

高铁助推区域消费发展

研究结论

- 2010 至 2012 年将进入我国高速铁路大规模建设的收获期，新线投产预计达到 2.6 万公里，其中客运专线 9200 公里。到 2012 年底，我国铁路营业里程将达到 11 万公里以上，其中客运专线和城际铁路将达到 1.3 万公里。这会给沿线的相关行业和上市公司带来投资机会，特别是代表区域消费的旅游和零售业上市公司。
- 从国外已有的经验来看，比如日本的新干线，其在上世纪 60 年代通车后对日本的经济及产业产生了重大的影响。经济相对落后地区工业产值占全国的比重从 60 年代初的 1/3 上升至 70 年代初的 45%，沿线中小城市的餐饮和零售消费增速提高 1 至 2 个百分点，城市化率提高近 10%。
- 国内经验来看，高铁的拉动作用正逐步显现，2008 年 7 月京津城际高铁开通，2009 年上半年，天津社会消费品零售额同比增长 20.7% 左右，增幅居全国第二，北京来津的旅游团体观众比高铁开通前增加了 30%。2009 年 12 月武广高铁开通，今年春节黄金周，武汉全市社会商品零售总额同比增长 21.1%，抵达旅客人次同比增长 19.7%。
- 从国外经验和国内情况也可以看出，高铁的运营对沿线的中小城市的旅游和零售的拉动更为明显，这主要由于高铁提高了中小城市的交通便捷度，人员流动加快所致，而这恰恰是中小城市之前发展所面临的瓶颈。
- 高铁对区域零售的拉动主要通过三种途径，即高铁运营带动沿线地区经济增长，当地居民收入提高；高铁带动城市化提高，消费支出高于农村居民的城镇居民增加；高铁带来观光游客数增加。
- 高铁对旅游的拉动主要通过以下途径，高铁节省了旅游成本；使城市间的时间距离大为缩短，交通更加便捷；人员流动增加提高了酒店的入住率和餐饮的上座率。
- 我们预计高铁沿线，特别是通过高铁与发达城市相连的中西部城市，其零售业和旅游业将出现明显的增长。相关上市公司受此影响业绩也将出现明显增长。
- 重点推荐锦江股份、重庆百货、步步高；同时关注黄山旅游（未评级）、友阿股份（未评级）、武汉中百（未评级）、



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

王佳

商贸行业高级分析师

8621-63325888 × 6074

wangjia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208120161

郭洋

连锁商业行业高级分析师

8621-63325888 × 6073

guoyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120214

糜韩杰

旅游、纺织行业助理分析师

8621-63325888 × 6119

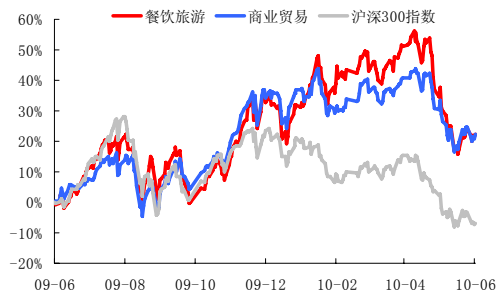
mihanjie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110050019

报告日期

2010 年 6 月 7 日

行业表现



餐饮旅游评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	11.31	7.86	22.31
相对表现 (%)	(1.33)	3.68	29.4
商业贸易评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	7.74	4.39	22.4
相对表现 (%)	(-4.9)	0.21	29.49

资料来源：WIND

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1 事件：铁路客运专线规划

2008 年铁道部为满足快速增长的旅客运输需求，建立省会城市及大中城市间的快速客运通道，规划“四纵四横”铁路快速客运通道以及发达地区城际快速客运系统（表 1）。建设客运专线及城际轨道交通 1.8 万公里，客车速度目标值达到每小时 200 公里及以上。根据该规划，**2010 至 2012 年将进入我国高速铁路大规模建设的收获季节**，新线投产预计达到 2.6 万公里，其中客运专线 9200 公里。到 2012 年底，我国铁路营业里程将达到 11 万公里以上，其中客运专线和城际铁路将达到 1.3 万公里。

届时，我国将超越日本和德国等高铁起步较早的国家，成为全球高铁运营里程最长的国家。“四纵四横”为构架的快速客运网的基本形成，将会对中国未来的区域经济及产业结构产生重大的影响，相应的也会给相关的行业及上市公司带来投资机会。

本文的关注点将主要集中于高铁对旅游业及区域零售业的影响。

表 1 四纵四横客运专线及跨区际高铁规划表

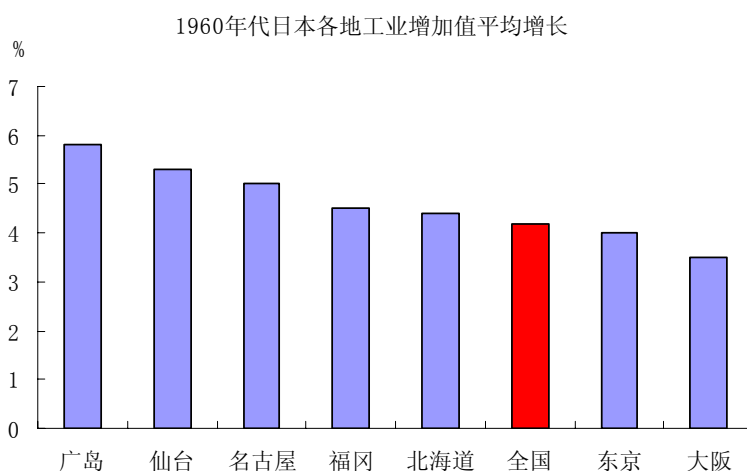
分类	客运专线	完工时间	途径主要城市
四纵	京沪客运专线	2011	北京南、廊坊、天津、沧州、德州、济南、泰山、曲阜、滕州、枣庄、徐州、宿州、蚌埠、青岗、滁州、南京、镇江、丹阳、常州、无锡、苏州、昆山南和上海虹桥站
	京广客运专线	2011	蚌埠~合肥
	京石客运专线	2011	北京、涿州、高碑店、保定、定州、石家庄
	石武客运专线	2011	石家庄、元氏、高邑、临城、邢台、邯郸、安阳、鹤壁、新乡、郑州、新郑市、许昌市、临颍县、漯河市、明港镇、信阳、董寨自然保护区、大悟矿产经济开发区、横店、天兴洲
	武广客运专线	建成投产	武汉、咸宁、赤壁、岳阳、汨罗、长沙、株洲、衡山、衡阳、耒阳、郴州、乐昌、韶关、新英德、清远、广州
	京哈客运专线	建成投产	天津城际铁路(已完工)
	津秦客运专线	2011	北京、天津
	秦沈客运专线(已完工)	建成投产	天津、唐山、秦皇岛
	哈大客运专线	2012	秦皇岛、葫芦岛、锦州、盘锦、沈阳
	哈大客运专线	2012	大连市、营口市、鞍山市、辽阳市、沈阳市、铁岭市、四平市、长春市、松原市、哈尔滨市
	锦州~营口客运专线	2012	盘锦、锦州、鞍山、营口
	杭甬深客运专线	2010	上海、杭州
	杭甬客运专线	2011	杭州、宁波
	甬台温客运专线	建成投产	宁波、台州、温州
	温福客运专线	建成投产	瑞安、鳌江、苍南、福鼎、太姥山、霞浦、福安、宁德、罗源、连江、樟林、福州
	福厦客运专线	2010	福州、闽侯、长乐、福清、莆田、涵江、仙游、惠安、泉州、翔安、厦门
	厦深客运专线	2010	厦门、漳州、潮州、汕头、揭阳、汕尾、惠州、深圳
四横	杭长昆客运专线	2013	杭州市、诸暨、义乌、金华、龙游、衢州、江山、玉山、上饶、弋阳、鹰潭、东乡、进贤、南昌、高安、新余、萍乡、醴陵、长沙

	长昆客运专线	2014	长沙、湘潭、韶山、娄底、邵阳、新化、溆浦、怀化、玉屏、三穗、棉花坪、凯里、贵定、贵阳、平坝、安顺、关岭、普安、盘县、富源、曲靖、旧县、昆明
其他	青太客运专线	石太客运专线(已完工)建成投产	太原、东凌井、阳泉、获鹿、石家庄
		胶济客运专线(已完工)建成投产	青岛、胶州、高密、昌邑、潍坊、昌乐、青州、临淄、章丘、济南
		石济客运专线	2012 石家庄、藁城、辛集、衡水、龙华、德州、济南
	宁汉蓉客运专线	合武客运专线(已完工)建成投产	合肥、六安、麻城、红安、汉口
		合宁客运专线(已完工)建成投产	合肥、肥东县、巢湖市、全椒县、南京市
		汉宜客运专线	2012 武汉、汉川、天门、仙桃、潜江、荆州、枝江、宜昌
		宜万铁路	2010 涪陵、丰都、石柱、宜昌市、恩施州、重庆市
		渝利铁路(重庆-利川)	2012 重庆、利川
		重庆-成都客运专线	2014 重庆、成都
	徐兰客运专线	郑西客运专线	建成投产 郑州、洛阳市、三门峡市、渭南市、西安、荥阳、巩义、渑池、三门峡、灵宝、华山、新临潼
		徐郑客运专线	2013 郑州、开封、商丘、徐州
		西宝客运专线	2013 西安、咸阳、杨凌、五丈原、宝鸡
		宝兰客运专线	2014 西安、天水、定西、兰州
		兰新客运专线	2014 兰州、西宁、张掖、酒泉、嘉峪关后、哈密、吐鲁番、乌鲁木齐
	大同至西安铁路客运专线	2014	大同、朔州市、忻州市、太原市、晋中市、临汾市、运城市、渭南、临潼、西安
	成西客运专线(西安-2013江油-成都)		成都、江油、广元、汉中、西安
	成贵铁路客运专线	2014	成都、眉山、乐山、宜宾、威信、都拉营、贵阳
	绵阳至成都至乐山铁路客运专线	2012	成都、绵阳、乐山
	哈齐客运专线	2012	哈尔滨、齐齐哈尔
	哈尔滨~牡丹江客运	2013	哈尔滨、牡丹江
	沈阳~丹东客运专线	2013	沈阳、丹东
	京沈客运专线	2012	北京、承德、朝阳、阜新、沈阳
	合肥至福州(北京-铜陵-2014福州)客运专线		合肥、巢湖、铜陵、绩溪、黄山、婺源、上饶、武夷山、南平、福州
	杭州至黄山客运专线	2013	杭州、富阳、桐庐、淳安、歙县、黄山

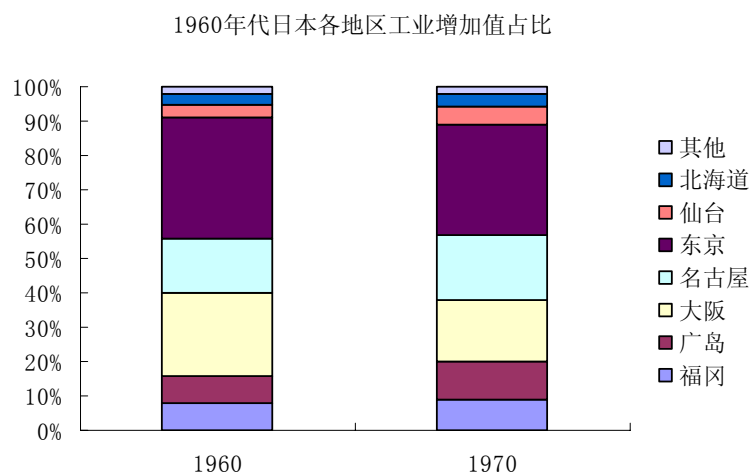
资料来源：东方证券研究所整理

2 国际经验：日本新干线

从国外已有的经验来看，比如日本的新干线，其在上世纪 60 年代通车后对日本的经济及产业产生了重大的影响。1960—1970 年代，日本新干线陆续开通后，经济落后的地区如广岛、仙台、名古屋、福岡等地工业产出增速明显，开始追赶其他地区（图 1）。这种追赶使得原先的发达地区东京、大阪的工业产值占全国的比重从 60 年代初的 2/3 下降至 70 年代初的 55%（图 2）。

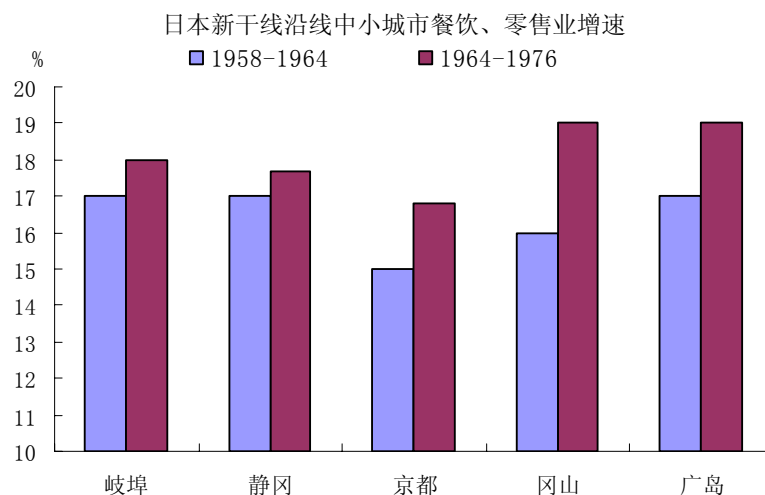
图 1 新干线开通后，落后地区经济增速赶超发达地区


资料来源：东方证券研究所整理

图 2 新干线开通后，落后地区工业产值比重上升


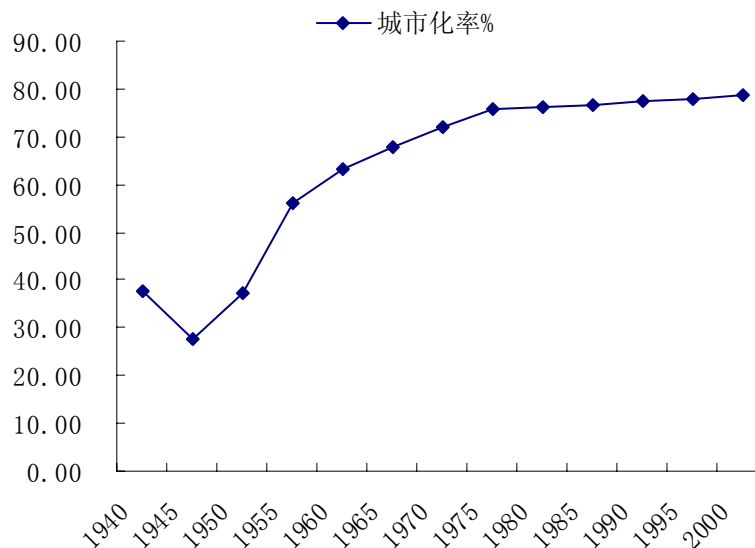
资料来源：东方证券研究所整理

新干线沿线的中小城市如广岛、静冈、冈山、京都较之新干线开通前餐饮和零售消费增速平均加快 1 至 2 个百分点（图 3）。

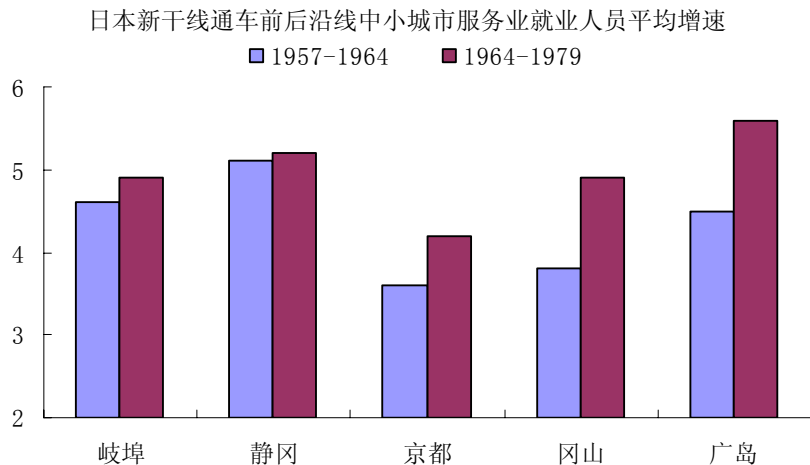
图 3 新干线开通后，沿线中小城市餐饮和零售业增速明显


资料来源：东方证券研究所整理

日本的城市化率在新干线陆续开通后有了明显的提升，从 1965 年的 67.89% 提高至 1975 年的 75.9% (图 4)。同时城市化率提升的另一个特点服务业人数，在日本新干线开通后也增长明显 (图 5)。

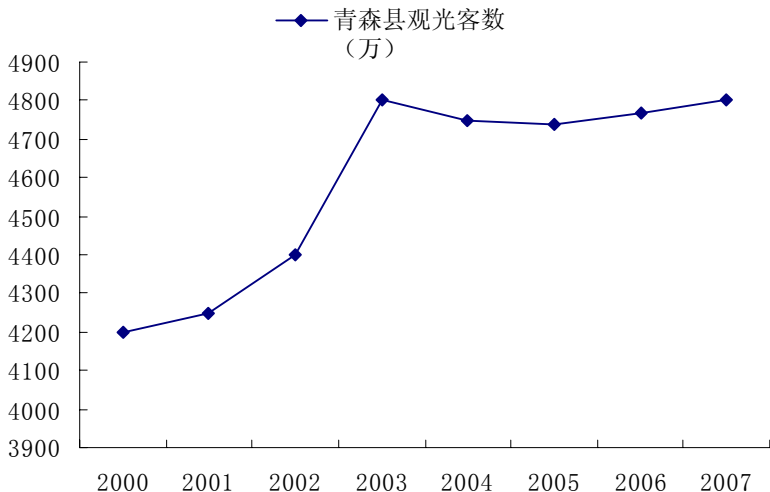
图 4 新干线开通后，落后地区经济增速赶超发达地区


资料来源：东方证券研究所整理

图 5 日本新干线开通后，沿线中小城市服务业就业人员增加明显


资料来源：东方证券研究所整理

另外，日本新干线开通后，日航停飞东京至大阪、名古屋等航线，东京至仙台航线（325 公里）在新干线开通两年后停飞。而旅游业则在新干线开通后获益，最近一次，2002 年 12 月 1 日东北新干线青森方向的终点站由盛冈延长至八户，青森线的观光客人数次年大幅增加近 400 万人，增幅达到 9%（图 6）。

图 6 终点站延长至八户，青森线观光客大幅增加


资料来源：东方证券研究所整理

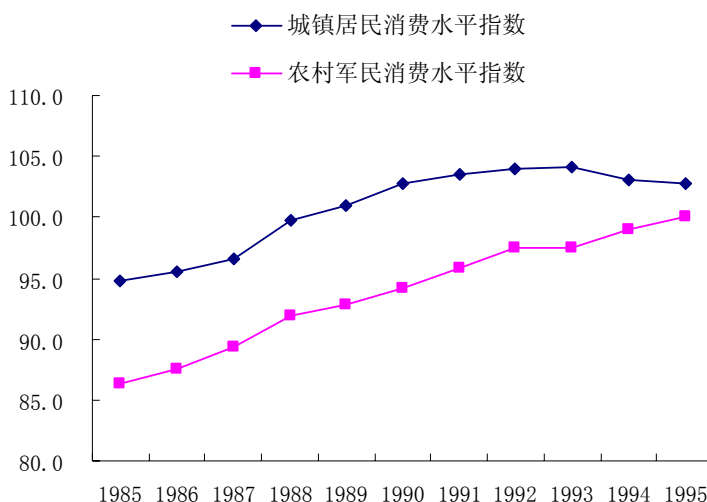
小结：新干线对区域消费带动明显

从日本的情况可以看出，高铁运行后沿线区域零售业和旅游业的增速较前期明显提升，高铁的拉动作用十分明显。对区域零售的拉动我们认为主要通过以下三种路径传导，一、高铁运营带动沿线地

区经济增长，提高沿线地区居民的收入，进而拉动零售消费；二、高铁的建设和运行促进了沿线地区的经济发展，带动了其城市化的进程，由于城镇人均消费支出远高于农村居民人均消费支出（图7），所以随着高铁沿线城市化带来的城镇人口的增加，零售消费也随之有较快的增长；三、高铁带来观光游客数的增加，促进了零售消费的增加。

对旅游的拉动我们认为主要通过以下途径，一、高铁的时间可靠性较强，绿色，安全，特别是票价有明显的优势，节省了旅游的成本，相对增加了消费者的购买力，提高了旅游需求；二、高铁运营使城市间的时间距离大为缩短，便捷的交通激发了居民的出游愿景，旅游业直接受益；三、高铁带来的人员流动增加提高了酒店的入住率和餐饮的上座率，这两个旅游业的子行业的增长带动了整体旅游业的增长。

图7 日本城镇人均消费水平远高于农村居民人均消费支出



资料来源：东方证券研究所整理

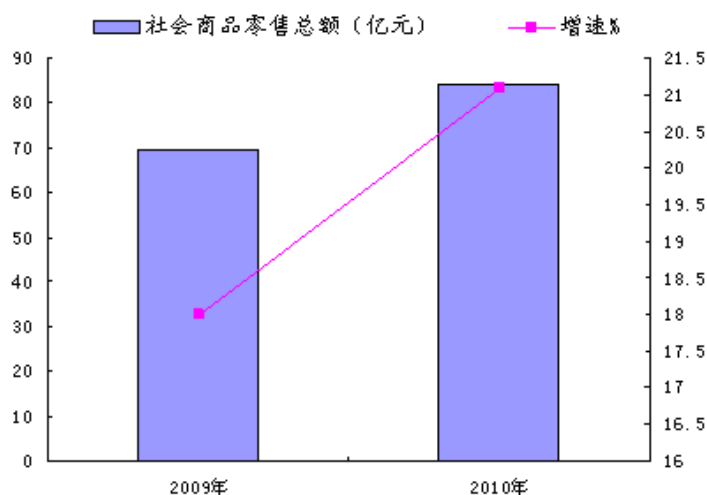
3 国内经验：高铁的拉动作用逐步显现

从目前国内已经投入运营一段时间的两条高铁，2008年7月开通的京津城际高铁，2009年12月开通的武广高铁的情况看，进一步支持了高铁对零售业和旅游业的拉动作用。

京津城际高铁方面，高铁通车后天津零售业出现了快速的增长，据天津市商务委的调查显示，2008年外地到津旅游者消费超过750亿元，其中城际高铁的贡献率为35%。2009年上半年，天津社会消费品零售额实现1176亿元，同比增长20.7%左右，增幅居全国第二。天津的旅游业也受到高铁带来的正面影响，据相关报道，京津城际铁路开通后，天津免费开放的6个博物馆、纪念馆，累计接待外地观众近80万人次，由北京来津的旅游团体观众占90%，比高铁开通前增加了30%。天津各大、小剧场迎来观众人数超千万，比京津城际高铁开通前增长了20%。今年五一，京津高铁平均每天运送10多万旅客往返京津，旅游景区的宾馆饭店入住率较往年同期明显提高，农家旅店几乎全部爆满，大部分高星级酒店的入住率均超过90%，创历史新高。

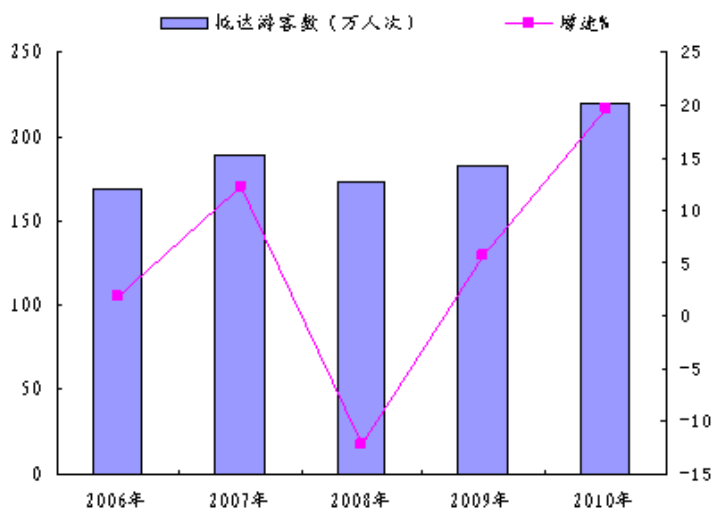
武广高铁方面，武汉的零售和旅游业在高铁通车后也显示出超出往年的增长，今年高铁通车后的首个春节黄金周，据武汉假日办统计，武汉全市社会商品零售总额达到 84.3 亿元，同比增长 21.1%（图 8）。抵达旅客共计 219.28 万人次，同比增长 19.7%（图 9）。

图 8 高铁开通后首个春节黄金周武汉社销品总额大幅增长



资料来源：东方证券研究所整理

图 9 武汉春节黄金周接待外地游客人数大幅增长



资料来源：东方证券研究所整理

同时，从国外经验和国内情况也能看出，高铁的运营对沿线的中小城市的旅游和零售的拉动更为明显，这主要由于高铁提高了中小城市的交通便捷度，人员流动加快所致，而这恰恰是中小城市之前发展所面临的瓶颈。

小结：区域公司受益明显

世界旅游组织测算，旅游收入每增加 1 元，可带动相关行业增收 4.3 元。因此，非但旅游业自身的各子行业将得到快速的发展，我们认为，旅游业由于高铁效应带来的发展还将促进其他行业的发展，形成涟漪效应，这在一定程度上也提高了高铁效应的持续性。

随着时间进入 2010 至 2014 年的高铁建设和收获期，我们预计高铁沿线，特别是通过高铁与发达城市相连的中西部城市，其零售业和旅游业将出现明显的增长。相关上市公司受此影响业绩也将出现明显增长。

另外需要特别指出的是，考虑到旅游业作为最终消费产品，经济带动性强，以国家旅游局 2008 年的数据为例，旅游对住宿业的贡献率超过 90%，对民航和铁路客运业的贡献率超过 80%，对文化娱乐业的贡献率超过 50%，对餐饮业和商品零售业的贡献率超过 40%。从这个意义上来讲，高铁的建成对交通运输、餐饮娱乐等行业影响也将非常突出。

4 相关受益上市公司

我们根据目前高铁规划和建设情况，按照各条高铁的开通时间，沿线受益的旅游零售类相关公司如下：

表 2 旅游类公司收益高铁开通时间

公司名称	受益高铁及开通时间					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
景区						
黄山旅游					成西/杭州至黄山	沪杭磁悬浮线
峨眉山 A				绵阳-乐山	成西	成贵铁路/重庆成都
丽江旅游						长昆
桂林旅游						
北京旅游				京石/京沈/京沪		
西藏旅游						
九龙山		沪杭	上海-南京城铁	京沪		沪杭磁悬浮线
三特索道						大同至西安铁路
酒店						
锦江股份		沪杭	上海-南京城铁	京沪		沪杭磁悬浮线
首旅股份				京石/京沈/京沪		
华天酒店	武广高铁			长株潭三市城轨		杭长/长昆
金陵饭店				京沪		
新都酒店		广深港	厦深/穗莞深城			
			际			
东方宾馆		广珠城铁/广深港	厦深			

万好万家	沪杭	南京-杭州城铁	杭长/沪杭磁悬浮线
罗顿发展			
旅行社			
中国国旅		京石/京沈/京沪	
首旅股份		京石/京沈/京沪	
中青旅		汉宜/ 京沪/宁杭城铁	宁安城铁
国旅联合			长昆
世博股份			成西
西安旅游			西宝/大同至西安铁路
西安饮食			成西
*ST 张股		长株潭三市城轨	西宝/大同至西安铁路
大连圣亚	哈大		杭长/长昆

资料来源：东方证券研究所整理预测

表 3 零售类公司收益高铁开通时间

子行业分类	公司	主要高铁建设情况		
		2010	2011	2012
百货类公司				
	新世界	武广客运专线(完工)		京沪、京沈客运专线等
	大商股份	秦沈、郑西客运专线（完工）	哈大客运专线	京沈、哈齐、锦营、徐郑专线
	王府井			京沪、京广客运专线
	广州友谊	广珠城际铁路	穗莞深城际	京广客运专线
	百联股份	沪杭、沪宁客运专线		京沪客运专线
	上海新世界	沪杭、沪宁客运专线		京沪客运专线
	合肥百货	合武、合宁客运专线（完工）		宁汉蓉、合蚌客运专线
	欧亚集团		哈大客运专线	京哈客运专线
	东百集团	温福厦客运专线（完工）		杭甬深客运专线
	新华百货			
	重庆百货			沪汉蓉客运专线
	广百股份	广珠城际铁路	穗莞深城际	京广客运专线
	鄂武商	武广客运专线（完工）	武汉城市圈快轨	京港、沪汉蓉客运专线
	成商集团			沪汉蓉、绵成客运专线
	西安民生	郑西客运专线（完工）		关中城际铁路
	宝商集团	郑西客运专线（完工）		关中城际铁路
	家润多	武广客运专线（完工）		京广客运专线
超市类公司				
	华联综超			京沪、京广客运专线
	武汉中百	武广客运专线（完工）	武汉城市圈快轨	京港、沪汉蓉客运专线
	步步高	武广客运专线（完工）		京广客运专线
	新华都	温福厦客运专线（完工）		杭甬深客运专线
	人人乐	广深港客运专线	厦深、穗莞深专线	京港客运专线
	联华超市	沪杭、沪宁客运专线等		京沪客运专线等

资料来源：东方证券研究所整理预测

重点公司推荐

锦江股份（600754.SH）

- 经济型酒店行业受益于国内旅游业的快速增长。从近期对主要经济型酒店品牌的调研来看，全国市场的情况有不同程度的好转，入住率和房价均有一定幅度提升，如入住率均达 90% 以上，平均房价包括成熟店房价也出现上升势头，这是近年行业面临的最好的发展形势。我们认为国内旅游及国内商务市场的快速恢复性增长及消费向网络化和品牌化的趋势性变化是造成当前这种良好发展形势的主要原因。展望未来 2-3 年，国内旅游有望出现持续快速增长，为经济型酒店行业创造了良好的市场环境，另外酒店业的结构性调整使得经济型酒店行业受益。我们预计未来的 3-5 年行业的发展将再次加速，全国性品牌将形成，前景看好。
- 未来 3-5 年，锦江之星将发展至千家门店。至 2010 年 4 月末，锦江之星开业店数预计在 361 家，至 10 年底预计在 400 家以上，未来三到五年，公司将同时发展锦江之星、百时和高端客户品牌，锦江之星将以年 100-120 家店的速度发展，百时品牌未来 3-5 年将发展到 300-500 家。由此多品牌全方位进行国内二三线城市，全国性网络基本形成。值得一提的是，此次资产重组完成后，上市公司 30 多亿的可供出售和现金资产，为锦江之星的发展奠定了良好的发展基础，可能的收购和兼并等将开店速度进一步提高，有助于锦江之星真正成为国内经济型酒店的龙头品牌。
- 正如我们之前在锦江股份的世博弹性分析报告的指出，经济型酒店是世博会召开期间上海服务业中最大的受益者，而锦江之星由于在上海的门店数较多，占比较大，有望成为世博最大的受益者之一。从 5 月份行业及公司的调研情况来看，公司世博受益情况符合预期。保守估计，世博会期间的新增收入 5516 万元，新增净利润 3309 万元，影响每股收益 0.05 元。考虑到 5 月可能是世博接待人次最低的月份，我们谨慎得将世博未来 5 个月的收入较 5 月份小幅提升 10%，则世博半年的新增收入为 6790 万元，新增净利润 4074 万元，折合每股收益 0.07 元。
- 维持增持评级，目标价 26.6 元。目前股价，总市值近 120 亿，给予 20 倍 PE 予肯德基则 28 亿，近 25 亿的长江证券和现金，剩余近 67 亿市值。这部分市值包括锦江之星、吉野家、新亚大包等连锁餐饮业务，另外锦江之星有 29 家自有物业。即使不考虑其他连锁餐饮业务，这 67 亿市值与目前 105 亿的如家和 40 亿的七天，57 亿的汉庭相比，也存在明显低估。综合考虑当前门店规模，系统、管理、网络和品牌影响力等，我们维持增持评级，目标价 26.6 元。
- 催化剂：管理层激励方案实施。此次重组实施后，我们认为无论从国资的保值增值还是锦江之星的发展来看，更为积极的管理层激励方案的实施是今后公司加速发展的必要保证。预计此次重组完成后，管理层持股的流通问题将获得解决，进一步的激励方案有望推出。这将成为公司股价上涨的重要推动力。

重庆百货（600729.SH）

- 公司旗下门店遍布重庆主要城区及主要中心地区，覆盖重庆大部分市场，由于进入核心商圈较早，并且自有物业居多，公司防御性更强，更具有较高的安全投资边际。
- 目前公司主业增长仍来自通过调整产品结构和现有资产规模扩大的内生性增长，加强精细化管理，加大费用控制及加快低成本扩张，控亏、扭亏成为重点。2010 年重庆百货大楼要进行品牌调整，将会加大国内一线品牌比重，预计调整时间在 2H2010 年，调整时间不超过 2 个月，预计至少产生费用 1000 万左右，从全年来看预计重庆百货大楼仍有增长，预计重庆百货大楼实现净利润年 5000 万，同比增长 20% 以上。公司 2010 年元旦迎来开门红，其中元旦销售同

比增长 30%以上，未来受益于行业景气好转及公司新开店面逐渐渡过培育期，预计 2010 年公司销售同比增长 10%以上。

- 预计 2010 年公司新开超市 9 家左右，百货未有新开项目。但 2011 年后，公司会有两个较好项目投产，一是彭州项目，该项目位于新建石化项目附近，预计该项目建筑面积 3 万平方米；另一项目是攀枝花门店，该项目是政府招投标项目，该项目最大优势是低成本，公司与开发商联合拿地，成本仅有几千万，该门店定位于大众百货，成为公司未来业绩增长的亮点。
- 目前公司与新世纪品牌之间的调整还未开始，我们看好新世纪注入公司的未来发展前景。由于公司现有门店定为于中低档，且商场规模较小，因此从财务指标上，公司毛利率偏低并且费用率偏高，未来公司与新世纪整合后，占重庆市 70%以上份额，将会大大增强对供应商的溢价能力。同时公旗下司所有门店通过错位经营，不断调整产品结构及提升经营效率，公司未来业绩将会有大幅提升。
- 考虑资产注入预期情况下，预计 2010 年公司将会实现净利润 5.45 亿元，同比增长 247.13%。公司 2010 年 EPS 为 1.42 元，P/E 为 29 倍。考虑到公司在规模、资源及网点在西部区域都具有明显优势，我们看好公司长期发展，维持买入投资评级

步步高（002251.SZ）

- 2010 年是公司战略和管理转型提升的关键一年：国际团队到位后对公司的运营流程和管理体系进行了优化固化，对商品结构进行了重点调整，对门店布局陈列提升了标准，同时公司对业态策略作出微调，未来超市、百货（MALL）成为主要发展业态，家电零售也将投入一定资源。
- 年内外延式扩张提速，现有门店改造并重：2009 年公司在湘潭购物中心项目投入大量精力，外延式扩张速度放慢。2010 年开始将重归较快速扩张，预计 2010 年将新增 14 家大卖场、3 家标准超市和 3 家家电连锁，另有 1-2 家百货 MALL 开业。同时，公司将对现有 50 余家大卖场进行不同程度的升级改造，以提升品类结构和消费体验。我们预计今年收入的增长在湘潭购物中心和新开店的增量支持下将维持较快增速。
- 年内或有一定费用压力：年内 20 家左右门店的开设和 50 余家大卖场的改造或在当期形成一定的费用压力。换句话说，我们相信公司过去几年韬光养晦、积极调整的经营效果将在明年开始体现。
- 盈利预测略有调整，维持增持评级：综合考虑公司开店规划、CPI、费用率上行等因素，我们对公司 2010-2011 年的业绩预测略有调整，调高了对公司 2011 年后的业绩预测，预计 2010 年-2011 年公司分别实现收入 74 亿和 99.4 亿元，分别增长 29.3%和 34.3%；分别实现 EPS 0.72 和 0.97 元，对应目前的股价估值分别为 32X 和 24X。我们维持对公司的增持评级，目标价 26 元。

同时关注以下公司

黄山旅游（600054.SH，未评级）

- 首批国家 5A 级景区，也是目前中国唯一、世界仅有同时拥有世界文化与自然遗产和世界地质公园三项桂冠的景区，对海内外游客具有较强的吸引力，可替代性小。是景区类公司中价量齐升的典型代表。

- 通达性的改善是公司发展的长期推动力。继徽杭和合铜黄相继通车后，沿江高速的通车使得有三条高速将黄山与周边省会城市联通，未来随着计划中高铁的建设，将有三条高铁经过黄山，尤其是其中的杭州至黄山的旅游专线将于 2013 年通车，行程 40 分钟，将黄山与杭州上海等重要旅游客源地更为紧密的联系起来，成为推动中长期景区客源增长的重要动力。
- 08—09 年旅游业遭受一系列负面因素影响致使景区大多采取低价促销的策略，期间黄山景区虽然提高了门票和索道的价格，但由于低价促销使得实际价格出现持续下降，致使景区在接待人次持续创新高的情况下业绩平平，这种情况在行业快速恢复性增长的背景下将获得根本性转变。
- 2010 年受益上海世博会。作为安徽省的重点推荐景区，黄山有望从上海世博会巨大的参观人群中分流到一部分，从而使得接待人次再创历史新高，我们预计全年接待人次有望同比增长 8—10%，人均消费基本达到 07 年水平，2011 年仍将保持 15—20% 的增长。

友阿股份（002277.SZ，未评级）

- 湖南省社会消费品零售总额同比增速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，因此公司是受益于湖南省消费能力快速增长及长沙商业。
- 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，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、春天百货净利润率分别为 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% 的净利润率，盈利能力具有明显竞争优势。
- 受益于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成为公司未来业绩增长重要保障。
- 公司未来业绩增长相对明确，公司发展是保障单店盈利，兼顾规模扩张，未来 3 年公司增长主要来自于现有门店经营面积扩张及新开店逐渐进入成熟期的内生性增长。主要包括：1、阿波罗商业广场、春天百货经营面积扩大带来经营收入提升；2、新开友谊商城很快进入快速成长期；3、友谊商店产品结构调整逐渐到位所带来内生性增长等；4、公司未来建设 20 万 m² 奥特莱斯，为长沙地区一线品牌过季产品提供好销路。

武汉中百（000759.SZ，未评级）

- 作为行业中最优秀的企业之一，公司已经认识到了中长期内跨区域外延式扩张中可能存在的瓶颈，对于“内向式扩张”的成长路径开始充分重视。配合后续的经营实践，我们认为公司正处于从单纯的外延式扩张向“稳健外延+内向式扩张”转移的战略阶段，未来通过供应链优化提升毛利率将成为重要的业绩增长点。同时今年配股的完成保障了直采体系建设以及未来门店拓展对资金的需求。
- 经营方面，一季度公司销售收入同比增长 21%，其中同店增速约在 10% 以上，基本恢复至正常行业水平。得益于在区域内较高的市场份额、密集的布局以及较高的生鲜比重，在通胀预期下，我们预计 2010 年公司成熟门店同比增长将维持在 12% 左右。

- 我们认为公司的主要经营优势在于 a. 由于拥有 500 多家主打生鲜和日常必需品的便民超市，公司食品 + 生鲜的比重高于其它超市企业，有望超额享受通胀带来的销售增长和毛利率回升； b. 公司已经在区域内构建了非常密集、层级合理的门店网络，已经成为湖北区域内最主流的购物渠道之一，外资超市等竞争对手尚难形成明显威胁，毛利率有望继续得到保护。

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，未给予投资评级等相关信息。

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