



看好奥特莱斯和春天百货增长

买入首次

目标价 30 元

投资要点:

- 机制灵活、管理团队优异、激励到位，门店效益好
- 品牌消费时代到来，看好公司奥特莱斯的爆发力
- 春天百货改扩建相当于再造一个主力百货

报告摘要:

- 机制灵活、管理团队优异、激励到位，门店效益好。**公司作为一家民营企业，其机制灵活，目前公司已经向 35 名高管，各门店总经理及各职能部门部长授予 1440 万股股票期权，占公司股本总额的 4.12%。控股股东对旗下门店控制力较强，公司主力门店友谊商店 AB 馆、友谊商城、阿波罗商业广场保持高速增长，预计公司所有门店 2011 年收入达到 42.6 亿元，分别同比增长 28.4%；销售毛利率维持 20% 不变，但公司通过高效的运营管理控制销售费用和管理费用，预计 2011 年销售净利率较 2010 年水平有望继续提高至 7%。
- 品牌消费时代到来，看好公司奥特莱斯的爆发力。**公司的长沙奥特莱斯项目虽然刚开业，但位置非常好处于长沙、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。13 万平方米建筑面积，采取地中海建筑风格是长株潭城市群的中心地标建筑。天津奥特莱斯项目与天津市市政府合作，拿地成本低。
- 春天百货改扩建相当于再造一个主力百货。**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，毗邻王府井长沙店，位置绝佳。2013 年改扩建完成后从现有 1.5 万平方米扩建到 6 万平方米，将成为公司的主力门店。
- 盈利预测。**看好公司优秀的管理团队及春天百货、奥特莱斯项目的后续发力，预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.93 元、1.19 元和 1.45 元，首次给予“买入”评级。

百万元、元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2747	3563	4574	5653	6833
增长率	23.76%	29.74%	28.36%	23.60%	20.86%
归属母公司净利润	150	216	324	417	507
增长率	24.60%	44.46%	50.07%	28.55%	21.55%
每股收益(EPS)	0.428	0.619	0.929	1.194	1.451
PE	54.10	37.45	24.95	19.41	15.97

消费服务研究组

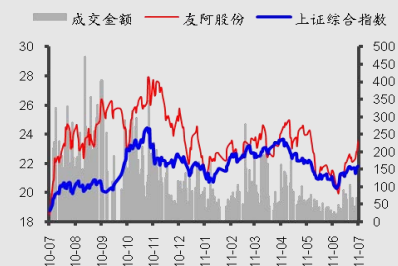
高级分析师:

陈旭 (S1180511010002)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	23.18
目标价	30
52 周内高	28.77
52 周内低	18.31
总市值(百万元)	8094.46
流通市值(百万元)	4778.23
总股本(百万股)	349.20
A 股(百万股)	349.20
—已流通(百万股)	206.14
—限售股(百万股)	143.06

资料来源: 宏源证券

目录

一、门店情况	4
二、公司竞争力分析	5
（一）地理位置先发优势明显	5
（二）优秀的管理团队	6
（三）强大的品牌管理优势，及多层次百货业务结构	7
（四）激励到位	7
三、未来增长看点	8
（一）品牌消费在二三线城市新兴发展	8
1、长沙奥特莱斯	8
2、天津奥特莱斯	8
（二）春天百货、中山路百货大楼的改扩建	8
（三）多业态发展稳步推进，为企业做大做强增添后劲	9
四、盈利预测	10

表格

表 1: 友阿百货门店情况.....	5
表 2: 五一商圈主要商家.....	6
表 3: 股权激励列表.....	7
表 4: 友阿百货门店情况.....	10
表 5: 盈利预测.....	11

一、门店情况

近日我调研走访湖南的代表城市长沙和株洲的主要门店（友阿股份长沙的 6 家门店，王府井长沙店及株洲店、新世界长沙店、平和堂、美美、株洲百货大楼）。通过实地走访及访问门店店长，我们认为长沙市的中高端消费刚刚兴起，而二三线城市例如株洲正处于中端及中低端消费向中高端消费及品牌消费的过渡期。

2010 年长沙市常驻人口 704.41 万人，主流百货门店共 14 家百货，总经营面积 60 余万平方米，平均每百万人拥有百货 2 家，平均每百万人拥有百货面积 8.5 万平方米。与全国每百万人口拥有 5.1 家百货，5.5 万平方米百货营业面积的平均水平相比，长沙市的百货渗透率处于全国的平均水平之上，但与一线核心城市北上广深比，仍有很大提升空间。

友阿股份是湖南调研重点走访的公司。公司的三大主力门店，友谊 AB 馆、友谊商城和阿波罗商业广场，三家合计收入占了公司门店收入的近 7 成。受益于品类调整、门店改造，公司这三家店上半年高速增长。

友谊商店 AB 馆：2011 年上半年销售收入增长 50%，预计全年能增长 50%，达到 15 亿。收入高速增长主要得益于品牌和定位的调整，公司在 09 年重新将 AB 馆定位为高端奢侈品专卖，2009 年下半年完成了招商工作，引进了古驰、阿玛尼等国际品牌。目前影响业绩增长的最大问题是停车位非常有限，打车也不方便。公司在跟政府商谈，准备通过建立立体车库、过街天桥等方式来解决，人流及停车为题。

友谊商城：上半年销售收入增长 19%，预计全年销售收入 20%，达到 7 亿的收入水平。

阿波罗商业广场：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。受益改造调整，预计 2011 年对应销售收入增长 35%，约 8.8 亿元，净利润 6500 万元。未来还将进行局部改造，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 万平方米。

其他门店：**友阿百货朝阳店**是募集资金项目，预计全年收入增速超过 40%。**春天百货长沙店**，位于五一广场的核心商圈，受地铁施工影响，预计收入会负增长，但我们看好其绝佳的地理位置及今后棚屋改造后面积增加和重新装修升级后成为公司主力门店之一的巨大盈利潜力。**郴州店**预计今年收入将近 3 亿元，利润 2600 万元。**常德店**预计延续 2010 年 20-25%的增速，2011 年收入 1.8 亿元，净利润 1500 万元。**长沙奥特莱斯**，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，建筑面积 12 万平方米。2010 年 1 月试营业，预计今年亏 1500-2000 万元，公司计划明年打平。

预计公司所有门店 2011 年收入达到 42.6 亿元，分别同比增长 28.4%。销售毛利率维持 20%不变，但公司通过高效的运营管理控制销售费用和管理费用，2011 年 1 季度净利率已经上升到 10.55%，我们认为全年销售净利率较 2010 年水平继续提高至 7%。

表 1: 友阿百货门店情况

序号	商业物业名称	开业时间	距今店龄	调整店龄	面积 (万平方	物业性质	定位
1	友谊商店A馆	1979 年1 月	33年 2008年重新装修	4.00	1.53	自有	高端奢侈品百货
	友谊商店B馆	1971 年5 月	41年2008 年重新装修	4.00	3.14	自有	中高端精品百货
2	友谊商城	1995 年1 月	17年	4.00	2.20	自有	中高端综合百货
3	阿波罗商业广场	1998 年1 月	14年	4.00	3.68	租赁(第1-4年350 万/年; 第5-18 年350 万起点, 每年递增25 万; 第19-28 年每年递增40 万)	中高端综合百货
	阿波罗商业广场 (办公区搬迁及5楼仓库)	2011年中			1.50		
4	春天百货长沙店	2000 年5 月	12年	12.00	1.60	自有(收购中山集团资产)	中高端时尚百货
	春天百货长沙店棚屋改建项目	预计2013年中		-	2.40		
5	友阿百货朝阳店	2007 年12 月底	5年	5.00	2.90	租赁(第3 年655 万; 第4-7 年30 元/m ² · 月为基数, 每年递增3%; 第8-12 年30 元/m ² · 月为基数, 每年递增6%; 第13-15 年30 元/m ² · 月为基数, 每年递增8%)	大众综合百货
6	中山路百货大楼(国货陈列馆)				1.00	自有	专营黄金珠宝
7	奥特莱斯	2010年	2年	0.50	13.33	自有	outlets
8	春天百货常德店	2003 年12 月	9年	9.00	1.50	租赁(第2-4 年600 万/年起点, 每年递增3%; 第5-13 年共3,300 万, 每年412.50 万)	中高端综合百货
9	友阿百货郴州店	2008 年4 月	4年	4.00	1.50	自有	中高端综合百货
12	天津奥莱(51%)	2012年	-	-	8.00	自有, 占股比51%	奥特莱斯
	现物业合计			2.81	32.38		
	其中: 自有物业				23.30		
	改扩建后物业合计				40.36		
	其中: 自有物业				30.78		

资料来源: 宏源证券, 公司公告

二、公司竞争力分析

(一) 地理位置先发优势明显

不仅“友阿”、“友谊”、“阿波罗”、“春天百货”的品牌已经在当地深入人心,群众基础根深蒂固,同时友阿股份由于历史传承的多年积淀,门店布局的先发优势明显,长沙目前有 5 个主要商圈,友阿基本在主要核心商圈都有覆盖,同时还将通过春天百货的改扩建及门店升级提高其在核心五一路商圈的人气和加强优势地位。另一方面,依托熟悉湖南的商业格局,也适时机将网点下沉到二三城市及长沙周边地区,如友阿常德店、友阿郴州店及长沙奥特莱斯购物公园。

长沙五大主要商圈分析:

1、东市,火车站商圈: 阿波罗商业广场、家润多百货为主的百货商场及专业市场电脑城和马王堆建材市场。商铺分析: 具备大量居住人口和流动人口,经营类型重复,但集中,销售额能得到一定的保证。主要经营电脑与配件。租金水平和售价在长沙只能排在中上,部分独立临街商铺的价格能达到 4 万元/m²以上。

2、南旺,东塘商圈: 东塘平和堂、友谊商城、金色家族、嘉盛茂广场等,集中了部分高档百货、商场。商铺分析: 人气旺、潜力大。东塘商圈核心地段的商业成熟,价格同

样不低。这一区域的高校商业也是一大亮点，湖南女子大学、中南大学铁道学院、中南林科大等高校云集。东塘到侯家塘一线商铺能售价超过 6 万。

3、西文，溁湾镇商圈：长沙市政府的西迁提升了河西的发展。高校商业是河西商业的代表，在名校荟萃的河西，学生的消费能力是一大支撑，各高校旁直至深夜仍灯火通明的商业街印证了这一点。但是其商铺多比较小，主要经营各类服装和学生用品为主，代表项目如通程商业广场、金苹果天马创意集市、锦绣潇湘创意市场、后期艺术城等。

4、北弱，伍家岭商圈：北城商业一直比较弱，没形成气候，社区商业是北城的代表。代表商业项目有：岁宝百货、麦德龙。这一区域价格偏低，增长潜力较大。湘雅医院附近商业能达到 3 万元/m²左右。

5、中兴，五一商圈、袁家岭商圈：五一商圈范围，东抵蔡锷路，西达太平街，南起城南路，北至营盘路。当之无愧的长沙铺王之王，地段无可比拟，引领者全长沙商铺价的制高点。目前，步行街临街商铺售价一般超过 10 万元/m²，价高者超过 20 万元/m²，租金水平内街：200-300 元/m²/月，街铺：600-700 元/m²/月。

表 2：五一商圈主要商家

商业类别	代表物业
百货	平和堂、 春天百货 、王府井百货、新世界百货、百联东方、新大新广场、锦绣中环、 友谊商店 AB 馆 、美美
综合卖场	万达购物广场
商业步行街	黄兴路步行街、金满地步行街、坡子街民俗街、解放西路酒吧街、化龙池、太平街、三王街
大卖场	沃尔玛、家乐福、好又多
专卖店	国美电器、苏宁电器、屈臣氏
批发市场	宝蓝街手机批发、西长街宠物市场

资料来源：宏源证券

（二）优秀的管理团队

百货的竞争要素除了地理位置外，更为重要的是管理经营团队的实力。公司的核心管理团队在当地从事百货零售业最长超过 30 年，具有丰富的百货业管理经验，对当地市场十分了解，经验丰富，由此保证了公司更准确的市场定位和销售商品的组合选择。公司实际控制人董事长胡子敬先生从 1974 年开始就一直在零售百货业工作，具有十分丰富的百货零售业业务经验和管理经验。于 2001 年创造性地提出了“经营管理一体化”的商业管理模式，在传统百货内部率先实行“进销分离、统一管理”的科学管理方法，2003 年被评为“第十届全国级企业管理现代化创新成果一等奖”，被中国商业政策研究会专家称作是“传统百货业升级换代的突破”，“由传统百货向现代百货业迈进的典范”，并被中国商业协会作为样板工程向全国推广。

（三）强大的品牌管理优势，及多层次百货业务结构

公司与 1,000 余家国际和国内的知名品牌供应商建立了良好的长期合作关系，并与其大部分结成了长期稳定战略发展伙伴，具有强大的招商能力和稳定的供应渠道，30-40% 品牌是区域独家代理。

与不同百货品牌相对应，公司呈现出多层次的百货发展特点。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、outlets，覆盖城市 80% 以上的消费者群体。公司拥有的百货形式包括购物中心、综合百货商场及精品店。本公司多层次的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，在拓展新的机会时有更多的选择和组合空间，从而使公司具有更强的竞争力。

（四）激励到位

公司部门经理业务骨干的薪酬采取“基本工资+绩效”，并且有市场竞争力。中层一年的基本工资 15 万元，以前 1 年净利润为标准，如果本年的净利润低于上一年则没有绩效，绩效以增量抽成计提，如达标一年奖金有 20-30 万元。

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，2011~2013 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%。

表 3：股权激励列表

	姓名、职务	期权数量（万股）	占授予总量比例	占总股本比例
1	胡子敬董事长	300	20.83%	0.86%
2	陈细和董事、总裁	130	9.03%	0.37%
3	刘一曼董事	70	4.86%	0.20%
4	崔向东董事、副总裁	70	4.86%	0.20%
5	龙建辉董事	70	4.86%	0.20%
6	陈学文董事、董事会秘书	70	4.86%	0.20%
7	许惠明董事	70	4.86%	0.20%
8	晏才久管理总监	70	4.86%	0.20%
9	龙桂元财务总监	70	4.86%	0.20%
10	中层管理人员	520	36.11%	1.49%
	合计	1440	100%	4.12%

资料来源：宏源证券，公司公告

三、未来增长看点

（一）品牌消费在二三线城市新兴发展

1、长沙奥特莱斯

长沙奥特莱斯，位置非常好位于长沙芙蓉南路，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。13 万平方米建筑面积，采取地中海建筑风格是长株潭城市群的中心地标建筑。

2010 年元月份试营业，实地调研情况看，目前的经营布局初具规模，品牌入住率达 80%，品牌定位有车一族的时尚男女，主要品牌有女装 EQIQ、Basic House、爱慕，鞋类 Nine West、Nike，男装 Jeep、及户外休闲探路者等。折扣都在 5 折以内。各门店装修都要靠品牌商或区域代理商自行装修门店，从装修效果看得出品牌商及品牌代理商对长沙奥特莱斯项目很重视，装修考究。

经营方式采取同百货一样的联营扣点方式，一般前 2-3 年，扣点比例在 8-17%。公司计划 4-5 年进行一次大的品类和区域调整。

儿童乐园、小吃街、娱乐城、电影院等休闲娱乐设施等设施在 7 月投入使用。当前唯一缺少国际一线品牌，虽已和登喜路等国际一线品牌签意向，但目前入驻时间不确定。

吸引客源方面，9 月公司将举行一个盛大的开业仪式，届时园内配套设施已开业，同时也会增多公交线路，目前长沙市内已有 5 条公交线路入园，未来计划增开到 10 条，同时城际铁路、地铁未来也会开通。

盈利方面，预计今年亏 1500-2000 万元，公司计划明年打平。

2、天津奥特莱斯

天津奥特莱斯项目是公司与天津市政府合作，公司持有 51% 股权。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。预计商业地产项目贡献收入 8.47 亿元，贡献利润 6500 万元左右，增厚 EPS 为 0.19 元。地产收入刚好能够平衡 2013 年大幅的资本开支（天津奥特莱斯，春天百货扩建等）。

（二）春天百货、中山路百货大楼的改扩建

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，毗邻王府井长沙店，位置绝佳。由于修地铁原因，春天百货外立面已经全部被遮挡起来，营业收入受到一定影响。

长沙春天百货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，同时地理位置优越，改扩建完成后将成为公司的主力门店。

（三）多业态发展稳步推进，为企业做大做强增添后劲

长沙市芙蓉区友谊阿波罗担保有限公司，注册资金 1 亿元，公司持有其 90%的股权，经营小额贷款及财务咨询业务，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。目前小额贷款公司经营已步入正轨，呈现了良好的发展态势。根据试点管理办法的规定，小额贷款公司在规范运作经营成熟后，可转化为区域性的商业银行，将为公司拥有自主金融平台打下基础。预计 2011 年，全年贡献利润 3000 万左右，增厚 EPS 为 0.08 元。

同时，公司成立的品牌代理公司自 2009 年 10 月开始尝试品牌区域代理的经营，本年度在原有的“金利来”和“LEICI 雷驰”两个代理品牌的基础上，增加了“卡宾”男装代理，经营的品牌达到了三个。

四、盈利预测

表 4: 友阿百货门店情况

万元、元		2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
友谊商店 A	销售收入	24,703.42	19,234.70	45,717.67	69,500.00	101,394.26	152,091.39	190,114.24	237,642.80
	YOY		-22.1%	137.7%	52.0%	45.9%	50%	25%	25%
	净利润	2,028.81	1,169.28	4,733.93	6,950.00	10,357.06	16,730.05	22,813.71	28,517.14
	YOY		-42.4%	304.9%	46.8%	49.0%	61.5%	36.4%	25.0%
	净利率	8.2%	6.1%	10.4%	10.0%	10.2%	11.0%	12.0%	12.0%
	坪效	16,146.03	12,571.70	9,789.65	14,882.23	21,711.83	32,567.75	40,709.69	50,887.11
友谊商店 B (08年后)	销售收入	10,107.86	464.78						
	YOY		-95.4%						
	净利润	133.22	-39.08						
	净利率	1.3%	-8.4%						
	坪效	3,219.06	148.02						
友谊商城	销售收入	32,238.27	43,082.34	44,044.76	53,734.61	67,168.26	83,960.32	100,752.39	120,902.87
	YOY		33.6%	2.2%	22.0%	25.0%	25%	20%	20%
	净利润	2,625.44	4,009.99	4,202.30	4,836.11	6,380.98	8,396.03	9,571.48	11,485.77
	YOY		52.7%	4.8%	15.1%	31.9%	31.6%	14.0%	20.0%
	净利率	8.1%	9.3%	9.5%	9.0%	9.5%	10.0%	9.5%	9.5%
	坪效	14,653.76	19,582.88	20,020.35	24,424.82	30,531.03	38,163.78	45,796.54	54,955.85
阿波罗商业广场	销售收入	28,562.91	38,164.98	43,087.71	51,705.25	65,148.62	87,950.63	105,540.76	126,648.91
	YOY		33.6%	12.9%	20.0%	26.0%	35%	20%	20%
	净利润	2,254.13	3,379.90	4,025.69	4,136.42	4,582.44	6,596.30	8,443.26	10,131.91
	YOY		49.9%	19.1%	2.8%	10.8%	43.9%	28.0%	20.0%
	净利率	7.9%	8.9%	9.3%	8.0%	7.0%	7.5%	8.0%	8.0%
	坪效	7,761.66	10,370.92	11,708.62	14,050.34	17,703.43	23,899.63	28,679.55	34,415.47
春天百货长沙店	销售收入	18,960.55	26,758.40	27,847.90	32,233.77	34,328.97	17,164.48	17,164.48	18,880.93
	YOY		41.1%	4.1%	15.7%	6.5%	-50%	0%	10%
	净利润	632.33	1,906.49	2,262.70	2,423.87	2,746.32	1,373.16	1,373.16	1,510.47
	YOY		201.5%	18.7%	7.1%	13.3%	-50.0%	0.0%	10.0%
	净利率	3.3%	7.1%	8.1%	7.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
	坪效	11,850.34	16,724.00	17,404.94	20,146.11	21,455.60	10,727.80	10,727.80	6,743.19
友阿百货朝阳店	销售收入	-	930.14	15,340.55	18,400.00	25,945.85	36,324.19	50,853.87	58,481.95
	YOY			1549.3%	19.9%	41.0%	40%	40%	15%
	净利润		1.95	101.99	184.00	279.34	1,271.35	2,542.69	2,924.10
	YOY			5130.0%	80.4%	51.8%	355.1%	100.0%	15.0%
	净利率		0.2%	0.7%	1.0%	1.1%	3.5%	5.0%	5.0%
	坪效		320.74	5,289.84	6,344.83	8,946.84	12,525.58	17,535.82	20,166.19
长沙奥特莱斯	销售收入						-	-	-
	YOY						45%	15%	15%
	净利润						-1,500.00	-	1,500.00
	YOY						-100.0%	#DIV/0!	#DIV/0!
	净利率								10.0%
	坪效								
春天百货常德店	销售收入	7,555.90	8,584.53	10,222.20	12,471.08	15,090.01	18,862.51	23,578.14	29,472.68
	YOY		13.6%	19.1%	22.0%	21.0%	25%	25%	25%
	净利润	68.06	207.50	459.03	623.55	1,056.30	1,509.00	2,004.14	2,505.18
	YOY		204.9%	121.2%	35.8%	69.4%	42.9%	32.8%	25.0%
	净利率	0.9%	2.4%	4.5%	5.0%	7.0%	8.0%	8.5%	8.5%
	坪效	5,037.27	5,723.02	6,814.80	8,314.06	10,060.01	12,575.01	15,718.76	19,648.45
友阿百货郴州店	销售收入			10,316.07	17,537.32	22,623.14	29,410.08	38,233.11	43,968.08
	YOY				70.0%	29.0%	30%	30%	15%
	净利润			1031.25	1,315.30	2,036.08	2,646.91	3,823.31	4,396.81
	YOY			#DIV/0!	70.1%	54.8%	30.0%	44.4%	15.0%
	净利率			7.5%	7.5%	9.0%	9.0%	10.0%	10.0%
	坪效			6,877.38	11,691.55	15,082.09	19,606.72	25,488.74	29,312.05

资料来源: 宏源证券、公司公告

表 5: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3563.46	4574.00	5653.39	6832.56	收益率				
减: 营业成本	2898.02	3704.94	4579.25	5534.37	毛利率	18.67%	19.00%	19.00%	19.00%
营业税金及附加	40.16	51.55	63.72	77.00	三费/销售收入	9.35%	8.36%	7.99%	7.94%
营业费用	164.37	205.83	254.40	307.47	EBIT/销售收入	7.85%	8.48%	8.79%	8.80%
管理费用	183.86	219.55	254.40	307.47	EBITDA/销售收入	10.58%	10.82%	10.69%	9.32%
财务费用	-15.00	-43.13	-57.11	-72.29	销售净利率	6.17%	7.09%	7.38%	7.42%
资产减值损失	0.15	0.70	0.70	0.70	资产获利率				
加: 投资收益	6.87	0.00	0.00	0.00	ROE	13.00%	17.06%	18.89%	19.65%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.65%	11.03%	11.36%	12.26%
其他经营损益	0.47	0.00	0.00	0.00	ROIC	353.62%	78.06%	-53.51%	-136.36%
营业利润	299.24	434.56	558.03	677.84	增长率				
加: 其他非经营损益	-3.56	-2.05	-2.05	-2.05	销售收入增长率	29.74%	28.36%	23.60%	20.86%
利润总额	295.69	432.51	555.98	675.79	EBIT 增长率	41.07%	38.76%	28.14%	20.97%
减: 所得税	75.93	108.13	139.00	168.95	EBITDA 增长率	35.25%	31.30%	22.05%	5.34%
净利润	219.75	324.38	416.99	506.84	净利润增长率	45.57%	47.61%	28.55%	21.55%
减: 少数股东损益	3.60	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	24.45%	8.87%	24.38%	12.15%
归属母公司股东净利润	216.15	324.38	416.99	506.84	股东权益增长率	10.49%	14.32%	16.10%	16.86%
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	经营营运资本增长率	24.69%	-142.72%	28.93%	-86.64%
货币资金	1317.66	2640.24	2589.42	4021.24	资本结构				
应收和预付款项	466.10	-120.26	547.71	-31.10	资产负债率	45.81%	44.90%	48.70%	46.68%
存货	266.90	-24.09	324.19	38.50	投资资本/总资产	11.60%	-19.89%	-7.59%	-28.12%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
长期股权投资	190.22	190.22	190.22	190.22	流动比率	1.42	1.62	1.65	1.79
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.23	1.63	1.50	1.77
固定资产和在建工程	600.32	531.92	514.30	496.68	股利支付率	26.93%	26.59%	26.59%	26.59%
无形资产和开发支出	151.48	133.32	115.16	96.99	收益留存率	73.07%	73.41%	73.41%	73.41%
其他非流动资产	238.25	166.23	94.20	94.20	资产管理效率				
资产总计	3230.94	3517.58	4375.21	4906.74	总资产周转率	1.10	1.30	1.29	1.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	6.48	8.60	10.99	13.76
应付和预收款项	1445.88	1545.19	2096.72	2256.20	应收账款周转率	231.07	191.78	228.99	201.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	10.86	-153.77	14.13	143.75
其他负债	34.11	34.11	34.11	34.11	业绩和估值指标	2011E	2012E	2013E	2014E
负债合计	1479.99	1579.30	2130.83	2290.31	EBIT	279.60	387.98	497.15	601.42
股本	349.20	349.20	349.20	349.20	EBITDA	377.07	495.09	604.26	636.50
资本公积	787.96	787.96	787.96	787.96	NOPLAT	210.35	292.53	374.40	452.60
留存收益	525.86	763.98	1070.07	1442.13	净利润	216.15	324.38	416.99	506.84
归属母公司股东权益	1663.02	1901.14	2207.23	2579.29	EPS	0.619	0.929	1.194	1.451
少数股东权益	87.93	87.93	87.93	87.93	BPS	4.762	5.444	6.321	7.386
股东权益合计	1750.95	1989.06	2295.16	2667.21	PE	37.45	24.95	19.41	15.97
负债和股东权益合计	3230.94	3568.37	4425.99	4957.52	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	PB	4.87	4.26	3.67	3.14
经营性现金净流量	482.67	1365.86	2.77	1493.78	PS	2.27	1.77	1.43	1.18
投资性现金净流量	-600.95	-1.54	-1.54	-1.54	PCF	16.77	5.93	2917.50	5.42
筹资性现金净流量	-76.70	-41.74	-52.06	-60.42	EV/EBIT	24.34	14.16	11.17	6.88
现金流量净额	-194.98	1322.59	-50.82	1431.82					

资料来源: 宏源证券、公司公告

分析师简介:

陈旭: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 4 年证券行业从业经验。2010 年 8 月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 2009-2010 年新财富团队成员。成功在奖励基金计提前推荐欧亚集团, 提出欧亚三部曲, 给予“长期买入”建议。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、新华百货、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、南京中商、友谊股份、王府井、st 秋林、东方金钰、友阿股份

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璿 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliquan@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。