

合肥百货(000417)调研报告

区域龙头充分受益市场扩容

可选消费/百货

推荐

维持评级

发布时间: 2011 年 5 月 17 日

投资要点:

- **全业态发展的区域龙头:** 合肥百货是安徽省商业龙头企业, 经营百货、超市、家电、农批市场四大业态, 其中百货及超市业务是公司重要的收入和利润来源。
- **占据核心商圈, 省内稳步扩张:** 百货业务是公司最核心的业务, 目前公司共有 14 家百货门店, 其中合肥市 6 家, 其余 8 家分布在安徽省内 7 个地级市的主要商圈, 未来将以每年 1-2 家速度扩张。公司在合肥的六家门店定位各有不同, 主要覆盖中低至中高消费群体。
- **定位社区超市, 形成错位经营:** 公司已有超市网点 126 家, 在合肥市销售规模仅次于家乐福, 来将以每年新开 15-20 家的速度扩张, 且不排除收购当地具有区位优势的小超市, 主要定位于经营面积 5000 平以下的社区超市及百货店中店, 渠道下沉优势明显。我们认为随着公司超市网点数量的增加, 对上游供应商的议价能力会逐步增强, 自采比例也会提高, 毛利率仍有上升空间。
- **充分受益区域经济增长:** 我们认为公司在“十二五”期间面临新的发展机遇, 在经济增长和消费升级的大背景下, 公司品牌结构调整相比竞争对手仍有较大的提升空间, 内生增长可期; 从长期来看, 公司外延扩张步伐稳健, 且以百货为依托, 超市和家电配套经营, 在省内其他地级市具备先发优势, 是公司长期发展的保障。预计公司 2011-2013 年每股收益(增发后)分别为 1.01 元(剔除投资收益 0.75 元)、1.00 元和 1.20 元, 对应 PE24.84 倍、18.63 倍和 15.53 倍, 估值较低, 维持推荐评级。
- **风险提示:** 区域经济发展速度低于预期, 竞争过于激烈导致公司客户流失及盈利能力下降, 扩张中存在不确定性。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	706,170	19.99	28,574	42.29	0.60	25.04	31.28	
2011E	867,112	22.79	53,226	86.27	1.01	28.79	24.84	
2012E	1,032,871	19.12	52,364	(1.62)	1.00	22.51	18.63	
2013E	1,235,121	19.58	63,188	20.67	1.20	22.41	15.53	

走势图



市场数据

2011-5-17

收盘价:	18.63 元
52 周最高价:	21.50 元
52 周最低价:	12.82 元
平均持仓成本:	17.96 元

基本数据

2011Q1

总股本(万股):	47,972
流通 A 股(万股):	47,972
每股收益(元):	0.47
每股净资产(元):	3.11
每股经营现金流(元):	0.70
市净率:	5.99

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550511020002

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

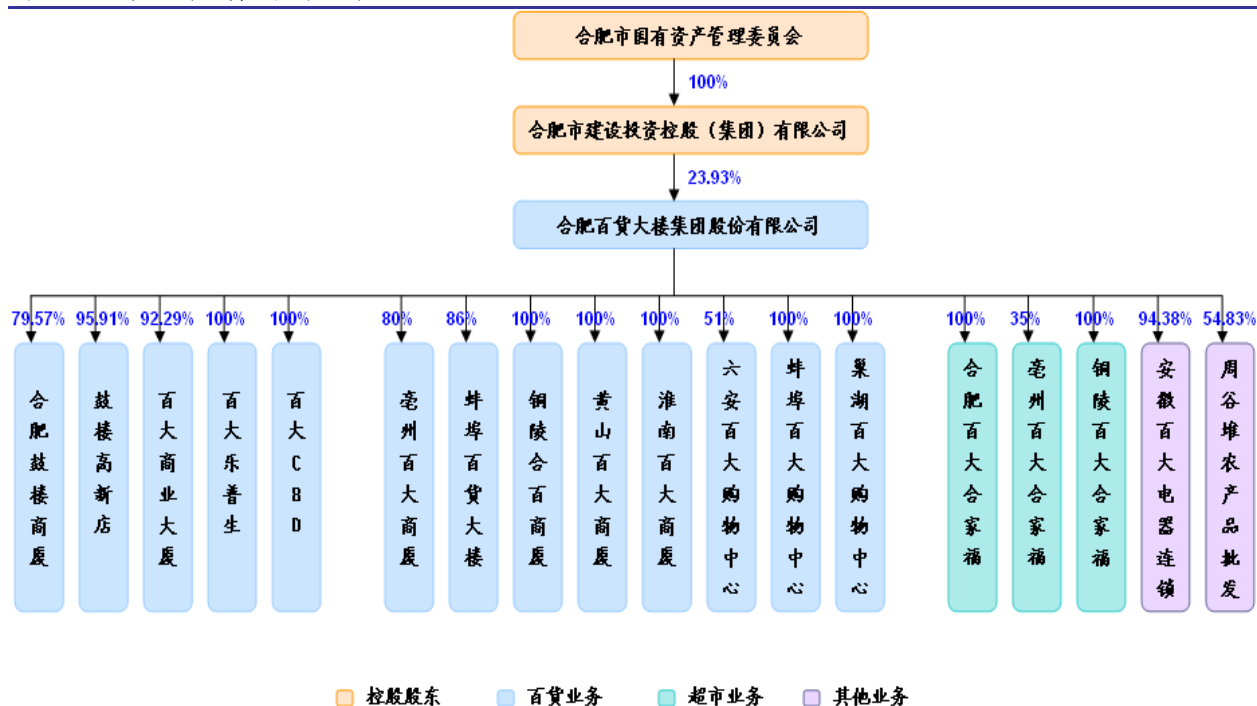
地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

1. 公司概况——全业态发展的区域龙头

合肥百货是安徽省商业龙头企业，经营百货、超市、家电、农批市场四大业态，目前在省内拥有百货 14 家（其中合肥市内 6 家、外埠门店 8 家），家电 22 家和超市 126 家。

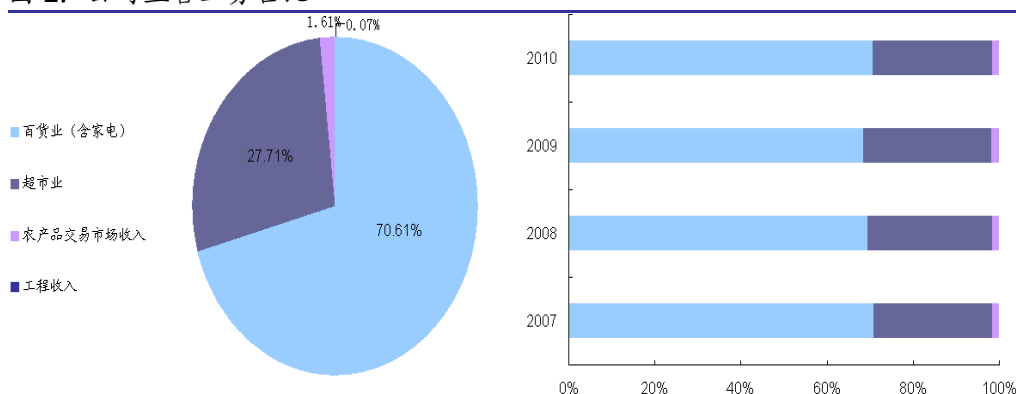
图 1：公司主要业务构成（增发后）



资料来源：公司公告，东北证券

公司在合肥及安徽省内均具有很高的品牌知名度和市场占有率，百货及超市业务是公司重要的收入和利润来源，2010 年上述两项业态在公司主营收入中占比分别为 70.61%（含家电）和 27.71%。

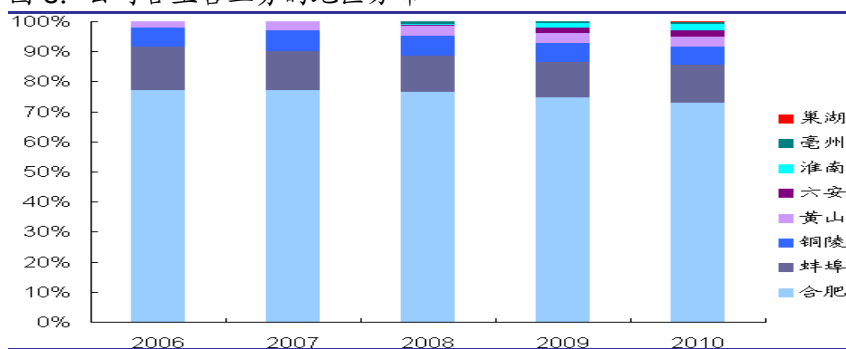
图 2：公司主营业务占比



资料来源：公司公告，东北证券

分地区看，公司经营网络分布于合肥、蚌埠、铜陵、黄山、亳州、六安、淮南、巢湖等安徽省主要地级市，其中合肥占比最大，2010 年达 72.74%，其他地区收入占比在近年来的逐步扩张中呈逐步提升的态势。

图 3: 公司各主营业务的地区分布



资料来源: 公司公告, 东北证券

2. 百货业务——占据核心商圈, 省内稳步扩张

百货业务是公司最核心的业务, 目前公司共有 14 家百货门店, 其中合肥市 6 家, 其余 8 家分布在安徽省内 7 个地级市的主要商圈。

表 1: 公司主要门店情况

	门店	开业时间	经营面积 (万平方米)	物业性质
1	百货大楼	1959	2.2 (建面)	自有
2	鼓楼商厦	1996	2.3	自有
3	商业大厦	1998	1.8	自有
4	百大 CBD	2006	2.6	租赁
5	百大乐普生	2008	1.85	自有
6	鼓楼高新店	2008	2.4 (建面)	租赁
7	铜陵合百	2003	3.2	自有
8	蚌埠百货大楼	2003	1.5	自有
9	蚌埠百大购物中心	2009	2.13 (建面)	自有
10	黄山百大商厦	2005	1.7	自有
11	亳州百大	2005	1	租赁
12	淮南百大	2008	2.62	租赁
13	六安百大	2008	3.2	租赁
14	巢湖百大	2010	2.75 (建面)	租赁

资料来源: 公司公告, 公司网站, 东北证券

公司在合肥的六家门店定位各有不同, 主要覆盖中低至中高消费群体。其中鼓楼店和百大 CBD 定位中高端、百货大楼定位成熟大众、乐普生定位青春休闲、商业大厦和鼓楼高新店定位于社区百货。

表 2: 合肥市主要门店情况

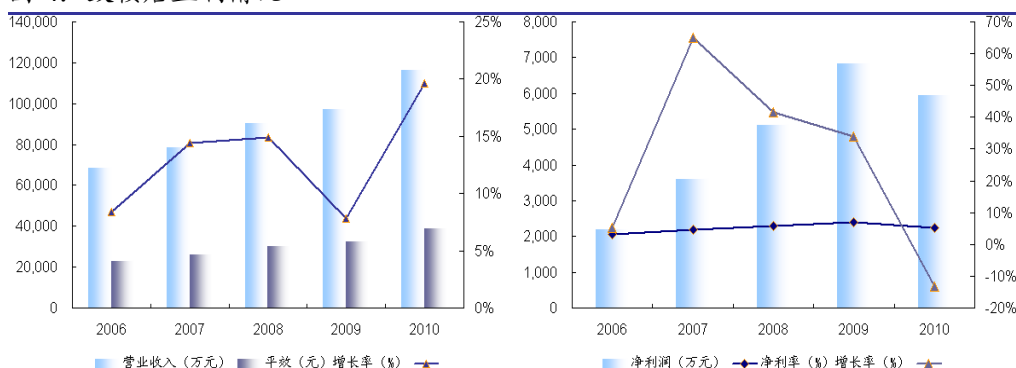
	门店	定位	所处商圈	2010 年净利润 (万元)
1	百货大楼	成熟大众	四牌楼 (合肥市最大的核心商圈)	-
2	鼓楼商厦	中高端	四牌楼 (合肥市最大的核心商圈)	5935.40
3	商业大厦	社区休闲	非核心商圈	1484.00
4	百大 CBD	中高端	三孝口 (西部商圈, 消费能力较高)	1545.40
5	百大乐普生	青春休闲	四牌楼 (合肥市最大的核心商圈)	-
6	鼓楼高新店	社区休闲	非核心商圈	-

资料来源: 公司公告, 公司网站, 东北证券

鼓楼店

鼓楼店是公司最主力的门店，2010 年营业收入 11.64 亿元，同比增长 19.61%，占公司百货业务（含家电）收入的 23.34%，贡献净利润 5935.40 万元，同比下降 13.13%，占归属上市公司股东净利润的 20%。鼓楼店 2010 年净利润有所下降主要由于商圈内竞争加剧，促销活动力度加大，品牌仍处于调整期，黄金销售及家电销售增加，且公司对门店前广场和大门进行了全面改造装修，增加了费用支出。

图 4：鼓楼店盈利情况



资料来源：公司公告，东北证券

鼓楼店建筑面积 3 万多平米，经营面积 2.3 万平米，2010 年原 7-8 楼办公区已经迁出，增加了 5000 平米左右的经营面积，目前 6 楼以上开始装修改造，预计改造完成后 5 楼增加百货面积，6-7 楼经营家电，并增加配套服务。同时公司在今年将对鼓楼商厦进行外立面改造，增加时尚度及现代化感觉，为引进高端化妆品及星巴克等提升硬件条件。

我们认为鼓楼店在服装品牌及化妆品方面仍有较大提升空间，随着更多商家的进入，更多品牌将被引进合肥市场，而鼓楼商厦作为市内位置最好，影响力最大的百货之一，对各类品牌有较高的吸引力，招商过程将比较顺利。我们认为鼓楼店有望在高基数的基础上实现高增长，毛利率也会有所提高。

百货大楼

百货大楼定位于传统百货，主要面向中老年大众消费群体和郊区三县消费者，是公司最老的门店，在公司百货门店中收入规模位居第二。百货大楼在合肥品牌渗透力较强，但随着消费的升级，该店的增长遇到一定的瓶颈，2010 年，百货大楼一层推出了面积超过 1000 平米的“黄金城”，进一步奠定了“买黄金到百大”的市场地位，保证了门店业绩的持续增长，有效提高了利润增速。

百货大楼 2010 年销售收入 8 个亿左右，增速 10% 左右，我们认为百货大楼有一定的客户基础且对周边低端消费的辐射范围逐步扩大，作为成熟传统门店，该店的收入增速将处于平稳偏低的水平，利润增速将快于收入增速。

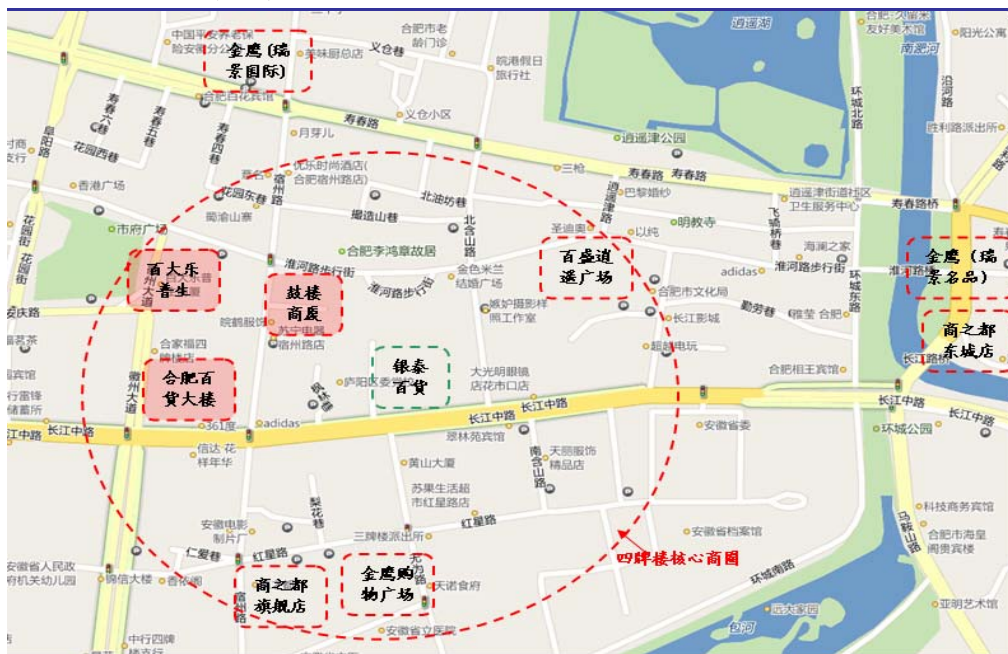
百大乐普生

乐普生商厦与百货大楼、鼓楼商厦同处四牌楼商圈，营业面积 1.85 万平方米，定位青春时尚，与百大另外两家门店形成较好的错位竞争。乐普生在 2008 年起由百大收购 60% 股权并开始经营后，09 年成功扭亏，2010 年 1-9 月实现营业收入 17792.42 万元，净利润 1047.25 万元，盈利能力持续增强。今年公司对门店品牌向青春时尚方面进行了进一步调整，目前门店主要品牌有屈臣氏、玉兰油、欧莱雅、自然堂、梦妆、ONLY、ELAND、

ESPRIT 等。我们认为目前合肥市年轻市场已被充分激活，乐普生依托百大集团，具有一定的品牌优势和地缘优势，未来两年在平效及利润方面仍将处于快速成长阶段。

公司上述三家门店均处于合肥市最核心的四牌楼商圈，主要竞争对手为金鹰购物广场、商之都旗舰店和百盛逍遥广场。金鹰购物广场经营面积达 8 万平米，分 A、C 两座，由于开业不久，化妆品仍在调整，已引进 SK2、H2O、ANNASUI 等，负一楼为合肥市内品牌最丰富的鞋类卖场，并有苹果专卖店、金鹰精品超市及部分餐饮配套，C 座 5-7 层仍在调整中。商之都旗舰店运营已比较成熟，有 LANCOME、HR、伊丽莎白雅顿等化妆品品牌，少淑、女熟、男熟等服装品类也十分丰富。百盛逍遥广场 2010 年对商场外立面进行了全新设计装潢，同时，对商场内部整体布局也进行了调整，引进更多品牌以满足年轻群体的消费需求，近期百盛刚刚引入雅诗兰黛和倩碧，品牌组合更加优化。我们认为竞争对手与公司可以形成一定的错位竞争，商圈整体竞争力的提升也将使在商圈内拥有 3 家门店的公司分享市场扩容的成果，且公司品牌调整空间较大，作为当地的龙头企业，对新进品牌有较高的聚集作用。

图 5：城区主要商业布局



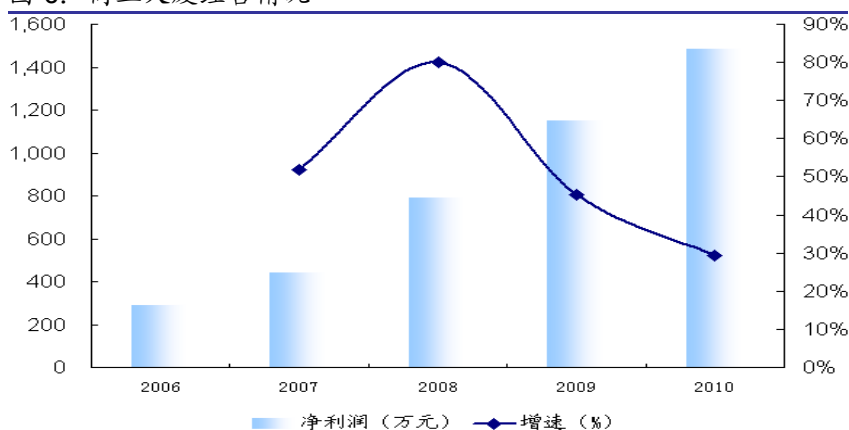
资料来源：东北证券

合肥其他百货

百大 CBD 于 2006 年 1 月开业，建筑面积 3.5 万平方米，初始定位高端精品，后因商圈培育未达预期，调整为中高端门店。2010 年，CBD 营业收入同比增长 30%，实现净利润 1545.4 万元，已经度过培育期，我们认为未来两年门店仍会保持较快的增长，长远发展情况则取决于商圈整体人气的提升。

商业大厦和鼓楼高新店均定为社区休闲，前者开业时间较长，但由于商圈不成熟、消费水平较低等原因，平效一直较低，商业大厦 2010 年净利润已经达到 1484 万元，占归属上市公司净利润的 6.58%，是公司利润的重要构成部分；后者开业于 2008 年 12 月，道路改造完成后，经营情况明显转好，且与合家福高新店联动效果较好，该店 1 季度收入同比增长达到了 80%。

图 6: 商业大厦经营情况



数据来源：公司公告，东北证券

外埠门店

公司外埠门店目前对公司利润贡献在逐渐增加，其中蚌埠百货大楼和铜陵合百商厦贡献最大，2010 年，上述两家门店分别实现净利润 2075 万元和 1896.5 万元，合计占到归属上市公司净利润的 14%。而黄山、六安、淮南、亳州、巢湖的门店对公司业绩影响较小。其中淮南以单体店进入市场，商圈并不十分核心，因此培育期略长，2010 年公司在淮南新开了十几家超市，拉动了当地的购物卡销售，今年情况会有明显好转，有望实现盈利，巢湖门店 2010 年底开业，目前经营情况较好，但今年处于培育期。

表 3: 公司主要外埠门店经营情况

		2007	2008	2009	2010
蚌埠百货大楼	净利润 (万元)	959.70	1,338.80	1,589.60	2,075.00
	YOY	26.08%	39.50%	18.73%	30.54%
铜陵合百商厦	净利润 (万元)	631.90	1,311.90	1,555.50	1,896.50
	YOY	44.10%	107.61%	18.57%	21.92%
蚌埠	营业收入 (万元)	50,830.35	58,959.50	69,245.28	89,692.78
	YOY	9.09%	15.99%	17.45%	29.53%
黄山	营业收入 (万元)	11,966.33	15,980.65	18,966.31	23,389.76
	YOY	66.64%	33.55%	18.68%	23.32%
六安	营业收入 (万元)	-	1,900.79	10,553.57	14,733.13
	YOY	-	-	455.22%	39.60%
淮南	营业收入 (万元)	-	1,971.18	9,340.83	13,969.33
	YOY	-	-	373.87%	49.55%
亳州	营业收入 (万元)	-	3,798.12	3,711.02	3,971.16
	YOY	-	-	-2.29%	7.01%
巢湖	营业收入 (万元)	-	-	-	3,065.97
	YOY	-	-	-	-

数据来源：公司公告，东北证券

扩张计划

公司目前储备项目有港汇广场和肥西百货：港汇广场面积 5.4 万平，定位大型综合百货店，公司百货、超市、家电三大业态同时入驻并引进相关配套服务，项目预计 2012 年 9 月开业；肥西百货将打造成类似天虹商场形式的社区百货，面积 3 万多平，将于 2012 年底开业；另外，公司在省内 17 个地级市中仅进入 8 个，未来将逐步进入安庆、芜湖、滁州、宿州、淮北等经济较活跃的区域。

图 7：公司门店省内布局



资料来源：公司公告，东北证券

公司异地扩张速度为每年新开 1-2 家门店，由于步伐比较稳健，扩张中可以很好的平滑业绩。公司新门店培育期 1-3 年，费用控制较好，新店单店年亏损额最多不超过 1000 万元。公司扩张以百货门店为主导，超市及家电作为配套功能。市场培育成熟后，适时开设单体超市及更多的百货门店。蚌埠市场就是公司成功扩张的案例，目前公司在蚌埠已有 20 余家超市，并于 2009 年底新开了蚌埠百大购物中心，2010 年已经盈利。

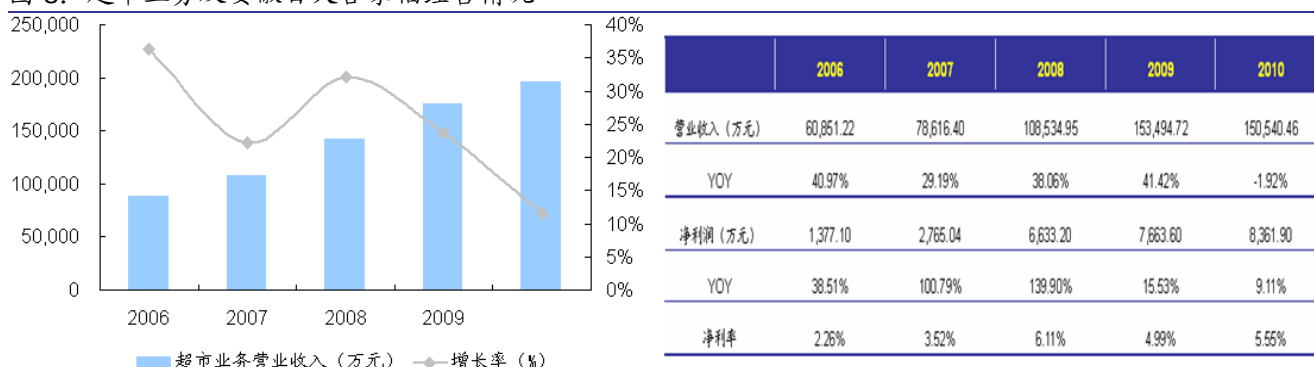
3.超市业务——定位社区超市，形成错位经营

公司 1990 年开始涉足超市业务，已有网点 126 家，在合肥市销售规模仅次于家乐福，是公司重点发展的业务板块之一，增长势头良好。2010 年，公司超市业务毛利率为 17.54%，低于行业平均水平 1.5 个百分点左右，与当地竞争对手相当，主要是区域原因所致，净利率 4-5%，相对较高，主要由于商品结构中食品占比较大。

合家福超市未来将以每年新开 15-20 家的速度扩张，百货门店中均配备超市，在扩张过程中不排除收购当地具有区位优势的小超市，借助公司自身的规模优势进行整合，2010 年，公司就在淮南地区收购了当地的一家小型连锁超市。

公司超市业务 2010 年实现营业收入 19.57 亿元，同比增长 11.47%，其中安徽百大合家福实现营业收入 15.05 亿元，同比略有下降，净利率稳步回升。我们认为虽然公司超市业务面临沃尔玛、家乐福、永辉超市的正面竞争，但定位各有不同，公司主要经营面积 5000 平以下的社区超市及百货店中店，渠道下沉优势明显。我们认为随着公司超市网点数量的增加，对上游供应商的议价能力会逐步增强，自采比例也会提高，毛利率仍有上升空间。

图 8: 超市业务及安徽百大合家福经营情况

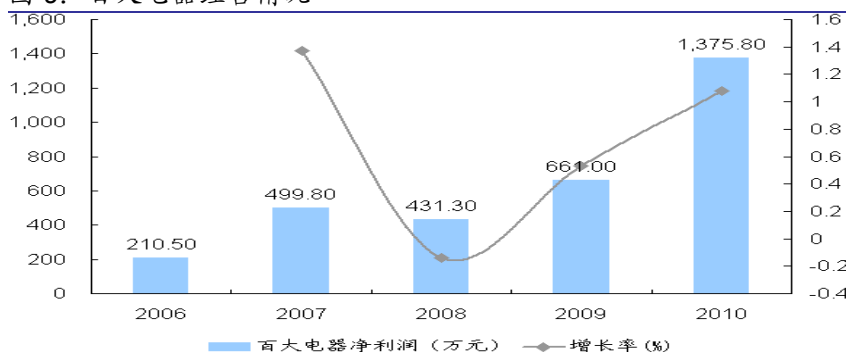


资料来源: 公司公告, 东北证券

4. 家电业务——健全业态结构，顺应消费习惯

公司家电业务主要依托百货门店存在，也有部分单体店，总经营面积超过 18 万平，在合肥市核心区占有 50% 左右的市场份额。由于二三线城市消费者到百货店购买家电的习惯短期不会改变，公司会继续发展家电业务，且目前公司与供应商的合作也在逐步深化，供零关系更为和谐。另外，家电对人气拉动作用非常大，尤其在打折促销期，拉动作用更为明显，并能有效带动购物卡销售。

图 9: 百大电器经营情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

5. 农批市场业务——政府支持，规模扩大

公司持股 54.83% 的周谷堆农产品批发市场位于合肥市东南边的一环和二环之间，自 1992 年 12 月建成开业以来，先后经过了五期工程的滚动发展建设，市场规模由最初的占地 10 亩发展为 280 亩，辐射范围 400 多公里，并从单一的水果交易发展成为综合型农产品批发市场，年交易额超过 100 亿。由于农批市场属民生工程，政府支持力度大，进入壁垒较高，公司在区域内具有垄断地位。

公司农批市场业务收入在公司主营业务收入中占比较小，但由于收入主要来源于收取租金和佣金，土地成本较低，因此净利率较高，对公司利润影响不容忽视。2010 年，周谷堆农批市场实现营业收入 12762 万元，同比增长 16.76%，实现净利润 4092 万元，占公司净利润的 14.32%。

公司农批市场将进行重建和易址，即增发项目中的周谷堆大兴农产品批发市场项目。新市场距市区 15 分钟车程，建成后面积将扩大至 1263 亩，交易额有望达到 300 个亿。项目在 2012 年底完成搬迁的可能性较大，面积的扩大和交易额的提升将增加农批业务对公司的利润贡献。

表 4: 周谷堆农批市场经营情况

	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入 (万元)	-	-	9,529.74	10,930.79	12,762.26
YOY	-	-	-	14.70%	16.76%
净利润 (万元)	922.90	1,940.30	2,497.00	4,170.70	4,092.10
YOY	50.38%	110.24%	28.69%	67.03%	-1.88%

数据来源: 公司公告, 东北证券

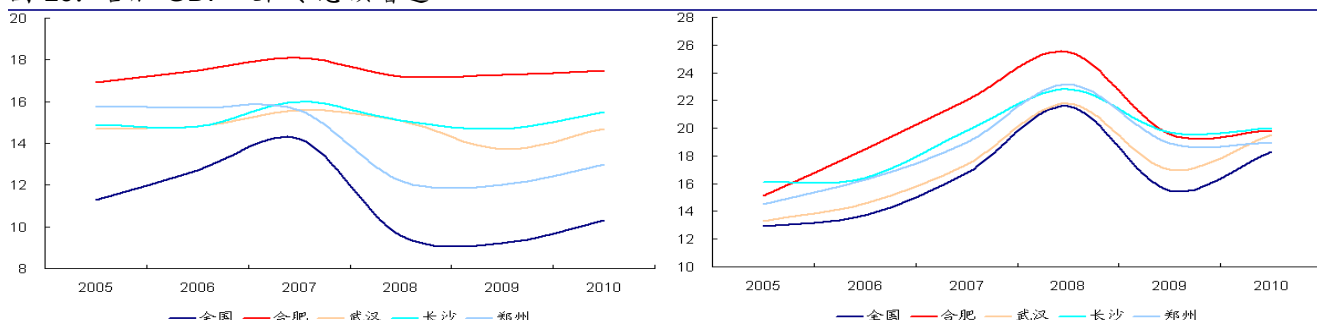
6. 非公开增发——增厚业绩, 新建项目

公司增发项目已获证监会通过, 募集资金不超过 7.1 个亿, 发行股数不超过 4500 万股, 分红派息后底价 16.73 元。募投项目中收购合家福超市 51.375% 的股权和百大乐普生 40% 股权 2011 年可为公司贡献增发后每股收益 0.10 元左右, 且二者均为公司处于快速上升期的业务, 收回权益有利于公司业绩提升; 巢湖百大已于 2010 年 9 月 30 号已经开业, 经营情况较好, 尚处于培育期; 农批市场项目将在 2012 年以后完工。

7. 充分受益区域经济增长

我们认为公司业绩增长将充分受益于区域经济快速发展带来的消费升级和市场扩容。2010 年, 合肥市 GDP 为 2072.5 亿元, 同比增长 17.5%, 增速高于全国及其他中部主要省会城市水平; 社零总额增速为 19.8%, 同样处于领先水平。

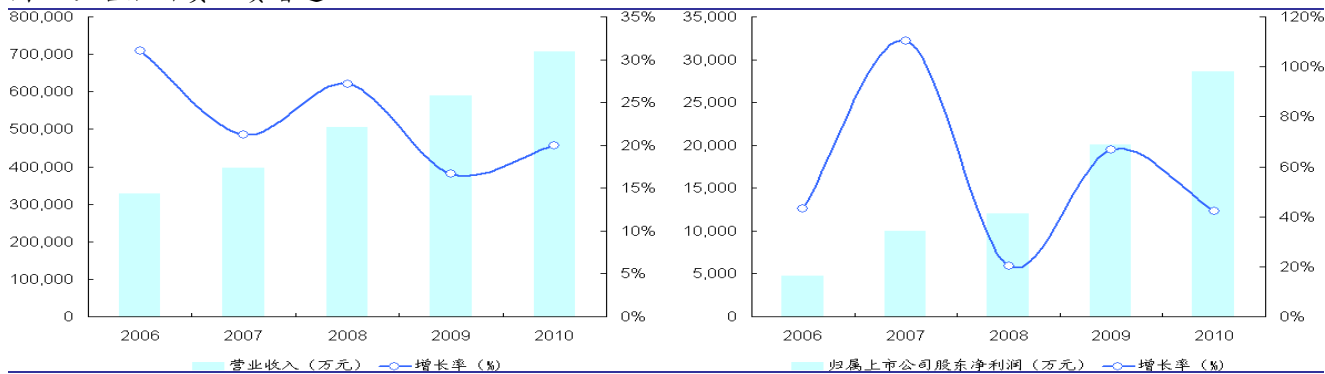
图 10: 合肥 GDP 及社零总额增速



数据来源: WIND, 东北证券

在经济增长的大环境下, 公司收入和利润持续快速增长, 2010 年, 公司实现营业收入 70.62 亿元, 同比增长 19.99%, 归属上市公司股东净利润 2.857 亿元, 同比增长 42.31%。

图 11: 合肥百货业绩增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

我们认为未来 3-5 年，公司仍处于有利于快速成长的经济环境中。从政策环境看，国家实施区域发展总体战略和主体功能区战略，推动经济布局逐步从沿海向内陆延伸，加快中西部地区发展是国家“十二五”规划的重点，合肥所在的江淮地区被列为重点开发区域；随着国家促进中部崛起战略的深入实施，皖江城市带承接产业转移示范区、合芜蚌自主创新试验区和国家创新型城市试点、合肥经济圈建设的实质性推进，诸多政策的叠加效应将在“十二五”期间集中显现。从发展趋势看，随着沿海产业加速向中西部地区转移，良好的区位优势、较低的商务成本和日益完善的投资环境，使合肥正在成为产业转移的首选地。从发展阶段看，目前合肥正处在工业化和城市化加速推进阶段，城市集聚产业和人口的功能不断提升，城乡一体化向纵深推进，产业结构加快优化升级，经济发展的后劲和内生动力进一步增强。

十二五期间，合肥市的发展目标包括全市地区生产总值突破 6000 亿元，年均增长 16%，社会消费品零售总额达到 2000 亿元，年均增长 19%，城区常住人口突破 400 万人，建成区面积扩大到 410 平方公里，城镇化率达到 75%等。

表 5：合肥“十二五”时期经济社会发展主要目标

分类	指标名称	单位	总量	增速（%）	指标属性
经济发展	地区生产总值	亿元	6000	16	预期性
	人均 GDP	美元	15000		预期性
	固定资产投资（累计）	亿元	25000	18	预期性
	其中：工业投资（累计）	亿元	8500	20	预期性
	社会消费品零售总额	亿元	2000	19	预期性
产业结构	财政收入	亿元	1000	16	预期性
	三次产业比	%	3:55:42		预期性
	规模以上工业增加值	亿元	2500	20	预期性
	战略性新兴产业增加值	亿元	1100	—	预期性
	全社会 R&D 占 GDP 比	%	3		预期性
城市建设	建成区面积	km ²	410		预期性
	市区常住人口	万人	400 以上		预期性
	城镇化率	%	75		预期性
生态环境	万元地区生产总值能耗	吨标煤	达省控目标		约束性
	主要污染物排放	吨	达省控目标		约束性
	城镇污水集中处理率	%	95		约束性
	城市垃圾无害化处理率	%	100		约束性
	建成区绿化覆盖率	%	46 以上		约束性
居民生活	全市森林覆盖率	%	20		约束性
	城镇居民人均可支配收入	元	37500	14.5	预期性
	农民人均纯收入	元	14300	15	预期性
	居民消费价格指数	%	全国平均水平以内		预期性
	城镇居民人均居住面积	平方米	30		预期性
	农村居民人均居住面积	平方米	36		预期性
社会建设	人均期望寿命	岁	79		预期性
	新增就业岗位（累计）	万个	60		预期性
	城镇登记失业率	%	4.5 以内		预期性
对外开放	地区进出口总额	亿美元	248	20	预期性
	实际利用外资（累计）	亿美元	100	12	预期性

说明：以上增速均为年均增速，其中地区生产总值和规上工业增加值增速按可比价计算。

数据来源：公开资料，东北证券

在产业发展与布局方面，合肥将重点打造新型平板显示、新能源、家用电器 3 个两万亿元级产业，汽车及零部件、装备制造、食品及农产品加工 3 个万亿元级产业，培育发展 2-3 家产值超 500 亿元、30 家产值超百亿元的企业集团，加快形成结构优化、技术先进、清洁安全、附加值高、吸纳就业能力强的现代产业体系；服务业方面，合肥将打造成全国区域性金融、物流、会展、商贸、旅游、信息服务等现代服务业中心。

图 12: 合肥市产业布局规划图



数据来源：公开资料，东北证券

交通方面，合肥将着力建设全国重要的综合交通枢纽，铁路将加快与长三角经济圈城市城际铁路的衔接，推进合肥经济圈城际铁路建设；航空将建成启用新桥国际机场；公路方面改造提升连接周边城市的快速公路网，建设长丰至新桥机场的高速公路连接线和淮南至合肥煤炭外运通道等项目。水运将打造江淮流域内河航运中心。城区交通将加强中心城区与城市副中心的交通联系，建成城市轨道 1 号线，启动 2 号线等轨道线建设，加快公路客运和公共交通换乘枢纽建设，实现各种运输方式间的有效衔接和便捷换乘。交通系统的完善将增强合肥对外辐射能力、促进组团对接、畅通城市交通，为合肥经济快速发展及城市区的扩大奠定基础。

图 13: 合肥市“十二五”综合交通枢纽规划图



数据来源：公开资料，东北证券

在受益经济增长所带来的消费总量增加的同时，公司自身也有较大的提升空间。目前，商之都、金鹰、百盛、万达等商业企业纷纷布局合肥市中心城区，银泰百货今年也有望开业，合肥商业气氛日益浓厚，进入零售业快速发展期。我们认为合肥商业环境在从垄断向竞争、封闭向开放发展的初期，定位中高端且全业态发展的区域龙头受益将最为明显，一方面竞争对手所带来的大量品牌增加了消费者对品牌的认知，另一方面合肥市场对品牌的吸引力也将有所提高，从而带动消费市场的活跃和升级。我们认为公司占据合肥市最重要的核心商圈，且在其他地级市也有布局，其区域龙头地位在品牌引进尤其是中高端品牌的引进上具备比较优势。据了解，合肥市商业品牌建设比较落后，ELAND等主流女装品牌在 06-07 年左右才进入合肥市场，市内首家星巴克有望在今年入驻鼓楼商厦。我们认为女装、化妆品及其他著名消费品牌的大量引进和提升将有效提高公司成熟门店的毛利率、平效和客单价，使公司有望在高基数的基础上保持较高的业绩增速。

7.盈利预测与投资建议

我们认为公司在“十二五”期间面临新的发展机遇，在经济增长和消费升级的大背景下，公司品牌结构调整相比竞争对手仍有较大的提升空间，内生增长可期；从长期来看，公司外延扩张步伐稳健，且以百货为依托，超市和家电配套经营，在省内其他地级市具备先发优势，是公司长期发展的保障。预计公司 2011-2013 年每股收益（增发后）分别为 1.01 元（剔除投资收益 0.75 元）、1.00 元和 1.20 元，对应 PE24.84 倍、18.63 倍和 15.53 倍，估值较低，维持推荐评级。

表 6：公司利润表预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	706,170	867,112	1,032,871	1,235,121
营业成本	588,548	719,703	855,217	1,022,680
营业税金及附加	6,522	6,647	7,898	9,445
主营业务利润	111,100	140,763	169,756	202,996
销售费用	19,087	24,713	27,371	32,113
管理费用	46,401	56,362	64,038	74,107
财务费用	932	1,144	1,363	1,630
营业利润	47,539	76,459	76,984	95,146
营业外收支净额	364	0	0	0
利润总额	47,904	76,459	76,984	95,146
所得税费用	11,190	18,350	18,476	23,787
归属母公司净利润	28,574	53,226	52,364	63,188
每股收益（元）	0.54	1.01	1.00	1.20

数据来源：公司公告，东北证券

8.风险提示

区域经济发展速度低于预期，竞争过于激烈导致公司客户流失及盈利能力下降，扩张中存在不确定性。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。