

强烈推荐-A (维持)

友阿股份 002277.SZ

当前股价: 8.15 元

2012年11月20日

省内扩张迈出实质步伐, 拟加大持股长沙银行

基础数据

上证综指	2099
总股本(万股)	55872
已上市流通股(万股)	55872
总市值(亿元)	53
流通市值(亿元)	53
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	16.6
资产负债率	49.2%
主要股东	湖南友谊阿波罗控股
主要股东持股比例	25.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-24	-38
相对表现	-9	-8	-21



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《友阿股份(002277)-金融促进毛利率提升, 管控带来瑰丽业绩》10/15/2012
- 2、《友阿股份(002277)-金融领域步步挺进, 小额贷款担保公司助力》04/26/2012
- 3、《友阿股份(002277)-秀外慧中, 抒写瑰丽业绩》2012/4/11

杨夏

yangxia@cmschina.com.cn
S1090511030014

曾敏

0755-82940514
zengm@cmschina.com.cn
S1090511040030

研究助理:

刘军
liujun5@cmschina.com.cn

我们近期拜访了公司, 并实地调研了门店。此外公司公告购买湖南邵阳核心商区在建商业房产, 用于开设邵阳友阿购物中心; 并拟加大持股长沙银行股权。

1、长株潭区域经济环境活跃, 主力店品牌调整效果明显, 10月销售增速可喜

10月公司百货业务营收同比增长约30%以上, 主力店均有30%以上销售增速, 百货业务收入占比在90%以上, 为公司最主要的盈利来源; 家电销售下滑将近20%, 但收入占比不高。伴随年底客单价提升及节假日活动, 看好公司4Q销售持续回暖。前三季实现收入40.3亿元, 同比增17.48%, 归母净利3.27亿元, 同比增28.53%, 预计全年完成收入目标55亿, 收入增速15%是大概率事件。

2、奥特莱斯超预期, 全年向5亿收入迈进, 预计带来1300万元盈利

长沙奥特莱斯自开业20个月以来, 不断的进行品牌升级调整, 到现在已淘汰几十个品牌, 规划248个品牌, 目前已有250多个品牌进驻。客流量逐步提升, 地面停车场1千多个车位已不够用, 目前已启动地下停车库建设。国庆长假期间, 友阿奥特莱斯8天实现销售3600万元, 人数突破20万人次。奥特莱斯商圈覆盖范围在300公里左右, 主力消费群是整个长株潭及14个地州市。今年上半年实现2亿销售, 目前每周1500万销售额, 预计下半年完成3亿销售目标不难。目前扣点大致在12%, 费用大概在3600-4000万/年, 预计全年将带来1300万元左右盈利。

3、AB馆化妆品及二层国际二线品牌成增长动力

AB馆化妆品区于12年布局到位, 先后引进了DIOR、GIVENCHY、LANCOME、HR、GUERLAIN娇兰、CHANEL、ESTEE LAUDER、LANCOME等将成为12年收入增长引擎之一。此外, 8-9月份对服装品牌进行了大调, 原先A馆2楼品牌搬去3楼, 继而完成引进国际二线品牌, 10月销售增速40%以上, 增长明显。目前情况看AB馆完成12年目标销售21亿没有问题, 预计能带来净利润1.5亿。

4、净利率持续居行业高位

公司费用率低于同行业平均水平, 其中销售费用率及管理费用率均逐年递减, 公司前三季度净利率达8.12%, 处行业高位, 主要得益于公司“经营管理一体化”管理模式的提升和费用管理措施的实施, 此外, 小额贷款、担保公司的业务利息收入, 为公司节省了财务费用。未来财务费用会继续得到较好控制。在员工数不变的情况下, 公司计划员工的基本工资保持每年10%左右增长, 绩效工资涨幅将与公司业绩增长幅度相当。

维持‘强烈推荐-A’投资评级: 预计2012-14年EPS分别为0.65、0.86、1.08元, 净利润增速26%、32%、26%。不考虑股权激励费用影响, 对应12-14年EPS分别为0.69、0.88、1.09元, 净利润增速31%、27%、24%。当期股价对应2012年动态估值约12倍、9倍, 考虑到公司所处区域经济高速增长、门店正处于收入和利润的快速长长期、以及春天百货改造后带来高盈利增长的确定性, 应给予公司估值溢价。

风险提示: 宏观经济波动影响消费者信心; 长沙奥特莱斯项目经营情况低于预期; 春天百货改造后盈利增长低于预期; 公司其他项目进展低于预期。

公告点评--邵阳友阿购物中心

公司公告董事会同意公司购买位于湖南邵阳核心商业区宝庆路的邵阳国际商业广场 4 号楼负二层至第七层指定区域及附属设备室，总面积约 32,490.33 平方米，购房总金额约 31,900.00 万元（以实测面积计算的金额为准），用于开设“邵阳友阿购物中心”。

该项目进一步发挥“友阿”在湖南百货零售领域的品牌优势，也是公司上市以来开辟地州市的第一个项目，势必加快公司向省内其他地州市拓展的步伐，实现公司拓展湖南、区域做大做强的总体战略目标。

我们从调研中也了解到，公司之前在上市后的两三年没在省内做大的扩张，原因主要是当时省内地州市发展速度还不算特别快，经济总量不够高，商业环境暂不成熟，但公司一直在关注湖南市场及地州市的发展。湖南省 GDP 从 05 年 4800 亿到 11 年 1.97 万亿，现在来说，以具备在地州市开店的基础，过去公司在娄底以托管形式开店试水地州市也已有 3 年经验。地州市发展快，但陷阱也不少，所以对地州市开店的选址特别慎重，根据城市未来发展的大概念，不一味求快但绝对求好。

同时，公司也一直在研究长沙、研究湖南，认为未来湖南 GDP 可达 5 万亿，长沙也不断在扩容，存在较大的发展潜力，公司会力守长沙市场，力求在长沙稳扎稳打，积极向省内市州推进。未来扩张以自有物业为主，将主要以城市综合体模式，在省内经济总量排名靠前的地级市开发大型购物中心/城市综合体，未来存在潜力的目标地州市包括：衡阳、常德、岳阳、益阳、娄底等。

拟加大持股长沙银行股权

董事会审议公司关于受让长沙银行股份有限公司部分股权的议案。湖南湘邮科技股份有限公司于 2012 年 10 月 31 日在湖南省联合产权交易所挂牌公开转让其持有的长沙银行 600 万股股权，挂牌价格：4.0207 元/股，总价 2,412.42 万元。公告期满，如征集到两个及以上符合条件的意向受让方，则采取网络竞价的交易方式确定受让方。公司拟受让该部分股权。

公司于 2005 年 3 月参与长沙银行的增资，出资 7,500 万元，占其注册资本 7.50%。2006 年 4 月，公司追加投资 137 万元，以受让方式增持 91.20 万股。2010 年 12 月，参与长沙银行定向增发，每股发行价格为 3.10 元，获得配售股数为 32,021,844 股，对应的认购价款金额为人民币 99,267,716 元。截至目前，公司共持有长沙银行股份 136,859,749 股，持股比例 7.57%。

长沙银行在湖南省内已设立了 30 多家分支机构，73 个营业网点，辐射整个湖南，综合实力在全国 140 多家城商行中排名前列。

表 1：2009-2010 年长沙银行基本情况

会计年度	总资产 (万元)	净资产 (万元)	主营业务收入 (万元)	净利润 (万元)
2009	6452244	242636	173125	78011
2010	8334725	457724	227003	86916

资料来源：公司公告，招商证券

通过持股长沙银行，公司每年都获得了较大数额的分红收入，2010 年、2011 年均获得

1570 万元的现金红利, EPS0.05 元; 而 2012 年 2Q 获得分红 2058 万元, EPS 0.4 元(摊薄后)。预计长沙银行每年将持续为公司贡献稳定的分红利润, 具体数额需要根据银行实际分红政策。

表 2: 2005-2010 年公司持股长沙银行基本情况

会计年度	投资金额(万)	长沙银行年度利润分配			年度利润分配实施后持股数量(万股)	持股比例
		利润分配方案	送股数量(万股)	现金红利(万元)		
2005	7500	每 10 股派发现金红利 0.9 元	—	360	5000	7.50%
2006	137	每 10 股派发现金红利 1 元, 资本公积金每 10 股转增 1 股	509	509	5600	7.45%
2007	0	每 10 股送 2 股, 资本公积金每 10 股转增 1 股	1680	—	7280	7.45%
2008	0	每 10 股送 2 股	1456	—	8736	7.45%
2009	0	每 10 股送 2 股, 每 10 股派发现金红利 0.5 元	1747	437	10484	7.45%
2010	9927	每 10 股派发现金红利 1.5 元	—	1572	13686	7.57%
2011	0	每 10 股派发现金红利 1.5 元, 送红股 1.0 股	—	1573	13686	7.57%

资料来源: 公司公告, 招商证券

在城商行不断扩张并申请上市的大背景下(从银监会公布的数据来看, 目前共有 14 家城商行提交了上市申请, 有 8 家处于初审阶段, 有 6 家处于落实反馈意见阶段), 未来长沙银行一旦上市, 公司有望获得更高的投资收益。实质上, 2009 年 3 月, 长沙银行与保荐机构中信证券签署了上市辅导协议, 正式进入上市辅导阶段。

但由于目前有关城商行的上市标准还不明确, 且城商行股权结构复杂、过度依赖息差收入, 证监会对于城商行上市一直较为谨慎。因而, 我们认为长沙银行上市之路还比较漫长, 但依然非常看好长沙银行的发展前景及其投资价值。

表 3: 城商行上市情况

已上市城商行	初审阶段	落实反馈意见阶段
南京银行、宁波银行、北京银行	江苏常熟农商行、盛京银行、大连银行、江苏银行、锦州银行、徽商银行、上海银行、贵阳银行	杭州银行、重庆市商业银行、张家港农商行、东莞银行、江苏吴江农商行、江苏江阴农商行

资料来源: 中国证监会, 招商证券

调研情况

➤ 长沙友阿奥特莱斯

长沙奥莱于 11 年 1 月 23 日试营业，盈利模式采取的是联营扣点，奥特莱斯由于本身经营的是打折商品，扣点较传统百货低。目前长沙友阿奥特莱斯的毛利率在 12% 左右，未来扣点提升空间不大（顶多 1-2 个点提升），因此预计将基本维持该水平。

今年上半年实现 2 亿销售，目前每周 1500 万销售额，预计下半年完成 3 亿销售目标不难。目前扣点大致在 12%，费用上，友阿奥莱是租赁物业，租赁期为 40 年，租金 600 万/年，其他人工、水电、广告等加起来，费用大概在 3600-4000 万/年，预计全年将带来 1300 万元左右盈利。

长沙奥特莱斯自开业 20 个月以来，不断的进行品牌升级调整，到现在已淘汰几十个品牌，规划 248 个品牌，目前已有 250 多个品牌进驻。目前卖得最好的 NIKE，男装的金利来、女装 CADIDL、欧时力等。

客流量逐步提升，地面停车场 1 千多个车位已不够用，目前已启动地下停车库建设，明年初开出剩下的 1 千多个车位。国庆长假期间，友阿奥特莱斯 8 天实现销售 3600 万元，来店车辆突破 5 万辆，人数突破 20 万人次。奥特莱斯商圈覆盖范围在 300 公里左右，主力消费群是整个长株潭及 14 个地州市。

我们认为奥特莱斯的成功最核心因素是持续的货源。因提供给奥莱的货品有限，国际品牌进驻奥莱一般情况是一省只开一家，进驻机会往往先入为主，可谓存排他性。目前长沙奥莱的国际一线品牌货源是我们最关注的指标。从品牌引进的进程来看，目前品牌是递增的。公司也强调重视货源问题，一开始就只跟全国的代理商谈合作，高瞻远瞩。已谈妥的 Burberry 目前已成功进驻，则对未来奥莱的品牌整体提升有积极作用。我们将继续密切跟踪奥特莱斯的未来的品牌入驻情况。

图 1：友阿奥特莱斯的 Burberry 店



资料来源：招商证券

➤ 长沙友谊商店(AB 馆)

AB 馆于 1979 年 1 月开业，08 年与阿波罗商业城合并为一个门店，整体改名为友谊商

店 AB 馆。华丽转身的友谊商店，1 楼经营奢侈品国际一线品牌，2 楼及以上 A 馆以男装主打，B 馆以女装主打，进驻品牌将近 500 个，拥有 VIP 客户 5 万人（公司有 35 万会员客户，销售占比 40%）。

经过 08 年扩建装修，华丽转身的 AB 馆营收大致占公司百货收入 30%，11 年实现 14 亿多收入（不含税），09-11 年收入增速分别达到 51.92%、43.14%、45%。

化妆品区于 12 年布局到位，先后引进了 DIOR、GIVENCHY、LANCOME、HR、GUERLAIN 娇兰、CHANEL、ESTEE LAUDER、LANCOME 等将成为 12 年收入增长引擎之一。此外，8-9 月份对服装品牌进行了大调，原先 A 馆 2 楼品牌搬去 3 楼，继而完成引进国际二线品牌，10 月销售增速 40% 以上，增长明显。10 年客单价 900 元，11 年提升至 1200 元，12 年随着品牌调整结束，预计客单价能达到 1500 元，年均客单价增幅达 40%。

目前情况看 AB 馆完成 12 年目标销售 21 亿（含税）没有问题，预计能带来净利润 1.5 亿。

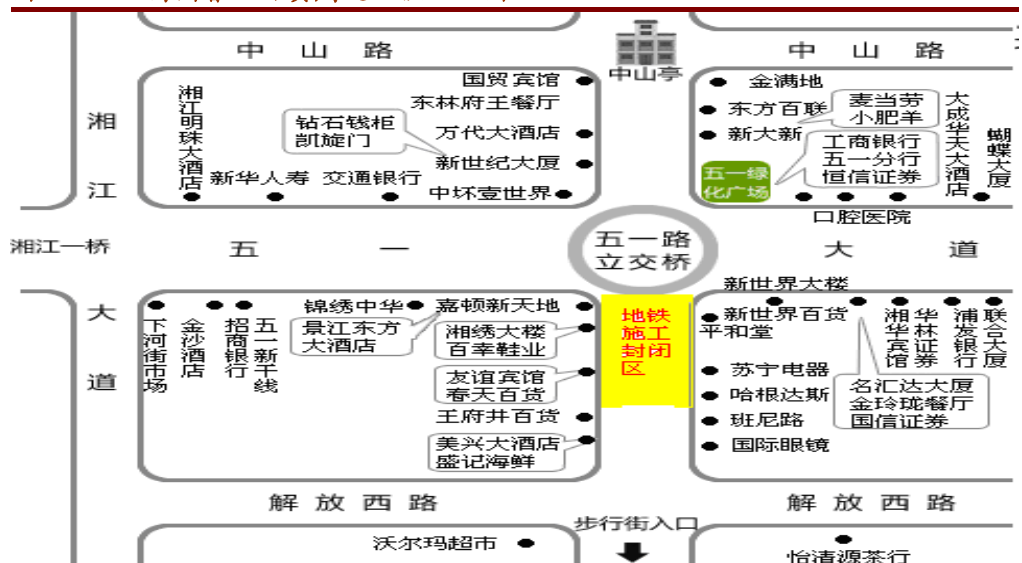
➤ 春天百货长沙店

公司前期以 4.92 亿向大股东收购中山集团，获得处在长沙顶级商圈五一商圈黄金位置的春天百货，收购单价不到 7000 元/平米，相对附近九龙仓拍地的约 8000 元/平的楼面地价，收购成本极低。目前将借助地铁修建期对物业进行改造。改造计划将分两步走。

第一步，13 年春节前后完成百货面积增加到 3 万 m²。同时商场前的道路将修建完成，地铁围挡将全面拆除，届时销售提升可期。另外，计划提前在 12 年对 1-6 楼外墙进行改造。春天百货于 12 年 7 月停业扩建装修（1-7 月实现含税营收 1.78 亿元），预计装修费用约为 9,000 万元。改扩建后的新店将提档升级。我们预计 13 年春天百货 I 期工程完工开业后，收入将可望达到 6 亿（含税）。

第二步开到 6 万 m²。由于二期工程中含棚户区改造，改造手续较为繁琐，进度要取决于政府批文，因此目前项目进程尚存不确定性。

图 2：五一商圈春天百货周边地铁施工图



资料来源：招商证券

图 3: 五一商圈春天百货现场调研图



资料来源: 招商证券

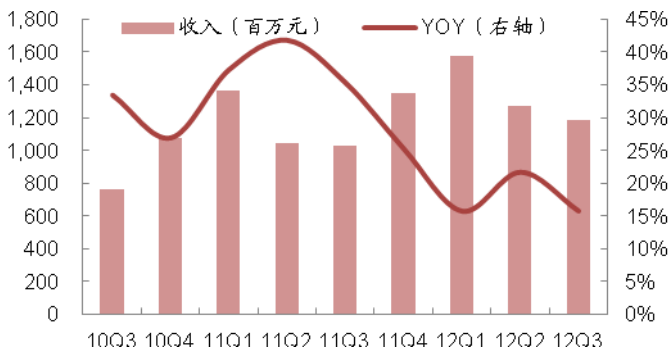
投资建议

我们看好公司的亮点在于: 区域经济活跃、该区域消费者消费意愿强劲、公司门店店龄结构合理, 老店门店处于利润释放期、新店投入产出比高。

区域经济活跃, 门店布局优越: 公司所处长株潭地区经济活跃, 消费力不断增强, 公司的门店布局优越, 占据了长沙主要商圈的有利位置, 能充分分享行业高速增长的收益;

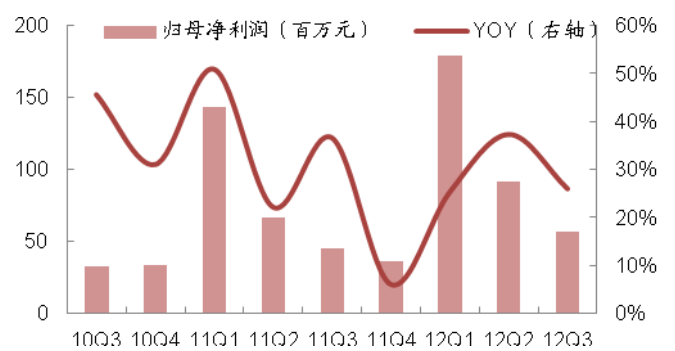
精致门店, 内生增长强劲: 门店装修改造后的赋予了新的生命周期, 投入产出比高以及现有门店持续的品牌调整, 为公司带来高业绩弹性。主力门店友谊 AB 馆及阿波罗商业广场等经过装修改造提档升级后, 被赋予新的生命周期, 目前正步入稳定的高速业绩释放期, 费用增速相对较低, 预计未来三年公司净利润复合增速将在 26%左右。

图 4: 公司近两年收入情况 (单季度)



资料来源: 公司公告、招商证券

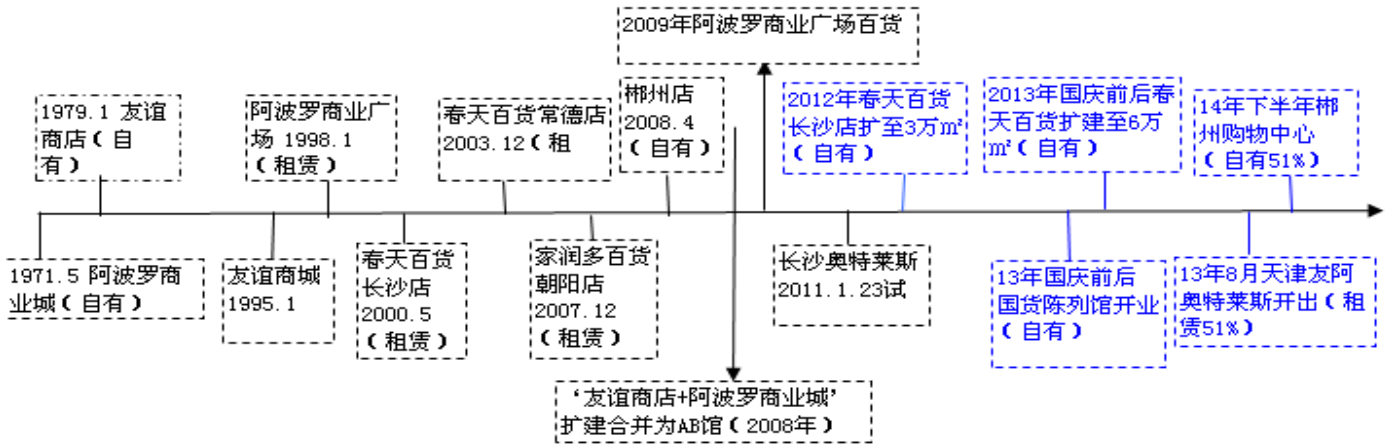
图 5: 公司近两年净利润情况 (单季度)



资料来源: 公司公告、招商证券

新门店投入产出比高，近三年开店规划包括：春天百货完成第一阶段扩建（从原先 1.6 万 m² 扩建至 3 万 m² 以上）；13 年国庆前后原中山路百货大楼改建的国货陈列馆将开业、13 年下半年完成春天百货长沙店第二阶段的改扩建（门店将由 3 万 m² 扩至 6 万 m²）、天津友阿奥特莱斯的开业；14 年郴州购物中心（城市综合体项目）完工开业。

图 6：公司门店时间图



资料来源：公司资料、招商证券

表 4：公司门店情况

城市	开业时间	建筑面积	营业面积	产权	商圈	定位
友谊商店 A、B 馆	1979 年 1 月、 2008 年扩建	60,423	46,651	自有	袁家岭商圈	高端精品
友谊商城	1995.1	29,360	22,000	自有	东塘商圈	综合性中高档百货
阿波罗商业广场	1998.1	80,013	42,783	租赁	火车站商圈	综合性购物中心
春天百货长沙店	2000.5	22,755	16,000	自有	五一商圈	时尚百货
春天百货常德店	2003.12	18,299	15,000	租赁	当地核心商圈	中高档百货
友阿百货朝阳店	2007.12	36,000	29,000	租赁	朝阳商圈	大众百货
郴州友谊中皇城	2008.4	18,031	15,000	自有	当地核心商圈	中高档百货
长沙奥特莱斯	2011 年 1 月 23 日 (试业)、 11 年 10 月会计入表	99,377	100,000	租赁	距湖南省政府 4KM	中高档折扣商品

资料来源：公司数据、招商证券

表 5：公司门店近几年扩张情况

万	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
门店总数	7	8	8	8	9	12	13
当年新增门店数	1	0	0	1	0	3	1
营业面积平米	180434	180434	188434	288435	303435	443435	505435
当年新增面积平	15,000	0	0	100000	15,000	140,000	62,000

资料来源：公司数据、招商证券

表 6: 公司储备项目

	城市	预计开业时间	百货营业面积	股权占比	产权	商圈	总投资	定位
国货陈列馆 (中山路百货大楼改建)	长沙	2013 年下半年	10,000	100%	自有	中山路 (五一北商圈)		黄金珠宝
春天百货长沙店 改扩建	长沙	2013 年下半年	60,000	100%	自有	五一商圈		中高档百货
天津友阿奥特莱斯	天津	2013 年 8 月完工 并投入试营业	100,000	51%	租赁	滨海新区	9.5 亿	中高档折扣商品
郴州购物中心	郴州	争取 2014 年国庆开出	62,000	51%	自有	当地核心商圈	9.6 亿	综合性地标级商业中心

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 郴州购物中心包括 62000 百货+3.8 万 m²的商业街+3 万 m²大型超市及家电卖场+4 万 m²高档精装住宅+建筑面积约 6 万 m²酒店式湖景公寓

风险因素: 宏观经济波动影响消费者信心; 长沙奥特莱斯项目经营情况低于预期; 春天百货改造后盈利增长低于预期; 公司其他项目进展低于预期。

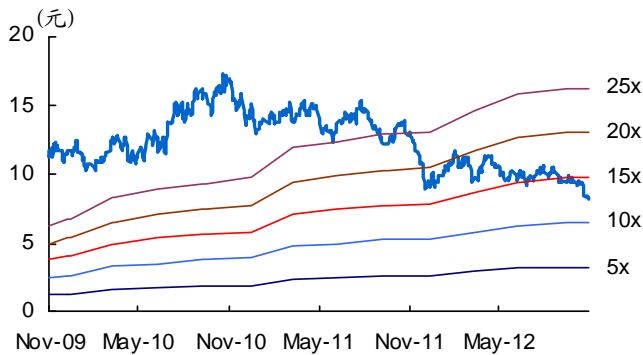
三、盈利预测

表 7: 盈利预测简表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3564	4782	5834	7188	9001
营业成本	2898	3906	4779	5904	7422
营业税金及附加	40	56	69	85	106
营业费用	164	211	217	249	274
管理费用	184	242	287	308	382
财务费用	(15)	2	(3)	(5)	(5)
资产减值损失	0	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	20	20	20	20
营业利润	299	381	504	667	841
营业外收入	1	19	0	0	0
营业外支出	5	1	0	1	1
利润总额	296	400	504	666	840
所得税	76	104	133	177	225
净利润	220	296	371	489	615
少数股东损益	4	5	6	8	11
归属于母公司净利润	216	290	365	480	605
EPS (元)	0.62	0.83	0.65	0.86	1.08

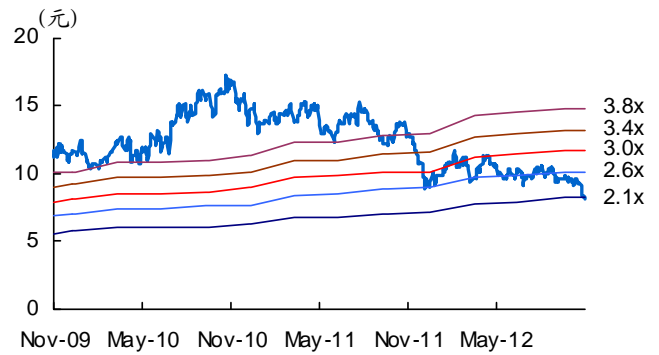
资料来源: 公司数据、招商证券

图 7: 友阿股份历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 8: 友阿股份历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《友阿股份(002277)-金融促进毛利率提升,管控带来瑰丽业绩》10/15/2012
- 2、《友阿股份(002277)-销售回暖攀升,金融稳步前行》08/22/2012
- 3、《友阿股份(002277)-二季度销售回暖,金融业务助力》07/24/2012
- 4、《友阿股份(002277)-金融领域步步挺进,小额贷款担保公司助力》04/26/2012
- 5、《友阿股份(002277)-一季度受行业景气下滑影响较小,业绩略超预期》04/20/2012
- 6、《友阿股份(002277)-一季报靓丽,收入、净利增速皆超预期》04/14/2011
- 7、《友阿股份(002277)-秀外慧中,抒写瑰丽业绩》04/11/2012
- 8、《零售行业 2011 年中期投资策略-景气持续向好,下跌正是买入良机》06/09/2011
- 9、《零售行业研究系列专题之一-业态战争》11/18/2009

我们认为零售业内各业态经营关注侧重点有着较大差别:百货经营主要看选址、定位、招商;超市经营主要看供应链、生鲜和外延式扩张;专业店经营主要看供应链、专业化经营和外延式扩张。

- 10、《零售行业研究系列专题之二-百货业态演进探析》02/25/2010

借鉴日本百货业发展历程及现状,我们认为,中国百货业未来必将受到购物中心及自有品牌服装专业零售商的挑战,为了应对挑战,中国百货业应该在业态和盈利模式上做出改变和创新。

- 11、《零售行业研究系列专题之三-梦想即将照进现实-国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010

上世纪 60 年代,日本实施国民收入倍增计划后,其零售业在较长时期内高速发展。当下,我国经济发展面临向消费驱动型转型,提高国民收入势在必行。我们认为,收入分配改革方案推出后,若能得到有效推行,我国零售业也将迎来高速发展期。

- 12、《零售行业研究系列专题之四-薪潮崛起,零售行业上升的成本地平线》06/19/2012
- 13、《零售行业研究系列专题之五-什么时候买零售股? CPI 定买卖》09/16/2012

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2070	2588	3210	3864	4890
现金	1337	1875	2339	2789	3540
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	15	17	21	26	33
其它应收款	19	112	137	168	211
存货	267	306	374	462	581
其他	432	278	340	419	525
非流动资产	1189	2319	2362	2646	2781
长期股权投资	190	200	200	200	200
固定资产	550	964	944	1064	1278
无形资产	151	364	477	461	445
其他	298	792	742	921	858
资产总计	3259	4907	5572	6510	7671
流动负债	1474	2852	3212	3747	4402
短期借款	0	50	650	700	700
应付账款	477	527	645	797	1002
预收账款	765	1044	1278	1578	1984
其他	232	1231	639	672	716
长期负债	34	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0	0
其他	34	55	55	55	55
负债合计	1508	2907	3267	3802	4457
股本	349	349	558	558	558
资本公积金	788	796	587	587	587
留存收益	526	764	1063	1457	1953
少数股东权益	88	91	97	106	117
母公司所有者权益	1663	1909	2208	2602	3097
负债及权益合计	3259	4907	5572	6510	7671

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	482	594	102	916	1196
净利润	216	290	365	480	605
折旧摊销	0	0	153	170	224
财务费用	0	0	(3)	(5)	(5)
投资收益	0	0	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	0	0	(399)	281	381
其它	265	304	6	8	11
投资活动现金流	(601)	(649)	(195)	(454)	(360)
资本支出	0	0	(195)	(454)	(360)
其他投资	(601)	(649)	0	0	0
筹资活动现金流	(77)	593	557	(12)	(84)
借款变动	0	0	600	50	0
普通股增加	0	0	209	0	0
资本公积增加	0	0	(209)	0	0
股利分配	0	0	(66)	(87)	(109)
其他	(77)	593	23	25	25
现金净增加额	(196)	537	464	450	752

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3564	4782	5834	7188	9001
营业成本	2898	3906	4779	5904	7422
营业税金及附加	40	56	69	85	106
营业费用	164	211	217	249	274
管理费用	184	242	287	308	382
财务费用	(15)	2	(3)	(5)	(5)
资产减值损失	0	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	20	20	20	20
营业利润	299	381	504	667	841
营业外收入	1	19	0	0	0
营业外支出	5	1	0	1	1
利润总额	296	400	504	666	840
所得税	76	104	133	177	225
净利润	220	296	371	489	615
少数股东损益	4	5	6	8	11
母公司所有者净利润	216	290	365	480	605
EPS (元)	0.62	0.83	0.65	0.86	1.08

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	30%	34%	22%	23%	25%
营业利润	47%	27%	32%	32%	26%
净利润	44%	34%	26%	32%	26%
获利能力					
毛利率	18.7%	18.3%	18.1%	17.9%	17.5%
净利率	6.1%	6.1%	6.3%	6.7%	6.7%
ROE	13.0%	15.2%	16.5%	18.5%	19.5%
ROIC	12.0%	13.6%	12.3%	14.1%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	59.2%	58.6%	58.4%	58.1%
净负债比率	0.0%	1.0%	11.7%	10.8%	9.1%
流动比率	1.4	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.2	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2
存货周转率	17.8	13.6	14.1	14.1	14.2
应收帐款周转率	233.0	292.2	303.6	305.0	307.2
应付帐款周转率	7.1	7.8	8.2	8.2	8.3
每股资料(元)					
每股收益	0.62	0.83	0.65	0.86	1.08
每股经营现金	1.38	1.70	0.18	1.64	2.14
每股净资产	4.76	5.47	3.96	4.66	5.55
每股股利	0.15	0.15	0.12	0.16	0.20
估值比率					
PE	13.2	9.8	12.5	9.5	7.5
PB	1.7	1.5	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	20.8	15.9	12.2	9.6	7.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

曾敏，女，英国伦敦大学（UCL）经济学硕士，英国雷丁大学ICMA系国际证券、投资及银行学一等荣誉学士。曾任招商证券金融工程分析师。2011年4月开始零售行业研究。

刘军，男，经济学硕士，2012年6月加入招商证券，从事零售行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。