谊百货和虹桥友谊的净利率变化



数据来源：公司公告, 长城证券研究所

百联西郊购物中心和南方友谊商城是两个社区型购物中心。南方友谊商城前身是八佰伴南方商城，在 98 年金融危机中，公司从香港八佰伴集团手中购得商城股权，并在 2006 年对商城进行扩建，工期一年半，现已完工。经过扩建，友谊南



方商城新增营业面积 6.4 万平米，总营业面积达到 10.35 万平米，新增面积的利润贡献在 2009 年开始体现，净利润从 4071 万提高至 8470 万。百联西郊购物中心建成于 2004 年，总经营面积 6.35 万平米，总投资 5 亿，公司拥有项目公司 75% 股权，由于 5 亿投资中 3.3 亿来自银行贷款，建成初期每年财务费用就有 2000 万，侵蚀了大量利润，项目盈利能力较低，但随着银行贷款的逐步清偿，公司盈利能力也在稳步提升，2009 年净利润为 1185 万，比 2008 年增加了 365 万。随着南方友谊商城的调整到位，以及西郊购物中心财务费用的持续降低，预计 2 家购物中心每年新增净利润 800 万 - 1000 万。

三、公司盈利预测及估值

1、盈利预测

公司四块业务分别以子公司方式运作，使用分部预测法进行盈利预测，预计公司未来三年 EPS 分别为 0.66 元、0.76 元和 0.84 元。

- ✓ 联华超市未来三年贡献 EPS 在 0.457 元、0.516 元和 0.581 元，按年增长 22.3%、12.95% 和 12.53%；
- ✓ 好百年经过休克疗法，能够不亏损；
- ✓ 友谊百货收入稳定，但净利率提升至 4%、5% 和 5%，贡献的 EPS 分别为 0.07 元、0.09 元和 0.09 元，虹桥友谊利润贡献维持在 0.03 元；
- ✓ 友谊南方商城品类调整中租金收益小幅提高，贡献的 EPS 分别为 0.13 元、0.13 元和 0.14 元，百联西郊购物中心减少的财务费用转化为利润，贡献的 EPS 分别为 0.02 元、0.03 元和 0.03 元；
- ✓ 投资收益不考虑；
- ✓ 母公司管理费用对利润的影响在 2300 万，折合成 EPS 为 0.05 元。

表 1：分部盈利预测结果					
分部盈利预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
联华超市 (34.03%)					
收入	23,018,667,666.49	26,745,085,287.64	28,842,049,428.47	31,161,281,127.77	33,604,979,536.67
净利润	393,005,100.00	518,847,100.00	634,525,087.43	716,709,465.94	806,519,508.88
增长	46.35%	32.02%	22.30%	12.95%	12.53%
净利率	1.88%	1.94%	2.20%	2.30%	2.40%
对母公司净利润贡献	133,739,635.53	176,563,668.13	215,928,887.25	243,896,231.26	274,458,588.87
EPS 贡献	0.2833	0.3740	0.4574	0.5166	0.5813
好美家 (90%)					
收入	1,632,528,815.68	1,332,493,740.09	990,000,000.00	990,000,000.00	990,000,000.00
净利润	-83,105,600.00	-151,201,300.00	0.00	0.00	0.00
对母公司净利润贡献	-74,795,040.00	-136,081,170.00	0.00	0.00	0.00
EPS 贡献	-0.16	-0.29	0.00	0.00	0.00
友谊百货 (99%)					

收入	695,689,100.00	855,748,300.00	855,748,300.00	855,748,300.00	855,748,300.00
净利润	35,610,300.00	25,643,900.00			
对母公司净利润贡献	35,254,197.00	25,387,461.00	34,229,932.00	42,787,415.00	42,787,415.00
EPS 贡献	0.07	0.05	0.07	0.09	0.09
虹桥友谊 (40%)					
收入	608,196,800.00	537,444,700.00	537,444,700.00	537,444,700.00	537,444,700.00
净利润	42,998,500.00	37,596,000.00	37,596,000.00	37,596,000.00	37,596,000.00
对母公司净利润贡献	17,199,400.00	15,038,400.00	15,038,400.00	15,038,400.00	15,038,400.00
EPS 贡献	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03
友谊南方商城 (65.8%)					
净利润	40,718,900.00	84,694,100.00	90,000,000.00	94,000,000.00	100,000,000.00
对母公司净利润贡献	26,793,036.20	55,728,717.80	59,220,000.00	61,852,000.00	65,800,000.00
EPS 贡献	0.06	0.12	0.13	0.13	0.14
西郊购物中心 (75%)					
净利润	8,206,300.00	11,854,300.00	15,000,000.00	18,000,000.00	20,000,000.00
对母公司净利润贡献	5,399,745.40	7,800,129.40	9,870,000.00	11,844,000.00	13,160,000.00
EPS 贡献	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03
投资收益					
股票投资	31,813,708.77	19,306,135.80			
浦发银行股权处置	10,956,093.34	67,281,172.52			
合计	42,769,802.11	86,587,308.32			
所得税率	25%	25%			
税后利润	32,077,351.58	64,940,481.24			
EPS 贡献	0.07	0.14			
母公司管理费用	16,541,129.17	13,090,788.49	-23,605,822.10	-23,605,822.10	-23,605,822.10
EPS 影响	-0.04	-0.03	-0.05	-0.05	-0.05
净利润合计	159,127,196.54	196,286,899.08	357,893,041.35	399,023,868.36	434,850,225.97
EPS 合计	0.34*	0.41*	0.66	0.76	0.84
增长		23.35%	58.28%	13.24%	10.18%

数据来源：长城证券研究所

2、市盈率法估值

公司估值水平偏低，2010 年和 2011 年动态 PE 分别为 23.60X 和 20.5X，对公司进行分部估值，看好联华超市所处的区域市场以及在华东地区的垄断性竞争地位，给予超市业务 29.59 倍的平均 PE，由于百货及购物中心业务成长性有限，给予 26 倍 PE，低于行业平均水平，由此公司合理股价为：

$$0.43 \times 29.59 + 0.23 \times 26 = 18.70 \text{ 元}$$

（注：超市和百货业务利润均做了调整，扣除母公司管理费用）

表 2：零售公司 PE 估值				
	EPS2010	EPS2011	PE2010	PE2011
百货				
广百股份	1.23	1.47	21.24	16.94



大厦股份	0.41	0.51	21.29	17.53
豫园商城	0.91	1.06	23.50	20.29
通程控股	0.33	0.48	24.56	17.41
鄂武商 A	0.58	0.72	24.75	19.83
广州友谊	0.95	1.17	25.46	20.11
杭州解百	0.29	0.33	25.87	22.27
南京中商	0.80	1.20	25.99	16.64
新华百货	1.09	1.30	26.47	22.24
王府井	1.23	1.52	27.33	21.96
百联股份	0.46	0.53	27.90	24.05
银座股份	0.84	1.07	28.79	21.59
欧亚集团	0.80	1.04	28.90	22.39
合肥百货	0.51	0.63	29.33	23.35
天虹商场	1.20	1.57	29.46	23.03
武汉中商	0.27	0.33	29.65	24.99
中兴商业	0.40	0.66	31.61	19.21
成商集团	0.44	0.80	31.66	18.33
兰州民百	0.27	0.34	32.71	25.56
友阿股份	0.59	0.78	33.16	24.99
大商股份	1.01	1.56	40.90	26.06
重庆百货	0.93	1.15	41.93	33.71
平均			28.75	21.93
超市				
武汉中百	0.40	0.50	26.60	21.24
华联综超	0.28	0.35	27.59	21.16
步步高	0.75	0.95	30.57	23.54
新华都	0.55	0.74	31.10	22.05
人人乐	0.73	0.93	32.07	25.61
平均			29.59	22.72
专业零售				
苏宁电器	0.56	0.71	19.83	15.77
天音控股	0.65	0.95	21.54	15.71
小商品城	0.85	1.17	23.46	17.07
宏图高科	0.39	0.54	27.02	20.27
飞亚达 A	0.34	0.44	31.05	24.98
潮宏基	0.65	0.77	53.09	44.58
海宁皮城	0.60	1.10	55.98	31.82
吉峰农机	0.45	0.76	67.46	39.79
平均			37.43	26.25
友谊股份	0.66	0.76	23.60	20.50

数据来源: wind, 长城证券研究所

3、市净率法估值



目前，A 股百货类公司平均 PS 为 1.41，超市类公司平均 PS 为 0.80，香港超市类公司平均 PS 为 0.90，而公司 PS 为 0.26，采用分部法对公司进行 PS 估值：

$$(267.45 \text{ 亿元} \times 34.03\% \times \text{超市 PS} + (8.56 + 5.37 \times 40\%) \times \text{百货 PS}) / \text{总股本}$$

其中，超市 PS 值取 A 股超市公司平均的 0.80，百货 PS 值取百货公司的平均 PS 值 1.41，得到公司的合理价格在 18.6 元。

证券简称	PS2009	证券简称	PS2009
友谊股份	0.2413		
百货		超市	
大商股份	0.5303	华联综超	0.3900
武汉中商	0.5851	武汉中百	0.6860
南京中商	0.6382	新华都	0.8023
大厦股份	0.7986	步步高	1.0531
广百股份	0.8376	人人乐	1.0657
鄂武商 A	0.8439	平均	0.80
欧亚集团	0.9353		
重庆百货	1.0479	专业零售	
通程控股	1.0629	宏图高科	0.5911
王府井	1.0916	天音控股	0.6980
银座股份	1.0949	苏宁电器	1.2656
合肥百货	1.1367	飞亚达 A	2.1361
中兴商业	1.2625	吉峰农机	3.3099
百联股份	1.2844	小商品城	6.9284
杭州解百	1.3333	潮宏基	9.4701
天虹商场	1.6249	海宁皮城	15.8524
新华百货	1.7615	平均	5.03
豫园商城	1.9887		
友阿股份	2.3225	香港上市超市	
广州友谊	2.7562	京客隆	0.49
兰州民百	2.9922	联华超市	0.69
成商集团	3.0684	物美控股	1.52
平均	1.41	平均	0.90

数据来源：wind, 长城证券研究所

4、投资评级

从市盈率法，得到公司合理股价在 18.70 元，从市净率法，得到公司合理股价在 18.60 元，建议目标价 18.6 元。目前联华的 2010 年动态 PE 为 24X，PS 为 0.69X，即使以联华在香港的估值水平为标准，公司合理价格也有 16.5 元。给予“推荐”评级。

5、风险提示

宏观经济反复，甚而影响国民消费，消费行业整体估值下移。

附：盈利预测表

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2918690	3122524	3354447	3598817	成长性				
营业成本	2303457	2432446	2603051	2792682	营业收入增长	14.2%	7.0%	7.4%	7.3%
销售费用	473697	468379	503167	536224	营业成本增长	14.0%	5.6%	7.0%	7.3%
管理费用	67399	68696	73798	79174	营业利润增长	50.0%	41.7%	15.3%	10.0%
财务费用	-14756	-3623	-4539	-5542	利润总额增长	41.3%	53.9%	15.3%	10.0%
投资净收益	27297	0	0	0	净利润增长	34.6%	65.8%	15.3%	10.0%
营业利润	95582	135415	156183	171832	盈利能力				
营业外收支	-7568	0	0	0	毛利率	21.1%	22.1%	22.4%	22.4%
利润总额	88014	135415	156183	171832	销售净利率	0.6%	1.0%	1.1%	1.1%
所得税	26752	33854	39046	42958	ROE	3.8%	5.3%	5.1%	4.8%
少数股东损益	42448	70371	81164	89296	ROIC	8.7%	21.0%	23.1%	24.1%
净利润	18814	31190	35974	39578	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	16.2%	15.0%	15.0%	14.9%
流动资产	1068000	1251781	1379485	1608771	管理费用/营业收入	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
货币资金	741095	917847	1022000	1225243	财务费用/营业收入	-0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
应收账款	8033	9368	10063	10796	投资收益/营业利润	28.6%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	30.4%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	258917	273416	292592	313907	应收账款周转率	335.48	321.40	321.62	333.33
非流动资产	789903	788022	874828	879042	存货周转率	8.65	8.60	8.58	7.77
固定资产	336793	343021	437936	450259	流动资产周转率	2.52	2.37	2.25	#DIV/0!
资产总计	1857903	2039804	2254313	2487813	总资产周转率	1.50	1.45	1.41	#DIV/0!
流动负债	1342415	1425472	1526248	1635030	偿债能力				
短期借款	33000	33000	33000	33000	资产负债率	73.6%	71.1%	68.8%	66.7%
应付款项	377533	398674	426636	457717	流动比率	0.80	0.88	0.90	0.98
非流动负债	25074	25074	25074	25074	速动比率	0.60	0.69	0.71	0.79
长期借款	2000	2000	2000	2000	每股指标 (元)				
负债合计	1367490	1450546	1551322	1660105	EPS	0.399	0.661	0.762	0.838
股东权益	490413	589258	702991	827709	每股净资产	10.39	12.48	14.89	17.53
股本	47212	47212	47212	47212	每股经营现金流	5.66	5.32	6.17	7.15
留存收益	224486	254842	289770	328072	每股经营现金/EPS	14.2	8.1	8.1	8.5
少数股东权益	218716	287204	366009	452425	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和权益总计	1857903	2039804	2254313	2487813	PE	39.2	23.6	20.5	18.6
现金流量表 (万元)					PEG	1.39	1.87	2.05	-
经营活动现金流	267209	251244	291505	337421	PB	1.5	1.3	1.0	0.9
其中营运资本减少	166209	75829	77226	82740	EV/EBITDA	6.74	3.82	3.15	2.69
投资活动现金流	-173783	-74493	-187351	-134178	EV/SALES	0.27	0.25	0.24	0.22
其中资本支出	-65418	-74690	-187351	-134178	EV/IC	1.64	1.74	1.51	1.56
融资活动现金流	-75905	0	0	0	ROIC/WACC	0.77	1.86	2.05	2.14
净现金总变化	17535	176751	104153	203243	REP	2.13	0.93	0.74	0.73

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



研究员介绍:

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

承诺: 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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

免责声明: 本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 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的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>