

文峰股份 (601010.SH)

扎根南通，辐射长三角的商业连锁企业

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-8641 eMail: oyf@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260511020002

瞿猛 分析师

电话: 021-68825985 eMail: zimeng@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260511050001

公司区域优势明显，未来向二三线城市扩张空间巨大。

公司是国内从事百货、超市、电器销售专业店的连锁经营企业。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，其中南通 21 家，营业收入占比大 72.94%。2009 年公司销售收入占南通市限额以上零售企业销售收入比重为 20.64%。公司在南通地位稳固，逐渐辐射长三角，并将迈开走向全国的步伐。长三角经济发达，人均可支配收入明显高于全国其他地区，公司的区位优势非常明显，业绩有望迎来较快增长期。

“三位一体”的经营策略及较高的自有物业能有效控制成本

“三位一体”的协同效应明显。三种业态并举发展降低单一业态风险的同时起到了降低管理成本的和构筑了购物中心的核心功能，为公司快速拓展大型综合性购物中心项目奠定坚实基础。截至 10 年底，公司经营面积约为 36 万平方米，其中自有物业约为 23 万平方米，占比达 63.88%，较高的自有物业有效的抵御了租金上涨给公司带来的不利影响。

募投项目进一步稳固区域基础，提升经营业绩

募集资金拟投资于南通市下辖如东、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。项目建设有利于稳定区域基础，提升经营业绩。

合理投资价值区间：22.00-26.40

公司有望加速扩张步伐，业绩将迎来较快增长期。公司自有物业占比较高，可以有效抵御租金成本上涨造成的不利影响。综合考虑给予公司 2011 年 25-30 倍动态市盈率估值比较合理，投资价值区间 22.00-26.40 元之间。

风险提示：区域及行业竞争加剧，成本大幅上涨。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,880.81	5,590.18	6975.22	8490.87	10192.3
增长率(%)	6.15%	14.53%	24.78%	21.73%	20.04%
EBITDA(百万元)	441.32	542.15	625.26	756.70	912.24
净利润(百万元)	292.90	352.78	435.14	559.80	672.34
增长率(%)	8.84%	20.44%	23.35%	28.65%	20.10%
每股收益(元)	0.59	0.72	0.88	1.14	1.36

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	元
上市价格	元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	49280/11000
主要股东:江苏文峰集团有限公司	
主要股东持股比例	65.28%

财务比率

ROE	34.53%
ROA	19.74%
资产负债率	62.17%
每股净资产(元)	2.67
2010 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)
主承销商:
安信证券股份有限公司
发行市盈率

目录索引

一、公司简介、发展战略.....	3
(一) 公司简介.....	3
(二) 公司股权结构.....	3
(三) 公司发展战略及目标.....	4
(四) “三位一体”的经营战略以及较高的自有物业有效控抵御成本上升.....	6
二、政策及区域优势助推公司快速发展.....	6
(一) 政策不断发力，零售业经营环境逐渐改善.....	6
(二) 公司所处区域经济基础雄厚，未来有望向二三线城市扩张.....	7
三、公司财务分析.....	8
公司主营业务稳定增长.....	8
四、募集资金项目：有助于稳定区域基础、提升经营业绩.....	9
五、假设及预测.....	9
盈利假设及预测.....	9
六、估值分析.....	10
风险提示.....	10

图表索引

图 1：实际控制人之间产权与控制关系.....	3
图 2：公司门店区域分布.....	4
图 3：江苏省社会零售总额增速.....	7
图 4：江苏省城镇人均可支配收入.....	7
图 5：江苏 13 个市社会消费品零售总额（亿元）.....	8
图 6：2010 年分业态收入占比.....	8
图 7：2010 年分业态毛利占比.....	8
图 8：历年营业收入及净利润增长率（%）.....	9
图 9：毛利率、净利率及各项费用率（%）.....	9
表 2：文峰股份股本结构.....	3
表 2：公司门店情况.....	5
表 3：募投项目计划与资金投入进度.....	9
表 4：百货公司相对估值比较.....	10

一、公司简介、发展战略

（一）公司简介

公司是南通市最大的零售企业，也是江苏省领先的零售企业之一，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。2009年公司销售收入占南通市社会消费品零售总额的4.49%，占南通市限额以上零售企业销售收入的比重为20.64%。2007-2009年，公司在百强中分别排名第二十二、第二十二和第二十二。

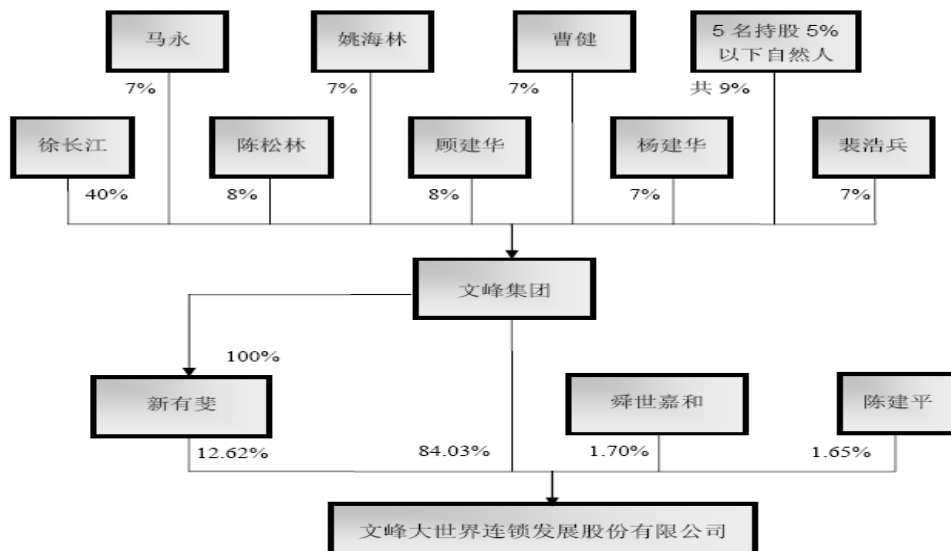
目前，公司拥有32家门店，包括10家百货门店、2家综合超市门店和20家电器销售专业店。公司主要经营地为江苏省和上海市，32家门店中，21家位于南通市，11家分别分布在盐城市、泰州市、连云港市和上海市。

公司共有29家子公司。按业态分类，百货业务子公司13家，超市业务子公司6家，电器业务子公司9家，加盟管理业务子公司1家；按业务性质分类，从事门店销售的子公司共18家（其中上海文峰购物广场同时从事门店销售及商品采购、配供），从事商品采购、配供业务的子公司共有6家（含上海文峰购物广场），从事其他业务3家，停业3家。

（二）公司股权结构

公司股权结构图：

图 1：实际控制人之间产权与控制关系



数据来源：招股说明书, 广发证券发展研究中心

发行前后公司股本结构如下表：

表 1：文峰股份股本结构

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
1	江苏文峰集团有限公司	32,167.80	84.03	32,167.80	65.28
2	南通新有斐大酒店有限公司	4,832.20	12.62	4,832.20	9.81
3	北京舜世嘉和投资顾问有限公司	650	1.7	650	1.32

4	陈建平	630	1.65	630	1.28
5	社会公众股	0	0	11,000.00	22.32
合计		38,280.00	100	49,280.00	100

数据来源：招股说明书,广发证券发展研究中心

（三）公司发展战略及目标

公司依照“立足南通、辐射华东”的布局规划，坚持区域集中化原则，做透、做大苏中零售市场，在确保区域龙头地位的同时，择机进行跨区域发展。在过去的经营中，公司已经取得了区域领先的市场地位。随着区域经济的发展、人民生活水平的提高，市场容量在不断扩大，市场竞争对手也在不断赶超。为此，公司目前及未来两年的发展战略核心是“二次创业”，要杜绝停滞于现有成绩的思维和惯性，有危机意识和更强烈的市场意识，确保和巩固公司的市场地位。

公司 32 家门店分布在华东地区的 5 个城市。其中，在南通地区开设的门店家数为 21 家，占公司门店数量的 65.63%；经营面积约 267,043 平方米，约占公司总经营面积的 74.30%。2008-2010 年，来自南通地区的主营业务收入占总主营业务收入的比例分别为 69.46%、71.22%和 72.94%。

公司中短期的发展重点是具有明显区域特征以及对物业依赖性相对较大的百货业，坚持以优势的百货业态为依托，综合发展超市、电器等其他业态。公司中长期的发展重点是更具备标准化经营特色以及对物业依赖性相对较小的超市业，在积累足够管理经验和技术后实现超市业务的迅速扩张。公司计划优先开拓以购物中心或大型商场为载体的百货、超市、电器多种业态一体化发展，购物、餐饮、休闲、娱乐一站式服务的经营模式。

公司的总体经营目标是营业收入、利润保持持续稳定的增长，并以本次申请公开发行股票为契机，进一步巩固公司在苏中地区零售连锁经营行业中的龙头地位，在将区域市场做大做强的同时，择机向区域外扩张。

图 2：公司门店区域分布



数据来源：招股说明书,广发证券发展研究中心

表 2：公司门店情况

业态	门店简称	经营业态	地点	开业时间	面积（平方米）	物业权属
百货	大世界南大街店	百货、精品超市	南通市区	1996 年 1 月	47,917	自有
	大世界如皋店	百货、精品超市	南通如皋市	1997 年 12 月	49,434	自有
	大世界海门店	百货、精品超市	南通海门市	1998 年 9 月	12,154	租赁
	大世界如东店	百货、精品超市	南通如东县	1999 年 9 月	24,638	自有
	大世界启东店	百货、精品超市	南通启东市	1999 年 12 月	12,133	自有
	大世界海安店	百货、精品超市	南通海安县	2000 年 9 月	13,561	租赁
	千家惠泰州店	百货、综合超市	泰州市	2002 年 9 月	23,343	租赁
	大世界靖江店	百货、精品超市	泰州靖江市	2009 年 11 月	27,229	自有
	大世界沪东店	百货、综合超市	上海市	2003 年 9 月	23,191	租赁
	大世界通州店	百货、精品超市	南通通州市	2007 年 2 月	24,763	自有
超市	麦客隆店	综合超市	南通市区	2000 年 4 月	5,300	租赁
	千家惠吉星店	综合超市	南通市区	2000 年 12 月	6,850	自有
电器	文峰电器靖江店	电器销售	泰州靖江市	2009 年 11 月	4,000	自有
	文峰电器阜宁店	电器销售	盐城阜宁县	2003 年 1 月	1,370	租赁
	文峰电器吕四店	电器销售	启东市吕四镇	2003 年 7 月	2,875	租赁
	文峰电器姜堰店	电器销售	泰州姜堰市	2003 年 9 月	1,520	租赁
	文峰电器工农店	电器销售	南通市区	2006 年 3 月	1,700	租赁
	文峰电器启东二店	电器销售	南通启东市	2006 年 10 月	2,349	租赁
	文峰电器建湖店	电器销售	盐城市建湖县	2006 年 12 月	2,560	租赁
	文峰电器人民路店	电器销售	南通市区	2008 年 12 月	7,350	租赁
	文峰电器南大街店	电器销售	南通市区	2009 年 6 月	6,200	自有
	文峰电器如皋海阳店	电器销售	南通如皋市	2009 年 6 月	14,299	租赁
	文峰电器如皋中山店	电器销售	南通如皋市	2010 年 8 月	4,000	自有
	文峰电器海门店	电器销售	南通海门市	2009 年 6 月	3,400	租赁
	文峰电器如东店	电器销售	南通如东市	2009 年 6 月	4,800	自有
	文峰电器启东店	电器销售	南通启东市	2009 年 6 月	1,600	自有
	文峰电器海安店	电器销售	南通海安市	2009 年 6 月	2,400	租赁
	文峰电器通州店	电器销售	南通通州市	2009 年 6 月	4,300	自有
	文峰电器泰州店	电器销售	泰州市区	2009 年 6 月	4,200	租赁
	文峰电器高港店	电器销售	泰州市高港区	2009 年 6 月	1,600	租赁
	文峰电器连云港店	电器销售	连云港市区	2009 年 6 月	2,868	租赁
	文峰电器沪东店	电器销售	上海浦东新区	2009 年 6 月	5,700	租赁

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

（四）“三位一体”的经营战略以及较高的自有物业有效控

抵御成本上升

“三位一体”的协同效明显，公司的百货门店同时经营超市（综合超市或精品超市）和电器销售业务。三种业态并举发展，一方面有利于将公司百货品牌的优势向其他两种业态延伸，另一方面可以满足顾客一站式消费需求，更容易吸引顾客，三种业态互相带动人气，降低了单一业态经营的风险。同时，通过统一前、中、后台的管理和服务，起到了降低管理成本的作用。公司发展经验和经营效果显示，多业态组合经营的协同效应明显。三位一体，构筑了购物中心的核心功能，为公司快速拓展大型综合性购物中心项目，奠定了坚实基础。

截至 2010 年底，公司经营面积约为 36 万平方米，其中自有物业约为 23 万平方米，占比达 63.88%，较高的自有物业有效的抵御了租金上涨给公司带来的不利影响。同时，公司租赁物业门店大部分开店时间早，签订了长期租约，租金较目前市场水平低；自有物业门店部分建成时间早，部分系购入物业后改扩建形成，公司取得土地或物业的成本及建筑成本均较低。总体而言，公司的物业成本较低。除物业成本外，员工薪酬是零售企业中最主要的费用支出，与国际零售企业和在一线城市经营的零售企业相比，公司人员成本相对较低，有利于保持长期稳定的盈利能力。

二、政策及区域优势助推公司较快发展

（一）政策不断发力，零售业经营环境逐渐改善

近年来，国家多次出台鼓励发展零售连锁经营的相关政策，主要包括：2002 年 8 月下发的《国务院办公厅转发国务院体改办国家经贸委关于促进连锁经营发展若干意见的通知》（国办发[2002]49 号）、2005 年下发的《国务院关于促进流通业发展的若干意见》（国发[2005]19 号）、2006 年商务部发布的《国内贸易发展“十一五”规划》、2007 年《国务院关于加强发展服务业的若干意见》等。主要政策精神为：推广连锁经营等现代经营方式，培育一批有著名品牌和自主知识产权的大型国内贸易企业和区域性龙头企业，支持符合条件的流通企业利用股票上市等方式筹措发展资金。

国家和地方政府也相继出台了多项行业法规，对零售行业参与者行为、商业网点规划等多方面内容进行规范。国家产业政策的支持和配套法规的健全为零售业的发展提供了良好的外部环境。

改善国民经济结构，提高消费在我国国民收入中的贡献，是当前我国经济保持可持续发展的内在要求。《国内贸易发展“十二五”规划》指出，内贸规划的着力点在于消费，扩大内需是发展的手段，改善民生是发展的目的，归结点在于通过扩大内需来改善民生。扩大内需是我国经济发展的长期战略方针和基本立足点，也是促进经济均衡发展的根本途径和内在要求。扩大内需的宏观政策将推动消费预期向好。同时，国家对于社会保险、医疗、教育等方面的改革不断推进以及财政投入的大幅增加，将大大减少居民对未来的

不稳定预期，更加有效地促进城乡居民消费能力的释放。

我国城镇居民生活水平持续提高带动了消费需求快速增长和升级。品牌消费、网络消费、信贷消费、健康消费和体验消费等新兴消费概念和消费方式不断发展，新兴的零售业态随之涌现，传统业态也在自我创新。消费升级为零售企业的发展提供了巨大的空间和持续的动力。

（二）公司所处区域经济基础雄厚，未来有望向二三线城市扩张

市扩张

江苏省是我国重要的经济大省，经济发展水平在全国处于领先，城镇居民可支配收入高于全国平均水平，社会消费品零售总额多年来稳居全国前列。未来公司有望逐渐向长三角其他区域扩张。

图 3： 江苏省社会零售总额增速

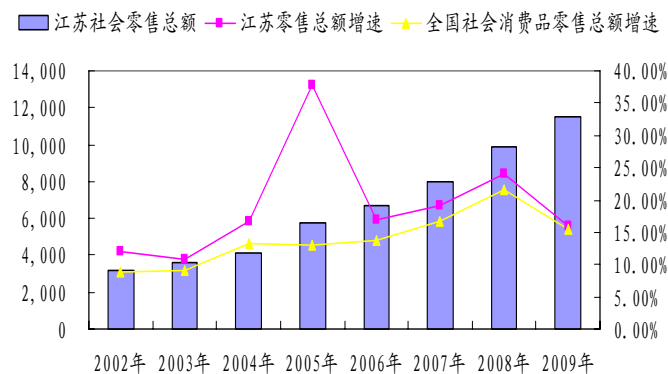
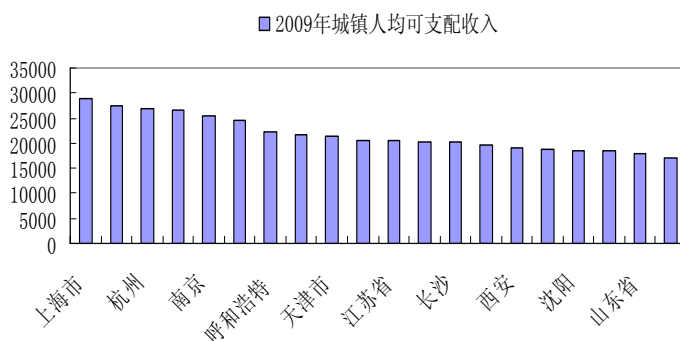


图 4： 江苏省城镇人均可支配收入

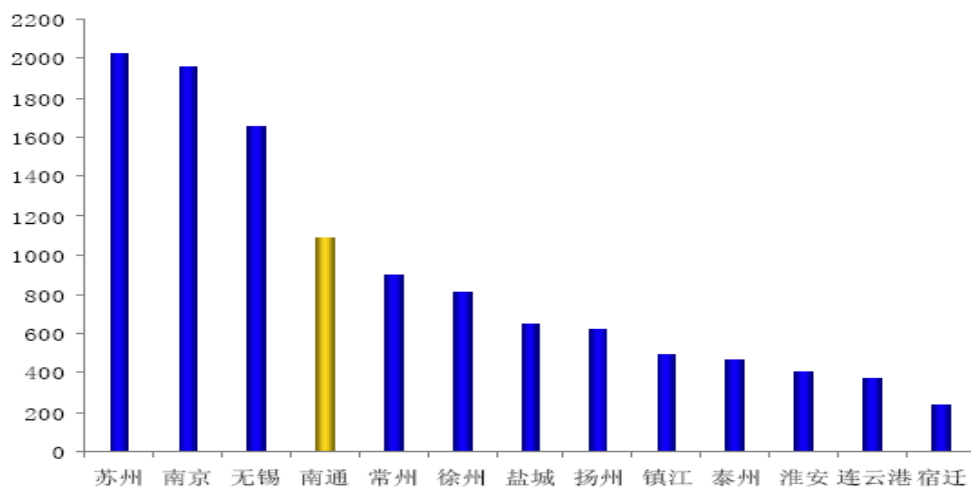


数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

南通市地处我国黄海南部，长江入海口北岸，南与苏州、上海两市隔江相望，西与泰州市接壤，北与盐城市接壤，总面积 8,001 平方公里，2009 年末全市户籍人口 762.66 万人，其中，市区人口（包括通州）211.54 万人。2009 年南通市地区生产总值达 2,872.80 亿元，按可比价计算，比上年实际增长 14.0%。2003 年至 2008 年，按可比价计算，南通市地区生产总值复合增长率为 14.98%，而同期江苏省为 14.13%、全国为 10.78%。

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。上述四市共完成社会消费品零售总额 2,572.42 亿元，占全省 22.05%。

图 5：江苏 13 个市社会消费品零售总额（亿元）



数据来源：招股说明书,广发证券发展研究中心

三、公司财务分析

公司主营业务稳定增长

2007-2010 年营业收入符合增长率达 9.79%，净利润复合增长率更是高达 17.66%。净利润增速明显高于收入增速，主要来自于净利率的提升。我们可以看出综合毛利率和净利润稳中有升，管理费用和财务费用逐渐下降，而销售费用有小幅提升，但总体上三项费用基本稳定。

图 6：2010 年分业态收入占比

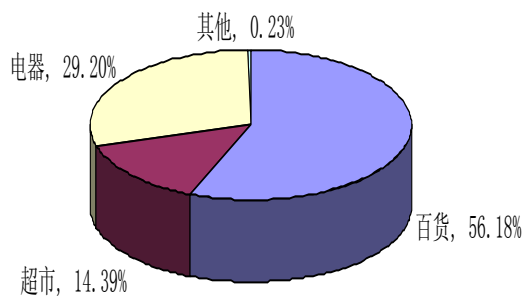
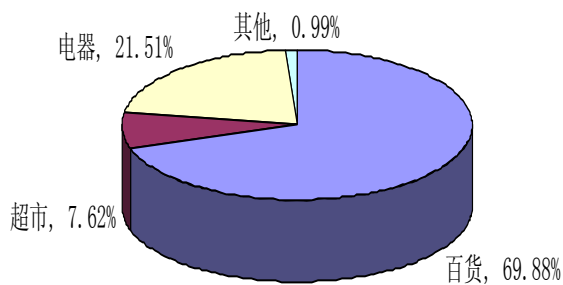


图 7：2010 年分业态毛利占比



数据来源：招股说明书,广发证券发展研究中心

图 8：历年营业收入及净利润增长率（%）

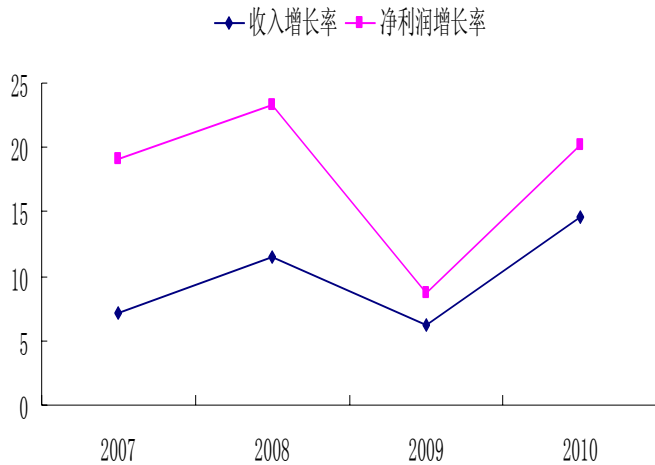
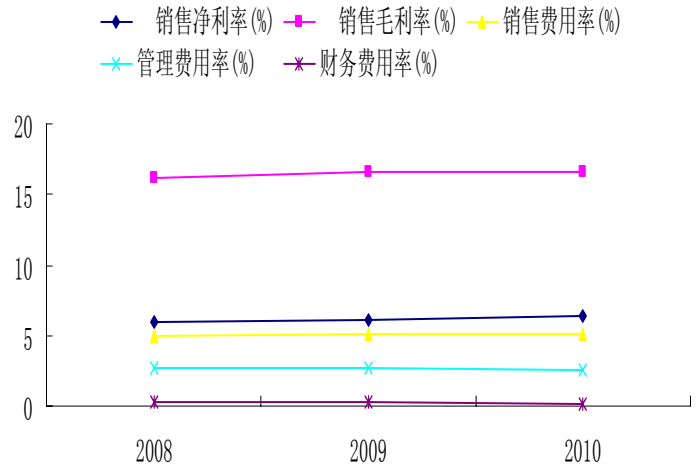


图 9：毛利率、净利率及各项费用率（%）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

四、募集资金项目：有助于稳定区域基础、提升经营业绩

公司本次拟公开发行 11,000 万股境内上市人民币普通股（A 股）股票。募集资金拟投资于南通市下辖如东、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。上述四个项目是公司“二次创业”整体发展计划的一部分。在南通及下辖六个市（县）中，大世界通州店已由公司自筹资金完成门店扩建，本次拟以募集资金完成如东、如皋、启东、海安等四个市（县）的门店扩建；此外，公司已着手准备以自筹资金扩建海门文峰门店，在南通市新老城区交界处开设南通二店业已进入前期研究阶段。

表 3：募投项目计划与资金投入进度

序号	项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	合计投资额
1	扩建如东文峰门店项目	12,374	5,494	-	-	-	17,868
2	扩建如皋文峰门店项目	11,592	5,848	9,302	-	-	26,742
3	扩建启东文峰门店项目	10,200	225	1,486	11,104	7,476	30,491
4	扩建海安文峰门店项目	5,788	1,578	4,600	13,097	-	25,063
合计		39,954	13,145	15,388	24,201	7,476	100,164

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

五、假设及预测

盈利假设及预测

基于以上分析，我们认为公司在未来 3 年仍将保持高速增长。预计 2011-2013 年实现营业收入 6975, 8490, 10192 百万元，同比分别增长 24.78%，

21.73%和20.04%。

我们的盈利预测主要基于以下假设：

- 1、假设公司2010年顺利完成IPO工作，上市后总股本为49280万股；
- 2、假设2011-2012年完成募集资金项目的开店计划，基于此假设，公司2011-2013年营业收入分别增长24.78%，21.73%和20.04%。
- 3、我们预计2011-2013年公司综合毛利率分别为16.6%，16.6%，16.6%
- 4、假设公司2011-2013年销售费用率分别为5.1%，5.1%，5.1%；管理费用率分别为2.5%，2.5%，2.5%。
- 5、假设公司2011-2013年实际所得税税率均为25.50%。

六、估值分析

公司区域优势明显，未来向二三线城市扩张空间巨大。公司是国内从事百货、超市、电器销售专业店的连锁经营企业，2009年公司销售收入占南通市社会消费品零售总额的4.49%，占南通市限额以上零售企业销售收入的比重为20.64%。区域基础十分牢固，随着募集资金的投入，公司在南通及江苏的地位将更加稳固。公司在南通地位稳固之后，逐渐辐射长三角，并将迈开走向全国的步伐。长三角经济发展，人均可支配收入明显高于全国其他地区，公司的区位优势非常明显。同时，公司在不断的向外扩张，未来步伐有望加快，逐渐向全国二三城市扩张，业绩将迎来快速增长期。公司自有物业占比较高，可以有效抵御租金成本上涨对业绩造成的不利影响。综合考虑给予公司2011年25-30倍动态市盈率估值比较合理，投资价值区间在22.00—26.40元之间。

表 4：百货公司相对估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE	市净率 (PB)	市销率 (PS)
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
000417.SZ	合肥百货	18.85	0.55	0.80	0.92	34.33	23.51	20.53	6.05	1.28
600697.SH	欧亚集团	29.75	0.80	1.07	1.41	37.19	27.79	21.11	5.22	0.91
002277.SZ	友阿股份	24.13	0.65	0.86	1.28	37.21	27.99	18.87	4.67	2.36
600828.SH	成商集团	13.24	0.34	0.50	0.66	38.91	26.24	20.08	8.98	3.40
600778.SH	友好集团	13.46	0.35	0.44	0.61	38.09	30.72	22.02	3.85	1.44
000785.SZ	武汉中商	11.55	0.31	0.45	0.52	36.88	25.43	22.06	4.21	0.78

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

风险提示

区域竞争加剧，成本大幅上涨。

资产负债表

单位：百万元

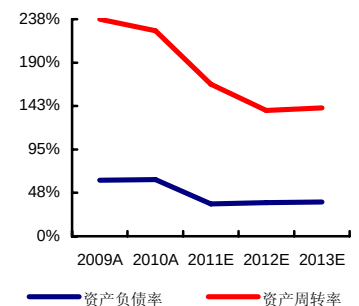
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,137	1,449	3,937	4,684	5,573
货币资金	503	855	3,178	3,790	4,503
应收及预付	302	214	310	365	443
存货	309	307	398	479	577
其他流动资产	23	73	50	50	50
非流动资产	1,114	1,271	1,723	1,990	2,256
长期股权投资	1	3	3	3	3
固定资产	745	875	1,049	1,179	1,308
在建工程	133	108	308	408	508
无形资产	224	273	363	401	437
其他非流动资产	10	12	0	0	0
资产总计	2,252	2,720	5,660	6,674	7,828
流动负债	1,374	1,688	1,995	2,448	2,929
短期借款	3	3	3	3	3
应付及预收	1,357	1,664	1,992	2,445	2,926
其他流动负债	14	21	0	0	0
非流动负债	3	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	0	0	0
负债合计	1,377	1,691	1,995	2,448	2,929
股本	383	383	493	493	493
资本公积	33	33	2,123	2,123	2,123
留存收益	452	606	1,041	1,601	2,273
归属母公司股东权益	868	1,022	3,657	4,217	4,889
少数股东权益	6	7	8	9	11
负债和股东权益	2,252	2,720	5,660	6,674	7,828

利润表

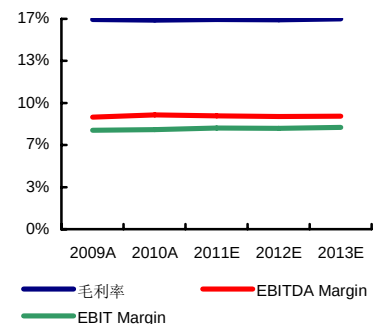
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4881	5590	6975	8491	10192
营业成本	4071	4664	5817	7083	8495
营业税金及附加	46	56	69	84	101
销售费用	251	289	356	433	520
管理费用	132	140	174	212	255
财务费用	11	12	5	-40	-48
资产减值损失	6	-2	5	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	4	3	3	3
营业利润	366	434	552	717	868
营业外收入	32	51	39	42	43
营业外支出	5	6	6	6	6
利润总额	394	479	585	753	904
所得税	99	125	149	192	231
净利润	294	354	436	561	674
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	293	353	435	560	672
EBITDA	433	505	625	757	912
EPS (元)	0.59	0.72	0.88	1.14	1.36

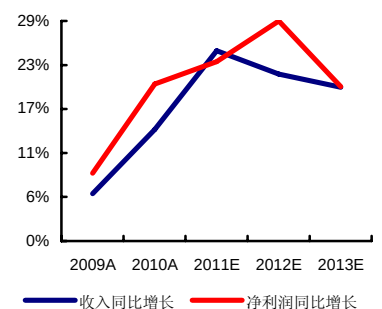
资产负债率趋势



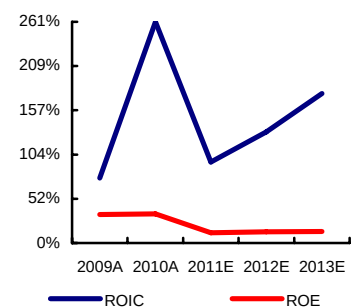
经营利润率趋势



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

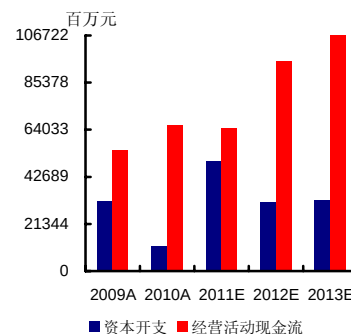
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	548	659	646	949	1,066
净利润	294	354	436	561	674
折旧摊销	51	65	66	78	91
营运资金变动	197	278	138	315	301
其它	7	-39	6	-5	0
投资活动现金流	-414	-72	-495	-307	-318
资本支出	-314	-111	-498	-310	-321
投资变动	1	-1	3	3	3
其他	-100	40	0	0	0
筹资活动现金流	-212	-199	2,172	-30	-35
银行借款	40	3	0	0	0
债券融资	-42	-3	-3	0	0
股权融资	0	1	2,200	0	0
其他	-210	-200	-25	-30	-35
现金净增加额	-78	387	2,324	612	713
期初现金余额	569	503	855	3,178	3,790
期末现金余额	491	890	3,178	3,790	4,503

主要财务比率

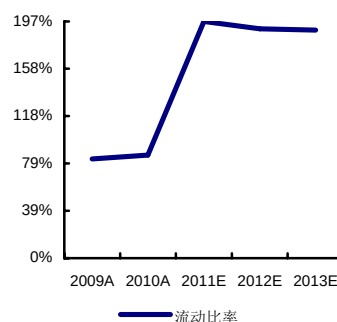
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	6.1%	14.5%	24.8%	21.7%	20.0%
营业利润	4.8%	18.6%	27.3%	29.8%	21.1%
归属于母公司净利润	8.8%	20.4%	23.3%	28.6%	20.1%
获利能力					
毛利率	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%
净利率	6.0%	6.3%	6.3%	6.6%	6.6%
ROE	33.7%	34.5%	11.9%	13.3%	13.8%
ROIC	76.6%	260.9%	95.4%	130.9%	176.2%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	62.2%	35.2%	36.7%	37.4%
净负债比率	-57.2%	-87.6%	-88.0%	-90.8%	-92.9%
流动比率	0.83	0.86	1.97	1.91	1.90
速动比率	0.50	0.63	1.71	1.66	1.64
营运能力					
总资产周转率	2.38	2.25	1.66	1.38	1.41
应收账款周转率	183.06	319.83	256.06	274.29	267.93
存货周转率	13.64	15.15	14.61	14.78	14.73
每股指标 (元)					
每股收益	0.77	0.92	0.88	1.14	1.36
每股经营现金流	1.43	1.72	1.31	1.93	2.16
每股净资产	2.27	2.67	7.42	8.56	9.92
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-1.2	-1.7	-5.1	-5.0	-4.9

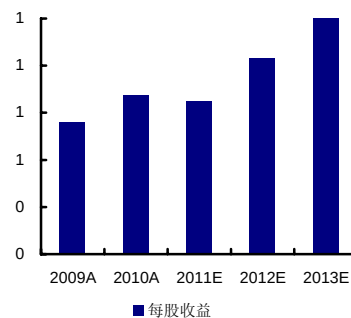
资本开支与经营活动现金流



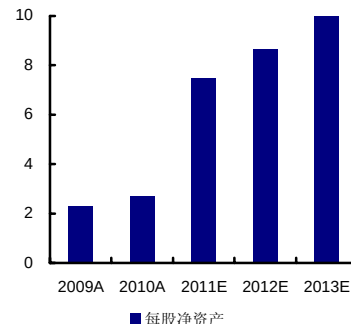
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



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。

誉猛，分析师，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。

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，020-87555888-8423。

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。