

零售

报告原因: 强调评级

2011年11月28日

市场数据: 2011年11月25日

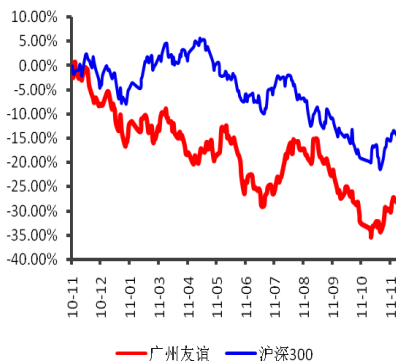
收盘价(元)	18.69
一年内最高/最低(元)	29.25/17.94
市净率	4.06
息率(分红/股价)	2.14%
A股流通市值(亿元)	66.6

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2011年9月30日

每股净资产(元)	4.61
资产负债率%	45.19%
总股本/流通A股(万)	35896/35844
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员: 樊慧远

执业证书号 S0760511040001

010-82190307

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

广州友谊 (000987)

买入

受益奢侈品消费崛起

公司研究/深度报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

年度	归属母公司						
	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	市盈率	市净率
2009A	2959	13	285	10.9	0.79	24	5.09
2010A	3586	21.2	327	14.7	0.91	21	4.37
2011E	4527	26.2	376	15.1	1.05	18	3.79
2012E	5651	24.8	470	24.8	1.31	14	3.00

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- **高端百货将受益于奢侈品消费崛起。**目前, 高端百货仍是城市消费者购买奢侈品的主要渠道, 我们看好奢侈品爆发性增长带给高端百货的快速发展机会。
- **公司品牌号召力强大, 外延加速扩张。**公司在广州经营历史超过三十年, 锁定中高端客层并深耕细作区域市场, 形成了良好的品牌美誉度和强大的会员消费基础。未来公司可能继续有选择地进入其他经济较为发达的地市级市场, 以每年一家新店的速度进行外延扩张。
- **公司是 A 股最优质的高端百货投资标的。**公司现有 6 家高端精品百货门店, 其中 5 家在广州市内, 分别位于环市东商圈、天河商圈和珠江新城 CBD 核心区, 外埠一家门店位于南京琅东商圈。
- **物业升值明显。**公司拥有 6 万多平米自有物业用于出租, 其中仓库 1 万平米、写字楼 2 万平米、商铺 3 万平米。
- **充分的激励机制。**2007 年以来管理层一直在二级市场增持公司股票, 股东利益和管理层利益实现了一致, 有助于激发管理层管理能力提升, 增强公司业绩释放动力。
- **高分红比例带来较高估值安全边际。**公司上市以来累积分红额高达 5.23 亿元, 平均分红比率高达 50% 以上, 可以享受较高的估值溢价。
- **投资建议。**公司目前受门店扩容、新门店扩张影响, 业绩增速有所放缓, 但外延扩张为公司未来业绩提升打开了空间。预计 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.05 元和 1.31 元, 对应的动态 PE 分别为 18 倍和 14 倍, 给予“买入”评级。



目录

1、 高端百货将受益于奢侈品消费崛起	4
1.1 中国奢侈品消费进入黄金发展时期	4
1.2 中国奢侈品消费群体崛起	5
2 公司品牌号召力强大，外延加速扩张	5
3 公司是 A 股最优质的高端百货投资标的	6
3.1 现有门店	7
3.1.1 环市东店	7
3.1.2 正佳店	8
3.1.3 时代店	8
3.1.4 南宁店	9
3.1.5 男士馆	9
3.1.6 国金店	10
3.2 储备门店	11
3.2.1 佛山店	11
3.2.2 长隆奥特莱斯	12
4 物业升值明显	12
5 充分的激励机制	12
6 高分红比例带来较高估值安全边际	14
7 投资建议	15
8、 风险因素	16



图目录

图表 1:中国奢侈品消费走势（亿美元）	4
图表 2: 2010 年各国奢侈品消费市场份额（%）	4
图表 3: 2010 年中国内地奢侈品消费排名（亿元）	4
图表 4: 各销售品类占比（%）	5
图表 5: 2010 年各门店收入占比（%）	6
图表 6: 环市东店	7
图表 7: 正佳店	8
图表 8: 时代店	8
图表 9: 南宁店	9
图表 10: 国金店	10
图表 11: 社会消费品零售总额累计同比（%）	11
图表 12: 公司成长能力（%）	15
图表 13: 公司盈利能力（%）	15

表目录

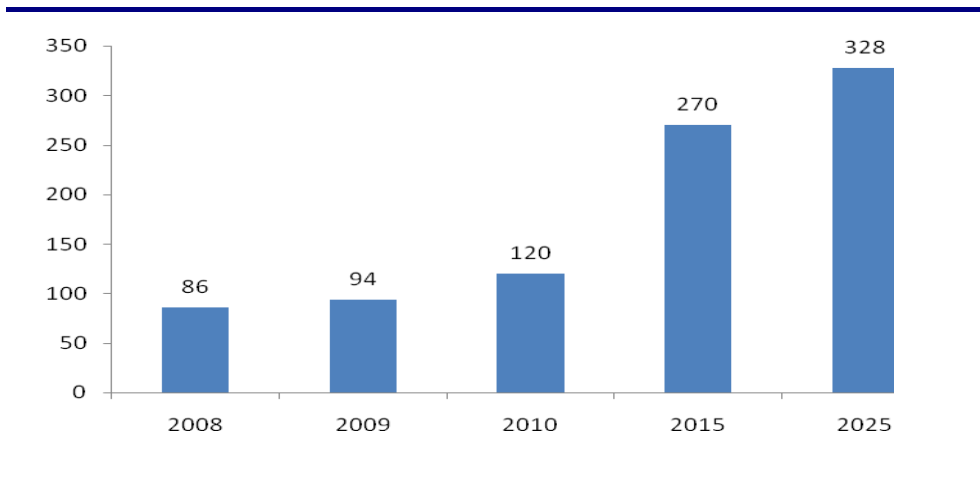
表格 1: 公司门店概况	6
表格 2: 管理层持股变化	13
表格 3: 公司分红比例	14
表格 4: 盈利预测表	15

1、高端百货将受益于奢侈品消费崛起

目前，高端百货仍是城市消费者购买奢侈品的渠道，我们看好奢侈品爆发性增长带给高端百货的快速发展机会。

1.1 中国奢侈品消费进入黄金发展时期

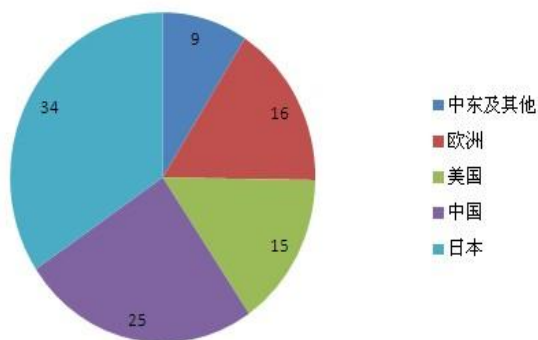
图表 1:中国奢侈品消费走势（亿美元）



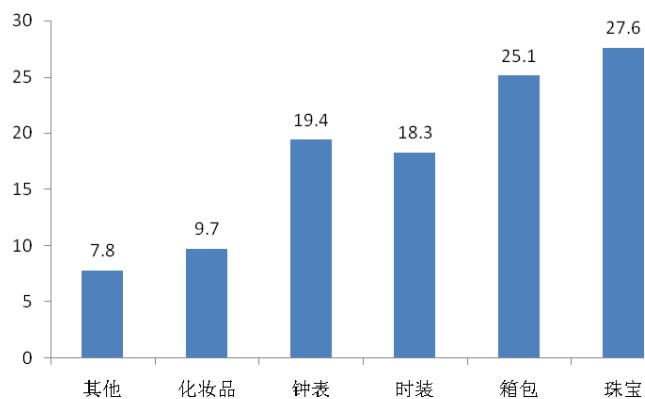
资料来源：奢侈品市场调查报告、山西证券研究所

中国奢侈品行业在过去几年一直以 20% 以上的速度在增长。2010 年，奢侈品销售额达到了 120 亿美元，现在已经成为仅次于日本的全球第二大奢侈品消费国。

图表 2: 2010 年各国奢侈品消费市场份额 (%)



图表 3: 2010 年中国内地奢侈品消费排名 (亿元)



资料来源：世界奢侈品协会、山西证券研究所

预计在 2012 年的第一季度，中国连续度过元旦、春节、情人节消费旺季时，

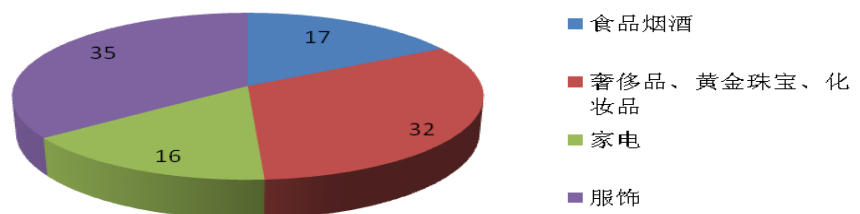
就将超过日本，成为全球第一大奢侈品消费国。预计未来 5 年，中国奢侈品市场将达到 20%至 35%的年增长速度。咨询公司麦肯锡最新发布的《崛起的中国奢侈品市场》报告预测，到 2015 年，奢侈品在中国市场的销售额预计达到 270 亿美元，占全球奢侈品市场 20%份额。《奢侈品市场调查报告》认为，中国市场将在 5~7 年内成为全球最大的奢侈品消费市场，到 2025 年将达到 328 亿美元的消费能力。

1.2 中国奢侈品消费群体崛起

全球领先的市场信息公司欧睿信息咨询公司称，随着中国经济大踏步地向前，中国中产阶级的队伍也不断壮大，现在这一比例为 23%，到 2020 年，在经济的强大驱动下，这一数字将达到 7 亿。报告显示，中国奢侈品消费群体将从现在的 2 亿人不断攀升，目前中国二、三线城市人口是主要支撑购买力。麦肯锡研究表明，中国的 1300 万上层中产阶级家庭（年收入 10 万~20 万元，相当于 15000~30000 美元）是最大的增长机遇来源。数据显示，这部分人群已经占到约 12%的市场份额，随着该阶层人数的迅速增加，预计到 2015 年有 7600 万户家庭进入该收入范围，占 22%的奢侈品购物份额。用购买奢侈品来满足个人嗜好的消费者比例也正在迅速增长，从 2008 年的 25%上升到 2010 年 36%。

2 公司品牌号召力强大，外延加速扩张

图表 4: 各销售品类占比 (%)



资料来源：山西证券研究所

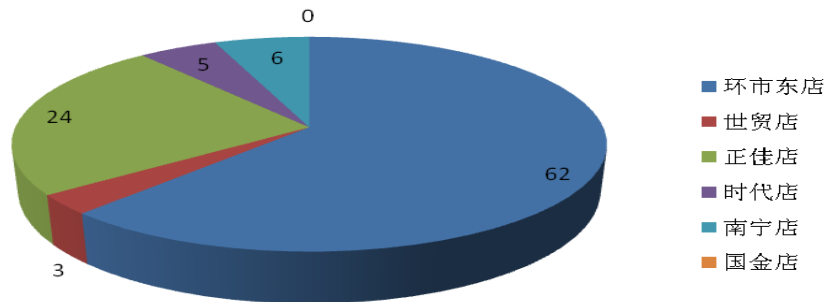
公司在广州经营历史超过三十年，锁定中高端客层并深耕细作区域市场，形成了良好的品牌美誉度和强大的会员消费基础。公司 VIP 客户销售占比早在 2002 年就超过了一半，从 2006 年开始超过 60%，在行业内保持领先水平。公司各门店统一采购，采用“自营+联营”模式，目前公司自营商品比例约占 20%-30%，主要自

营商品品类为手表、化妆品、进口食品、滋补品等。

根据广东省“珠三角一体化规划”，到 2020 年珠三角九市将享受公共卫生、教育、交通、医疗、养老等大大一体化基本公共服务，有利于推动这些城市居民消费能力的提升，为公司外延扩张顺利进行打下基础。公司在最近十年仅开出三家门店，过往扩张风格相对保守。07 年南宁店开业标志着公司跨区域扩张开始。未来公司可能继续有选择地进入其他经济较为发达的地市级市场，以每年一家新店的速度进行外延扩张。

3 公司是 A 股最优质的高端百货投资标的

图表 5: 2010 年各门店收入占比 (%)



资料来源：公司公告、山西证券研究所

表格 1: 公司门店概况

门店	开业时间	商圈	门店面积 (万平方米)	物业性质	年租金 (万元)
环市东店	1987 年	环市东商圈	2.7	自有	
时代店	1999 年	天河商圈以外	1.3	自有为主	
正佳店	2005 年	天河商圈	2.2	租赁	4000
南宁店	2007 年中期	南宁琅东商圈	1.5	租赁	350
男士馆	2010 年 8 月	环市东商圈	3	租赁	7900
国金店	2010 年 11 月	珠江新城 CBD	4	租赁	7700
佛山店	预计 2011 年末	祖庙商圈	3	租赁	1800
长隆奥特莱斯	预计 2013 年后	长隆生态城	6	租赁	保底租金 3000 万，按营业额 3.5—5%提成

资料来源：公司公告、山西证券研究所

公司现有 6 家高端精品百货门店，其中 5 家在广州市内，分别位于环市东商圈、天河商圈和珠江新城 CBD 核心区，外埠一家门店位于南京琅东商圈。公司目前总经营面积达 16 万平米，收入主要来自环市东、正佳两个主力门店，两门店合计贡献收入占比在 80%以上。我们将公司各门店简况简介如下：

3.1 现有门店

3.1.1 环市东店

图表 6: 环市东店



资料来源：公司网站、山西证券研究所

环市东店是公司主力成熟门店，物业自有，所在环市东商圈云集丽柏广场、广州花园酒店、白云宾馆、世贸大厦等大批高档宾馆、餐饮场所，商圈环境优良。该门店经营历史超过三十年，定位高端，拥有较高的知名度和消费者忠诚度，对公司百货业态销售收入和毛利贡献超过 60%。该门店 1996 年开始推行 VIP 贵宾制度，目前该门店坪销较高，约 7.5 万/平米，净利润率也在 10%以上。

2004-2008 年公司通过压缩办公区面积等方法对旗舰店环市东店进行了三次扩容，经营面积累计增加 50%。公司 2010 年对该门店女性服饰品类进行了扩充，在原有约 200 个服饰类品牌的基础上，引进 30-40 个新品牌，并对现有品牌布局进行调整。2010 年 8 月中旬至 9 月 20 日，该店 2-4 层部分区域进行围挡重新装修，对客流产生一定影响。装修涉及到大约 7,000 平米的面积，相当于原有经营面积的 25%。2010 年 9 月下旬，升级改造后的环市东店北馆“综合馆”全新开业，目前客单价可达 1200-1500 元/人。预计 2011 年该门店可以实现含税销售收入将近 30 亿元，同店增速将近 25%。

3.1.2 正佳店

图表 7: 正佳店



资料来源：公司网站、山西证券研究所

该门店位于繁华的天河城商圈，毗邻百货公司有 1992 年开业的天河城百货以及 2006 年开业的广百股份中怡店。该门店于 2005 年 1 月开业，经营面积 2 万平米，近三年同店增长保持在 20%左右。2008-2009 年公司在 2-3 层扩充营业面积约 2000 平米，2010 年该店调整、扩大了化妆品区，引入了一系列国际品牌。公司上半年对该门店三层超市、烟酒滋补区和工艺品区进行了调整，调整面积达 1500 平米。预计该门店今年的销售增速可以达到超过 20%，含税收入达到 8 亿左右。

3.1.3 时代店

图表 8: 时代店



资料来源：公司网站、山西证券研究所

该门店开业于 1999 年，是时代购物广场的主力百货门店，总面积达 1.9 万平

米。预计 2011 年该门店可实现含税销售收入 3 亿元，同店增速在 5%左右。

3.1.4 南宁店

图表 9: 南宁店



资料来源：公司网站、山西证券研究所

该门店位于琅东区 CBD 中心位置，南宁清秀区五象广场的地王大厦，经营面积约为 2.2 万平米，于 2007 年 7 月开业，定位于时尚精品百货，标志着公司跨区域扩张的开始。该门店坪销大约 1 万/平米，现在面临较大的竞争压力。当地的梦之岛百货在 2010 年进行了销售品类升级，定位已与南宁店持平，给南宁店带来了一部分分流影响。在南京店旁边的水晶梦，营业面积约为 5 万平米，开业后也可能对南宁店客流有所影响。

公司于 2010 年上半年对南宁店的服装、皮具等品类进行了调整，2011 年 4-5 月份又对南宁店两层大部分进行了封闭式调整，调整面积达到 3000 平米，6 月份开始正常经营。我们认为公司凭借优秀的管理团队和丰富的管理经验能够很好的应对竞争对手带来的挑战。预计 2011 年将实现含税销售收入超过 2 亿元，同店增速在 6%左右。

3.1.5 男士馆

男性奢侈产品的销售情况远超过女性，根据 Bain&Company 进行的全球奢侈品市场调查报告表明，男性奢侈商品目前占整个奢侈品市场的 50%，而 2 年前，这个数据仅为 48%。预计未来男性奢侈品销售将迎来良好的增长前景。

2010 年 1 月，公司公告租赁世贸中心首至六层的裙楼商场经营百货，总建筑面积约 2.5 万平方米，租金每年约 7883 万元人民币，租赁期 6 年，租金合计约 4.73 亿元。2010 年 8 月中旬，世贸中心一至四层经过装修和品类品牌调整后，环市东店南馆开业，新增营业面积估计为 1.4 万平米。该门店定位为精品男士用品、饰品



馆，涵盖高档男装、休闲和高尔夫系列、运动品牌、男士饰品以及雪茄等礼品类，其中一层主要用于男鞋销售，2-3层则以男士服饰为主。男士馆通过天桥与环市东店相连，可以节省部分营销费用，目前销售正在快速提升。

该门店 1-4 楼的 18 家租户将于今年到期，公司将收回场地自用，预计可扩充男装经营面积 500-1000 平米。5 楼餐饮部分也计划清退，预计可增加营业面积 3000 平米，公司计划迁入综合馆家电品类，原综合馆该部分面积计划引入时尚女装并扩充童装，有利于毛利率的提升。6 层餐饮部分到期后将续签，租金有望上调。预计新增面积可在 2011 年四季度贡献收入，2012 年男士馆可基本实现盈利。

3.1.6 国金店

图表 10: 国金店



资料来源：公司网站、山西证券研究所

公司租赁珠江新城江西路 5 号广州国际金融中心首层至五层、地下负一层和负一夹层的裙楼商城，总建筑面积 4.47 万平米用于开设经营百货门店，租期为 7 年，租金每年约 7655 万元，租金合计约 5.36 亿元，该门店 5 层 5500 平米左右用于出租经营餐饮、酒楼，能够贡献约 1300 万元左右租金收入，可以减轻一部分成本压力。该门店于 2010 年 11 月 18 日开业，位于珠江新城的核心商圈，是该区域开设首家高端百货店，涵盖奢侈品、服饰、电器、家居生活等多类商品和面包屋、高级餐饮等，共汇集了超过 200 个化妆品、服饰、名表、珠宝、皮具品牌，其中有不少是国际顶级品牌、友谊独家品牌、原装进口品牌。除了萧邦、欧米茄、劳力士等知名奢侈品、时尚品牌外，一线奢侈品牌 Chaumet 尚美、时尚珠宝潘多拉、IDO 等也首次闪亮入驻广州，开设首个形象店。国际金融中心 500 米范围内共聚集了五间五星级以上酒店、十四政府机构（包括两个外国总领事馆）、十二栋甲级或超甲级写字楼。附近西塔写字楼出租率已超 70%加之一路之隔的广百珠江新城店已开业，该商圈商业氛围逐渐浓厚。

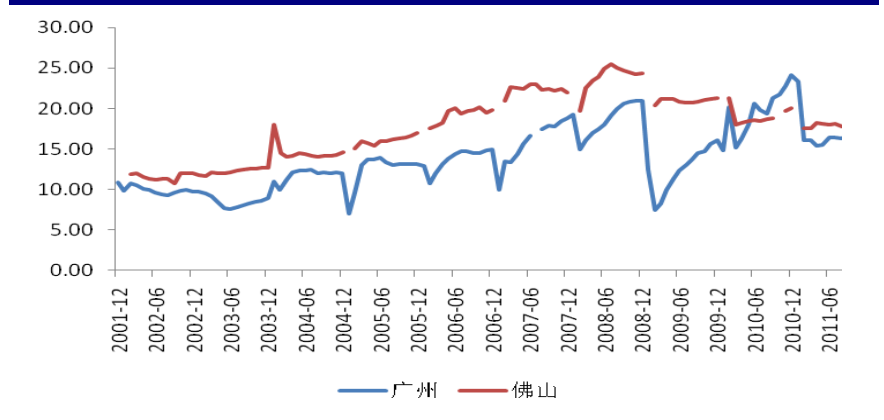
珠江新城位于天河、越秀和海珠三区交界处，2003 年广州市明确将其定位为中央商务区。广州政府以“珠江新城-黄埔-琶洲”沿江为线打造金融中心，作为广州第二增长级，来发展潜力较大。珠江新城 CBD 规划打造为广州市级核心商贸金融中心区，是新广州着力打造的六大城市功能区中的首选商圈。珠江新城到广州南站、番禺只需要 20 分钟车程，目前地铁 3 号线已建成通车，地铁 5 号线、7 号线后通车后交通也将更加便利，所以我们看好该商圈未来的消费增长前景，预计该门店需要 1-2 年培育期。预计该门店 2011 年将实现含税销售收入超过 3 亿元，亏损 2000 万左右，该门店有望于 2012 年实现盈亏平衡并于 2013 年开始贡献利润。

3.2 储备门店

3.2.1 佛山店

公司控股子公司（广州新谊百货公司直接、间接共持有其 97.5% 股权）租赁佛山市禅城区城门头路 18 号佛山国际商业中心的商业裙楼首层至七层开设百货店，门店建筑面积约 30,000 平米，租期 15 年，年均租金 1,800 万，合日均租金 1.63 元/平米，租期内租金总额合计约 2.7 亿元。

图表 11: 社会消费品零售总额累计同比 (%)



资料来源：公司网站、山西证券研究所

从经济总量来看，佛山市仅次于深圳、广州和珠海，居广东省第四位。从 2001 年以来，佛山市社会消费品零售总额复合增长率保持高出广州市 2-3 个百分点，消费需求旺盛。该门店位于佛山传统商业核心区域——祖庙商圈，毗邻瑞安集团开发的“岭南天地”商业、住宅、酒店、写字楼综合项目。佛山店将于今年三季度建设完工交付使用，预计将于年底圣诞节前夕开业。该门店定位为当地最高端的百货，没有强势竞争对手，租金较为低廉，加上公司在广大地区良好的品牌号召力，项目发展前景良好，预计开业两年可实现盈亏平衡，2014 年开始贡献利润。公司还计



划以佛山为桥头堡，向惠州、中山、肇庆等珠江三角地区的地级市扩张。

3.2.2 长隆奥特莱斯

公司和华南旅游龙头长隆集团合作打造的首期 6 万平米（5 万商业+1 万配套）的长隆友谊购物公园预计将在 2012 年开建，建成后将成为华南地区规模最大的奥特莱斯之一。公司还计划如果项目成熟后将拓展二期，总建筑面积可达到 10 万平米。该项目位于长龙生态城的商业走廊内，周边有长隆旅游度假区、长隆欢乐世界、香江野生动物园等多个主题公园和酒店。该项目地理位置交通便利，附近有新光快速路、地铁 3 号线汉溪长隆 E 出口，距离广州新客站约 4 公里，距离天河区中心位置约 15 公里，预计开业后培育期较短。由于该项目公司与物业出租方在项目业态定位上还存在分歧，所以该项目的建设进程还有不确定性。

4 物业升值明显

公司拥有 6 万多平米自有物业用于出租，其中仓库 1 万平米、写字楼 2 万平米、商铺 3 万平米。公司将自有物业商铺中的新中国大厦位于广州市荔湾区十三行，历史上主要租赁给广州诚大置业用于服装批发市场经营。公司计划于 2011 年 9 月将首至三层的 7000 平米物业租金水平进行调整。在上一合同期内，新中国大厦的年均租金约 5000 万元，其中 2010 年度租金收入约 6000 万元。新的租赁期为 15 年，租金水平为：（1）首至三年每年租金及费用为 1 亿元；（2）第四至六年每年租金及费用为 1.02 亿元。（3）第七至九年每年租金及费用为 1.04 亿元。（4）第十至十二年每年租金及费用为 1.07 亿元。（5）第十三至十五年每年租金及费用为 1.10 亿元。合同生效之日起 5 天内，诚大置业将向公司缴纳相当于首年六个月的租金及费用合计 5000 万元作为租赁保证金，另预付首年六个月的租金及费用合计 5000 万元。同时，公司与诚大置业约定：若在合同期内，新中国大厦物业的商业价值出现大幅升值（在租赁期内，该物业所处商圈同一路段、相似环境、相似条件与业态的其他物业指定月起前 12 个月平均租金水平与该物业指定月起前 12 个月租金水平比较，高出 50%），公司有权要求诚大置业提升当期及存续期租金水平。公司新中国大厦提租影响将在四季度体现，贡献增量租金约 1000 万元。

5 充分的激励机制

公司从 2003 年开始实行管理层激励制度，如果当年公司业绩达到董事会确定的业绩目标并且净资产收益率达到 8%时，将按照一定比例（不超过当年利润总额的 7%）提取激励基金进行奖励分配，其中高中层管理人员的奖励按现金和股票各 50%的比例进行分配，自持股之日起锁定 3 年。2005-2006 年，公司按照不超过利



利润总额的 5%提取激励基金，2008 年按照不超过利润总额的 2%提取。2007 年以来管理层一直在二级市场增持公司股票，股东利益和管理层利益实现了一致，有助于激发管理层管理能力提升，增强公司业绩释放动力。根据万得资讯统计数据，公司高管团队已合计持股达 268 万股，占总股本的 0.75%，平均持股价格在 25 元左右。2010 年 2 月，公司董事会审议通过的《高级管理人员绩效考核办法》，提出“以正面激励为主，奖扣结合”的考核原则。

表格 2: 管理层持股变化

时间	股份变动人姓名	本次变动数(股)	本次成交均价(元)	变动后持股数(股)	变动原因	职务
2011-09-08	房向前	8,400	21	68,294	竞价交易	董事
2011-09-08	梁玉琴	5,300	20.86	20,550	竞价交易	高管
2011-09-07	胡洁君	5,800	20.9	159,396	竞价交易	高管
2011-09-05	王银喜	7,000	21.02	111,105	竞价交易	董事、高管
2011-08-29	黎钢	5,500	21.97	23,685	竞价交易	高管
2011-08-25	崔素娟	2,300	22.48	17,624	竞价交易	监事
2011-08-24	江国源	5,400	22.48	24,420	竞价交易	高管
2010-06-28	王银喜	4,200	23.8	104,105	竞价交易	董事、高管
2010-06-28	黎满传	2,700	24	97,240	竞价交易	高管
2010-06-28	苏媚	3,200	23.6	53,805	竞价交易	高管
2010-06-25	梁玉琴	2,000	23.65	15,250	竞价交易	高管
2010-06-25	黎满传	900	23.83	94,540	竞价交易	高管
2010-06-18	胡洁君	3,700	23.49	153,596	竞价交易	高管
2010-06-17	江国源	3,400	23.95	19,020	竞价交易	高管
2010-06-11	黎钢	3,300	24.55	18,185	竞价交易	高管
2010-06-11	房向前	5,000	24.55	59,894	竞价交易	董事
2010-06-11	王银喜	4,300	24.42	99,905	竞价交易	董事、高管
2010-06-10	崔素娟	1,400	24.9	15,324	竞价交易	监事
2010-06-07	邓美薇	3,000	23.73	119,831	竞价交易	董事、高管
2009-06-19	江国源	3,500	19	15,620	竞价交易	高管
2009-06-19	苏媚	4,000	19	7,300	竞价交易	高管
2009-06-05	王龙飞	500	15.8	36,894	竞价交易	高管
2009-06-05	房向前	7,900	15.75	54,894	竞价交易	董事
2009-06-05	崔素娟	2,300	15.8	13,924	竞价交易	监事
2009-06-05	王银喜	6,700	15.79	95,605	竞价交易	董事、高管
2009-06-04	黎满传	5,500	15.86	93,640	竞价交易	高管
2009-06-04	黎钢	3,800	15.95	14,885	竞价交易	高管
2009-06-04	王龙飞	5,000	15.9	36,394	竞价交易	高管

2009-06-04	邓美薇	4,900	15.8	116,831	竞价交易	董事、高管
2009-06-03	胡洁君	5,400	15.98	149,896	竞价交易	高管
2009-06-03	李小沂	5,600	15.98	36,995	竞价交易	高管
2008-05-21	梁玉琴	1,200	34.38	41,200	竞价交易	监事
2008-05-21	王银喜	3,200	33.1	59,270	竞价交易	董事、高管
2008-05-21	房向前	3,700	33.1	31,330	竞价交易	董事
2008-05-21	苏媚	2,200	34.36	2,200	竞价交易	高管
2008-05-21	黎满传	2,600	33.1	58,760	竞价交易	董事、高管
2008-05-21	王龙飞	2,600	33.1	20,930	竞价交易	董事
2008-05-21	邓美薇	2,100	34.32	74,620	竞价交易	董事、高管
2008-05-21	胡洁君	2,600	33.1	96,330	竞价交易	高管
2008-05-21	王翔	2,600	33.1	21,060	竞价交易	高管
2008-05-21	李小沂	2,500	34.38	20,930	竞价交易	高管
2008-05-21	陈润辉	1,000	34.38	45,940	竞价交易	董事
2008-05-13	任广民	-8,400	35	25,310	二级市场买卖	监事
2008-02-26	房向前	3,800	32.5	27,630	二级市场买卖	董事
2007-09-03	任广民	-8,000	40	33,710	二级市场买卖	监事
2007-08-31	任广民	-3,000	39	41,710	二级市场买卖	监事
2007-06-01	王银喜	3,400	30.5	56,070	二级市场买卖	董事、高管
2007-05-31	邓美薇	2,500	30	72,520	二级市场买卖	董事、高管

资料来源：wind、山西证券研究所

6 高分红比例带来较高估值安全边际

表格 3: 公司分红比例

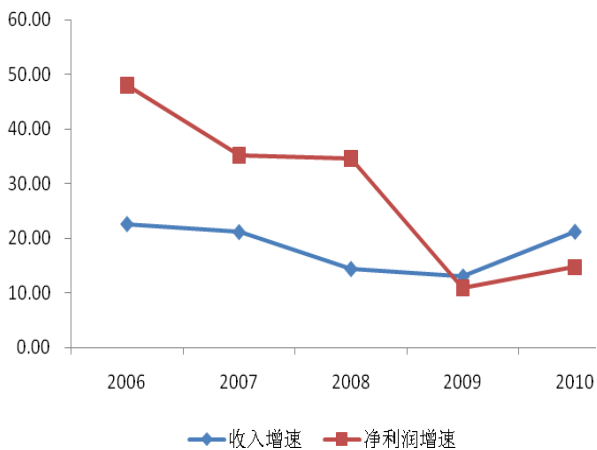
年份	分红额(元)	净利润(元)	母公司净利润(元)	可分配净利润(元)	分红比例(%)
2000	23930541	37904415	37904415	34113973	70.15
2001	23930541	38355729	37906921	34565037	69.23
2002	23930541	38324900	38413520	34483548	69.40
2003	26323595	42120291	41427190	37977572	69.31
2004	28716649	52285336	52285336	47056803	61.03
2005	40681919	95453108	95453108	85907797	47.36
2006	64612459	141302863	137883076	127514556	50.67
2007	88543000	191009895	186913515	172318544	51.38
2008	118456175	257142133	244411186	232701015	50.90
2009	107687432	285146897	268494110	258297486	41.69
2010	143583243	327186923	325547504	294632173	48.73

资料来源：公司公告、山西证券研究所

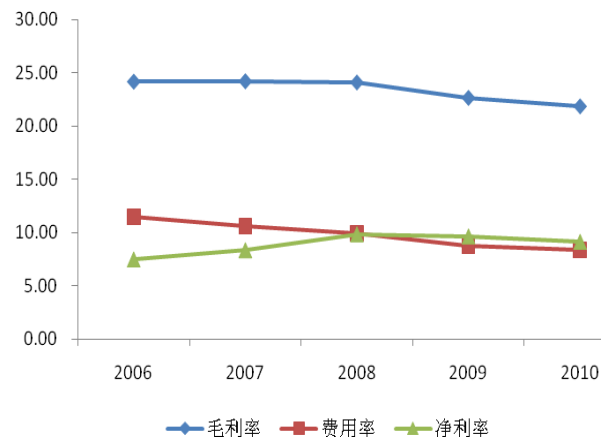
公司上市以来累积分红额高达 5.23 亿元，平均分红比率高达 50%以上，可以享受较高的估值溢价。

7 投资建议

图表 12: 公司成长能力 (%)



图表 13: 公司盈利能力 (%)



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

表格 4: 盈利预测表

一般企业—利润表 (单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	2,620	2,959	3,586	4,527	5,651
二、营业总成本	2,286	2,582	3,150	4,025	5,024
营业成本	1,990	2,290	2,803	3,517	4,391
营业税金及附加	33	38	46	54	68
销售费用	192	192	234	367	458
管理费用	100	94	95	109	136
财务费用	-33	-26	-28	-23	-28
资产减值损失	4	-6	1	0	0
三、其他经营收益					
投资净收益	8	1	-0	0	0
四、营业利润	342	378	435	502	627
加: 营业外收入	6	3	2	0	0
减: 营业外支出	7	1	2	0	0
五、利润总额	341	380	435	502	627
减: 所得税	84	95	108	126	157
六、净利润	258	285	327	376	470
减: 少数股东损益	0	0	-0	0	0



归属于母公司所有者的净利润	257	285	327	376	470
七、每股收益：	0.72	0.79	0.91	1.05	1.31

资料来源：公司公告、山西证券研究所

公司目前受门店扩容、新门店扩张影响，业绩增速有所放缓，但外延扩张为公司未来业绩提升打开了空间。公司于 2011 年 6 月公布了其 2011-2015 年的十二五发展规划，提出要在 2015 年实现经营规模翻番，营业收入超百亿。预计 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.05 元和 1.31 元，对应的动态 PE 分别为 18 倍和 14 倍，给予“买入”评级。

8 风险因素

1、商业竞争环境过于激烈。2、外延扩张进度低于预期。3、新门店培育期表现低于预期。4、快速扩张带来的人才储备不足。

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险,投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。