



欧朋数据待观察，看好移动互联布局

增持

维持

目标价

6.5元-10.2元

报告摘要:

- **媒体报道市占率第一引发天音股价暴涨，我们对此保持谨慎态度。**8月5日，《证券时报》发布媒体文章中提到：“7月末，欧朋浏览器市场份额达到34.38%，位居中国市场第一。”公司当晚公告回应此传闻**无法确认**。我们根据各第三方数据机构的统计对照后，对于“欧朋浏览器市场份额带到34.38%，排名行业第一”的描述持谨慎态度。
- **从数据来源和可印证性看，StatCounter的统计结果直接套用得出“欧朋市场占有率第一”的结论有一定片面性。**我们对艾瑞、易观和Statcounter三个机构的数据对比显示，Statcounter的统计与数据与此前市场普遍参考的艾瑞咨询数据有较大不同，从统计方法、统计对象和统计范围均不相同，因此数据无法得到国内第三方数据的印证。
- **从数据采集方式推断，我们认为StatCounter数据代表性有限。**Statcounter对手机浏览器市占率的跟踪频率可以达到日频率，明显高于国内其他第三方机构。根据调研，手机浏览器最合理的市场占有率概念应该是基于“活跃用户”进行统计，但是目前只能对“激活用户”进行精确统计，对“活跃用户”的统计难以精确。因此statcounter的数据结论并不一定完全代表商业价值意义上的“市场占有率”。
- **此次市占率上升，主要来自营销活动影响，可持续性有待观察。**事件主要导火索是欧朋“省流量送话费”活动。但使用赠送话费的营销活动毕竟难以持续下去，等待活动结束后，被营销活动吸引的新客户有多少仍然继续使用欧朋浏览器，仍有待进一步观察。
- **看好公司向移动互联转型，以及其申请移动转售业务的优势。**除欧朋外，公司移动互联还有在线文学阅读和手机游戏领域进军手机游戏领域，我们看好两项业务发展。此外，我们认为公司天音申请移动通信转售业务优势明显。一旦申请成功，将对公司质地产生重大改变。
- **盈利预测和投资建议。**我们看好公司申请优势，一旦成功，质地将产生巨变。不考虑转售，预计13-15年EPS分别为0.02、0.15和0.30元，目标价区间6.5元-10.2元（考虑转售牌照）。维持“增持”评级。

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

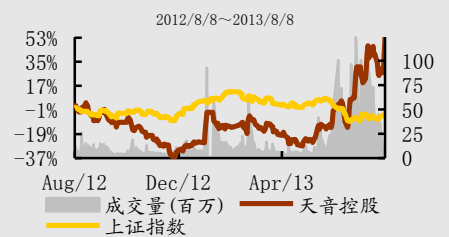
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

全力争取移动转售业务，再造天音传奇

2013-07-12

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	24161.90	32590.38	34379	37925	41862
增长率(%)	15.73%	34.88%	5.49%	10.31%	10.38%
归母净利润(百万)	50.66	-22.61	21	140	284
增长率(%)	-83.69%	-144.63%	194.38%	554.44%	103.09%
每股收益	0.054	-0.024	0.023	0.148	0.300
市盈率	125.41	-280.99	297.71	45.49	22.40

目录

一、我们对于欧朋短期市占率飙升的解读：需保持谨慎.....	4
（一）事件回顾：	4
（二）欧朋浏览器简介	4
（三）我们的观点：对欧朋浏览器市占率数据保持谨慎	5
1、数据来源和可印证性：三个第三方机构的数据对比	5
2、数据采集方式和代表性的推断：数据代表性有限	7
3、长期有待观察：	8
二、我们看好公司向移动互联网业务的转型.....	8
（一）在线文学积累巨量客户资源	8
（二）进军手机游戏，未来空间可期	9
三、移动转售业务业务优势突出	10
（一）根正苗红，完全符合政策要求	11
1、属性上满足中资民营企业	11
2、资质上拥有相应的人员配备、场地和设施	11
（二）优势互补，基础运营商的得力伙伴	11
1、三、四线地区渠道拓展能力强，与基础运营商形成渠道互补	12
2、移动互联网用户拥有大量高质量客户资源，开发客户能力强	12
3、信息系统开发能力强，能够额外提供灵活服务，增强客户粘性	12
4、公司对于移动通信转售业务全力以赴，重视程度提升到战略高度	13
四、盈利预测和投资建议	13

插图

图 1: 增资前, 公司间接持控股欧朋浏览器.....	4
图 2: 欧朋浏览器发展历程.....	5
图 3: statcounter 统计 2013 年 8 月初欧朋市场占有率达到 34%, 位居第一.....	6
图 4: statcounter 对 2012 年手机浏览器的统计.....	6
图 5: 易观统计最经常使用的手机浏览器排名.....	7
图 6: 艾瑞统计的手机覆盖人数占比.....	7
图 7: statcounter 的日频率统计显示, 26 日开始欧朋浏览器的市占率大幅上升.....	7
图 8: 易观统计最经常使用的手机浏览器排名.....	8
图 9: 手机分销是毛利主要贡献业务.....	8
图 10: 塔读文学客户端界面 1.....	9
图 11: 塔读文学客户端界面 2.....	9
图 12: 塔读文学客户端界面 3.....	9
图 13: 智能手机游戏产业链.....	10
图 14: 手机游戏保持高速增长.....	10
图 15: 手机网络游戏增速高于手机游戏.....	10
图 16: 天音通信符合中资民营公司的定义.....	11
图 17: 移动通信转售业务将打通支付渠道, 增强移动互联网业务的流量货币化能力.....	12

表格

表 1: 北界创想(北京)软件有限公司 12 年投入较大, 未实现盈利.....	5
表 2: 盈利预测.....	14

一、我们对于欧朋短期市占率飙升的解读：需保持谨慎

（一）事件回顾：

（1）2013年8月5日，《证券时报》发布媒体文章《天音控股 Opera 浏览器小试流量经营》中提到：“今年7月末，欧朋浏览器在移动浏览器市场份额陡升，达到 34.38%，超过安卓自带浏览器以及 UC 浏览器，位居中国市场第一。”随后公司股价出现连续一字涨停。

（2）2013年8月5日当晚，天音控股公司发布《澄清公告》：针对媒体的报道进行解释：

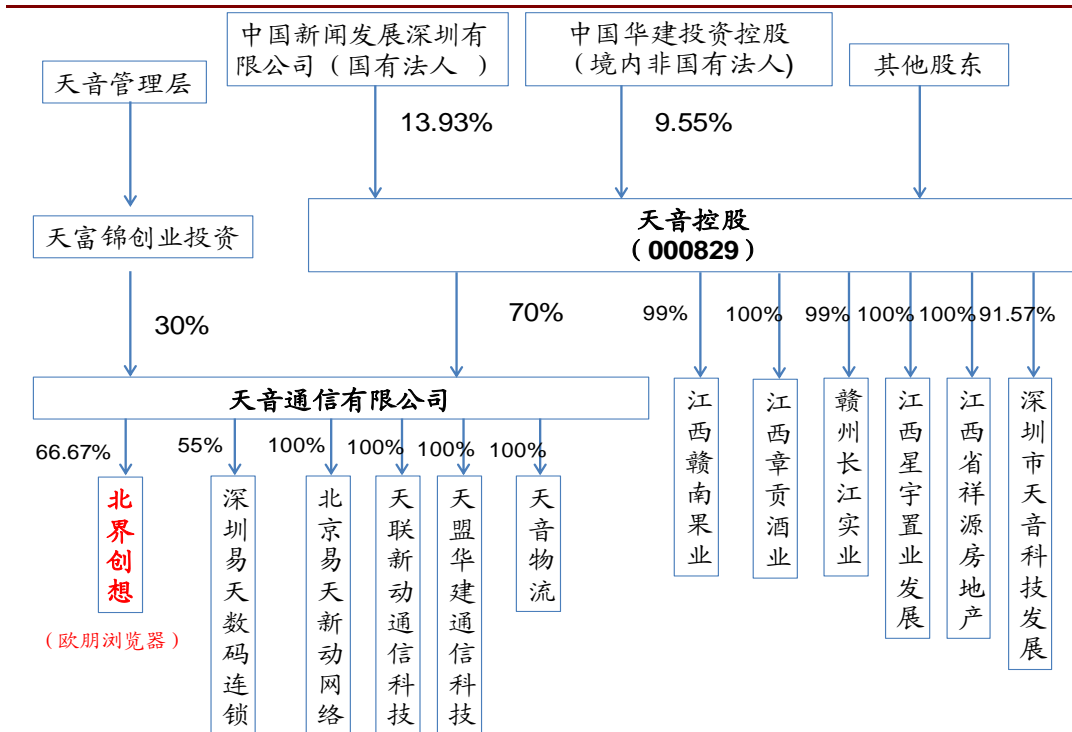
传闻（1）：“天音控股旗下手机浏览器欧朋（Opera）开始小试流量经营” 基本属实；

传闻（2）：“今年7月末，欧朋浏览器在移动浏览器市场份额陡升，达到 34.38%，超过安卓自带浏览器以及 UC 浏览器，位居中国市场第一。” 无法确认。

（二）欧朋浏览器简介

2011年3月，天音通信与 Opera 宣布成立合资公司北界创想(北京)软件有限公司，并于8月发布了欧朋品牌和针对中国市场的产品欧朋手机浏览器。在运营了不到2年时间，欧朋浏览器已经占据行业第3，12年全年累计用户增长五倍以上，总数到达1亿，13年预计用户增长达到一亿以上，即总数在2亿以上。

图 1：增资前，公司间接持股欧朋浏览器



资料来源：公开资料，宏源证券

注释：股权结构图忽略了小于部分1%的间接控股关系，但不影响其代表性

图 2: 欧朋浏览器发展历程



资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

欧朋浏览器的优势, 在于 Opera 在传统互联网上多年的技术沉淀以及其非凡的渠道优势。其自有的独立内核 Presto, 能够提供对于 html5 最早以及最好的支持, 作为全球浏览器最主要的几大独立内核之一有着很大的技术优势。此外其在 PC 端的竞争优势以及在海外发展多年积累的经验能够为带来强大的品牌效应, 尽管进入中国市场较晚, 但欧朋浏览器仍然获得了较大的市场份额。

表 1: 北界创想(北京)软件有限公司 12 年投入较大, 未实现盈利

公司名称	北界创想(北京)软件有限公司
公司类型	天音通信子公司
所处行业	软件行业
注册资本	1.35 亿元
总资产	3981.24 万元
净资产	245.49 万元
营业收入	251.24 万元
营业利润	-1.16 亿元
净利润	-1.16 亿元
天音通信持股比例	66.67%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

(三) 我们的观点: 对欧朋浏览器市占率数据保持谨慎

我们认为, 应对“欧朋浏览器 7 月末市占率上升至行业第一”的描述保持谨慎态度。我们从 (1) 数据来源和可印证性, (2) 数据采集方式推断 (3) 数据的代表性和可持续性三方面来分析, 采用此数据论证欧朋市占率已经排名行业第一可能存在一定偏误。

1、数据来源和可印证性: 三个第三方机构的数据对比

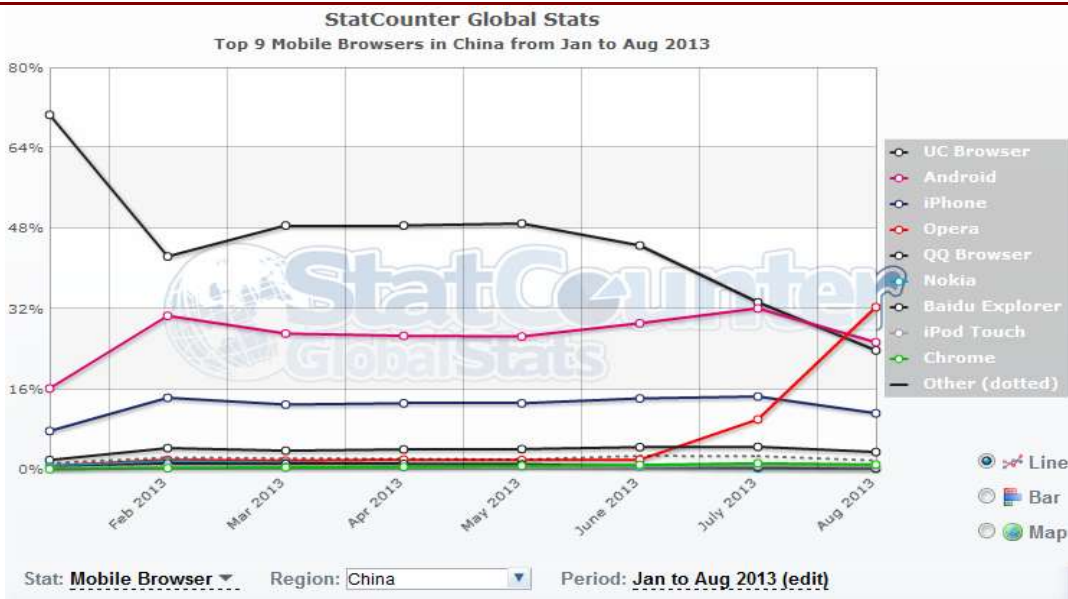
StatCounter 统计显示 8 月初欧朋市场占有率达到 34%, 位居第一。我们对此数据的可印证性进行分析。同时对比国内两家第三方机构艾瑞咨询和易观国际的数据。

对于 2012 年手机浏览器的市场占有率统计。StatCounter 显示 UC 排名第一, 为 50.84%;

艾瑞显示 UC 排名第一，为 71.2%；易观国际显示 UC 排名第一为 37.57%；但各机构的统计指标并不相同，艾瑞是排除了手机自带浏览器而进行的第三方浏览器统计且针对的是覆盖人数指标，并且统计数据中由于分别对 IOS 和 Android 系统统计，可能会有所重复。

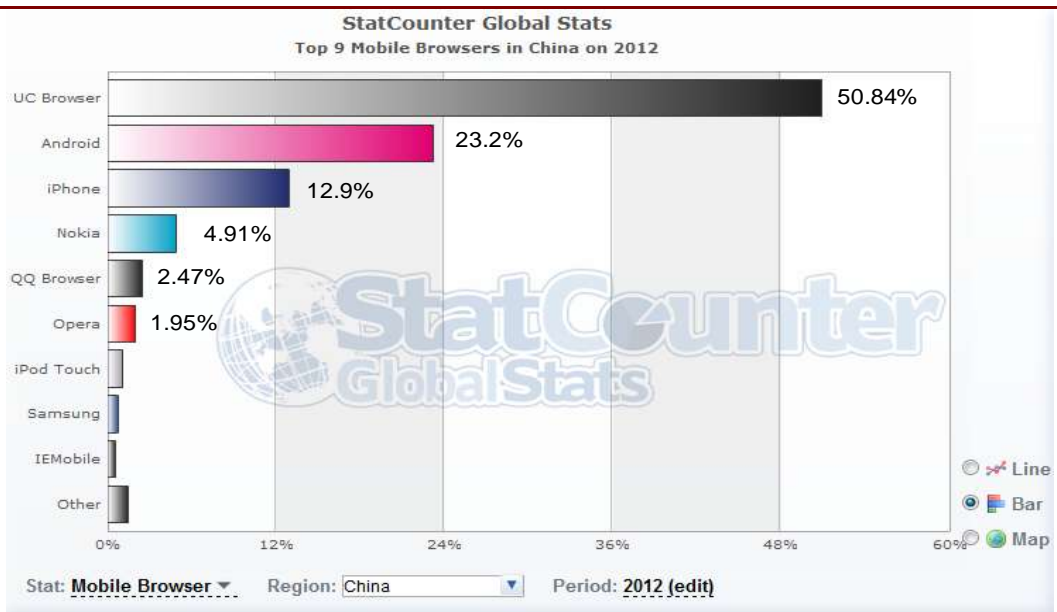
从整体看，剔除了手机自带浏览器影响，StatCounter 对于 UC 浏览器的市占率指标与艾瑞咨询接近，但排名靠后的浏览器占比均小于艾瑞的统计。据此我们可以推断其统计方式和对象与国内第三方机构的统计实质上完全不同。因此 StatCounter 的统计结果直接套用得出“欧朋市场占有率第一”的结论有一定片面性（与之前行业普遍采用艾瑞数据作为参考的概念不同）。

图 3: statcounter 统计 2013 年 8 月初欧朋市场占有率达到 34%，位居第一



资料来源: statcounter, 宏源证券

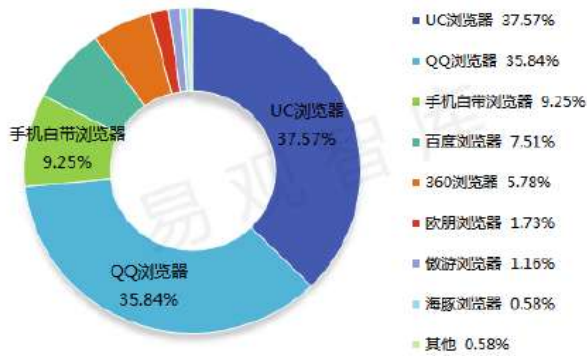
图 4: statcounter 对 2012 年手机浏览器的统计



资料来源: statcounter, 宏源证券

图 5: 易观统计最经常使用的手机浏览器排名

2012年用户最常使用的手机浏览器分布



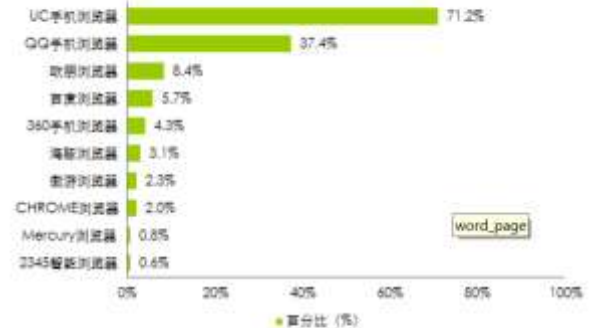
来源: 易观国际, 易观智库 eBI中国互联网行情
SOURCE: EnfoDesk © Analysys International

www.enfodesk.com
www.eguan.cn

资料来源: 易观国际, 宏源证券

图 6: 艾瑞统计的手机覆盖人数占比

mUserTracker-2012年12月中国iOS及Android系统智能终端用户第三方手机浏览器月度覆盖人数占比



说明: mUserTracker仅监测使用iOS及Android系统的智能终端用户, 使用不同手机浏览器用户权重相等, 因此占比加起来超过100%, 其中统计的手机浏览器仅含独立的手机浏览器, 不含安装在程序内的内置浏览器。

来源: mUserTracker, 基于第三方iOS和Android系统的智能终端用户使用行为长期监测数据。

©2013.1 iResearch Inc.

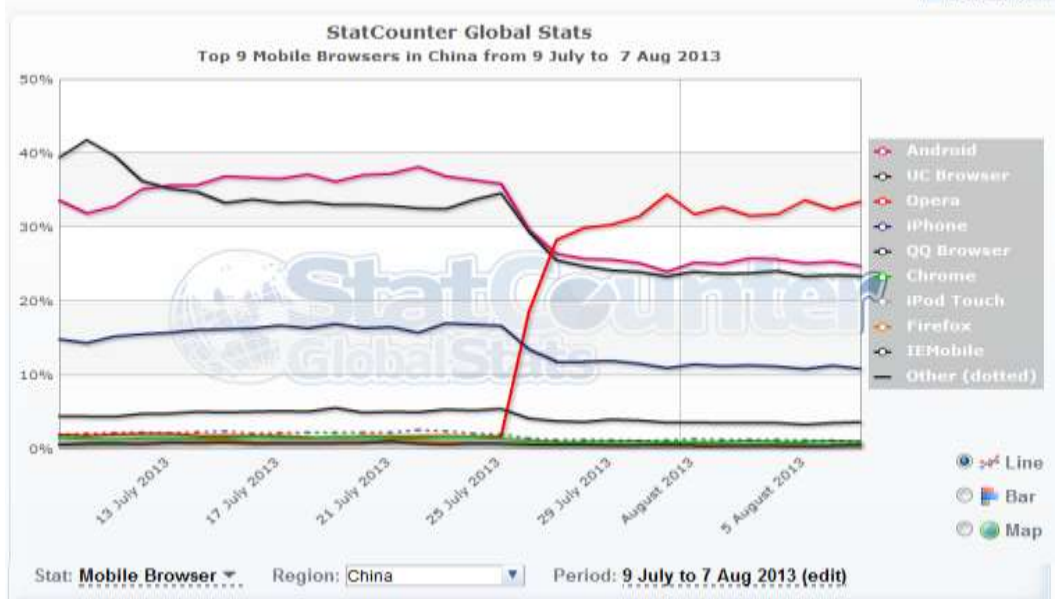
www.iresearch.com.cn

资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

2、数据采集方式和代表性的推断: 数据代表性有限

我们发现 statcounter 对手机浏览器市占率的跟踪频率可以达到日频率, 明显高于国内其他第三方机构的统计频率, 根据我们对天音控股的调研, 手机浏览器最合理的市场占有率概念应该是基于“活跃用户”进行统计, 但是技术方面目前只能对“激活用户”进行详细统计, 对“活跃用户”的统计难以精确。因此我们推断 statcounter 的数据采集方式可能通过某些对统计样本具有一定局限性的技术, 进行市占率的统计(肯定不是活跃用户数, 因为活跃用户数一定是区间统计, 不可能做到日统计)。这样的统计方式并不一定完全代表商业价值意义上的“市场占有率”。

图 7: statcounter 的日频率统计显示, 26 日开始欧朋浏览器的市占率大幅上升



资料来源: statcounter, 宏源证券

3、长期持续性有待观察

这次欧朋市占率的急速攀升，主要导火索是其7月22日-31日的“你敢上、我敢送！省流量送话费”活动，活动显而易见的赠送效应激发了欧朋使用量的上升。根据欧朋官方网站，8月8日还将有更大一轮的营销活动，届时估计欧朋的用户数量还将大幅攀升。但使用赠送话费的营销活动毕竟难以持续下去，等待活动结束后，被营销活动吸引的新客户有多少仍然继续使用欧朋浏览器，仍有待进一步观察。

同时，此次欧朋占有率大幅上升的具体拆分，究竟是来自 UC、QQ 客户向欧朋的转移，还是主要来自新的手机浏览器客户，难以做出判断，而这些因素都会影响到后期手机浏览器的竞争格局。

图 8：易观统计最经常使用的手机浏览器排名



资料来源：易观国际，宏源证券

图 9：手机分销是毛利主要贡献业务



资料来源：艾瑞咨询，宏源证券

二、我们看好公司向移动互联网业务的转型

我们认为公司在传统分销业务受到侵蚀的情况下，结合自身优势，主动面向移动互联网转型，显示出公司积极进取的态度，同时也为公司今后新的利润增长点奠定了基础。除了欧朋浏览器之外，公司还进军了在线文学（塔读）以及手机游戏领域。

（一）在线文学积累巨量客户资源

塔读正式上线于2010年7月12日，是北京易天新网网络科技有限公司在无线阅读领域发力的基础平台，隶属于天音控股（间接持股70%）。

2012年公司阅读业务的用户规模较2011年有较大提升，规模增长近10倍。现已展开全平台运营，电脑读书、手机读书、客户端应用（Android、IOS、WP7、Symbian、Java），服务已覆盖7000多款终端，累计激活用户数量达到4800万，其中付费用户人数接近1000万（在在线阅读行业排名第四。在中国移动统计口径排第5，电信口径排第2。）。是国内最受

手机阅读用户喜爱的无线阅读服务商之一。

塔读是付费业务，2012 年塔读实现销售收入约 3000 万元。13 年，塔读每月收入目前约 500 多万元。阅读市场相对来说以内容特色区分，以男频为主的定位。独特性和差异化体现在版权的壁垒上，签约了 1000 个作者，都是独家版权，签约作者收入最高年收入也可以达到 100 万，在阅读行业版权差异非常巨大。从数量上应该在第二梯队。

图 10: 塔读文学客户端界面 1



资料来源：公开资料，宏源证券

图 11: 塔读文学客户端界面 2



资料来源：公开资料，宏源证券

图 12: 塔读文学客户端界面 3



资料来源：公开资料，宏源证券

(二) 进军手机游戏，未来空间可期

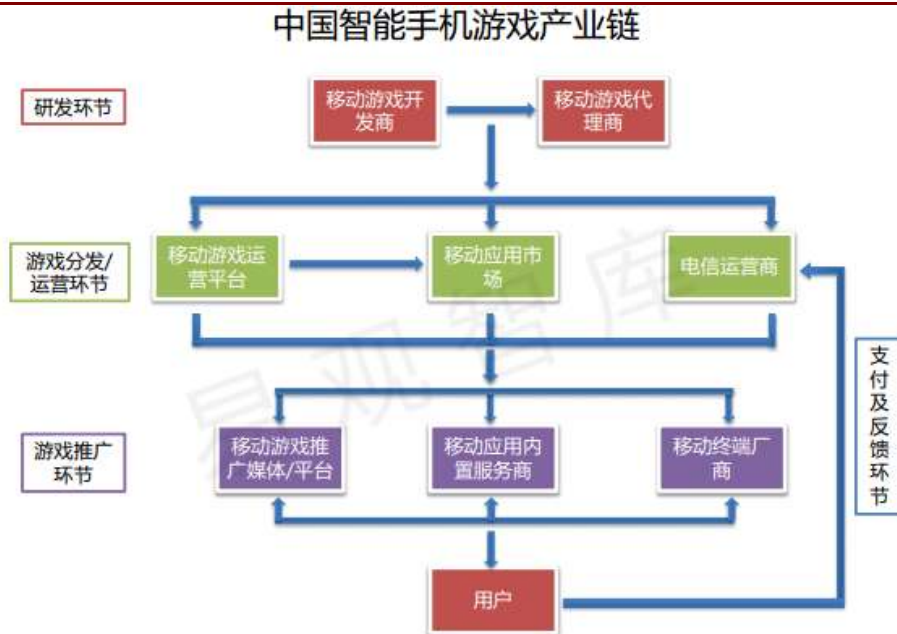
天音控股的子公司北京九九乐游科技有限公司（持股 70%）是一家手机游戏开发商，目前已经开发的手机游戏有两款，《烙印》与《神州》，均为手机网络游戏（端游），而且主要是在安卓平台上进行推广。游戏可以免费下载进行体验，收费主要通过玩家购买游戏道具来实现。从收费模式来讲，与传统的 PC 端网络游戏比较接近。公司目前手机游戏团队 80 多人。

从价值链参与者的角度来看，手机游戏行业主要分为：（1）手机游戏开发商与（2）手机游戏运营商，天音控股的主要角色是游戏开发商，游戏开发商负责设计新的手机游戏，风险较大，但是要成为优秀的游戏开发商难度较大，门槛较高；而运营商拥有流量与用户，负责将游戏推广给玩家，并负责后续的玩家管理，风险较小，但是目前竞争非常激烈。（手机游戏的价值链环节主要包括（1）开发：主要涉及游戏制作（2）推广：游戏开发出来后，就交给发行商去推广，寻找各种入口导入玩家；（3）运营：玩家在玩的过程中涉及的付费，购买等管理活动）；天音未来的盈利模式将由过去的游戏开发转向游戏推广和运营方向。

公司进军手机游戏行业，未来空间较大。2012 年中国手机游戏市场规模已经接近 60 亿元，其中手机网络游戏规模接近 22 亿元。同时随着（1）移动终端的快速增长，智能手

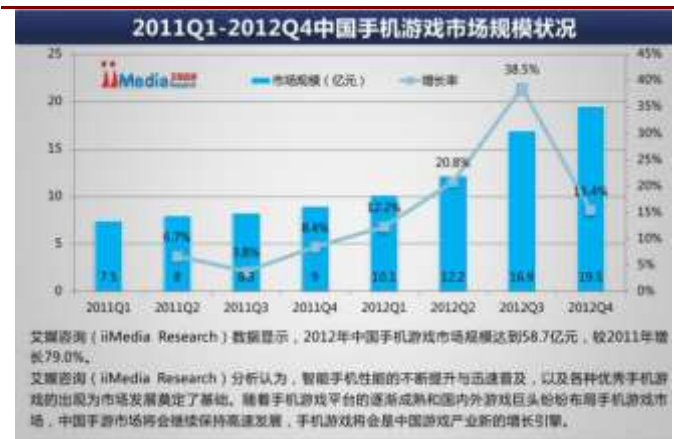
机的普及率越来越高；(2) 移动互联网发展迅速，4G 时代即将来临，更快速的移动网络速度以及(3) 国家大力支持文化产业的发展，未来手机游戏行业增速仍将保持 20% 以上的高位，可以预期到 2015 年中国手机游戏市场规模将超过 100 亿元。

图 13: 智能手机游戏产业链



资料来源: 易观国际, 宏源证券

图 14: 手机游戏保持高速增长



资料来源: 艾媒咨询, 宏源证券

图 15: 手机网络游戏增速高于手机游戏



资料来源: 艾媒咨询, 宏源证券

三、移动转售业务业务优势突出

移动转售业务的申请对天音来说意义重大(关于移动转售业务详细情况, 请参考我们之前报告《全力争取移动转售, 再造天音传奇》), 我们认为公司申请移动转售业务业务优势突出, 再次重申如下:

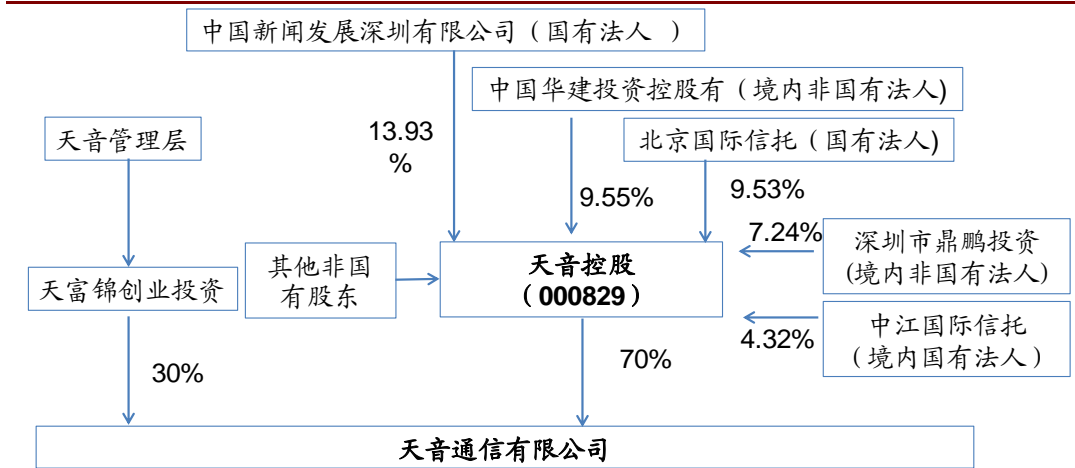
(一) 根正苗红，完全符合政策要求

1、属性上满足中资民营企业

市场中对于公司股权结构存在误解，认为公司第一大股东是国有企业，不符合移动通信转售业务申请资格（试点方案要求，民间资本占公司资本比例不低于 50%，且单一最大股东是民间资本的公司）。但实际上，公司并非以天音控股上市公司名义申请转手资格，而是以公司控股子公司“天音通信有限公司”作为申请主体。

天音通信的第一大股东是天音控股，其国有股占比仅为 27.78%，且没有国有股东能够达到控股，而民营资本持股达到 72.22%，按照定义，天音控股是一家民营企业。而申请移动转售业务的主体天音通信有限公司的第一大股东正是天音控股，因此符合“单一最大股东是民间资本的公司”的定义，天音通信的另外 30% 股权由民营企业天富锦持有，因此天音通信有限公司作为申请主体，完全符合申请所要求的中资民营企业资格。

图 16: 天音通信符合中资民营公司的定义



资料来源：宏源证券

2、资质上拥有相应的人员配备、场地和设施

在落地能力方面，天音拥有超过 800 家自营门店以及超过 8 万家营业网点，网络覆盖能力极强。同时，公司人才储备充足，拥有多年信息技术开发经验，满足试点方案要求的人才条件。（试点方案要求：企业技术负责人应当有 8 年以上信息通信行业工作经验，并具有信息通信及相关专业高级技术职称或同等专业水平；企业管理人员中至少有 5 人应具有 5 年以上信息通信行业的工作经验。在省、自治区、直辖市范围内经营的，企业应具有信息通信及管理相关专业初级以上（含初级）职称或者同等专业水平的技术和管理人员不少于 30 人。在全国或者跨省、自治区、直辖市范围经营的，企业应具有通信及管理相关专业初级以上（含初级）职称或者同等专业水平的技术和管理人员不少于 50 人）。

(二) 优势互补，基础运营商的得力伙伴

天音在申请移动通信转手方面有显著优势，能够和基础运营商形成优势互补。主要体现在 4 个方面：（1）公司在三、四线地区渠道拓展能力强，与基础运营商形成渠道互补；（2）公司在移动互联网用户拥有大量高质量客户资源，开发客户能力强；（3）公司信息系统开发能力强，能够额外提供灵活服务，增强客户粘性；（4）公司对于移动通信转售业

务全力以赴，重视程度提升到战略高度。

1、三、四线地区渠道拓展能力强，与基础运营商形成渠道互补

基础运营商大量的网点布局集中在一、二线地区，而对于三四线地区布局较少。而大型零售商国美、苏宁在渠道方面与基础运营商重合度较高，开展移动通信转售业务后，形成的业务替代效应较大，并非基础运营商最心仪的合作伙伴。

而天音在三四线地区渠道拓展能力极强，主要体现在能够迅速密集布点，相比之下，大型零售商国美、苏宁等难以做到。举例来说，如果要在密云这类三线地区布点，开展移动通信转售业务，天音可以在一周之内将当地所有小型通信零售网点揽入怀中，密集在社区布局，产生很强的营销攻势，而苏宁、国美等大型零售商由于考虑到开店成本以及物流成本，布局门店较为困难，最多布局一家门店，无法形成密集营销攻势，而且开店周期较长，在这一方面与天音的三四线拓展能力不可同日而语。而对于纯网络公司来说，缺乏必要的落地资源将极大削弱其营销能力。因此，在三四线地区，天音的模式具有绝对竞争优势。

2、移动互联网用户拥有大量高质量客户资源，开发客户能力强

公司此前已经发展移动互联网业务，拥有累计激活用户欧朋浏览器用户、4800万塔读用户，以及手机游戏用户。相比其他竞争对手，在客户资源积累方面具有绝对优势。依靠移动互联网客户，公司更容易实现新客户的开发，从而补充基础运营商的客户开发渠道。同时，移动通信转售业务也能够帮助天音打通支付渠道，使得服务收费更加便捷，从而争取到更多移动互联网用户，进而产生客户资源的良性循环。

图 17：移动通信转售业务将打通支付渠道，增强移动互联网业务的流量货币化能力



资料来源：宏源证券

3、信息系统开发能力强，能够额外提供灵活服务，增强客户粘性

公司拥有较为强大的信息系统开发能力，未来可以提供灵活的话费增值服务，从而获得更多客户资源。移动通信转售企业在业务定价方面难以做到通过价格优势获取市场（这将大幅侵占基础运营商原有利益，形成巨大利益冲突）。而灵活的服务则成为吸引客户的关键能力。例如：在传统运营商的话费套餐服务中，如果到月底流量或语音有剩余，当月

必须消费完，否则第二个月就作废。而对于具有较强信息系统开发能力的移动通信转售企业，完全可以提供套餐流量跨月使用（将本月剩余流量移至下月，中间收取部分费用）；或者业务互换功能（多余的语音转流量，或流量转语音等服务）。甚至公司完全可以将用户剩余流量或语音直接进行手机游戏、手机阅读等资费支付方式，而无需客户以现金支付。这将极大地改善用户的客户体验感，增强客户粘性。

4、公司对于移动通信转售业务全力以赴，重视程度提升到战略高度

相比其他企业来说，移动通信转售业务对于天音的意义更大。毫不夸张地说，移动通信转售业务的申请结果将极大地影响公司价值和未来的发展空间。因此公司此次也是将参与移动通信转售业务提升到战略高度，对于业务全力以赴。而其他企业可能未必将移动通信转售业务作为业务重心，在这方面，运营商显然更希望看到充分重视此项业务的合作伙伴。

四、盈利预测和投资建议

公司目前既面临巨大的挑战，也同时面临着难得的机遇。挑战主要在于（1）运营商渠道兴起（2）电商渠道高增长（3）直供零售商比例上升，逐步侵蚀公司手机分销主业的盈利能力；机遇则在于公司新开拓的移动互联网三项业务（手机浏览器、在线阅读、手机游戏）以及最重要的移动通信转售业务资格申请。

我们认为公司在申请第一批移动通信转售业务方面具有很强的竞争优势，从申请资格、渠道互补以及客户资源等方面均具有竞争优势，一旦申请成功，转售业务将于公司移动互联网业务形成强大协同，彻底改变公司质地。

估值方面，我们采用分布估值方法确定公司目标价区间在 6.5 元（不考虑拿到转售资格）-10.2 元（拿到转售资格），对应市值应在 61.6 亿元-96.6 亿元。（1）分销业务 47 亿元：公司 2013 年销售额约在 340 亿元左右，参考同行业公司，保守给予 PS0.2 倍估值，分销业务价值在 68 亿元，考虑到主要分销子公司持股比例 70%，则估值在 47 亿元左右。结合公司正常经营净利润 3 亿元，对应 PE16X，基本合理。（2）欧朋浏览器业务 7 亿元，我们参考此前百度拟收购 UC，出资 12 亿美元的报价，我们保守估计，2013 年欧朋浏览器市场占有率为 UC 的 1/5，若按 UC 估值水平计算，欧朋价值应在 14 亿元人民币，考虑到公司持股比例，欧朋浏览器约贡献公司 7 亿元左右市值。（3）塔读在线阅读 2.7 亿元：公司预计 13 年收入将接近 8000 万元。我们参考盛大文学 8 亿美元估值（对应收入 10 亿元人民币），则塔读价值应在 3.8 亿元左右，考虑公司持股比例，约贡献上市公司市值 2.7 亿元。（4）手机游戏业务 4.9 亿元，公司手机游戏业务未来将转向推广和运营，13 年收入将超过 1000 万，若参考北纬通信、掌趣科技 PS 估值，则公司手机游戏业务目前价值大概在 7 亿元左右，考虑到公司持股比例，大约贡献上市公司 4.9 亿元。（5）移动通信转售业务 35 亿元，预计 14 年-15 年将为公司创造 1.5-2 亿元净利润，同时对其他业务产生很强协同效应，给予 20 倍估值，移动转售业务价值在 35 亿元左右。

在时点方面，我们预计移动通信转售业务 8 月底 9 月初申请结果将见分晓，公司申请进展情况值得持续关注。不考虑移动转售业务，我们预计 13-15 年 EPS 分别为 0.02、0.15 和 0.30 元，目标价区间 6.5-10.2 元，若按乐观估计，目前仍有 40% 上涨空间，首次给予“增持”评级。

表 2: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	32,590.38	34,379.47	37,925.11	41,862.03	收益率				
减: 营业成本	30,544.52	31,992.69	35,122.14	38,523.00	毛利率	6.28%	6.94%	7.39%	7.98%
营业税金及附加	139.49	147.15	162.32	179.17	三费/销售收入	6.00%	6.08%	6.04%	6.12%
营业费用	1,405.37	1,528.17	1,683.26	1,860.06	EBIT/销售收入	0.66%	0.05%	0.48%	1.01%
管理费用	240.88	273.90	322.10	388.34	EBITDA/销售收入	0.84%	0.12%	0.54%	1.06%
财务费用	309.49	288.83	284.27	314.33	销售净利率	-0.28%	0.08%	0.47%	0.87%
资产减值损失	20.06	109.26	109.26	109.26	资产获利率				
加: 投资收益	4.68	0.00	0.00	0.00	ROE	-1.04%	0.98%	6.01%	10.87%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.34%	0.13%	2.16%	3.01%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.09%	0.74%	283.79%	18.47%
营业利润	-64.75	39.46	241.74	487.86	增长率				
加: 其他非经营损益	1.27	-2.98	-2.98	-2.98	销售收入增长率	34.88%	5.49%	10.31%	10.38%
利润总额	-63.48	36.48	238.76	484.88	EBIT 增长率	-51.01%	-92.62%	1042.67%	132.50%
减: 所得税	28.36	9.12	59.69	121.22	EBITDA 增长率	-43.06%	-85.50%	417.33%	115.39%
净利润	-91.84	27.36	179.07	363.66	净利润增长率	-240.19%	129.79%	554.44%	103.09%
减: 少数股东损益	-69.22	6.02	39.39	80.01	总资产增长率	-12.47%	34.02%	-31.79%	67.06%
归属母公司股东净利润	-22.61	21.34	139.67	283.65	股东权益增长率	-1.03%	0.99%	6.39%	12.20%
					经营营运资本增长率	11.25%	-91.35%	1110.78%	-71.35%
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	资本结构				
货币资金	3432.18	3272.57	1807.94	3749.98	资产负债率	67.94%	75.99%	62.66%	75.06%
应收和预付款项	2628.78	4210.28	3320.15	4971.87	投资资本/总资产	20.70%	0.40%	20.55%	1.35%
存货	2438.38	4552.71	3122.24	5295.87	带息债务/总负债	33.00%	0.02%	0.03%	0.02%
其他流动资产	258.58	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.50	1.35	1.70	1.39
长期股权投资	11.05	11.05	11.05	11.05	速动比率	1.04	0.84	1.06	0.86
投资性房地产	17.10	14.18	11.26	8.33	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	368.35	232.11	111.86	-8.39	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	35.39	29.05	22.72	16.39	资产管理效率				
其他非流动资产	7.17	3.58	0.00	0.00	总资产周转率	3.54	2.79	4.51	2.98
资产总计	9196.98	12325.54	8407.22	14045.11	固定资产周转率	92.49	148.12	339.05	-4987.26
短期借款	2062.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	21.42	13.95	19.62	14.33
应付和预收款项	3064.20	8243.39	4145.99	9420.23	存货周转率	12.53	7.03	11.25	7.27
长期借款	1.76	1.76	1.76	1.76	业绩和估值指标	2012A	2013E	2014E	2015E
其他负债	1120.55	1120.55	1120.55	1120.55	EBIT	215.54	15.90	181.70	422.45
负债合计	6248.51	9365.70	5268.31	10542.54	EBITDA	273.90	39.73	205.53	442.70
股本	946.90	946.90	946.90	946.90	NOPLAT	116.47	14.16	138.51	319.08
资本公积	245.98	245.98	245.98	245.98	净利润	-22.61	21.34	139.67	283.65
留存收益	971.07	992.41	1132.08	1415.74	EPS	-0.024	0.023	0.148	0.300
归属母公司股东权益	2163.94	2185.28	2324.96	2608.61	BPS	2.285	2.308	2.455	2.755
少数股东权益	784.52	790.54	829.93	909.94	PE	-280.99	297.71	45.49	22.40
股东权益合计	2948.46	2975.82	3154.89	3518.55	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	9196.98	12341.53	8423.20	14061.09	PB	2.94	2.91	2.73	2.44
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	PS	0.19	0.18	0.17	0.15
经营性现金净流量	-216.90	1884.05	-1519.45	1881.85	PCF	-29.29	3.37	-4.18	3.38
投资性现金净流量	-66.70	-2.24	-2.24	-2.24	EV/EBIT	28.27	265.21	31.68	9.31
筹资性现金净流量	186.82	-2041.42	57.05	62.43					
现金流量净额	-96.78	-159.61	-1464.63	1942.04					

作者简介:

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5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。

姜天骄: 商贸零售行业分析师, 复旦大学经济学学士, 上海财经大学数量经济学硕士。2012年加入宏源证券。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大A、新华都、欧亚集团

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。