

分析师： 代薇	(8627)65799539	daiwei@cjsc.com.cn	执业证书编号： S0490510120004
联系人： 童兰	(8627)65799539	tonglan@cjsc.com.cn	执业证书编号： S0490511040003

长三角地区二线城市商业零售的佼佼者

事件描述

发行基本情况：公司本次发行前总股本为 38280 万股，本次拟发行股份11000 万股，本次发行后总股本为 49280 万股，本次发行股份占发行后总股本的比例为22.32%，采用网下向询价对象询价配售和网上资金申购定价发行相结合的方式。

本次募集资金将用于：南通市下辖如东、如皋、启东、海安 4 市（县）扩建集百货、超市、电器、餐饮及休闲娱乐等于一体的综合购物中心项目。

我们预计公司 2011 年至 2013 年收入增速分别为 22.56%、21.48%和 19.98%，2011 年至 2013 年的 EPS 分别为 0.91 元、1.14 元和 1.41 元（按照发行后股本计算）。考虑到公司在区域市场具有明显的优势地位，往后几年自建大型购物中心实现网点升级、外地开店计划比较明确，具有比较好的成长性。结合当前行业平均估值水平并综合考虑市场情况，我们给予公司 2011 年 20 倍~25 倍的市盈率，对应的询价区间为 18.2-22.5 元。

事件评论

公司是长三角地区二线城市商业零售的佼佼者

公司是江苏省南通市最大的零售企业，也是江苏省领先的零售企业之一，在中国连锁经营协会公布的 2010 年连锁百强中排名第二十一位。公司主要从事百货、超市、电器销售专业店的连锁经营业务，主要经营地为江苏省和上海市，目前公司拥有 32 家门店，包括 10 家百货门店，2 家综合超市门店和 20 家电器销售专业店；其中，21 家位于南通市，11 家分别分布在盐城市、泰州市、连云港市和上海市，初步完成“立足南通、辐射华东”的布局。

我们分析，公司目前具备以下几点竞争优势：

- 1) 公司在南通市场上占有优势地位，公司的品牌影响力、美誉度和顾客忠诚度都较高，为公司带来市场份额和获利能力的持续提升。
- 2) 公司侧重于在经济发达地区的二三线城市进行布局，能够充分受益于这些地区的消费升级和消费普及的趋势，避开一线城市的激烈竞争，易于取得局部区域的市场领先地位。
- 3) 控制股东资源丰富，实力雄厚，借助集团资源，使得公司在未来的购物中心开发方面具备较大的优势。

我们认为，公司未来增长点在于：

- 1) 公司计划以自行兴建的物业对原有租赁物业进行扩建和升级，将能使公司的经营面积和物业面积大幅提高，商业设施具有当地领先水平。通过自建物业，扩大经营面积，提高经营绩效，实现外延和內生的双重增长。

2) 公司计划通过自建、租赁以及收购等方式进入苏中、苏北及其他地区，特别是经济水平较高、竞争相对温和的二线、三线城市，获得新的利润增长点，实现外生增长；承诺在上市后将南通二店注入上市公司。

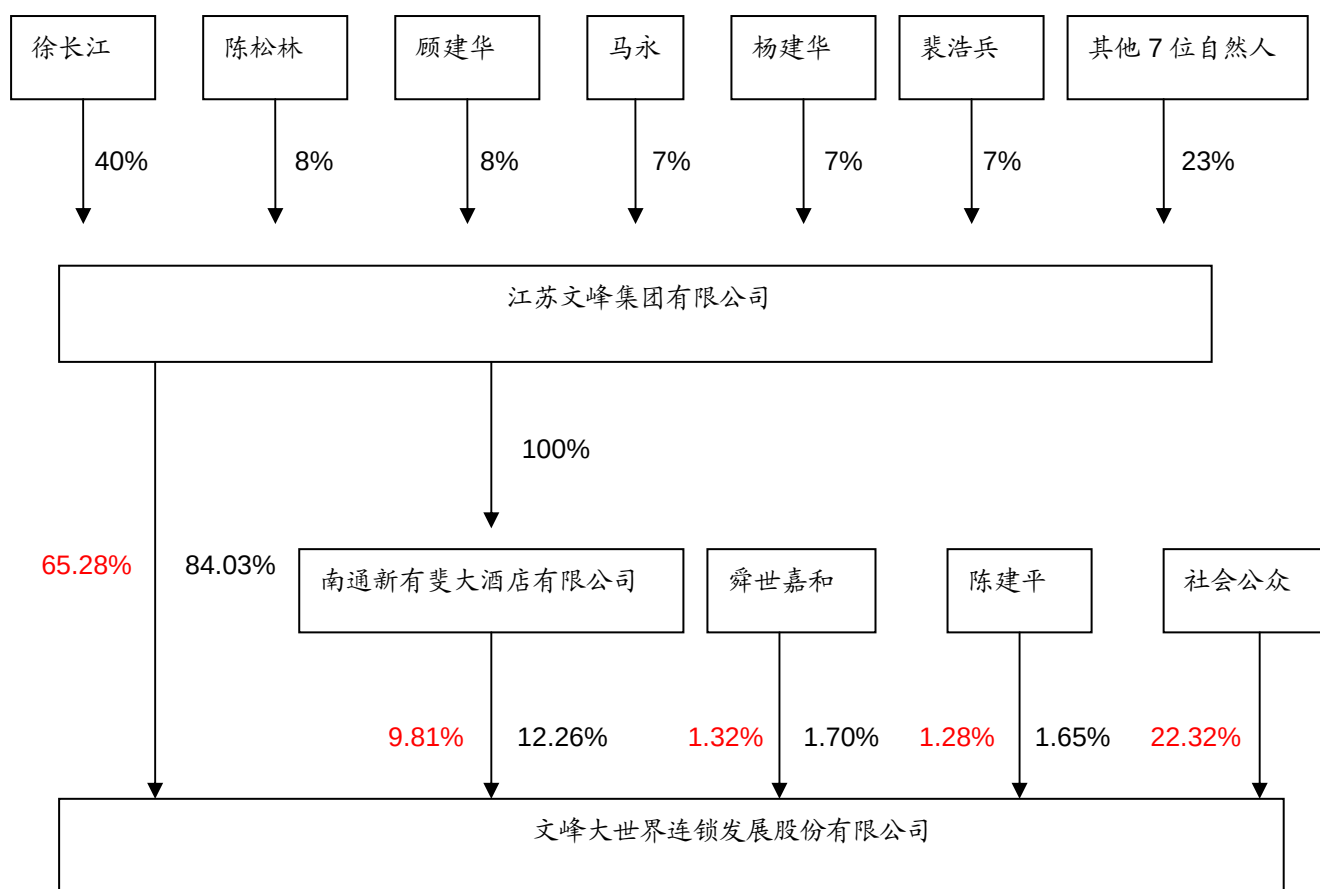
表 1：公司门店基本情况

店面	经营业态	开业时间	经营面积 (M ²)	物业	2010 年收入 (万)
大世界南大街店	百货、精品超市	1996.1	47,917	自有	177,010.70
大世界如皋店	百货、精品超市	1997.12	49,434	自有	36,014.82
大世界海门店	百货、精品超市	1998.9	12,154	租赁	34,357.97
大世界如东店	百货、精品超市	1999.9	24,638	自有	37,142.45
大世界启东店	百货、精品超市	1999.12	12,133	自有	30,423.95
麦客隆店	综合超市	2000.4	5,300	租赁	9,514.22
大世界海安店	百货、精品超市	2000.9	13,561	租赁	17,765.51
千家惠吉星店	综合超市	2000.12	6,850	自有	9,131.79
千家惠泰州店	百货、综合超市	2002.9	23,343	租赁	26,370.93
大世界靖江店	百货、精品超市	2009.11	27,229	自有	11,902.08
文峰电器阜宁店	电器销售	2003.1	1,370	租赁	1,966.95
文峰电器吕四店	电器销售	2003.7	2,875	租赁	2,165.18
文峰电器姜堰店	电器销售	2003.9	1,520	租赁	2,201.94
大世界沪东店	百货、综合超市	2003.9	23,191	租赁	61,896.89
文峰电器工农路店	电器销售	2006.3	1,700	租赁	2,489.46
大世界通州店	百货、精品超市	2007.3	24,763	自有	27,468.52
文峰电器启东二店	电器销售	2006.1	2,349	租赁	1,655.35
文峰电器建湖店	电器销售	2006.12	2,560	租赁	2,227.71
文峰电器人民路店	电器销售	2008.12	7,350	租赁	25,659.14
文峰电器靖江店	电器销售	2009.11	4,000	自有	--
文峰电器南大街店	电器销售	2009.6	6,200	自有	--
文峰电器如皋海阳路店	电器销售	2009.6	14,299	租赁	--
文峰电器如皋中山路店	电器销售	2010.8	4,000	自有	--
文峰电器海门店	电器销售	2009.6	3,400	租赁	--
文峰电器如东店	电器销售	2009.6	4,800	自有	--
文峰电器启东店	电器销售	2009.6	1,600	自有	--
文峰电器海安店	电器销售	2009.6	2,400	租赁	--
文峰电器通州店	电器销售	2009.6	4,300	自有	--
文峰电器泰州店	电器销售	2009.6	4,200	租赁	--
文峰电器高港店	电器销售	2009.6	1,600	租赁	1,799.94
文峰电器连云港店	电器销售	2009.6	2,868	租赁	3,951.69
文峰电器沪东店	电器销售	2009.6	5,700	租赁	--

注：上表中 2010 年营业收入一栏未包括文峰电器南大街店等 11 家原在百货门店中经营的电器专卖店，其报告期内经营数据反映在其归属的百货门店中。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司管理层的利益与股东利益高度一致。在本次股份发行前，江苏文峰集团有限公司（文峰集团）自身持有文峰股份 84.03% 的股份，并通过全资子公司南通新有斐大酒店有限公司间接持有文峰股份 12.62% 的股份，合计达到 96.65%。按照发行 11000 万股计算，发行之后实际控股股东文峰集团直接和间接共持有公司 75.08% 的股份。而文峰集团的股东为 13 位自然人，其中有 9 人在文峰股份担任董事、监事或高级管理人员。这样的股权结构可以使管理层的利益与企业的经营绩效紧密地联系在一起，形成有效的股权激励制度，从而有助于经营业绩的不断提高。



本次募集资金将用于以下项目：南通市下辖如东、如皋、启东、海安4市（县）扩建集百货、超市、电器、餐饮及休闲娱乐等于一体的综合购物中心项目。

上述四个项目是公司“二次创业”整体发展计划的一部分，这四地都处于我国经济相对发达地区。如东、如皋、启东、海安等县级市人均 GDP 水平与我国中西部地区的部分省会城市基本相当，其 2008 年人均 GDP 均已突破 2,000 美元。根据其他国家零售行业发展的历史经验，当人均 GDP 超过 2,000 美元后，零售行业尤其是百货行业通常将迎来快速发展的黄金时期。

公司在如东、如皋、启东、海安等现有门店近年来保持着良好的增长态势，从坪效、销售收入等经营数据上看上述门店已经达到行业内的较高水平。公司在上述门店所在地形成了一定的先发优势，但由于物业面积和物业条件限制，公司优势受到竞争对手的挑战，因此公司有必要进一步扩大经营规模，巩固公司的区域领先优势。

公司原如东店为租赁物业，定位于中高档，以经营百货为主，兼顾精品超市和电器销售，门店经营业面积为 6580 平方米；公司拟在原店以南 500 米外扩建，扩建后经营面积增加至 36798 平方米，其中地上面积为 29719 平方米，经营面积增加 450%。公司原如皋店为租赁物业，物业净营业面积 7590 平方米，以经营百货为主，兼营精品超市和电器销售；公司拟在原店以西 400 米处扩建门店，使营业面积增加至 68454 平方米，其中地面面积 60738 平方米，经营面积增加 800%。公司在启东拥有文峰大世界启东店、文峰电器启东店和文峰电器启东二店，主要经营百货、超市

和电器销售三种业态，净营业面积共 11000 平方米；公司拟在现启东店的基础上进行扩建，计划扩建后经营面积增加至约 66000 平方米，其中地上面积约 56000 平方米，经营面积增加 500%。公司在启东的门店经营面积为 5430 平方米，主要经营百货、精品超市和电器销售业态；公司拟在原店以南 1500 米处扩建门店至经营面积 55679 平方米，其中地上面积 49867 平方米，经营面积增加 925%。

表 2：公司拟募集资金投资项目情况

地区	原店经营面积（平米）	拟扩建经营面积（平米）	经营面积增加比
如东	6580	36798	459.24%
如皋	7590	68454	801.90%
启东	11000	66000	500.00%
海安	5430	55679	925.40%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 3：公司拟募集资金投资情况

地区	项目计划总投资（万）	其中募集资金投资（万）
如东	17868	11076
如皋	26742	20273
启东	30491	20291
海安	25063	25063
合计	100164	76703

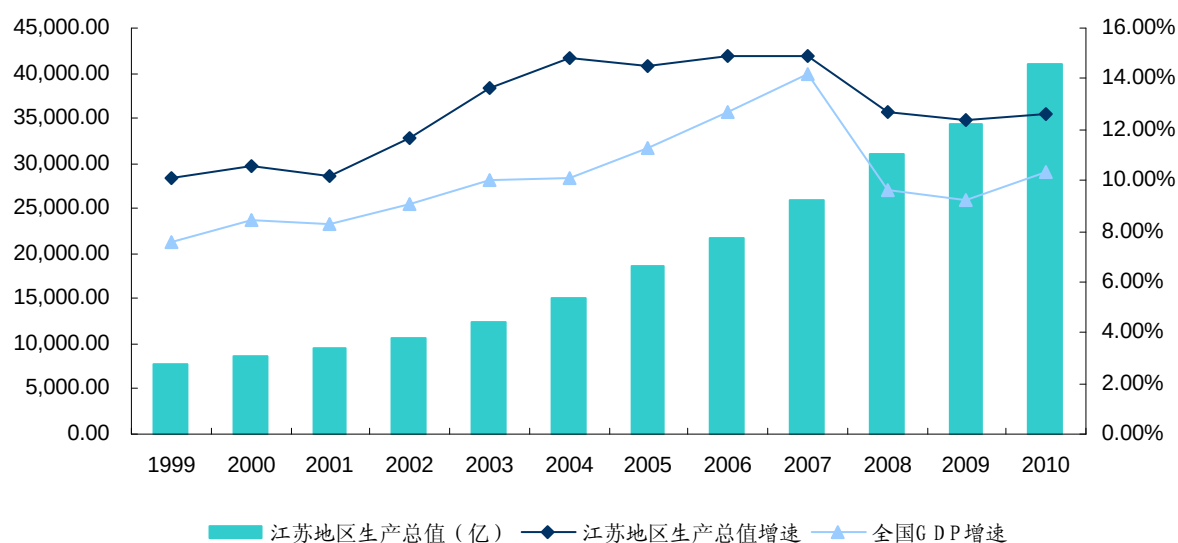
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

江苏省和南通市消费及经济分析

公司属于区域零售商，在经营的 32 家门店中，2 家位于上海市，其余 30 家位于江苏省，其中 21 家位于南通市，9 家分布在盐城、泰州和连云港等地。因此公司的未来增长与江苏省特别是南通市的经济发展及居民消费性支出密切相关。

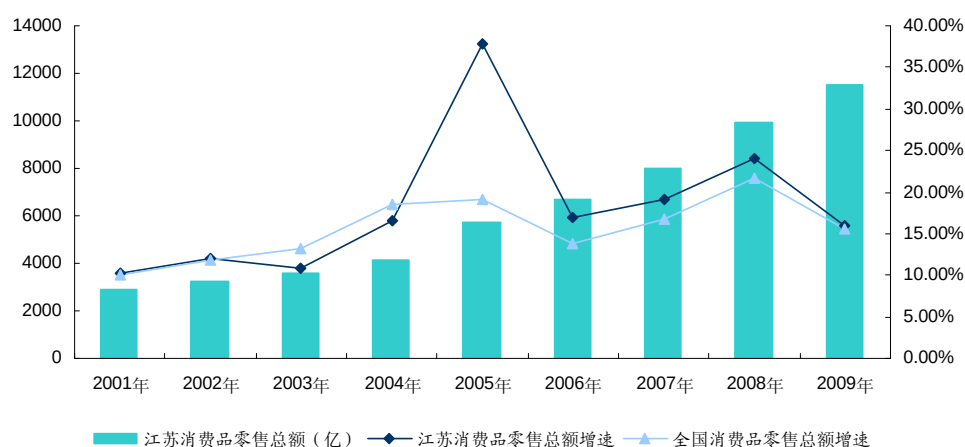
江苏省 2009 年地区生产总值达 34061.2 亿元，比上年增长 12.4%；人均地区生产总值近 44232 元。2009 年末，江苏省常住人口 7724.5 万人，全年城镇人均可支配收入 20552 元，比上年增长 10%；人均消费性支出 13153 元，比上年增长 9.8%；2009 年，江苏省实现社会消费品零售总额 11484.1 元，比上年增长 18.9%，其中城市消费品零售额 8471.5 亿元，比上年增长 19%。

图 2：江苏地区生产总值增速



资料来源: wind, 长江证券研究部

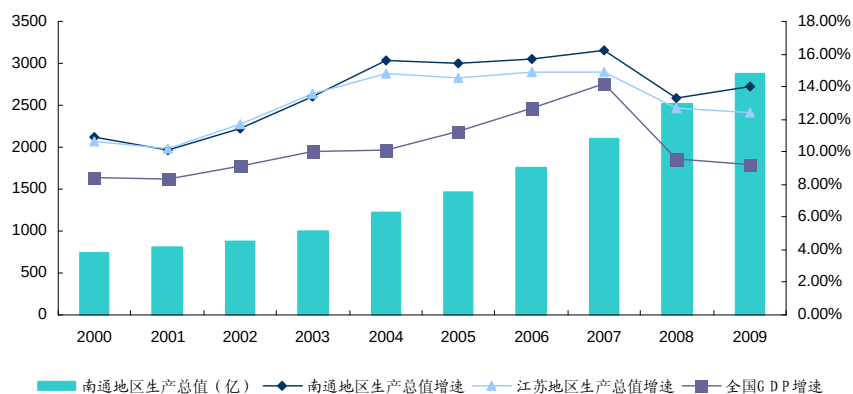
图 3: 江苏消费品零售总额增速



资料来源: wind, 长江证券研究部

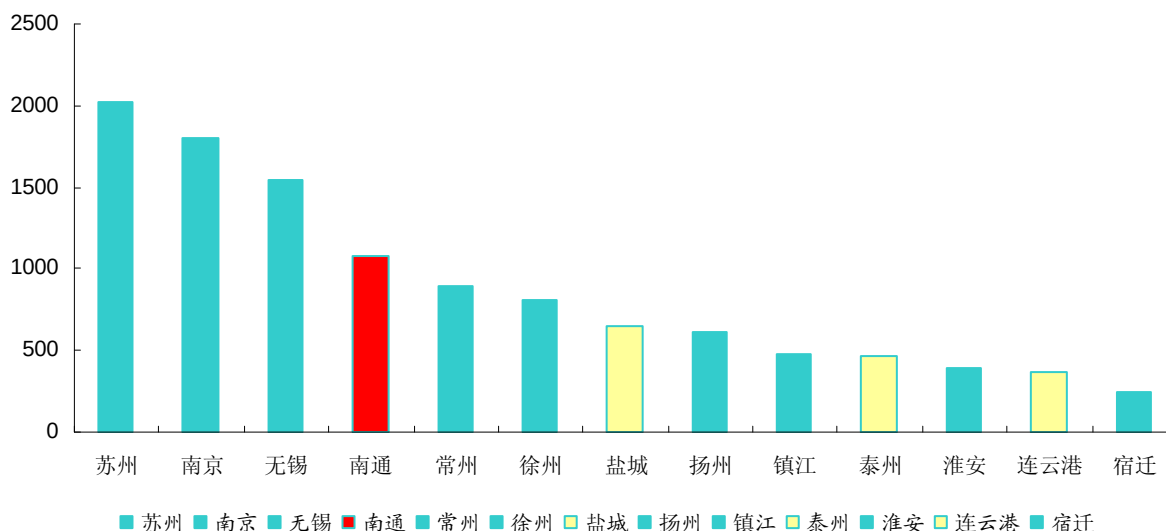
南通处于江苏省东部，位于长江入海口北岸，南与苏州、上海两市隔江相望，总面积 8001 平方公里，2009 年末全市户籍人口 762.66 万人，其中市区人口 211.54 万人。南通是中国首批对外开放的沿海港口城市之一，2009 年地区生产总值达到 2872.80 亿元，比上年实际增长 14%。2007 年到 2009 年，南通地区生产总值增速分别为 16.2%、11.3% 和 11.4%，这个增速高于江苏省和全国的增速。2009 年，南通、盐城、泰州和连云港在江苏省 13 个省辖市中社会消费品零售总额排名分别为第 4、第 7、第 10 和第 12，总量占全省的 22.5%。

图 4: 南通地区生产总值增速



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 5: 2009 年江苏省 13 市社会消费品零售额比较



资料来源: wind, 长江证券研究部

江苏省经济总量庞大，发展速度较快，公司“立足南通、辐射华东”的策略将会有广阔的发展空间。公司除在南通市区的核心商圈进行布局，门店还广泛深入到南通下属的六个县级市，并避开江苏省内竞争较为激烈的南京、苏锡常地区作为扩张的目标，优先选择盐城、泰州、连云港等地。其实，江苏省是中国经济最为发达的地区之一，江苏省内的二三线城市，区域市场容量和消费力并不逊于中、西部的一线城市，发展潜力较大，且目前市场竞争者尚少，易于取得领先地位。

公司业务开展情况及竞争优势分析

公司百货、电器销售业务增长稳定，超市业务增长缓慢

公司 2009 年和 2010 年主营业务收入分别增长 5.79% 和 14.54%，其中百货、电器销售业务增长稳定，超市业务则增长缓慢。百货收入在 2008 年到 2010 年复合增长率达到 11.99%，超市为 1.29%，电器销售为 11.40%。公司百货收入增长主要是当地宏观经济保持稳定增长，人民生活水平稳步提高，而公司在当地具有优势地位，充分享有经济发展

带来的市场扩容。电器销售收入增长的主要原因是公司在过去三年新开设了电器销售专业店 4 家。超市收入增长缓慢主要是由于市场竞争激烈，现有超市受制于经营面积狭小。

表 4：公司近年总体经营业绩（百万元）

业态	2010 年度		2009 年度		2008 年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额
百货	307109.10	16.61%	263359.53	7.55%	244879.99
超市	78667.38	7.44%	73218.88	-4.51%	76674.20
电器	159605.03	14.25%	139694.14	8.62%	128612.86
其他	1235.86	27.28%	970.97	3.29%	940.02
合计	546617.37	14.54%	477243.52	5.79%	451107.08

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

总资产规模持续扩大，固定资产比例提升

公司 2009 年末和 2010 年末总资产分别比上年末增长 21.3%和 20.8%，在经营规模持续扩大的同时，非流动资产比例由 2008 年末的 39.55%上升到 2010 年末的 46.67%。这一数据的变动反映的是公司由“轻资产、重业务”的发展模式逐渐步入“资产和业务并重”的发展模式。近年来公司考虑到优质物业资源的稀缺性及其对零售业务尤其是百货业务发展的重要性，同时为了规避租赁物业的不确定性，从 2009 年开始不断提高固定资产比中，取得自有物业的长期成本优势，增加业务发展的稳定性。

毛利率水平处于行业中游，超市、电器销售毛利率偏低

公司过去三年的毛利率比较平稳，分业态来看，百货业务毛利率虽然小幅下降，但是由于公司的区域优势使得议价能力较强，毛利率保持在 18%，在众多同行业公司中排名中游。小幅下降的主要原因是引入了一些国际知名产品，对部分高档品降低了销售分成比例；此外对波动风险较大的黄金产品由经销改为联销。

超市业务竞争激烈，公司与竞争对手相比不具备竞争优势，毛利率水平偏低；电器业务上公司由于区域性特点，供应商议价能力较弱，这导致超市、电器业务的毛利率低于同行业上市公司。

预计随着募集资金投资项目的陆续完工，公司的门店规模和档次都会得到提升，有助于毛利率的缓慢提升。

表 5：公司过去三年分业态的毛利率指标

业态	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	毛利	毛利率(%)	毛利	毛利率(%)	毛利	毛利率(%)
百货	56,298.36	18.33	49,360.86	18.74	46,610.24	19.03
超市	6,140.16	7.81	9,268.88	12.66	10,056.12	13.12
电器	17,326.08	10.86	11,098.03	7.94	8,603.61	6.69
其他	799.93	64.73	639.42	65.85	607.97	64.68
合计	80,564.53	14.74	70,367.18	14.74	65,877.94	14.6

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 6：同行业其他上市公司的毛利率情况

业态	公司名称	2009 年度(%)	2008 年度(%)	2007 年度(%)
百货类上市公司	百联股份	26.19	24.33	23.17
	友谊股份	21.08	20.39	19.54
	广州友谊	22.62	19.83	19.86

	王府井	18.67	17.73	17.44
	大商股份	18.52	13.58	14.79
	重庆百货	15.86	14.29	14.3
	合肥百货	16.51	13.58	13.43
超市类上市公司	武汉中百	18.15	13.1	12.61
	华联综超	19.34	11.05	12.06
电器类上市公司	苏宁电器	17.35	14.53	11.25

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

大世界南大街店是公司的主力门店，南通市外的部分门店增长迅速

从门店数据上来看，大世界南大街店是公司的旗舰店。该店于 1996 年开业，坐落于南通市最繁华的南大街商圈中央位置，建成以来一直是南大街商圈物业体量领先和销售规模最大的门店。该店经营面积 47917 平方米，2010 年营业收入为 17.7 亿元，占公司主营业务收入的 31.66%。该店近三年来内生增长良好，符合增长率为 11.77%，基本与公司百货门店的平均增长率趋同。从 1997 年到 2007 年，该店复合增长率达到 15.38%，是公司一步步发展壮大的关键。该店由于地理位置极其稀缺、核心，未来 3 年有望保持 12% 的增长率。

百货门店中，大世界如皋店、大世界如东店、大世界通州店和大世界沪东店增速较快，其中前三家店都位于南通的县级地区，反映了公司在南通的区域优势以及向二三线城市发展战略的成功。大世界沪东店位于上海浦东新区张杨北路与五莲路路口，直接与地铁 6 号线五莲路出口相连接，在 6 号线通车后，该店经营业绩将快速提升。

表 7：主要门店近三年收入情况

门店简称	2010 年度	2009 年度	2008 年度	近三年复合增长率
大世界南大街店	177,010.70	148,133.79	141,683.30	11.77%
大世界如皋店	36,014.82	28,196.03	26,552.82	16.46%
大世界海门店	34,357.97	30,649.19	29,587.62	7.76%
大世界如东店	37,142.45	29,637.30	23,205.65	26.51%
大世界启东店	30,423.95	28,731.94	27,170.06	5.82%
大世界海安店	17,765.51	16,857.09	15,945.33	5.55%
大世界盐城店	7,958.78	16,222.18	23,761.43	-42.13%
大世界通州店	27,468.52	21,641.19	21,215.84	13.79%
千家惠泰州店	26,370.93	24,305.78	25,326.72	2.04%
大世界沪东店	61,896.89	57,740.92	41,275.84	22.46%
大世界靖江店	11,902.08	1,502.50	-	-
合计	468,312.60	403,617.91	375,724.61	11.64%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司未来业绩增长点

通过对公司未来发展目标的分析，以及公司所具有的区域性优势，我们认为公司未来的业绩增长点主要表现在两个方面：1) 借助于本次募集的资金，公司计划以自行兴建的物业对原有租赁物业进行扩建和升级，能够扩大经营面积，提高经营绩效，实现外延和內生的双重增长；2) 公司计划通过自建、租赁以及收购等方式进入苏中、苏北及其他地区，特别是经济水平较高、竞争相对温和的二线、三线城市，获得新的利润增长点，实现外生增长；承诺在上市后将南通二店注入上市公司。

利用募集资金实施网点升级和扩展计划

公司现有门店大都位于当地的核心商圈，具有优秀的经营业绩，大都是所在地区的领先者，但面临的主要问题是部分门店物业系租赁取得，经营面积普遍偏小，建筑布局不甚理想，因此公司计划以自行兴建的物业对原有租赁物业进行扩建和升级，建成之后公司的经营面积和自有物业面积大幅提高，不仅可以容纳更多品牌进场经营，也为进一步吸引一线知名品牌和培育重点品牌创造了条件。

如东文峰门店项目：该项目已竣工，于 2009 年 5 月开始试营业，营业面积达到 36798 平方米。原如东门店在 2007 年的综合坪效达到 32639 元，远远超出行业的平均水平；高坪效益方面说明门店的经营业绩良好，另一方面也揭示了门店经营面积的不足。自新店开始营业以来，该店最近三年的营业收入复合增长率高达 26.51%，位于所有门店之首，充分说明了公司在县级地区的升级投入取得了良好的效果。

如皋文峰门店项目：该项目已竣工，于 2010 年 11 月开始试营业，营业面积为 68454 平方米，门店坐落于如皋市主商圈中心中山路上，商圈成熟、人流量大。该门店过去三年的复合收入增长率高达 16.46%，随着新门店从去年年底开始试营业，估计今年该门店的收入增长率有望达到 30%。

启东文峰门店项目：该项目已经开始施工，预计一期将在 2011 年 9 月份完工，二期将在 2013 年 1 月份完工，预期经营面积为 66000 平方米。启东店所租赁的物业建成年份为 1993 年 4 月，原为三个不连接、独立的物业，公司承租后将其组合成一个物业，具有许多先天不足的条件，因此近年来增长比较缓慢，过去三年复合收入增长率仅有 5.82%，远远落后于公司门店的平均增长速度。新店在规模上将有很大的提升，经营面积增加 500%。该项目预计从明年开始将会陆续贡献盈利，2013 年全面完工后步入快速发展期。

海安文峰门店项目：该项目已经施工，预计 2011 年 9 月份竣工，经营面积为 55679 平方米。原海安店增长速度较慢，2005 年-2007 年复合增长率为 5.82%，同期海安地区限额以上零售企业的增长率为 23.32%，门店远远落后于同业。2008 年-2010 年该门店的增长率仍然没有好转，仅为 5.55%，净营业面积的限制是海安店增长率低于限额以上零售企业增长率的主要原因。预计今年 9 月分新项目完工后，由于今年的低基数，明年的收入增长率有望接近 50%。

表 8：拟募集投资项目百货业务收入增长率

百货收入增长率	开业第一年	开业第二年	开业 3-6 年	稳定增长期	复合增长率
如东文峰门店项目	30%	20%	10%	8%	12.01%
如皋文峰门店项目	30%	20%	10%	8%	12.01%
启东文峰门店项目	30%	10%	10%	8%	11.04%
海安文峰门店项目	50%	25%	10%	8%	14.08%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 9：拟募集投资项目电器业务收入增长率

电器收入增长率	开业第一年	开业第二年	开业 3-6 年	稳定增长期	复合增长率
如东文峰门店项目	40%	25%	10%	5%	12.03%
如皋文峰门店项目	40%	20%	10%	5%	11.57%
启东文峰门店项目	20%	10%	10%	5%	8.92%
海安文峰门店项目	40%	20%	10%	5%	11.57%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 10：拟募集投资项目超市业务收入增长率 单位：元

超市日均销售额	开业第一年	开业第二年	开业第三年	稳定期增长率
如东文峰门店项目	210,000	255,000	300,000	3%
如皋文峰门店项目	210,000	255,000	300,000	3%
启东文峰门店项目	280,000	340,000	400,000	3%

海安文峰门店项目	210,000	255,000	300,000	3%
----------	---------	---------	---------	----

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

在二三线城市的外地扩张实现外生性增长

公司正计划积极寻找拓展经营网络的机会，通过自建、租赁以及收购等方式进入苏中、苏北及其他地区，尤其是经济水平较高、竞争相对温和的二线、三线城市，加速占领市场，获取新的利润增长点，实现公司外生性增长。公司目前瞄准的重点是泰州、盐城、连云港等地，在上述地区目前并没有具有垄断优势的本地商业零售企业，公司借助于此次公开发行股份的良机，解决用于长期发展的资金瓶颈问题，通过引入公众股东完善公司的治理结构。通过本次公开发行上市，公司将极大提高社会知名度和市场影响力，为公司进入本省其他地区以及省外市场创造有利条件。

公司目前已经有了比较明确的对外扩展计划，将会充分利用此次公开发行之后的良机，在未来 3 年至少新建或者扩建 10 家以上的门店，大世界扬州宝应店计划在下月初开业，连云港店也会在下半年开业。持续的外地扩张，将能使公司的主营业务收入保持稳定的高增长。

此外公司大股东文峰集团已经开始在南通的新商业中心开建南通二店，该店位于南通崇川新区核心地段，距市中心和新区中心为 3 公里范围内，是南通城市发展的关键节点之一。此项目集商业、住宅、办公和五星级酒店为一体，由 7 万余平米的大型商场、23 层的五星级酒店、39 层的 5A 办公大楼等组成，项目商业含地下部分可达 15 余万平方，快达到 2 个南大街商业面积的总和，在规模上、环境上、业态上和经营产品上在南通都屈指可数。该项目预计在 2012 年完工，文峰集团拥有其中 51% 的股权，集团承诺将在公司上市后择机将这部分股权注入上市公司。

盈利预测及估值

我们预计公司 2011 年至 2013 年收入增速分别为 22.56%、21.48% 和 19.98%，2011 年至 2013 年的 EPS 分别为 0.91 元、1.14 元和 1.41 元（按照发行后股本计算）。考虑到公司在区域市场具有明显的优势地位，往后几年自建大型购物中心实现网点升级、外地开店计划比较明确，具有比较好的成长性，结合当前行业平均估值水平并综合考虑市场情况，我们给予公司 2011 年 20 倍~25 倍的市盈率，对应的询价区间为 18.2-22.5 元。

表 11：A 股百货上市公司估值情况

简称	最新价格 2011/5/19	每股收益（元）			市盈率	
		10A	11E	12E	10A	11E
合肥百货	18.85	0.5956	0.8019	0.9181	31.65	23.51
广州友谊	24.29	0.9100	1.1162	1.3800	26.65	21.76
友阿股份	24.13	0.6190	0.8620	1.2787	38.98	27.99
徐家汇	16.72	0.5620	0.5937	0.6571	35.79	28.16
百联股份	15.69	0.5580	1.1179	1.2491	28.10	14.04
大商股份	43.29	0.4100	1.1235	1.8589	104.41	38.53
重庆百货	45.33	1.4100	1.8163	2.3060	32.08	24.96
友好集团	13.46	0.3370	0.4382	0.6113	39.89	30.72
王府井	42.99	0.9470	1.4449	1.8300	47.75	29.75
行业均值					42.32	26.72

资料来源：长江证券研究部

风险提示：1）公司跨区域扩张能力有待证明；2）营业收入地区分布相对集中的风险。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5590	6851	8323	9986	货币资金	855	3644	4280	5054
营业成本	4664	5650	6852	8189	交易性金融资产	50	50	50	50
毛利	926	1202	1471	1797	应收账款	134	164	200	239
% 营业收入	16.6%	17.5%	17.7%	18.0%	存货	307	372	451	539
营业税金及附加	56	69	84	101	预付账款	80	97	117	140
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	23	29	35	42
销售费用	289	359	436	523	流动资产合计	1449	4355	5133	6064
% 营业收入	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	140	173	210	252	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	-11	-20	-23	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	983	1203	1328	1462
资产减值损失	-2	1	2	2	无形资产	251	239	227	215
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	递延所得税资产	12	0	0	0
营业利润	434	611	759	943	其他非流动资产	25	25	25	25
% 营业收入	7.8%	8.9%	9.1%	9.4%	资产总计	2720	5822	6713	7768
营业外收支	45	0	0	0	短期贷款	3	0	0	0
利润总额	479	611	759	943	应付款项	798	966	1171	1400
% 营业收入	8.6%	8.9%	9.1%	9.4%	预收账款	604	740	899	1078
所得税费用	125	159	198	246	应付职工薪酬	22	27	33	39
净利润	354	451	561	697	应交税费	105	132	163	200
归属于母公司所有者					其他流动负债	157	189	230	275
的净利润	352.8	450.2	559.6	695.0	流动负债合计	1688	2054	2496	2992
少数股东损益	1	1	2	2	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.72	0.91	1.14	1.41	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	659	765	911	1090	负债合计	1691	2057	2498	2995
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1022	3757	4204	4761
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	7	8	10	12
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1029	3765	4214	4772
固定资产投资	-111	-269	-183	-200	负债及股东权益	2720	5822	6713	7768
其他	39	0	0	0					
投资活动现金流净额	-72	-269	-183	-200					
债券融资	0	0	0	0					
股权融资	1	2420	0	0					
银行贷款增加 (减少)	0	-3	0	0					
筹资成本	200	-124	-92	-116					
其他	-401	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-199	2293	-92	-116					
现金净流量	387	2789	636	774					

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。