

激励到位，可持续增长确定

研究结论

- **湖南消费快速增长为公司提供持续动力：**湖南省社会消费品零售总额同比和环比增速都位于全国各省市前 10 位；同时长株潭两型社会建设及高速公路网络完善有效增强长沙商业辐射力及聚集力，公司在长沙地区拥有绝对优势，市场份额高达 40%，旗下资产均位于长沙核心商圈，湖南消费快速增长为公司可持续发展提供长期动力。
- **机制好，市场份额不断提升：**公司作为一家民营企业，其企业机制较为灵活，控股股东对旗下门店控制力较强，公司门店盈利较好，其中友谊商店、友谊商城、阿波罗商业广场、春天百货净利润率分别为 10.35%、9.54%、9.34%、8.13%，远远高于较行业内其他较好成熟门店 5% 的净利润率。同时受益于公司改扩建项目不断成熟，公司经营效率不断提升，市场份额已于 07 年的 35.8% 提升至 2010 年的 40% 左右。
- **管理团队稳定，人才资源绝对优势：**公司旗下门店店长行业经验丰富，平均行业管理经验超过 20 年，最长者高达 37 年，公司门店管理具有明显优势，同时公司激励机制较好，管理层较为稳定，因此公司绝对优势人才资源及稳定管理团队是公司未来业绩可持续增长的重要保障。
- **公司门店梯度好、店龄好，增长较快：**公司百货业态呈现多层次业态，覆盖城市 80% 以上消费者群体，且公司门店店龄好，经过公司前期改扩建及装修，公司现有门店均处于快速增长阶段。旗下门店 1H.2011 年 AB 店收入增长高达 60%，成熟门店友阿百货收入增长高达 40%，友谊阿波罗商业广场及友谊商城收入增速在 20%—30% 之间。
- **自有物业比重不断上升，防御性强：**公司目前自有物业比重是 46.36%，在百货类上市公司中排在前列，未来扩张项目都是以自有物业为主，预计 2013 年公司新建项目陆续投产后，公司自有物业比重将会达到 64.42%。
- **实施股权激励，股价上涨催化剂：**公司已对高官和门店经理实施股权激励，此次股权激励有助于管理层和股东利益趋于一致，更能激发管理层积极性，公司现有业务和未来资产储备保证公司业绩增长可能性较大，乐观预计公司净利润复合增长率高达 30% 左右，远高于 20% 增长的行权条件。
- **未来可持续增长确定，13 年奥特莱斯将出现爆发性增长：**11、12 年公司业绩增长主要来自现有门店较快内生性增长，11 年长沙奥特莱斯开业，预计亏损 2000 万，12 年扭亏，13 年实现净利润 4500 万，增厚 EPS0.13 元；同时天津奥特莱斯地产项目将结算，预计新增净利润 6500 万元，增厚 EPS0.19 元。预计 11 年、12 年公司将会实现净利润 3.10 亿元和 4.11 亿元，分别增长 43.01% 和 32.56%，预计 EPS 分别为 0.89 元和 1.18 元，考虑到公司未来 3 年增长相对明确，给予 11 年公司 30 倍估值，对应目标价 28 元，首次给予公司买入评级。
- **超预期扩张：**阿波罗商业广场部分改造；收购加盟店：永州及娄底店。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王佳

商贸行业高级分析师

8621-63325888 × 6074

wangjia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120020

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 7 月 11 日) 22.13 元

目标价格 28.00 元

总股本/A 股 (万股) 34900/20600

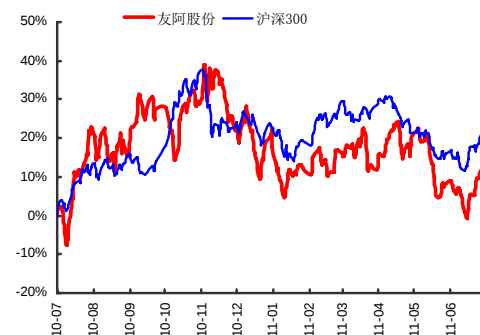
A 股市值 (百万元) 7671

国家/地区 中国

行业 商贸

报告发布日期 2011 年 7 月 12 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现	2.67	3.86	(8.77)
相对表现	(0.42)	(3.65)	11.64

资料来源：WIND

财务预测

(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,564	4,785	5,834	7,879
同比(%)	29.8%	34.3%	21.9%	35.1%
净利润	220	313	414	621
同比(%)	44.7%	43.0%	32.6%	36.2%
毛利率(%)	18.7%	18.3%	18.0%	20.9%
ROE(%)	12.4%	15.7%	18.2%	21.2%
每股收益	0.62	0.89	1.18	1.60
P/E (倍)	35.42	24.77	18.68	13.72

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司经营环境分析	5
1. 湖南省环境分析	5
2. 长沙环境分析	6
二、长沙商圈分析	8
三、公司竞争优势分析	8
1. 区域规模优势明显，市场份额不断提升	8
2. 公司历史悠久，门店梯度较好，错位明显	9
3. 未来自有物业比重将由目前 46.36% 提升至 64.42%	10
4. 公司体制好，门店净利润率较高	11
四、公司业务分析（具体门店分析）	12
五、参股长沙商业银行	16
六、品牌代理业务	16
七、小额贷款公司	16
八、股权激励锦上添花：	16
九、公司盈利预测	17
十、公司估值分析	18

图表目录

图 1：湖南省 2010 年 12 月社会消费品零售总额增速全国第八	5
图 2：湖南省 2010 年 12 月社会消费品零售总额环比增速全国第七	5
图 3：长沙人均消费支出增速	7
图 4：长沙城镇居民人均可支配收入及增速	7
图 5：长沙百货零售格局.....	8
图 6：公司在长沙地区市场份额不断提升.....	9
图 7：重点上市公司自有物业占比情况	11
图 8：公司旗下门店净利润率情况	11
表 1：长沙商圈情况.....	8
表 2：公司主要竞争对手情况	9
表 3：门店定位及营收预测	10
表 4：长沙奥特莱斯经营情况	14
表 5：全国奥特莱斯情况.....	14
表 6：天津奥特莱斯地产业务情况	16
表 7：公司股权激励分配情况	17
表 8：公司具体业务预测.....	17
表 9：公司盈利预测分析.....	20

市场对友阿股份担忧

1、奥特莱斯低于预期

我们认为任何一个新建项目成熟都需要一定培育时间，就像当年友谊 AB 店建成后，至少一年以后经营才好转，随后进入快速增长期。近期奥特莱斯近期经营状况较好，规划品牌 248 个，目前公司招商品牌 85% 已经进场，一线国际品牌规划 30 家品牌，目前已经开出 7 家，预计 2011 年 10 月 1 日将全部开业，2011 年将实现营业收入 2 亿元，亏损 2000 万左右，2012 年实现营业收入 4 亿元，实现盈亏平衡，2013 年业绩会出现爆发式增长。

2、外延式扩张较慢

相比天虹、大商、王府井等扩张较激进公司，友阿扩张相对稳健。公司扩张政策是保证单店盈利，兼顾扩张规模。公司开店成功率更高，能够保证盈利一家再开一家。我们认为任何外延式扩张的前提是公司首先具备较好的内生性增长，同时配合公司扎实的经营基础，稳健扩张，扩张效果才能最好发挥，投资者不用担心新开店面对最终利润的侵蚀。我们认为经营稳健但不失扩张的公司，对投资者更加负责任，我们不用担心业绩低于预期。

3、净利润率较高，未来提升空间有限，外延店铺净利润率很难达到很高？

我们认为利润率提升最终依靠内生增长，上市公司内生性增长在行业景气上升中和公司内部管理密切相关，而管理好坏更加取决于公司体制和战略问题。上市公司大都属于国资系统，体制从根本上解决较难，一些扩张较快公司虽然利润绝对额提升较快，但总体净利润率呈下降态势。虽然友阿外延店铺净利润率很难达到现有门店水平，考虑到公司管理体制较好，股权激励到位，管理层对门店控制力度较强，门店净利润率也要好于行业其他新扩张公司，整体净利润率水平还是不断提升。公司 08 年、09 年、10 年净利润率分别为 5.42%、5.5% 和 6.08%，预计 2011 年将提升至 6.47%。

4、步步高未来将在长沙建大型购物中心，是否对公司有影响？

经了解，步步高购物中心不是建在长沙市中心，是建在长沙河西地区。长沙河西到河东交通不是很方便，开车至少半小时，做其他交通工具时间会更长。我们不排除步步高购物中心餐饮业较发达，但未来河东居民到河西购物可能性较小；河西一家购物中心很难形成商气，未来河西分流较小。

我们看好友阿理由：

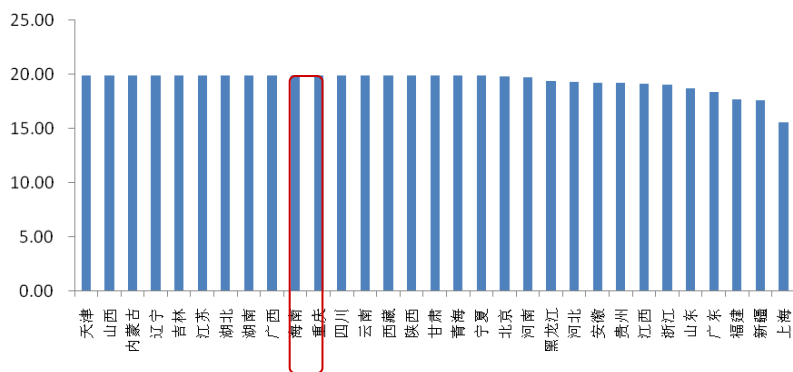
公司作为区域性的百货公司，在长沙地区拥有绝对优势，公司百货市场份额高达 40%。公司旗下资产均位于长沙核心商圈，未来自由物业占高达比 64.42% 以上，且公司店面成本较低，盈利能力较强，公司门店管理具有明显优势，门店梯度广，业态多层次发展；门店店龄好，均处于快速增长期，同时公司激励机制较好，管理层较为稳定，股权激励到位，因此我们认为公司绝对优势的人才资源、稳健的扩张及较高的内生性增长成为公司未来业绩增长的重要保障。

一、公司经营环境分析

1. 湖南省环境分析

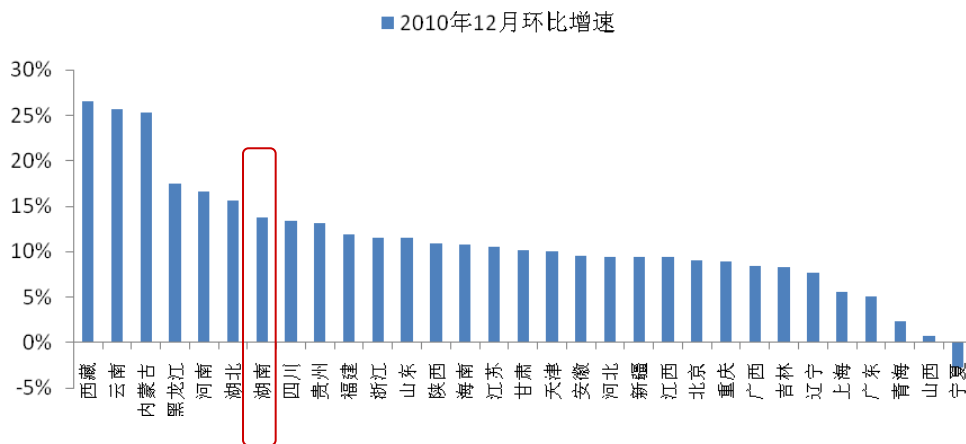
湖南全省经济发展快速，并且湖南消费市场继续保持平稳增长态势。从下图我们可以看出，湖南省社会消费品零售总额增长非常快，2010 年社会消费品零售总额增速为 19.9%，位于全国各省中前十名的，而且社会消费品零售总额的环比变动也是位于全国各省前十名的。

图 1：湖南省 2010 年 12 月社会消费品零售总额增速全国第八



资料来源：Wind，东方证券整理

图 2：湖南省 2010 年 12 月社会消费品零售总额环比增速全国第七



资料来源：Wind，东方证券整理

2.长沙环境分析

长株潭两型社会及高速公路网络完善有效增强长沙商业辐射及聚集力

作为湖南省省会，长沙是全省政治、经济和文化中心，尤其是“长株潭两型社会”的推进和中部崛起战略的实施，长、株、潭三地结合成为一个紧密的以长沙为龙头，株洲、湘潭为两翼的一小时生活圈，极大增强省会城市长沙的辐射能力，附近高速公路网络的完善，长沙中高端百货商场吸引了众多周边区域的消费者，商业生态上的长沙洼地效应正在开始显现。

长株潭共 1200 万人，而除了长沙城区的热点商圈，其他地、州、市均未形成一个可称为商圈的商业区域，在商业档次和品牌上就更缺少竞争力，作为长沙城区的龙头百货商场越来越显现出汇聚人流的财富洼地效应。

1、区位优势明显，将成为高铁枢纽城市

长沙区位优势明显。长沙居东南沿海和长江流域两个通江达海大市场的腹部，是内陆通向两广沿海和西南边陲的前缘地带；又位于上海、广州、重庆、武汉四大全国性商贸中心聚辐的交错地带，东南西北四大城市的辐射作用可在长沙地区产生叠加效应，使之成为支撑沿海、沿江开放地区的后方基地和促进内地开发的先导城市。长沙在全国“东靠西移”、“南北对流”的战略布局中，发挥着承东启西、联南接北的枢纽作用，在多边的大流通过中可以东西逢源、南北策应，既得益于沿海市场的强劲辐射，又受惠于内陆市场的全面联动。加之长沙享有部分省级权限和沿江开放城市的优惠政策，是湖南“呼应两东（广东、浦东），开放带动”战略的重点发展地区。

将成高铁枢纽城市。2011 年长沙着力推动沪昆高铁、石长铁路复线、城际铁路等中央、省在长沙建设项目，加快轨道交通、湘江综合枢纽、大河西综合交通枢纽等重大工程建设。沪昆高铁杭州至长沙客运专线将在 2014 年建成，将在长沙与武广高铁、京广铁路交会。沪昆高铁杭长昆客运专线是国家铁路《中长期铁路网规划》中“四纵四横”的“一横”，是我国铁路客运专线的主骨架，也是西南、东南至华东地区重要铁路运输大动脉，而长沙正好处在高速铁路交通大动脉正中间，将成为中部地区交通枢纽城市。

2、“十二五”提出将长沙建成中西部区域性消费中心

《长沙市国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》(简称《纲要》)提出，坚持消费、投资和出口协调拉动保持经济平稳较快发展。扩大内需将成为长沙未来五年发展新引擎、新动力。

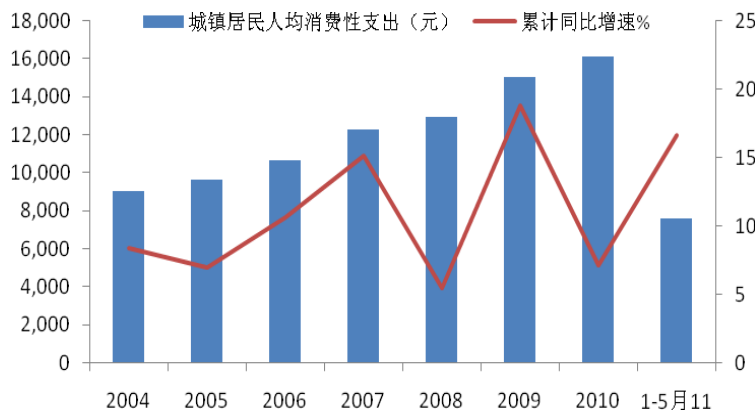
通过完善交通增强长沙商业辐射及聚集力。《纲要》提出，通过重点提升城外、城际、城内交通的通达性和便利性，着力构建长株潭“半小时消费圈”，省内及周边城市“一小时消费圈”、“两小时消费圈”，积极拓展消费经济腹地空间，增强省会城市长沙的辐射能力。市区内，努力在 3 至 5 年内，建设 400 家左右社区便民店。重点发展社区中小型生鲜食品超市、便利店、专业店和早点快餐店、社区购物中心等，打造城区 10 分钟消费便利圈。

3、经济实力不断攀升，居民消费水平稳步提高

2010 年长沙地区生产总值已达 4547 亿元，居全国二十六个省会城市（拉萨市除外）第七位，近年已先后超越多个省会城市，地区生产总值增速远高于全国平均水平 10.3%，达到 15.5%。2010 年长沙社会消费品零售额同比增速达到 20.0%，创近年零售额增速新高，比“十一五”时期平均增速高 0.7 个百分点，比 2009 年高 0.3 个百分点。消费品零售额增速呈加速态势。自 2004 年起，长沙社会消费品零售总额超过郑州，跃居中部城市第二位，与武汉的差距不断缩小，与中部其他城市

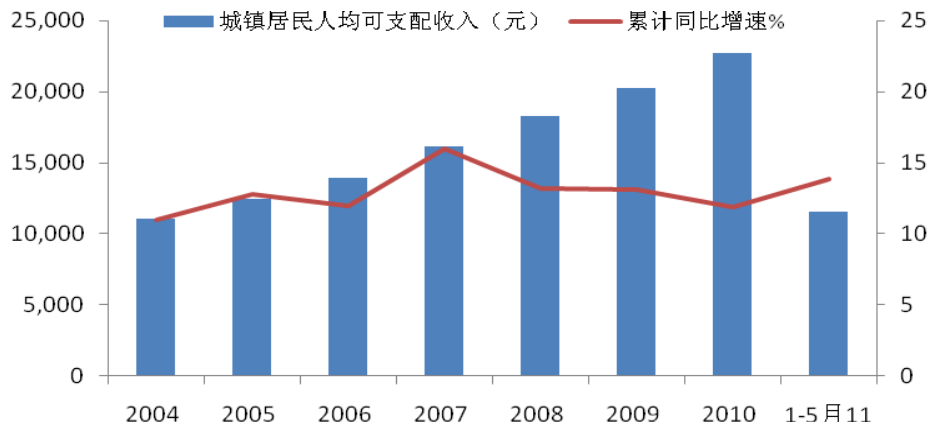
相比优势更加明显。据长沙调查队调查显示，2010年城镇人均消费支出 15416 元，同比增长 10.6%，其中商品性消费支出 10991 元，同比增长 11.0%。

图 3：长沙人均消费支出增速



资料来源：Wind，东方证券研究所整理

图 4：长沙城镇居民人均可支配收入及增速



资料来源：Wind，东方证券研究所整理

4、丰富的旅游资源助推消费

长沙是国家第一批历史文化名城，独特的自然和人文景观吸引着众多国内外游客。特别是长沙取消全部公园门票以后，长沙旅游产业持续健康快速发展，旅游经济已成为长沙重要的支柱产业。2010年，全市共接待国内外游客 4854.6 万人次，同比增长 24.7%；实现旅游总收入 458.0 亿元，同比增长 28.7%。其中，共接待入境旅游者 70.2 万人次，实现旅游创汇 52878.3 万美元，同比分别增长 21.4%和 16.7%；接待国内旅游者 4784.4 万人次，国内旅游收入 422.3 亿元，分别增长 4.7%和 30.0%。

二、长沙商圈分析

长沙现已基本形成了火车站、袁家岭、五一广场、东塘、溁湾镇等五大商圈，其中，五一广场商圈是长沙独一无二的市级中心商圈，分布着平和堂、春天百货、王府井商业广场、新世界百货、百联东方、黄兴路商业步行街等数十家购物中心，几乎占了长沙市大型商场的半壁江山。

表 1：长沙商圈情况

	定位	主要零售企业	商圈特色
五一商圈	高档	王府井、铜锣湾、平和堂、春天百货	交通便利、人气旺、商业气氛浓厚
东塘商圈	中高档	东塘百货大楼、友谊商城、百姓鞋城	市区南部，交通便利，人口密集
火车站商圈	中档	阿波罗商业广场、晓园电器、金苹果服装	过客为主，依托东部发展
袁家岭商圈	中低档	泰阳家电商场、维多利、通程电器超市	北部传统商圈
溁湾镇商圈		友谊 AB 馆、百意百货、通程电器，友阿百货、东方服饰广场	河西唯一商圈，依托周围住宅小区开发

资料来源：东方证券整理

图 5：长沙百货零售格局



资料来源：招股说明书

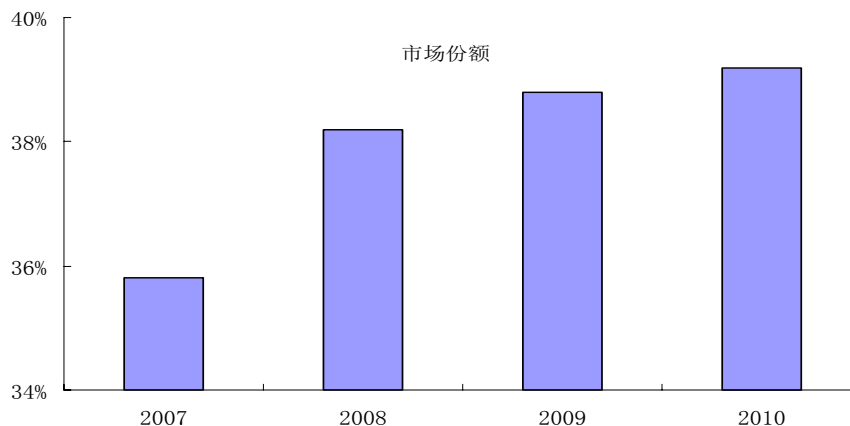
三、公司竞争优势分析

1、区域规模优势明显，市场份额不断提升

本公司下属 7 家百货门店，1 家奥特莱斯，其中 6 家位于长沙，公司门店覆盖广，涉足长沙市 5 大商圈，在门店数量、经营面积都远远超过当地竞争对手，公司在长沙乃至湖南省都具有绝对垄断

优势，同时受益于公司改扩建项目的不断成熟，公司经营效率的不断提升，市场份额已于 07 年的 35.8% 提升至 2010 年的 40% 左右。

图 6：公司在长沙地区市场份额不断提升



资料来源：公司公告、东方证券研究所整理

表 2：公司主要竞争对手情况

竞争对手	开业时间	营业面积	市场定位
平和堂五一广场店	1998-11-8	5.18	中高档综合百货
平和堂东塘店	2007-9-29	5	中高档综合百货
长沙王府井百货	2004-12-2	6 万	中高档精品百货
新世界百货长沙店	2006-9-28	3.5 万	中高档综合百货
长沙百联东方商厦	2006-9-16	6.4 万	中高档综合百货

资料来源：招股说明书

2、公司历史悠久，门店梯度较好，错位明显

公司最大优势是旗下百货商场运营历史悠久，品牌优势明显。旗下百货商场在长沙的最长运营历史超过 30 年，中友谊商店是湖南省唯一一家被评为“金鼎店”百货商场。另外公司门店梯度比较好，主要体现在两个方面：

一是定位广；与不同百货品牌相对应，公司呈现出多层次百货发展特点。公司下属百货商场定位包括高档精品百货、中高档综合百货、时尚百货、大众百货及奥特莱斯等，覆盖城市 80% 以上的消费者群体。公司多层次百货业务结构以及多样的百货形式，使公司拥有最广泛的顾客基础，能满足顾客不同的购物体验需求，同时展店时，公司也将会有更多选择和组合空间，进而提升公司竞争力。

二是门店店龄好，旗下门店均处于快速成长期。经过公司前期改扩建及装修，公司现有门店均处于快速增长阶段。旗下门店上半年 AB 店收入增长高达 60%，成熟门店友阿百货收入增长高达 40%，友谊阿波罗商业广场及友谊商城收入增速在 20%—30% 之间。

我们看好公司较快的内生性增长，我们认为任何外延式扩张的前提是公司首先具备较好的内生性增长，同时配合公司扎实的经营基础，稳健扩张，扩张的效果才能最好的发挥，投资者不用担心新开店店面都最终利润的侵蚀。

表 3：门店定位及营收预测

门店名称	开业日期	面积	市场定位	上半年收入增长
友谊 AB 商店	1979 年 1 月	1.53	A 馆：精品百货，面向年轻消费群体；B 馆：精品百货，面向高端客户	60%
友谊商城	1995 年 1 月	2.2	综合型中高档百货	20%—30%
阿波罗商业广场	1998 年 1 月	3.58	中高档百货	20%—30%
春天百货长沙店	2000 年 5 月	1.6	中高档百货，	-15%
春天百货常德店	2003 年 12 月	1.5	时尚百货	20%
家润多百货朝阳店	07 年 12 月底	2.9	中高档百货	40%
郴州店	2008 年 4 月	1.5	大众百货	25%
长沙奥特莱斯	2011 年 1 月 23		名品折扣店	新开业—

资料来源：东方证券研究所预测

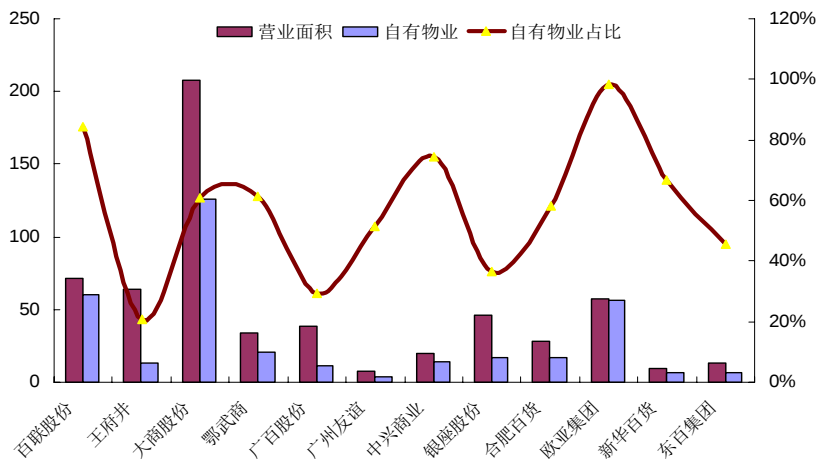
3、未来自有物业比重将由目前 46.36%提升至 64.42%

物业自有还是租赁对门店经营十分重要，百货商场最主要的特点是费用相对刚性。关于百货行业费用情况，我们从两方面来考虑，一、固定成本费用，主要包括折旧（或租金）、人工、水电、采暖及员工福利；二、可变费用：主要包括广告、宣传、招待等产生的销售费用。在可变成本中，销售公司和费用发生与销售额成一定比例，一般占销售额的 5%~10%。因此百货商场的固定费用的高低，是商场盈利能力好坏的关键。

而刚性的费用结构中，我们认为差异较大的是折旧（租金）这一块。对于自有物业的商场，折旧由于需要 30 年以上的摊消，因此相对比较小，一般 1000 万左右。而租赁商业物业的成本却远远高于自有物业成本，一搬商业物业成本在 3000 万以上，因此物业情况对商场盈利的好坏起到很大作用，同时考虑到商场都位于核心商圈的黄金位置，因此自有物业另一方面还能提高行业进入壁垒。考虑到黄金商圈的优质物业，具有稀缺性和不可再生性，未来这些自由物业仍有较大升值潜力，因此重估价值巨大。

公司目前自有物业比重是 46.36%，在百货类上市公司中排在前列，同时公司管理层对于公司未来扩张具有前瞻性，未来扩张项目都是以自有物业为主，预计 2013 年公司新建项目陆续投产后，公司自有物业比重将会达到 64.42%。

图 7：重点上市公司自有物业占比情况

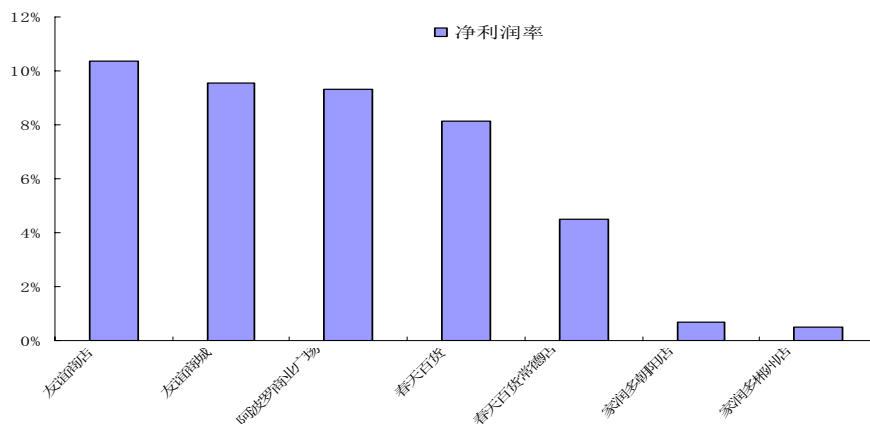


资料来源：wind，东方证券研究所整理

4、公司体制好，门店净利率较高

公司作为一家民营企业，其企业机制较为灵活，旗下门店多数位于长沙，控股股东对旗下门店控制力较强，另外公司旗下门店店长行业经验丰富，平均行业管理经验超过 20 年，最长达 37 年，公司门店管理具有明显优势，同时公司激励机制较好，管理层较为稳定，因此公司绝对优势人才资源及稳定管理团队成为公司未来业绩增长重要保障。同时结合公司 60%以上自有物业，门店物业成本较低，公司门店盈利能力较强，其中友谊商店、友谊商城、阿波罗商业广场、春天百货净利率分别为 10.35%、9.54%、9.34%、8.13%，远远高于较行业内其他上市公司，相对于行业较好成熟门店 5%的净利率，盈利能力具有明显竞争优势。

图 8：公司旗下门店净利率情况



资料来源：公司公告，东方证券整理

四、公司业务分析（具体门店分析）

公司目前主要从事百货零售业务。公司拥有长沙奥特莱斯、友谊商店、友谊商城、阿波罗商业广场、郴州店、春天百货长沙店、春天百货常德店和家润多百货朝阳店等 8 家直属商场，均位于所在区域核心商圈。

阿波罗商业广场：未来局部改造，营业面积增加 20%

阿波罗商业广场是公司的“旗舰号”，是火车站商圈唯一的大型都市购物中心，主要经营品牌服饰、钟表珠宝、化妆品、休闲运动名品、名烟名酒等，集百货、餐饮、娱乐、休闲于一体。该购物中心建筑面积 8 万平方米，原营业面积 3.7 万平方米，该广场在 09 年进行部分装修改造，增加 1 万平方米经营面积，目前经营面积为 4.7 万平方米，受益于新增面积部分不断成熟，该门店销售保持快速增长，预计 1H.2011 年销售增长 20%-30% 左右。

该广场全方位装修改造还未完成，从经营效率来看，相对门店体量来看，经营面积较小，品牌相对密集，相关配套还有待提升，未来将进行局部改造，三楼近 8000 平方米办公区域搬出及 5 楼仓库腾出，主要增加百货经营及其相关配套，改造完成后，该广场营业面积将增加至 5.5 万平方米，我们看好该广场未来改扩建后带动业绩的快速增长，预计 2011 年将实现收入 7.3 亿元，同比增长 25% 左右。

友谊 A、B 店：品牌调整到位，销售大幅增长

友谊商店有着近 30 年的经营历史，经营定位以高档精品百货为主，是湖南省唯一获“金鼎店”的百货店。该店落于长沙市袁家岭商圈的核心位置，该商圈地处长沙市主干道五一大道与韶山路交汇处，南临五一大道，西临韶山路，北靠八一路，周边遍布湖南省委、省政府、省军区、省物资产业集团、省煤矿集团、省交通厅、省公安厅等单位办公楼、宿舍区，并毗邻华天大酒店、通程大酒店、长城宾馆、省委接待处、湖南大剧院、新华书店等单位。

友谊商店紧临阿波罗商业城，坐拥袁家岭商圈高端消费群体，友谊 A、B 店是友谊商店与阿波罗商业城连为一体重新装修改造成的。改造完成后，友谊商店（A、B 馆）购物环境大大改善，营业面积由原友谊商店与阿波罗商业城合计的 33310 平方米增加 13341 平方米，达到 46651 平方米，还增加了 1200 平方米的停车场地，竞争实力明显增强。

友谊 A、B 馆改造于 2008 年 1 月 10 日重新开业，目前公司已经完成化妆品的调整，受益于消费升级及中高档消费群体的崛起，奢侈品消费进入快速增长阶段，同时奢侈品受网购等新业态冲击较小，1H.2011 年，该门店销售增长为 60% 左右，净利润增长远远超过收入增长，预计 2011 年将会实现销售收入 16.35 亿元和 19.62 亿元，分别同比增长 60% 和 20% 左右。

春天百货：地铁修建，销售出现下滑，未来期待扩建

春天百货长沙店位于长沙市最繁华的街道——黄兴路步行街北段，占据核心商圈五一商圈的核心位置，春天百货目前经营面积较小，仅有 1.5 万平方米，但门店经营效率较高，门店净利润率高达 8% 以上，未来门店将会摆脱营业面积较小，品牌组合受限的困境。公司已经收购中山集团在黄兴路的物业，该物业与春天百货形成进一步改扩建，工程完成后，春天百货由 1.5 万平方米变为 6 万平方米，预计改造周期为 2 年，2013 年下半年新春天百货开业，考虑到收购成本较低（单价不

到 7000 元/㎡)，且春天百货品牌在五一商圈已形成先天优势，扩建部分与原春天百货相连，该项目培育期较短，新增面积进入成熟期较快，届时春天百货收入至少翻倍达 7-8 亿元，贡献利润为 6000 万左右，是公司业绩未来可持续增长的重要动力之一。

目前由于五一商圈正在修建地铁，门店经营受到影响，预计 1H.2011 年门店销售出现下滑，下滑幅度为 15%左右，考虑到春天百货面积较小，盈利占比不大，整体对公司业绩影响较小。

友谊商城

友谊商城位于长沙市东塘商业圈核心位置，商业辐射湘潭、株洲、衡阳、郴州等，建筑面积为 2.94 万平方米，经营面积为 2.2 万平方米，友谊商城以中高档为主，尽管该门店已经进入成熟期，但 1H.2011 年仍保持快速增长，预计销售增速高达 20%-30% 之间。

家润多百货朝阳店

家润多百货朝阳店位于长沙市雨花区人民中路与朝阳路的交叉口东南角，项目物业地下 2 层地上 4 层，总建筑面积 3.6 万平方米，营业面积 2.9 万平方米，正门临人民中路有 3000 平方米露天广场。该地段位于规划中的长沙高档住宅密集区，交通便利，是一个正处在快速上升阶段的商圈，有着极具发展潜力和商业地产价值上升的空间。

项目东侧为芙蓉区、雨花区新政府和万家丽车站商业区；项目南侧为如佳润新城、朝阳欣园和佳润新都等一大批新型中高档写字楼和住宅楼盘；项目西北面是长沙最大的 IT 中心和广告中心；项目北临长沙市人民中路东段，周边朝阳新村旧城改造项目正在推进，这里将成为长沙市超大型中高档住宅区；项目西毗朝阳路，隔路相望是家润多超市朝阳店，是目前家润多超市中业绩最好门店。预计 1H.2011 年，销售增速在 20%-30% 之间，未来受益于新增楼层，面积将增加 2600 平方米，预计 2011 年底投入使用，我们看好该门店未来成长。

春天百货常德店：2015 搬入自建物业

常德店 2003 年 12 月开业，2006 年升级后定位高端，拥有了大批忠诚顾客与白领消费阶层，已成为常德零售业市场的 NO.1，为湘西北树立了国际化市场消费的新坐标。

春天百货常德店位于常德市人民中路步行街黄金路段，总建筑面积 1.8 万多平方米，经营面积 1.5 万平方米，定位中高档，共经营国内外中高档品牌 300 多个。

该门店物业目前是租赁项目，2015 年到期，届时公司将会重新自建物业，预计培育期较短，届时公司自有物业比重将会进一步上升。预计 2011 年春天百货常德店实现销售收入 2.56 亿元，同比增长 20% 左右。

郴州店：受益于面积扩张，收入增长较快

郴州友谊中皇城定位精品百货店，建筑面积 1.8 万平方米，经营面积 1.5 万平方米，以中青年消费群体为主。受益于 2010 年 3000 平方米 KTV 租约到期所带来的面积增加，上半年郴州店也保持快速增长，增幅高达 25% 左右，预计 2011 年郴州店将会实现收入 2.66 亿元，增幅为 25% 左右。

长沙奥特莱斯：后发优势显著，复制青浦模式

公司管理层具有前瞻性，成功积极引进新业态奥特莱斯项目。奥特莱斯购物公园项目位于长沙芙蓉南路，正处于长沙、株洲、湘潭“三市融城”的中心位置，从三市中心城区前往，均不超过半个小时，更可辐射至周边的湖南各市州及湖北、江西等，是长株潭城市群的中心地标建筑。

该项目斥资 3 亿元，占地 260 亩，建筑面积 12 万平方米，是中南地区最大的奥特莱斯。该项目国际国内名品折扣中心与休闲游乐公园相结合，业态汇聚吃、喝、玩、乐、购，功能齐全，配套完善。项目主要儿童乐园、小吃街、娱乐城、电影院等休闲娱乐设施，并配备有 2000 个车位大型停车场。汇聚奢侈大牌、国际国内名品，一流的品牌组合，国际奢侈品牌 Zegna、Burberry、Cerruti1881、Gieves&Hawkes、K&C、D'Urban、雅格狮丹等各大品牌公司即将入驻；运动休闲活力区、绅士服装精品区、淑女服装风尚区，更有香港、日韩、欧美特色区域，华斯度、ESPRIT、耐克、阿迪达斯、LEE、LEVO'S 等众多品牌。

近期奥特莱斯近期经营状况较好，规划品牌 248 个，目前公司招商品牌 85% 已经进场，一线国际品牌规划 30 家品牌，目前已经开出 7 家，预计 2011 年 10 月 1 日将全部开业，预计 2011 年奥特莱斯将实现营业收入 2 亿元，亏损 2000 万左右，2012 年实现营业收入 4 亿元，实现盈亏平衡。

表 4：长沙奥特莱斯经营情况

长沙奥特莱斯	2011E	2012E	2013E
主营收入	200	400	800
营业成本	174	350	696
毛利率	13%	13%	13%
主营利润	26	50	104
租金成本	6	6	6
折旧及费用	40	40	40
利润总额	-20	4	58
净利润	-20	3	44

资料来源：东方证券预测

表 5：全国奥特莱斯情况

名称	地址	开业时间	经营面积	投资额	投资方
北京					
燕莎	朝阳区	2002.12	10 万		燕莎友谊商城
活力东方	朝阳区	2009.03	建筑面积 6.8 万		东方基业
赛特	朝阳区	2009	建筑面积 1.5 万		赛特
上海					
百联奥特莱斯	青浦区	2006. 04	11 万	4.7 亿	百联集团&香港 九龙仓
松江 foxtown	松江区	2006.10	6.8 万	超 2800 万美元	瑞士狐狸城
杭州					
下沙	下沙	2010.06	8 万		

休博园	萧山区	2007.10	2.5 万	35 亿	宋城集团
成都					
时代奥特莱斯	双流县	2009.11	6 万		香港九龙仓集团
天津					
佛罗伦萨小镇	武清区	2011.05	建筑面积 20 万	10 亿	RDM 集团与威特公司
重庆					
西部	重庆	2008	建筑面积 8 万		
和顺	苏州	2007			
长沙					
环球	岳麓区	2011.05	建筑面积 17 万	15 亿	裕田中国、地平线集团
有阿	芙蓉区	2011.01	建筑面积 15 万	3 亿	友谊阿波罗
在建项目					
空港新城	杭州	2011.10 开业	12 万	约 1 亿美元	春天百货
百联	武汉	在建	占地 390 亩	20 亿	纵横集团
百联	无锡	在建	占地 286 亩, 10 万	10 亿	百联
世界名牌折扣店华东旗舰店中心	湖州	在建	占地 130 多万	10 亿美元	奥特莱斯(中国)
奥特莱斯	宁波	在建	4 万		三井不动产、杉杉集团
望城新区奥特莱斯	南昌	达成意向	占地 2500 亩	20 亿	奥特莱斯世界名牌折扣城控股有限公司
奥特莱斯世界名牌折扣店	万宁市	在建	建筑面积 65 万	40 亿	

资料来源：东方证券研究所整理

天津奥特莱斯奠基，公司步入全国发展新棋局

长沙百货巨头友阿百货集团在天津滨海新区开发建设“奥特莱斯”项目正式奠基。它标志着公司跨省战略的开始，开启由区域百货进入全国发展的新“棋局”。该项目距离天津城区只有半个小时车程、距离北京一个小时车程，离高速公路口和当地新火车站只要 5 分钟。

天津奥特莱斯项目分两块：一是天津奥特莱斯；二是地产开发项目。天津奥特莱斯建筑面积 9 万平方米，预计 2012 年下半年开工，2013 年 10 月开业；商业住宅面积 7.7 万平方米，预计 2012 年开工，项目结算在 2013 年，预计未来房价价格在 1.1-1.2 万/平方米，由于公司拥有 51% 股权，届时公司收入将会出现大幅增长，预计届时地产项目贡献收入 8.47 亿元，贡献利润 6500 万元左右，增厚 EPS 为 0.19 元。我们认为认为房地产收入刚好能够平衡 13 年大幅的资本开支（由于 13 年新开项目较多，主要包括天津奥特莱斯，春天百货扩建等），我们认为该项目是公司由区域百货迈向全国的第一店，开启公司向全国迈进的新步伐。

表 6：天津奥特莱斯地产业务情况

	2013 年结算（公司 51%权益）
天津奥特莱斯	2013E
结算面积	7.7
结算均价	11000
主营收入	8.47 亿元
毛利率	48%
净利润率	15%
净利润	6500 万

资料来源:东方证券预测

五、参股长沙商业银行

公司参股长沙银行 8736 万股，占其注册资本的 7.45%，投资成本 7500 万元，折合每股 0.86 元。截至 2010 年 12 月 31 日，长沙银行总资产 831 亿元，净资产 30 亿元，总股本 18 亿元，实现报表利润 11.23 亿元，未来若长沙银行上市，将会给公司业绩带来更快增长，我们假设长沙银行 15 倍市盈率上市，公司每股收益在 2.25 元。

六、品牌代理业务

品牌区域代理有望成为公司新的盈利增长点。目前公司代理金利来、LEICI 雷驰和卡丁 kadings 三个品牌的区域代理权经营，2010 年代理品牌贡献利润 1000 万左右，预计 2011 年利润增长 30% 左右，预计贡献利润在 1300 万左右。我们看好未来公司将继续扩大区域代理品牌规模业务的前景，届时公司代理业务经验及管理经验会越来越成熟，品牌区域代理业务将会成为公司新利润增长点。

七、小额贷款公司

公司拟投资设立长沙市芙蓉区友谊阿波罗担保有限公司，注册资金1亿元，公司占比90%，未来三年小额贷款公司总规模达3亿元，单笔最大500万，平均年利率20%左右。目前主要为供应商提供短期贷款担保，解决供应商融资问题。我们认为供应商担保，可以加强公司与供应商的紧密联系，考虑到贷款公司运营成本较低，容易获得国家财政补贴和税收优惠，未来运营风险较小，同时缓解闲置资金压力，预计2011年，全年贡献利润3000万左右，增厚EPS为0.08元。未来若小额贷款公司运营规范2-3年，未来成为村镇商业银行的可能性较大，该小额贷款公司的设立尚需得到湖南省人民政府的批准。

八、股权激励锦上添花：管理层和股东利益一致

我们看好公司的最重要的理由之一是公司作为民营企业，管理体制较高，经营效率高，但之前管理层及门店经营者只在集团层面拥有股权。目前公司已经向35名对象授予1440万股股票期权，占公司股本总额的4.12%。激励对象涉及高管，各门店总经理及各职能部门部长等。行权价为21.92元。行权条件：以2010年为基期，2011-13年收入和净利润（与扣非后孰低）年复合增长率不低于20%，净资产收益率不低于10%，激励计划有效期为授予日起4年，分三期行权，每期行权比例为40%、40%、20%。

我们认为该激励计划尚需证监会及公司股东大会批准的可能性较大，公司现有业务和未来资产储备保证公司业绩增长的可能性较大，乐观预计公司净利润复合增长率高达30%左右，远高于20%增长的行权条件。此次股权激励有助于管理层和股东利益趋于一致，更能激发管理层积极性，同时也彰显管理层对公司未来业绩增长的信心，成为公司未来估计上涨的催化剂。

表 7：公司股权激励分配情况

	姓名	职务	期权数量	占授予总量比例	占总股本比例
1	胡子敬	董事长	300	20.833%	0.859%
2	陈细和	董事、总裁	130	9.028%	0.372%
3	刘一曼	董事	70	4.861%	0.200%
4	崔向东	董事、副总裁	70	4.861%	0.200%
5	龙建辉	董事	70	4.861%	0.200%
6	陈学文	董事、董事会秘书	70	4.861%	0.200%
7	许惠明	董事	70	4.861%	0.200%
8	晏才久	管理总监	70	4.861%	0.200%
9	龙桂元	财务总监	70	4.861%	0.200%
10	中层管理人员		520	36.111%	1.489%
合计			1440	100%	4.124%

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

九、公司盈利预测

公司未来的成长点：

- 1、11、12 年现有门店内生性增长
- 2、友谊商城扩建，新增 2600 平方米，预计 2012 年贡献利润
- 3、郴州门店 3000—4000 平方米扩建
- 4、Outlets13 年将出现爆发式增长，预计 11 年亏损 2000 万，12 年扭亏，13 年实现净利润 4400 万
- 5、天津奥特莱斯地产项目将结算，预计新增净利润 6500 万元，增厚 EPS0.19 元。

表 8：公司具体业务预测

	2010	2011E	2012E	2013E
百货收入	3230	4427	5443	6622
家电收入	262	282	311	326
零售总收入	3492	4709	5754	6948
百货营业成本	2648	3638	4484	5470
家电营业成本	250	271	298	313
总成本	2898	3909	4782	5783
百货综合毛利率	18.02%	17.82%	17.63%	17.40%
家电综合毛利率	4%	4%	4%	4%
综合毛利率	16.99%	16.99%	16.90%	16.77%
其他业务收入	72	76	80	84

总收入	3564	4785	5834	7032
总成本	2898	3909	4782	5783
毛利率	18.67%	18.31%	18.04%	17.77%

资料来源：东方证券研究所预测

十、公司估值分析

公司作为区域性的百货公司，在长沙地区拥有绝对优势，公司百货市场份额高达 40%。公司旗下资产均位于长沙核心商圈，未来自由物业占高达比 64.42% 以上，且公司店面成本较低，盈利能力较强，公司门店管理具有明显优势，同时公司激励机制较好，管理层较为稳定，因此我们认为公司绝对优势的人才资源、稳健的扩张及较高的内生性增长成为公司未来业绩增长的重要保障。

预计 2011 年、2012 年公司将会实现净利润 3.10 亿元和 4.11 亿元，分别增长 43.01% 和 32.56%，EPS 分别为 0.887 元和 1.176 元，考虑到公司未来 3 年的增长相对明确，我们认为公司估值应该高于行业平均 26.16 倍，给予 11 年公司 30 倍估值，对应目标价为 28 元，首次给予公司买入评级。

表 7：重点上市公司估值

	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	13EPS(E)	P/E
合肥百货	0.55	0.84	0.88	1.06	22.39
通程控股	0.24	0.33	0.44	0.56	23.18
鄂武商 A	0.62	0.76	1.00	1.24	23.80
开元投资	0.22	0.22	0.24	0.27	24.35
中兴商业	0.25	0.61	0.80	0.96	17.47
武汉中商	0.32	0.42	0.48	0.57	27.62
广州友谊	0.94	1.11	1.37	1.67	19.78
广百股份	0.95	0.73	0.89	1.08	22.59
友阿股份	0.65	0.86	1.27	1.46	25.51
天虹商场	0.62	0.81	1.05	1.34	28.21
徐家汇		0.60	0.66	0.72	26.84
南京中商	0.33	1.17	1.83	2.27	22.88
商业城	0.01	0.24	0.52	0.51	75.35
大东方	0.45	0.55	0.68	0.82	18.50
新世界	0.44	0.42	0.48	0.56	23.92
百联股份	0.87	0.97	0.96	0.85	16.23
南京新百	0.27	0.42	0.75	0.93	26.45
东百集团	0.38	0.39	0.51	0.66	25.87
大商股份	0.74	1.12	1.86	2.79	36.33
欧亚集团	0.80	1.06	1.41	1.87	26.47
西单商场	0.08	0.41	0.52	0.89	33.50
重庆百货	1.40	1.81	2.30	2.95	24.48
友好集团	0.35	0.49	0.75	0.94	25.39
新华百货	1.11	1.22	1.60	1.97	22.83
杭州解百	0.27	0.29	0.31	0.34	26.09
成商集团	0.34	0.50	0.66	0.82	24.42
银座股份	0.62	0.66	0.93	1.17	32.33

王府井	1.19	1.67	2.15	2.76	24.88
百大集团	0.15	0.66	0.70	0.27	11.04
行业平均	26.16				

资料来源：WIND，东方证券整理

十一、风险提示

- 1、宏观经济下滑，行业经营困难
- 2、奥特莱斯低于预期



资产负债表					利润表				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,070	3,310	3,718	4,464	营业收入	3,564	4,785	5,834	7,879
现金	1,337	1,673	2,805	3,270	营业成本	2,898	3,909	4,782	6,235
应收账款	15	38	46	62	营业税金及附加	40	0	0	0
其他应收款	19	44	53	72	营业费用	164	239	263	410
预付账款	432	961	469	611	管理费用	184	263	298	465
存货	267	594	344	449	财务费用	-15	-35	-50	-50
其他					资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1,189	1,222	1,659	2,314	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	550	659	1,055	1,688	投资净收益	7	7	7	7
无形资产	151	156	161	165	营业利润	300	416	549	827
其他	394	407	443	460	营业外收入	1	2	3	2
资产总计	3,259	4,532	5,377	6,778	营业外支出	5	1	1	1
流动负债	1,474	2,530	3,089	4,100	利润总额	296	417	551	828
短期借款	0	0	0	0	所得税	76	104	138	207
应付账款	477	818	1,001	1,305	净利润	220	313	414	621
其他	996	1,712	2,089	2,795	少数股东损益	4	3	3	62
非流动负债	34	34	34	34	归属于母公司净利润	217	310	411	559
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.62	0.89	1.18	1.60
其他	34	34	34	34	主要财务比率				
负债合计	1,508	2,564	3,123	4,134	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	88	97	106	117	成长能力				
股本	349	349	349	349	营业收入	29.8%	34.3%	21.9%	35.1%
资本公积	788	788	788	788	营业利润	47.7%	38.7%	32.1%	50.6%
留存收益	526	735	1,010	1,389	归属于母公司净利润	44.7%	43.0%	32.6%	36.2%
归属母公司股东权益	1,663	1,872	2,147	2,527	获利能力				
负债和股东权益	3,259	4,532	5,377	6,778	毛利率	18.7%	18.3%	18.0%	20.9%
					净利率	6.2%	6.5%	7.1%	7.9%
					ROE	12.4%	15.7%	18.2%	21.2%
					ROIC	8.2%	9.1%	10.0%	11.5%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债率	46.3%	56.6%	58.1%	61.0%
经营活动现金流	482	942	1,220	1,452	负债权益比率	90.7%	137.0%	145.5%	163.6%
净利润	220	310	411	559	流动比率	1.40	1.31	1.20	1.09
折旧摊销	97	87	99	137	速动比率	0.93	0.69	0.94	0.83
财务费用	-15	-35	-50	-50	营运能力				
投资损失	-7	-7	-7	-7	总资产周转率	1.21	1.23	1.18	1.3
营运资金变动	174	581	761	806	应收账款周转率	232	179	138	144
其他	-3	0	0	0	每股指标（元）				
投资活动现金流	-601	-64	-27	-97	每股收益	0.62	0.89	1.18	1.60
资本支出	610	323	283	405	每股经营现金流	1.38	2.70	3.50	4.16
长期投资	7	4	4	5	每股净资产	5.02	5.64	6.46	7.57
其他	2	255	253	303	估值比率				
筹资活动现金流	117	92	61	91	P/E	35.42	24.77	18.68	13.72
借款增减	0	0	0	0	P/B	4.4	3.9	3.4	2.9
普通股增加	20	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他	97	92	61	91					
现金增加额	-196	336	1,132	464					

资料来源：东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn