

王府井(600859. sh)

扣除非经常性费用，业绩增长符合预期，看好公司前景

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888 eMail: oyf@gf.com.cn SAC执业证书编号: S0260511020002

2010 年业绩回顾

报告期内公司实现营业收入**139.46**亿元，同比增长**25.66%**；扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润**4.08**亿元，同比增长**15.04%**。基本每股收益**0.95**元，低于预期，主要是由于：华北地区毛利率较上期下降了**1.63%**导致总体毛利率下降了**0.89%**。其中母公司毛利率下滑了**6.3%**，直接导致母公司亏损**9300**万元；各项非经常性损益达到**11369**万元，包括补偿成都二店小商户**5000**万元，同时成都王府井店尚未得到省级国税机关关于**15%**优惠税率的批复，公司按**25%**计提增加所得税**3869**万元；融资费用增加**2500**万元。以上几项因素合计影响**EPS0.27**元。

2011 年经营展望

公司 2011 年的增长动力主要来自于非经常性费用的下降和次新门店的快速增长。公司在 2011 年将采取更加多样化的扩张策略，加速规模发展。未来公司将继续扩大自有物业的持有比重，加大同城多店和区域密集发展的扩张力度，从综合百货延伸到主题百货，进而进军购物中心和线上业务。在积极扩张的同时，公司将兼顾短期业绩和长远考虑，确保王府井又好又快的发展，实现公司战略目标。

盈利预测

考虑到公司精品店占比提高，毛利率将持续有所影响，我们调整 2011-2013 年 EPS 分别为 1.52 元、1.98 元和 2.60 元。公司是我国唯一的全国性布局的零售百货龙头，品牌价值高，管理层战略性和前瞻性的“核心城市+核心商圈”扩张策略使公司牢牢占据精品零售百货商的制高点。我们认为前期的下跌已经反映了公司 2010 年业绩表现，仍然长期坚定看好公司发展前景，给予公司 2011 年 35 倍市盈率，调整目标价为 55 元，维持买入评级。

风险提示：消费增速下滑；租售比提高

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11098.8	13946.2	16457.2	20035.2	24421.8
增长率(%)	9.09%	25.66%	18.00%	21.74%	21.89%
EBITDA(百万元)	823.15	1040.23	1099.23	1359.36	1715.37
净利润(百万元)	384.33	376.03	704.24	917.81	1205.61
增长率(%)	11.71%	-2.16%	87.28%	30.33%	31.36%
每股收益(元)	0.98	0.90	1.52	1.98	2.60
市盈率	37.72	57.69	27.26	20.91	15.92
市净率	5.12	6.17	4.78	3.89	3.13
EV/EBITDA	16.23	18.02	14.11	9.99	6.53

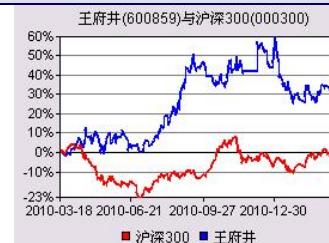
数据来源:北京王府井百货(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元)	42.27
目标价格(元)	55.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	1.64%	-14.36%	29.99%
沪深 300	-0.46%	-0.89%	-2.16%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	417.64/417.64
主要股东:	
北京王府井国际商业发展有限公司	
主要股东持股比例	47.17%

财务比率

ROE	13.58%
ROA	8.70%
资产负债率	60.28%
每股净资产(元)	7.20
2009 年报数	

2010年业绩回顾

报告期内，公司实现营业收入1,394,622.99万元，同比增长25.66%，其中主营业务收入实现1,353,702.13万元，同比增长25.32%；营业利润65,299.99万元，同比增长25.92%；归属于上市公司股东的净利润37,603.07万元，同比下降2.16%，扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润40,778.70万元，同比增长15.04%。公司每股盈利0.95元，低于预期。

表1：王府井2007-2010年经营数据摘要

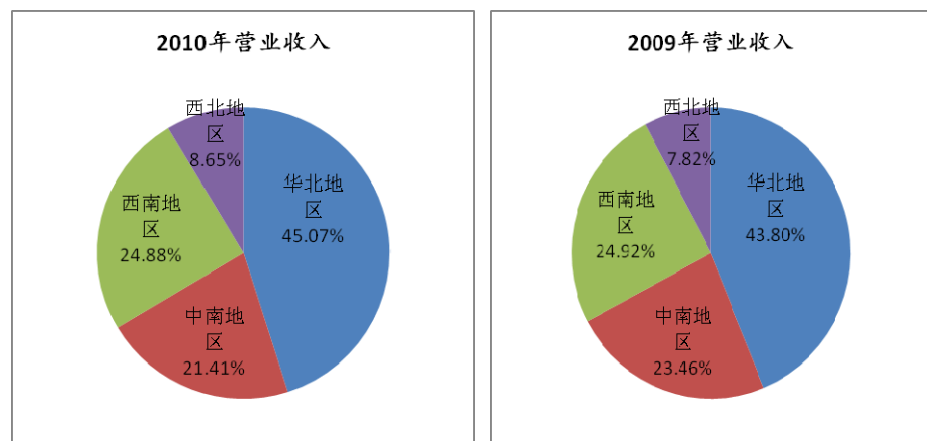
	2007	2008	2009	2010
营业总收入	8,936,010,435	10,174,043,118	11,098,822,707	13,946,229,857
归属于上市公司股东的净利润	266,239,856	344,042,225	384,332,417	376,030,727
员工成本	416,000,328.87	470,758,071.67	520,497,617.94	586,991,489
门店数量	16	16	19	22
单店销售收入	558,500,652	635,877,695	584,148,564	633,919,539
主营业务毛利率	16.74%	17.03%	16.29%	15.46%
期间费用率	12.09%	12.52%	13.19%	12.50%
净资产收益率	10.24%	13.41%	16.08%	12.77%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

毛利率下滑和非经常性支出影响业绩

公司2010年华北、西北地区主营业务收入占比有所上升，中南地区下降了2个百分点，西南地区接近持平。但收入占比最大的华北地区的主营业务毛利率下降了1.6个百分点，中南、西南、西北地区的毛利率皆有所下滑，导致公司主营业务毛利率2010年比同期下降0.9个百分点。

图1：公司营业收入分产品结构，分地区结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表2：2010年王府井各区域主营业务经营情况

地区名称	2010年			2009年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
华北地区	6,100,961,947	5,072,913,635	16.9%	4,730,997,940	3,856,729,607	18.5%

中南地区	2,898,342,612	2,476,000,181	14.6%	2,533,813,244	2,154,819,091	15.0%
西南地区	3,367,363,612	2,752,998,238	18.2%	2,691,893,356	2,199,489,759	18.3%
西北地区	1,170,353,098	1,030,542,230	11.9%	844,986,236	735,823,334	12.9%
合计	13,537,021,270	11,332,454,284	16.3%	10,801,690,777	8,946,861,791	17.2%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2010年公司各项非经常性损益达到11769万元，包括补偿成都二店小商户5000万元，造成当期营业外支出较上年同期增加4900万元，影响EPS0.12元。同时成都王府井店尚未得到省级国税机关关于15%优惠税率的批复，公司按25%计提增加所得税3869万元，影响EPS0.09元；融资费用增加2500万元，影响EPS0.06元。合计影响EPS0.27元。

重点门店延续高增长

2010年王府井成都公司、双安公司、包头公司经营景气度持续提高，全年合计实现主营业务收入70.3亿元、主营业务利润11.4亿元、净利润3.4亿元，三地门店的营业总收入分别占股份公司营业总收入的10.0%、32.7%、7.8%。成都春熙路王府井单店年含税销售总额突破30亿元，创造公司单店销售新纪录，成为西南地区首家年销售额达到30亿元的单体百货店，按照成都公司25%的所得税率计提9673万元的费用倒推，成都公司税后利润在32800万元，符合我们的预测。

表3:2010年王府井重点门店经营情况

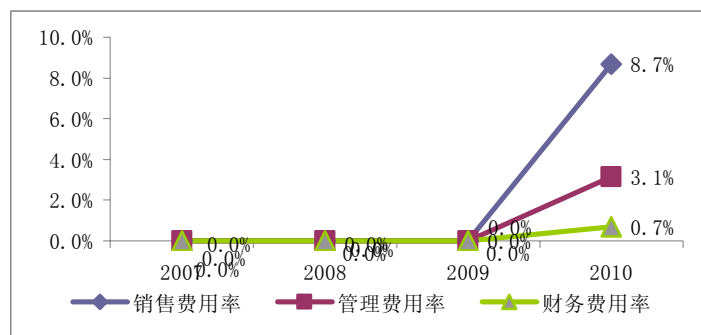
	主营业务收入	增长率%	主营业务利润	增长率%	净利润	增长率%
双安商场	1,398,064,654	15.0	269,734,495.92	10.6	74,796,024	-12.3
成都王府井	4,553,969,715	41.4	726,833,493.32	37.5	201,509,427	81.2
包头王府井	1,081,733,098	18.9	140,165,759.65	8.5	61,817,531	7.4
西宁王府井	695,447,658	25.8	86,165,489.24	12.7	54,497,486	32.7

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

费用管理能力提升明显

公司2010年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为8.7%、3.1%，三项费用率较上年同期下降0.8%，显示公司在扩张过程中较强的成本控制能力。但受金融刷卡手续费大幅增加4100万元和融资手续费增加2500万元影响，财务费用率上升了0.1%。

图2：王府井2007-2010年费用支出情况



数据来源：Wind资讯，公司公告，广发证券发展研究中心

营业费用构成中，各项费用/总营业收入比例基本保持稳中有降，体现了公司较好的营业费用控制水平。

表 4：王府井营业费用构成及占营业收入比

	2010	占比	2009	占比
工资及附加	277,209,970.31	1.99%	229,819,918.81	2.07%
租赁费	270,134,108.09	1.94%	221,097,282.26	1.99%
水电费	154,924,194.04	1.11%	119,722,149.96	1.08%
折旧费	124,013,419.12	0.89%	103,626,265.11	0.93%
长期待摊费用摊销	95,696,061.36	0.69%	80,797,189.16	0.73%
修理费	33,847,706.79	0.24%	29,897,358.75	0.27%
无形资产摊销	33,057,349.11	0.24%	32,625,390.84	0.29%
物业管理费	28,837,413.99	0.21%	14,260,988.89	0.13%
其他	192,494,737.46	1.38%	157,292,525.00	1.42%
合计	1,210,214,960.27	8.68%	989,139,068.78	8.91%

数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

管理费用中折旧费占营业收入的比例提高较多，主要是公司百货大楼和双安扩建导致公司自有物业增加所致，其他各项费用占比都变化不大。

表 4：王府井管理费用构成及占营业收入比

	2010	/管理费用	2009	/管理费用
工资及附加	271,292,159.29	1.95%	218,009,276.38	1.96%
折旧费	21,872,058.31	0.16%	2,102,345.80	0.02%
长期待摊费用摊销	3,119,571.84	0.01%	747,850.66	0.01%

数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

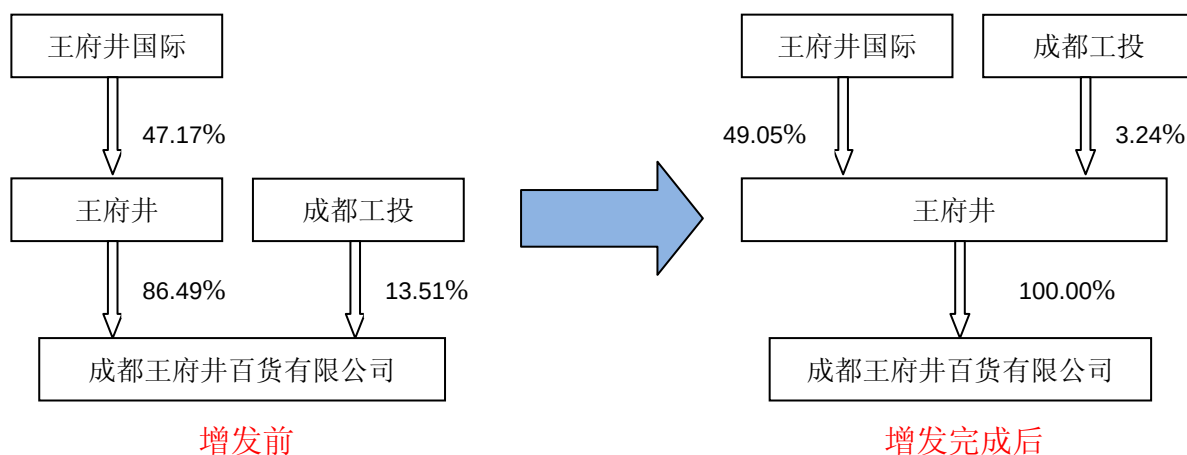
双核心扩张提速

公司以精品百货零售为主，面向的主要消费群体是追求时尚潮流的年轻人和具有一定品牌消费意识的中高端收入人群。因此，以“核心城市，核心商圈”为立足点是公司的门店布局主思路。王府井存量和新开店一般选址都位于省会城市核心商业区的黄金地段。报告期内，hQ 尚客（北京大钟寺店）、北京大兴王府井、株洲王府井三家新门店的开业为公司增加了超过10万平米的经营建筑面积。截止2010年年末，公司在中国4大区域15个城市运营22家百货门店，分别位于北京（6家门店）、广州、武汉、成都、包头（2家门店）、重庆（2家门店）、呼和浩特、洛阳、长沙、西宁、乌鲁木齐、太原、兰州、昆明以及株洲。

发行股份购买优质资产

2007年，公司和成都工投达成了对成都王府井债转股的协议，由成都工投持有成都王府井30%的股份。报告期内，公司通过对成都王府井增资，提高持股比例至86.49%。年底又通过了增发股份购买资产议案，拟以41.51元/股向成都工投和控股股东王府井国际定向发行股份4480万股，募集资金18.5965亿元。成都工投以持有的成都王府井13.51%的股份支付认购款，作价6.2265亿元；王府井国际以现金认购2980万股，作价12.3700亿元。增发完成后，业绩贡献最大的成都王府井将成为上市公司的全资子公司，募集的现金资金将用于新开门店、旧门店装修改造、电子商务、信息系统升级及补充流动资金。

图4：定向增发完成后股权结构变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

成都王府井百货有限公司2010年实现净利润2亿元，若剔除补偿二店小商户的5400万元的非经常性损益和25%的所得税计提影响，实际税后净利润应为3.3亿左右。此次定向增发评估价以2010年10月31日为评估基准日，以收益法评估后的全部股东权益价值为460,880万元，对应收购市盈率为14倍，我们认为收购价格基本合理。

2011年经营展望

我们认为2010年非经常性的费用的大额提取不影响我们对公司的价值判断，公司在2011年的增长动力主要来自于非经常性费用的下降，和次新门店的快速增长。公司在2011年将采取更加多样化的扩张策略，加速规模发展。未来公司将在增量发展的同时，加大存量发展的力度，并且继续扩大自有物业的持有比重；在空间区域布局上，公司将加大同城多店和区域密集发展的扩张力度；在业态上，公司将从综合百货延伸到主题百货，进而进军购物中心和线上业务。在积极扩张的同时，公司将严控项目开发质量，不以一个项目做坏全局，不以一时的快速延滞公司长期的发展，兼顾短期业绩和长远考虑，确保王府井又好又快的发展，实现公司战略目标。

显著受益于地区经济发展和扩大内需政策

公司是领先的全国性连锁百货龙头，全国独此一家，具有覆盖高端、中端及大众百货的商品品类，公司门店地理位置优越，在我国各大省会及核心城市的核心区域布局较早，是各城市商业区的核心零售商。经济结构的调整，一系列扩内需政策的实施及经济发展方式的转变，如国民经济收入分配调整，教育，医疗，社会保障的改革等，都将直接或间接释放居民的消费潜力，消费在经济中的作用必然稳步提升。王府井作为我国百货零售界的龙头将显著受益于此轮消费提振刺激经济的发展规划，未来若干年是公司发展的黄金期。

贯彻“从精从重”的发展原则，加快公司发展速度

在发展总体原则上，要继续强调“从精从重”，正确处理好发展速度与发展质量的关系，在保证项目质量的前提下，加快发展速度；在发展布局上，要坚持主业规模连锁化发展，最大限度的发挥资源的影响力与控制力，进一步强化区域布局的策略，主要包括强化北京大本营的市场地位，北京地区作为未来发展的首要区域，要加速发展，提升公司总部的市场影响力与资源控制力，有力支持公司在全国主业

规模连锁化发展；强化对省会城市的开发力度，在现已进入的五大经济区域，对尚未进入的省会一级的重点城市要加紧布局，形成区域优势竞争力；强化同城多店和同区域多店的开发力度。对已进入的区域中心与省会城市，要快速完成同城多店和城市区域群的项目开发。同时在发展模式上，要拓宽发展方式，实现新的突破。预计 2011 年将新开鄂尔多斯、成都 2、福州、西宁 2 等门店。

募投项目前景看好，加速增厚公司业绩

本次发行收购成都王府井的少数股东权益完成后，可提高公司的决策效率，确保公司战略意图的顺利执行。公司通过开设门店，进一步完善门店布局，在优势地区进一步提高市场份额，在劣势地区缩小竞争差距；营业规模的扩大，也有利于提高与供应商的议价能力，降低采购成本。新建门店募投项目将增加王府井的经营面积24万平米，2012年后陆续开业将显著贡献业绩。

盈利预测和投资建议

盈利预测

王府井2010年末共有22家门店，1家物业管理公司。考虑增发募投项目新设的四个门店的影响，王府井各门店和分公司2011-2013年的收入和净利润预测如下。

表 5：2008-2013 年各门店收入一览表 单位：万元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
北京	350805	347981	397679	457821	531698	607076
其中:母公司	154491	155853	192418	235314	276700	314245
北京百货大楼	120,119.77	123200	156500	197600	237100	272665
东安市场	34,371.58	32653	35918	37714	39600	41580
双安商场	126,922.72	121592	0	134055	154163	181913
长安商场	69,390.63	70536	127672	88452	100835	110918
大钟寺店			77589	10000	25000	35000
神火庙店			3096	18000	25000	45000
太原店		0	4000	88000	110000	150000
包头（4 月份二店开）	86296	92681	64655	122571	140957	157872
呼和浩特	28,205.20	32459	106584	39194	45073	49581
鄂尔多斯			34082	0	18000	30000
华北合计	455961	473121	0	735586	895728	1074528
成都	176,540.39	215379	610096	297223	332890	366179
成都 2 店			260609	0	25000	45000
重庆 1 店	30,050.00	27646	0	33452	38469	44240
重庆 2 店	26,328.00	30014	31111	37968	42524	48902
昆明店		2168	33015	20000	30000	40000

西南合计	229172	275207	12000	388643	468883	544321
广州	61,920.01	69350	336735	80100	84105	88310
武汉	32,554.33	37437	77672	41275	43339	45505
南宁	3,635.29	3000	40432	0	0	0
长沙	72,350.47	87906	0	106366	122321	152901
洛阳	48,262.35	55019	99334	72625	79888	91871
株洲			69324	10000	15000	20000
中南合计	247583	252713	3070	310366	344652	398587
西宁店	42,713.12	57872	289833	83191	91511	109813
乌鲁木齐店	18,928.39	24537	73498	30000	35000	45000
兰州		2088	29445	20000	30000	36000
西北合计	61054	84498	14100	133191	156511	190813
其他新开店		0	117043	30000	70000	140000
合计	993770	1085539	1353706	1597786	1935774	2348250
最大的三门店占比	45.0%	44.2%	41.6%	40.5%	38.1%	35.3%
营业收入合计	1017422	1116042	1394617	1645720	2003526	2442180

数据来源：广发证券发展研究中心

表 5：王府井 2010 年各分公司归属上市公司净利润预测 单位：万元

公司名称	开业时间	营业面积	持股比例	2010A	2011E	2012E	2013E
北京百货大楼	1955	10813	100	4500	7600	10500	4500
百货大楼附属楼	07 年	11736	100	0	0		0
王府井大厦 55%股权	08 年	25693.5					
北京双安商场	1994	40000	100	8000	9000	11000	8000
北京长安商场	1990	20000	100	3000	3000	3600	3000
北京东安市场	1903	8500	100	1500	1600	2500	1500
成都王府井	1999.12	59000	86.49	38700	44500	55000	38700
包头王府井	2002.12	23000	100	7500	9000	12000	7500
重庆王府井解放碑店	2003.12	45000	100	0	0	0	0
石家庄王府井	2003.1	0	已关闭	0	0	0	0
广州王府井	1996.7	30000	100	3200	3500	4000	3200
武汉王府井	2001	35000	100	400	500	600	400
南宁王府井	2004.5	52000	100	0	0	0	0
长沙王府井	2004.12	55000	100	4667	6500	9000	4667
呼和浩特王府井	2004.12	40000	100		200	1000	2000
洛阳王府井	2004.12	40000	100		3300	4000	6000
重庆王府井沙坪坝店	2006.1	50000	100		0	0	0
乌鲁木齐王府井	2007.03	30000	100		0	0	0
西宁王府井	2006.1	26000	100		5500	7000	8400
包头王府井青山店	2007.12	23000	100		0	0	0
太原店	2009.06	84000			0	0	0

兰州店	2009.09	30000		0	0	0
昆明店	2009.09	30000		0	0	0
北京大钟寺店	2010.05	40000		0		
北京神火庙店	2010.09	30000		0		
株洲店	2010	30000		(800)	(300)	1000
其他新开门店	2011	120000		(9200)	(5000)	(5000)
王府井洋华堂	2006		40	(500)	0	0
7-11 便利店	2006		25	500	500	500
匈牙利艾利克			已关闭	0	0	0
深圳进出口			100	(300)	(300)	(300)
宏业地产			100	0	0	0
其他						
合计				70467	91900	120600

数据来源：广发证券发展研究中心

投资建议

考虑到公司精品店占比提高，毛利率将持续有所影响，我们调整 2011-2013 年 EPS 分别为 1.52 元、1.98 元和 2.60 元。公司是我国唯一的全国性布局的零售百货龙头，品牌价值高，管理层战略性和前瞻性的“核心城市+核心商圈”扩张策略使公司牢牢占据精品零售百货商的制高点。维持公司 2011 年 35 倍市盈率，对应未来 12 个月目标价为 62 元，维持买入评级。

风险提示

消费增速下滑；门店租金提高

资产负债表

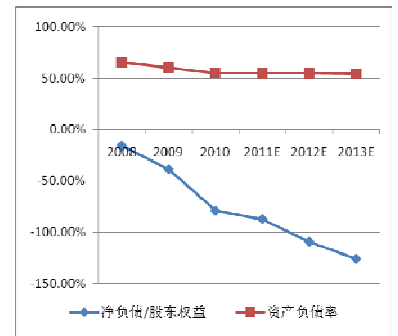
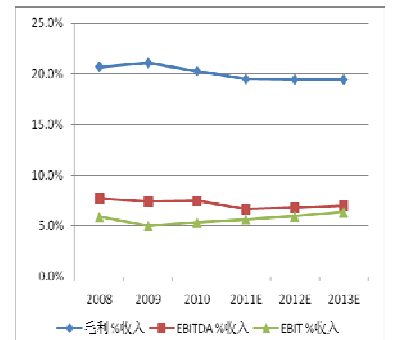
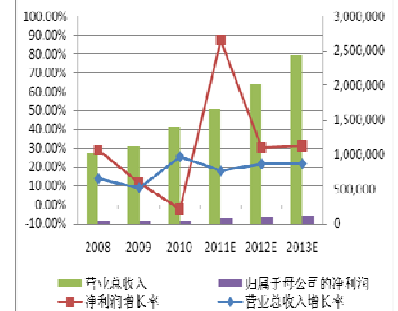
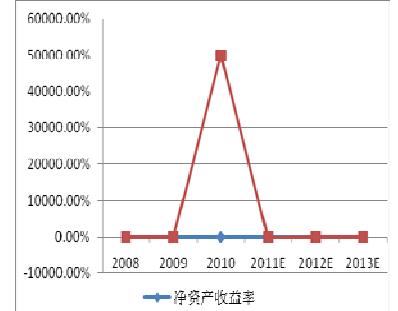
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,542	3,844	4,657	6,796	9,436
货币资金	1,860	2,948	3,681	5,616	7,995
应收及预付	378	619	585	735	881
存货	305	277	391	445	560
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	4,871	4,649	5,076	4,963	4,883
长期股权投资	117	114	793	793	793
固定资产	2,246	2,220	2,062	1,905	1,750
在建工程	30	74	142	243	370
无形资产	1,382	1,454	1,374	1,316	1,264
其他长期资产	1,096	786	705	705	705
资产总计	7,413	8,493	9,733	11,759	14,318
流动负债	3,631	4,485	5,120	6,228	7,582
短期借款	70	0	0	0	0
应付及预收	3,560	4,485	5,120	6,228	7,582
其他流动负债	1	0	0	0	0
非流动负债	838	99	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	653	0	0	0	0
其他非流动负债	185	99	0	0	0
负债合计	4,469	4,585	5,120	6,228	7,582
股本	393	418	463.64	463.64	463.64
资本公积	1,493	1,897	1,851.4	1,851.4	1,851.4
留存收益	944	1,202	1,697.9	2,615.7	3,821.3
归属母公司股东权益	2,831	3,518	4,013.0	4,930.8	6,136.4
少数股东权益	114	211	211.33	211.33	211.33
负债和股东权益	7,413	8,314	9,345	11,370	13,930

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11099	13946	16457	20035	24422
营业成本	9026	11408	13413	16299	19831
营业税金及附加	122	139	170	206	252
销售费用	989	1210	1415	1703	2051
管理费用	407	438	527	631	733
财务费用	68	95	41	31	21
资产减值损失	7	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	0	0	0
投资净收益	32	-3	0	0	0
营业利润	519	653	892	1165	1535
营业外收入	10	15	12	14	13
营业外支出	5	54	2	2	2
利润总额	523	614	903	1177	1546
所得税	104	175	199	259	340
净利润	419.82	438.30	704.24	917.81	1205.61
少数股东损益	35	62	0	0	0
归属母公司净利润	384	376	704	918	1206
EBITDA	823.15	1040.23	1099.23	1359.36	1715.37
EPS (元)	0.98	0.90	1.52	1.98	2.60

资产负债率趋势

经营利润率趋势

收入与利润增长趋势

投资回报率趋势


现金流量表

单位：百万元

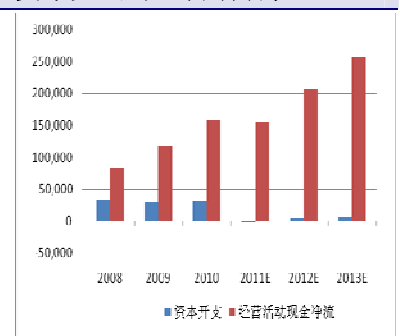
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,168	1,592	1,547	2,073	2,568
净利润	420	438	704	918	1,206
折旧摊销	268	290	166	163	160
营运资金变动	471	855	556	903	1,094
其它	9	9	121	88	109
投资活动现金流	-319	-325	-664	-38	-69
资本支出	-301	-325	15	-38	-69
投资变动	-20	0	-679	0	0
其他	1	0	0	0	0
筹资活动现金流	-101	-179	-150	-100	-120
银行借款	740	0	0	0	0
债券融资	-658	-71	-60	0	0
股权融资	0	35	0	0	0
其他	-183	-143	-90	-100	-120
现金净增加额	747	1,089	733	1,934	2,379
期初现金余额	1,112	1,860	2,948	3,681	5,616
期末现金余额	1,860	2,948	3,681	5,616	7,995

主要财务比率

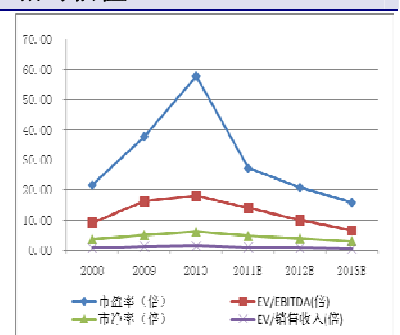
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	9.1%	25.7%	18.0%	21.7%	21.9%
营业利润	-5.8%	25.9%	36.7%	30.5%	31.7%
归属于母公司净利润	11.7%	-2.2%	87.3%	30.3%	31.4%
获利能力					
毛利率	18.7%	18.2%	18.5%	18.7%	18.8%
净利率	3.8%	3.1%	4.3%	4.6%	4.9%
ROE	13.6%	10.7%	17.5%	18.6%	19.6%
ROIC	57.2%	49823.8	-76.2%	-47.3%	-38.6%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	55.1%	54.8%	54.8%	54.4%
净负债比率	-38.6%	-79.1%	-87.1%	-109.2%	-126.0%
流动比率	0.70	0.86	0.91	1.09	1.24
速动比率	0.56	0.73	0.77	0.96	1.11
营运能力					
总资产周转率	1.63	1.75	1.81	1.86	1.87
应收账款周转率	153.70	201.66	174.44	187.06	180.53
存货周转率	30.57	39.18	34.34	36.60	35.44
每股指标 (元)					
每股收益	0.98	0.90	1.52	1.98	2.60
每股经营现金流	2.97	3.81	3.34	4.47	5.54
每股净资产	7.20	8.42	8.66	10.64	13.24
估值比率					
P/E	37.7	57.7	27.3	20.9	15.9
P/B	5.1	6.2	4.8	3.9	3.1
EV/EBITDA	16.2	18.0	14.1	10.0	6.5

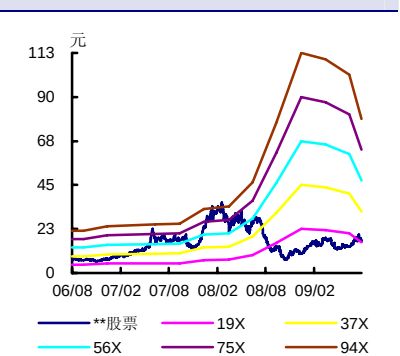
资本支出与经营活动现金流



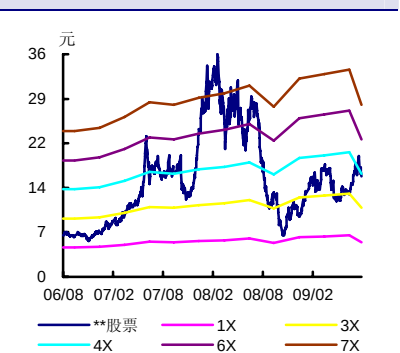
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

瞿猛，研究助理，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zimeng@gf.com.cn，021-68825985。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-423

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。