

全业态零售航母，有望受益国资改革 买入 首次

报告摘要:

- **上海全业态覆盖的零售航母，有望受益自贸区和国资改革。**公司覆盖零售全业态，包括百货、购物中心、奥特莱斯、大卖场、超市、便利店；2013年销售收入预期将超过520亿元；在2012年上海单体百货销售20强中，公司旗下百货11席上榜，稳占上海百货零售半壁江山。我们认为，友谊股份将有望成为上海国企改革收益最大的上市公司。首先，公司具有显著的**规模优势**（从营业收入看是上海最大的零售上市公司）；其次，公司是上海市零售企业中**唯一覆盖零售全业态的零售企业**（特别是购物中心、奥特莱斯和便利店都是能够有效对抗电商冲击的零售业态）；第三，公司**主要业务集中于上海和长三角地区**（将有望收益于自贸区带来的改革红利）；此外，公司**净利率在目前上海零售企业中最低**，在国企改革细则进一步明确后，公司激励机制将进一步优化，公司**净利率提升空间大**，同时公司**目前PE、PB估值均处于上海零售企业中最低水平，未来业绩改善后市场表现弹性值得期待。**
- **购物中心和奥特莱斯是未来发展重点，定位清晰，与电商形成错位竞争。**电商渗透率在2013年将超过7%，其低价和便利优势对传统零售冲击明显。公司通过重点发展购物中心和奥特莱斯的扩张战略，一手抓消费体验，一手抓低价，两业态将助力公司有效对抗电商冲击。同时公司旗下联华超市已经拥有便利店2116家（2013年收入接近20亿元），其即时性消费特征也能够成功抗电商冲击。
- **积极创新经营方式，尝试个别品类自营，布局O2O线上线下协同。**公司创新经营方式，在皮具等个别品类方面开始推进百货自营，虽然目前占比较小，但仍体现出公司积极寻求经营突破的创新精神；另一方面，虽然公司没有宣扬其O2O战略，但实际上已经有所布局。
- **投资策略。**我们预计公司2013-2015年EPS分别为0.63、0.71和0.83元，公司作为上海最大、业态最全的零售航母，有望从自贸区和上海国企改革中获益最大。我们首次给予公司“买入”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

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	47,015.16	49,262.87	52,085.63	55,955.59	61,058.75
增长率(%)	51.41%	4.78%	5.73%	7.43%	9.12%
归母净利润(百万)	1,391.80	1,170.38	1,088.59	1,231.02	1,422.67
增长率(%)	367.08%	-15.91%	-6.99%	13.08%	15.57%
每股收益	0.81	0.68	0.63	0.71	0.83
市盈率	12.72	15.13	16.27	14.38	12.45

目录

一、全业态的上海零售航母，有望受益国企改革.....	4
（一）全业态覆盖的零售上市公司	4
（二）规模优势显著、业绩潜力大，有望成为国企改革最受益的上海零售股.....	7
二、未来发展重点在购物中心和奥特莱斯.....	8
（一）购物中心是未来布局重点，体验式消费能够对抗电商冲击.....	8
（二）奥特莱斯经营优势显著，未来将全国化扩张	10
三、试点自营品类，开始布局 O2O，传统门店业态持续优化调整	11

插图

图 1: 公司控股联华超市各子业态销售收入情况.....	6
图 2: 公司控股联华超市业务收入合计.....	6
图 3: 公司控股联华超市大型综合超市收入.....	6
图 4: 公司控股联华超市超级市场收入.....	7
图 5: 公司控股联华超市便利店收入.....	7
图 6: 城镇居民休闲消费占比随收入增长不断提升.....	9
图 7: 城镇居民物质性消费占比呈现下降趋势.....	9
图 8: 收入上升带来的消费多元化、娱乐支出上升的必然规律得到国内国际数据验证.....	9
图 9: 便捷和低价是选择网上购物的主要原因.....	11
图 10: 中国人更将购物作为休闲活动, 注重体验.....	11

表格

表 1: 公司旗下百货门店.....	4
表 2: 公司旗下购物中心.....	5
表 3: 公司旗下奥特莱斯.....	5
表 4: 2013 年上半年联华超市门店数量达到 4847 家.....	6
表 5: 上海国资零售企业主要情况.....	7
表 6: 友谊股份是上海零售上市公司中净利率提升潜力最大, 业态最全的零售企业.....	8
表 7: 近期各地传统百货门店关闭主要由于新增购物中心的冲击.....	10
表 8: 各零售上市公司奥特莱斯资源对比.....	11
表 9: 公司对于失去竞争力的门店积极调整业态, 实现盈利.....	12

一、全业态的上海零售航母，有望受益国企改革

公司是上海市覆盖全业态的大型零售企业，经营涵盖百货、购物中心、奥特莱斯，同时旗下控股的联华超市业态覆盖大型综合超市、超级市场和便利店。

2012 年公司营业收入达到 492 亿元，公司旗下百货门店有 11 家名列上海市 2012 年销售收入前二十榜单，占据上海百货行业半壁江山。

我们认为公司具有显著的规模优势（从营业收入看是上海最大的零售上市公司）；同时覆盖零售全业态（特别是购物中心、奥特莱斯和便利店都是能够有效对抗电商冲击的零售业态）；并且主要业务集中于上海和长三角地区（将有望收益于自贸区带来的改革红利）；在国企改革细则进一步明确后，公司激励机制将进一步优化，公司净利率和收入增速有望同步提高。

横向比较上海其他零售企业（老凤祥、新世界、益民集团、徐家汇、上海九百），我们认为公司将从上海自贸区以及国企改革中收益最大，如果国企改革细则进一步推出，公司将成为上海零售企业中的首选配置。

（一）全业态覆盖的零售上市公司

公司旗下拥有 15 家大型购物中心以及 26 家百货门店（部分涵盖在购物中心内作为主力店），2013 年上半年随着无锡奥特莱斯的开业，公司经营的奥特莱斯业态已经达到 4 家。（其中武汉和杭州奥特莱斯目前仍属于管理输出模式，在报表中没有反映，武汉 51% 股权收购已经开始着手落实）。

表 1：公司旗下百货门店

百货名称	开业时间	建筑面积	持股/控制
永安百货	1905 年 4 月	3.20	100%
友谊商店	1905 年 5 月	0.80	分公司
第一百货	1949 年 10 月	7.20	母公司
妇女用品商店	1956 年 2 月	0.70	分公司
时装商店	1956 年 8 月	1.10	分公司
东方商厦旗舰店(徐汇店)	1993 年 1 月	3.20	100%
上海华联商厦(中联店)	1993 年 3 月	1.10	50%
虹桥友谊商城	1994 年 3 月	1.90	40%
第一百货松江店	1994 年 12 月	0.60	100%
第一八佰伴	1995 年 12 月	14.50	100%
东方商厦南东店	1997 年 9 月	4.00	100%
华联商厦普陀店	2000 年 12 月	1.50	100%
东方商厦杨浦店	2001 年 12 月	3.00	100%
东方商厦西郊店(含在：百联西郊购物中心)	2004 年 12 月	1.50	75%
东方商厦青浦店	2005 年 12 月	1.20	100%
东方商厦宁波店	2006 年 9 月	1.80	100%
东方商厦中环店(含在：百联中环购物中心)	2006 年 12 月	3.00	51%
东方商厦奉贤店(含在：百联南桥购物中心)	2008 年 1 月	3.10	100%
东方商厦嘉定店	2008 年 1 月	1.90	100%
南方友谊商城(含在：百联南方购物中心)	2008 年 5 月	6.40	66%

东方商厦淮海店	2009年1月	2.00	70%
东方商厦重庆店(含在:百联重庆南岸上海购物中心)	2009年12月	2.50	100%
东方商厦长沙店	2009年12月	2.60	10%
东方商厦金山店(含在:百联金山购物中心)	2010年9月	1.50	100%
永安珠宝连锁商店(原华联商厦张杨店)	2011年6月	0.90	100%
东方商厦虹口店(含在:百联虹口购物中心)	2011年9月	2.00	托管

资料来源:公司公告, 宏源证券

表 2: 公司旗下购物中心

购物中心名称	开业时间	建筑面积	持股/控制
百联临沂购物中心	2002/01	2.3	100%
百联西郊购物中心	2004/12	11.0	75%
百联世茂国际广场	2004/12	5.8	托管
百联中环购物广场	2006/12	25.0	51%
百联又一城购物中心	2007/01	12.6	100%
百联南桥购物中心	2008/01	11.7	100%
百联沈阳购物中心(沈阳市)	2008/01	11.6	100%
百联南方购物中心	2008/05 重新开业	17.0	66%
百联重庆南岸上海购物中心(重庆市)	2009/12	13.6	100%
百联金山购物中心	2010/09	8.5	100%
百联虹口购物中心	2011/09	8.3	托管
百联东郊购物中心	2012/11	4.8	100%
百联徐汇商业广场	2012/01	2.0	100%
世博源一期	2012/12	5.0	51%
台州百联东森购物中心	2013/05	2.25	51%

资料来源:公司公告, 宏源证券

表 3: 公司旗下奥特莱斯

奥特莱斯名称	开业时间	建筑面积	持股/控制
百联奥特莱斯广场(上海 青浦)	2006/04	11.0	100%
百联奥特莱斯广场(杭州 下沙)	2010/06	10.0	托管
百联奥特莱斯广场(武汉 盘龙)	2012/01	9.2	托管
无锡奥特莱斯	2013/6	19.0	100%

资料来源:公司公告, 宏源证券

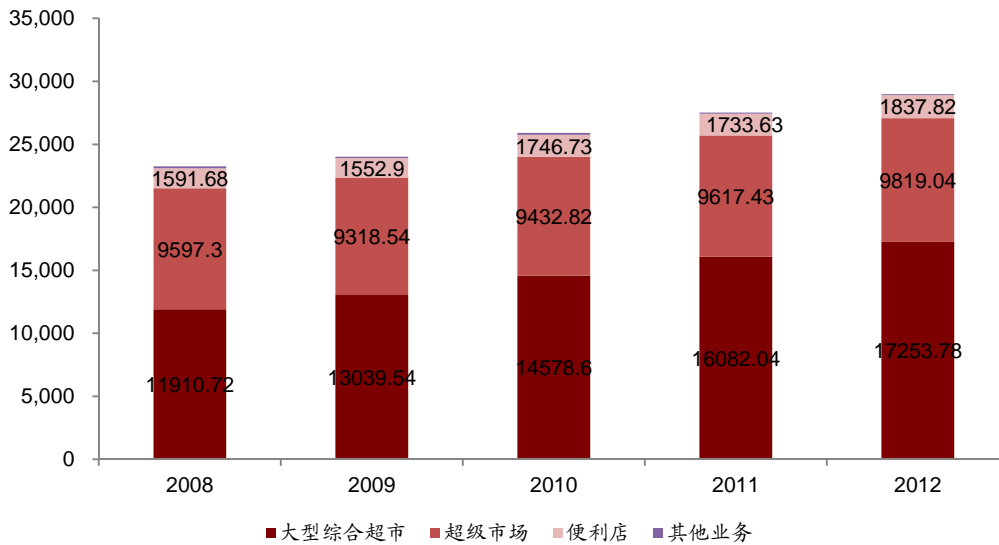
此外, 公司还通过持有 55.2% 的联华超市 (0980.HK) 控股其超市业务。2013 年上半年, 联华超市旗下拥有大型综合超市 158 家、超级市场 2573 家 (其中加盟 1909 家)、便利店 2116 家 (其中加盟 1102 家)。截止 2013 年上半年, 联华超市门店数量达到 4847 家。

表 4: 2013 年上半年联华超市门店数量达到 4847 家

经营模式	大型综合超市	超级市场	便利店	合计
直营	158	664	1014	1836
加盟	0	1909	1102	3011
合计	158	2573	2116	4847

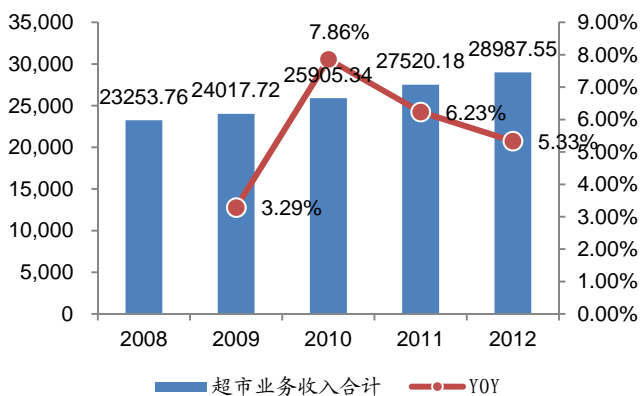
资料来源:公司公告, 宏源证券

图 1: 公司控股联华超市各子业态销售收入情况



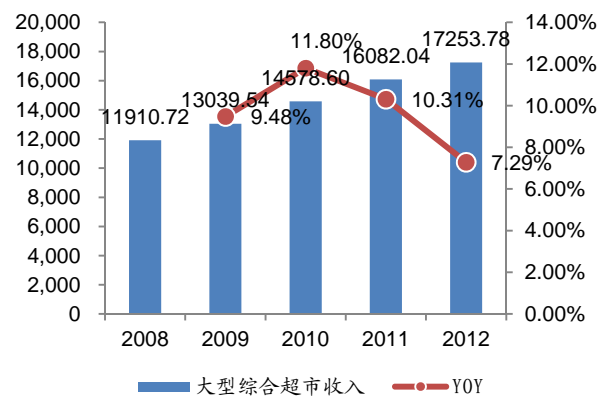
资料来源: wind, 宏源证券

图 2: 公司控股联华超市业务收入合计



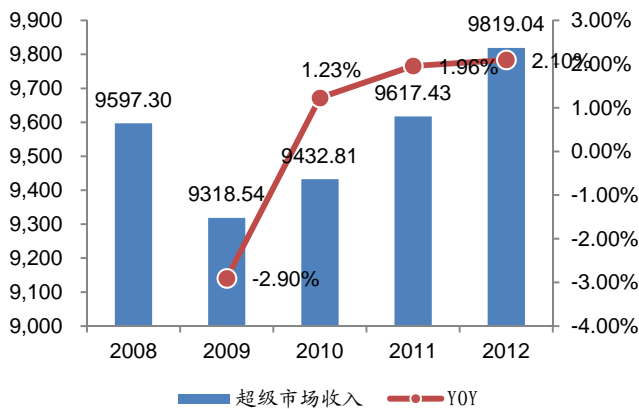
资料来源: wind, 宏源证券

图 3: 公司控股联华超市大型综合超市收入



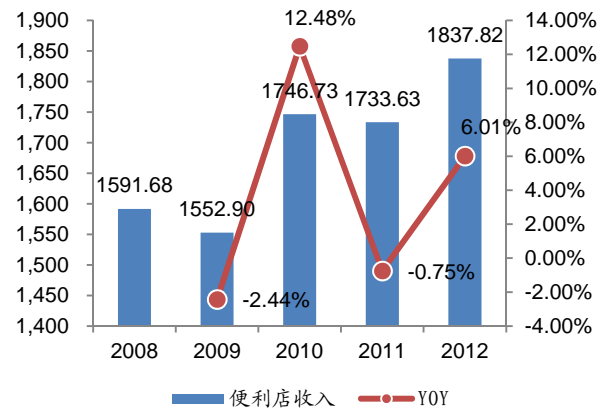
资料来源: wind, 宏源证券

图 4: 公司控股联华超市超级市场收入



资料来源: wind, 宏源证券

图 5: 公司控股联华超市便利店收入



资料来源: wind, 宏源证券

(二) 规模优势显著、业绩潜力大, 有望成为国企改革最受益的上海零售股

我们判断, 上海国企改革进程有望超预期。2013年11月13日, 上海市委分别举行常委会和全市党员负责干部大会, 传达党的十八届三中全会精神。上海市委书记韩正在讲话中提到, 要“加快推进国资国企改革等各项工作”。更早之前, 10月20日, 在全国国资监管政策法规暨指导监督工作座谈会上, 国务院国资委副主任黄淑和提出, “认真准备国资国企改革方案, 争取三中全会后尽快出台, 形成上下联动的改革局面”。种种信息表明, 上海国企改革有望超预期。

新一轮上海国资国企改革的核心是下放权力、推行股权激励、修缮考核机制, 推动相关企业及产业更好发展。上海国资是仅次于央企的第二大国资系统, 其动向备受关注。其改革内容主要集中于三方面: 一是监管思路转变。对企业, 按照竞争类、功能类、保障类的企业分类监管。对国资委, 要求定位变化, 趋向淡马锡管理模式。其二, 是推广市场化激励机制与创新容错机制试点。这是我国国企经营问题与痛点的症结源头, 亦是本次改革核心突破口。其三是优化国资配置、合理产业布局, 利用资本市场继续推动整体上市与并购整合, 国资证券化率进一步提高。

表 5: 上海国资零售企业主要情况

公司名称	实际控制人	第一大股东	大股东持股比例
上海九百	静安区国资委	上海九百(集团)有限公司	19.59%
新世界	黄浦区国资委	黄浦区国资委	25.21%
益民集团	黄浦区国资委	黄浦区国资委	39.04%
徐家汇	徐汇区国资委	上海徐家汇商城(集团)有限公司	30.37%
友谊股份	上海市国资委	百联集团有限公司	43.50%
老凤祥	上海市国资委	黄浦区国资委	42.09%

资料来源: wind, 宏源证券

我们认为, 友谊股份将有望成为上海国企改革收益最大的上市公司。首先, 公司具有显著的规模优势(从营业收入看是上海最大的零售上市公司); 其次, 公司是上海市零售企业中唯一覆盖零售全业态的零售企业(特别是购物中心、奥特莱斯和便利店都是能够有效对抗电商

冲击的零售业态); 第三, 公司主要业务集中于上海和长三角地区 (将有望收益于自贸区带来的改革红利); 此外, 公司净利率在目前上海零售企业中最低, 在国企改革细则进一步明确后, 公司激励机制将进一步优化, 公司净利率提升空间大, 同时公司目前 PE、PB 估值均处于上海零售企业中最低水平, 未来业绩改善后市场表现弹性值得期待。

表 6: 友谊股份是上海零售上市公司中净利率提升潜力最大, 业态最全的零售企业

上海零售上市公司	销售毛利率	销售净利率	业态情况	PE	PB	2013 年 1-3Q 收入 (百万)
友谊股份	21.67%	2.92%	百货、购物中心、奥特莱斯、大卖场、超市、便利店	13.86	1.36	38,975.89
老凤祥	7.42%	3.04%	黄金饰品连锁	15.56	4.61	27,203.17
新世界	27.28%	7.00%	百货	15.88	1.85	2,413.39
益民集团	24.66%	6.41%	商业物业连锁	20.89	2.75	2,342.32
徐家汇	29.78%	11.84%	百货	16.88	2.52	1,511.02
上海九百	35.41%	22.55%	百货	91.99	4.57	104.86

资料来源: wind, 宏源证券

二、未来发展重点在购物中心和奥特莱斯

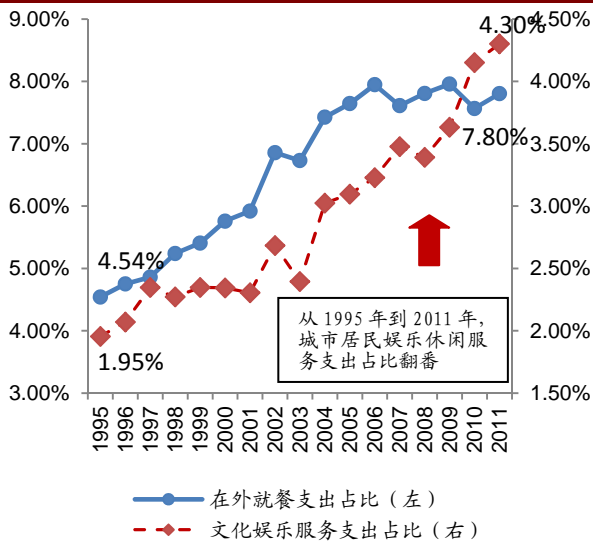
(一) 购物中心是未来布局重点, 体验式消费能够对抗电商冲击

购物中心是公司未来新开门店的重中之重。从地理分布方面来看, 公司未来新开购物中心将主要集中于长三角地区。从城市内的空间区位角度, 公司主要在上海郊区进行布点, 目前嘉定、奉贤、金山等区位均有门店开出, 川沙项目也已经拿下。从物业性质方面, 公司更倾向于自有物业方式外延扩张。从扩张速度方面, 公司秉承成熟一家开一家的策略, 预计未来每年扩张速度在 1-2 家门店。公司购物中心物业考量方面也会考虑物业价值增值因素 (沈阳虽然商业竞争激烈, 但公司物业楼板价较低, 同时考虑到未来地铁建设, 物业价值将有提升)。

购物中心模式是未来零售行业发展的大势所趋。以往仅仅定位于满足购物功能的传统百货, 现在开始面临巨大挑战, 因为传统百货越来越难以满足不断多元化的消费娱乐需求, 同时, 传统百货购物体验方面优势不明显, 对于电子商务新兴业态的冲击抵抗能力较弱。而购物中心模式在满足多元化消费需求、优质消费体验和对抗电子商务冲击等方面都具有很强的优势, 未来将逐步替代单一购物功能百货。

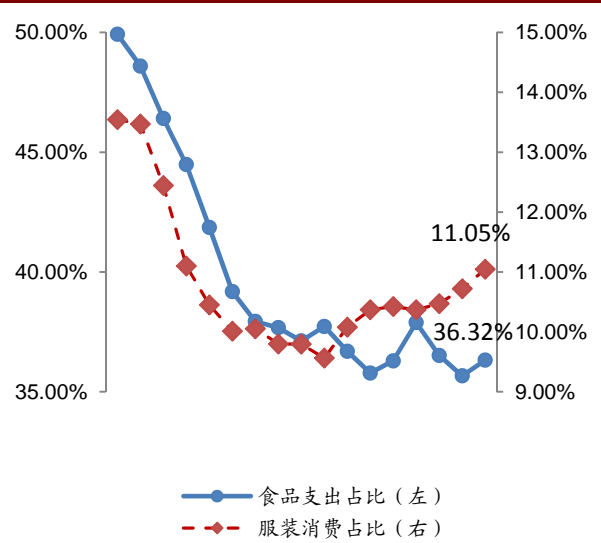
我国购物中心业态快速发展并且逐步替代传统百货的最主要驱动力来自居民收入水平上升所带来的多元化消费以及娱乐休闲需求的剧烈上升。1995 年, 我国城镇居民娱乐服务消费支出仅占消费总支出的 1.95%, 在 38 个生活支出细分支出项目中排在 21 位, 截止 2011 年, 娱乐服务消费支出占比上升至 4.30%, 跃升至第 8 大城镇居民消费支出项目。同时消费占比迅速跃升的还有“在外就餐支出”项目, 占比从 1995 年的 4.54% 上升至 2011 年的 7.80%, 跃升至居民消费第 3 大细分支出项目, 从结构来看, 在外就餐上升主要来自快餐连锁的迅速发展。迅速扩张的娱乐休闲和快餐服务需求正是购物中心能够提供的竞争优势之一。此外, 更大的体量也更容易营造良好的购物环境, 传统百货的购物体验极大程度上受到物业面积的限制, 难以与购物中心匹敌。

图 6: 城镇居民休闲消费占比随收入增长不断提升



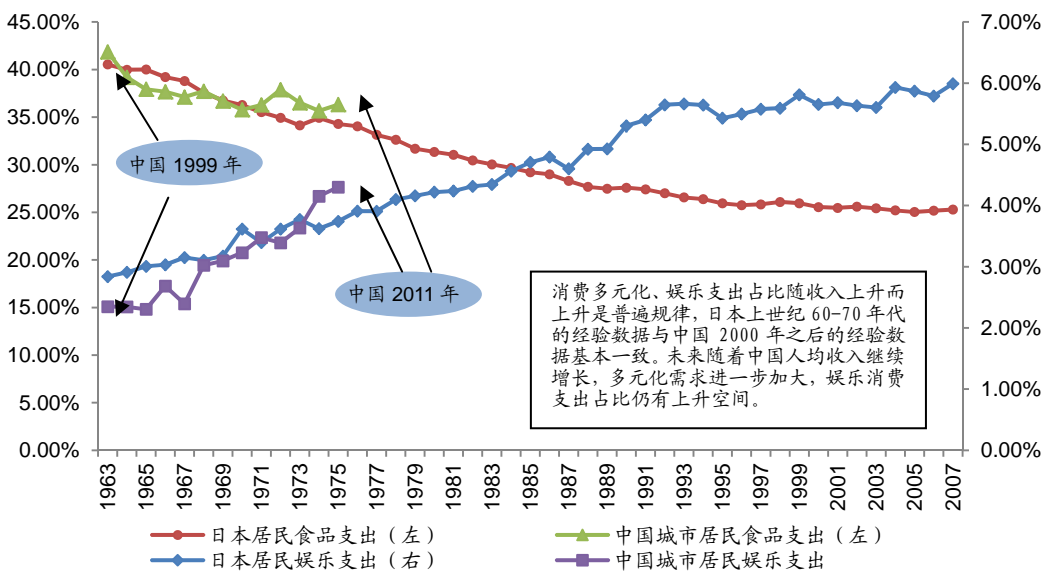
资料来源: Wind, 宏源证券, 注释: 休闲娱乐支出不含旅游

图 7: 城镇居民物质性消费占比呈现下降趋势



资料来源: Wind, 宏源证券, 注释: 休闲娱乐支出不含旅游

图 8: 收入上升带来的消费多元化、娱乐支出上升的必然规律得到国内国际数据验证



资料来源: 宏源证券, 日本政府网站, 中国统计局

购物中心相对于传统百货, 对电商冲击的抗击能力更强。这主要体现在 (1) 以提供更的购物体验作为竞争优势与网上购物 (便捷、低价) 进行错位竞争, 以及 (2) 提供网购难以替代的娱乐休闲消费项目。

首先, 购物中心以购物体验为竞争优势形成对电商的错位竞争。电商对于实体零售的冲击主要来自于其价格更加低廉、购物更加便捷两方面。但很多重要的购物体验是电商难以提供的。例如“合身性”商品的购买就更需要亲身体验, 比如高端品牌服饰、配饰等, 这一类商品往往只有真正穿在购买者本人身上, 才能做出较合适的购买决策, 而其他方式的展示 (服饰本身照片、模特试穿照片) 都无法替代本人的亲身尝试 (同样的衣服, 不同人着装效果完全不

同), 又由于高端服饰往往商品单价较高, 消费者购买更加谨慎。另外, 购物中心所能够提供宽敞、明亮令人心身愉悦的购物空间等等体验也是网购难以带来的。在塑造购物体验方面, 购物中心的创造和变化改善余地要比线上网购充裕得多。

表 7: 近期各地传统百货门店关闭主要由于新增购物中心的冲击

名称	面积(平米)	区域	关店时间	关店原因
台州新世界百货	30000	浙江台州	2012 年 11 月	门店负责人称:“最主要的原因是现有的经营场地面积太小, 难以推行公司“一站式”购物的经营理念”。
上海春天百货商城	7500	上海	2012 年 8 月	总经理称:“业态调整和品牌升级方面并未跟上市场的节奏; 单店经营, 面积太小, 在议价能力、人气积聚等方面均缺乏竞争优势”
百盛购物中心虹桥店	25000	上海	2012 年 7 月	难以与 MALL 业态竞争
上海第一百货淮海路店	6000	上海	2012 年 5 月	竞争激烈, 体量太小, 定位不清晰
北京太平洋百货盈科店	37800	北京	2011 年 10 月	业态单一, 定位不合适。太平洋百货总经理陶玉聪 9 月曾表示, “再开店可能将采取自购物业的方式, 集购物、休闲、娱乐于一体大型 MALL 业态。”
太平洋百货五棵松店	30000	北京	2011 年 9 月	总经理称:“定位尴尬连年亏损无力与 MALL 竞争, “现在消费者都喜欢那种 MALL, 一逛就能逛一天, 吃的、玩的、用的都有了。”谈到如今百货业的现状, 太平洋百货营业部副理江宗桦无奈地表示, 太平洋百货由于店面面积有限, 连 ZARA、H&M 等能吸引客流的品牌都无法引进, 更无力增加其他功能”。
无锡新世界百货	20000	江苏无锡	2011 年 5 月	门店负责人称:“只有 2 万平米的小体量商场不可能通过品种、规模、品牌数的丰富性来吸引消费者; 同时定位不清晰”。
百盛北京海淀店	10000	北京	2009 年 2 月	面积太小, 无法实现一站式购物布局
上海华亭伊势丹	9000	上海	2008 年 11 月	面积较小, 无法形成经营特色和竞争优势
平均面积	19478			

资料来源: 互联网, 宏源证券整理

其次, 购物中心所能提供的休闲娱乐服务是网购无法替代的, 这一点非常重要。我国城镇居民娱乐休闲消费支出占比不断快速上升, 而“线上零售”更多的只能满足“购物”功能, 对于休闲娱乐方面的体验非常有限, 美食餐饮、KTV、健身瑜伽、等“亲身参与性”娱乐休闲项目是网购永远无法取代的。除此之外, 国外的购物中心甚至能够提供游泳、潜水、攀岩、蹦极等“类户外”健身娱乐休闲活动, 国内购物中心完全可以根据实际消费需求变化而对这些“娱乐功能单元”模块进行组装, 从而带来大量客流。

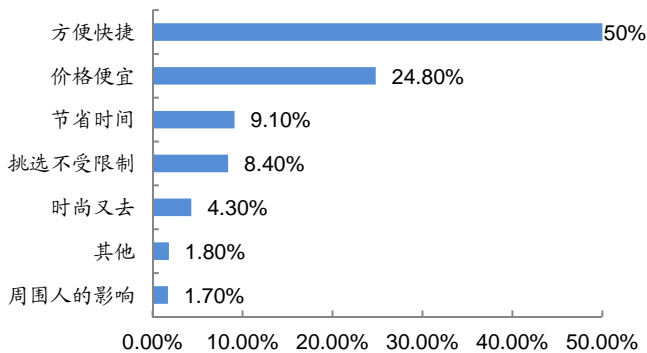
(二) 奥特莱斯经营优势显著, 未来将全国化扩张

公司未来奥特莱斯区域发展战略定位于全国扩张, 将主要在省会城市布局。公司在奥特莱斯经营方面(包括一线品牌、货源充足水平、消费者认可度等方面)均具备显著经营优势。

奥特莱斯业态由于价格优势显著, 受到电商冲击较小。电商对于传统零售的冲击主要集

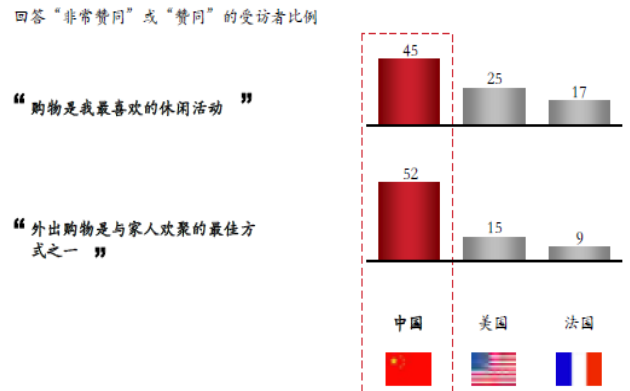
中在价格便宜以及便捷程度。公司奥特莱斯业态存在显著的货品优势,同时一线品牌货品更全,例如青浦奥莱拥有超过 450 个国内外品牌:包括 Armani、Zegna、Burberry、Bally、Hugo Boss、Dunhill、Aquascutum、Ferragamo、MaxaMara、Trussardi、TOD’ S、POLO RALPH LAUREN、COACH、CK 等; B 区和 C 区主要经营国际知名运动休闲品牌、国际二线品牌以及国内著名品牌,进驻的有 Nike、Adidas、ESPRIT、I. T、MIZUNO、GH、D’urban、LACOSTE、ecco、Clarks、GEOX 等品牌商铺。

图 9: 便捷和低价是选择网上购物的主要原因



资料来源: 宏源证券, CNNIC

图 10: 中国人更将购物作为休闲活动, 注重体验



资料来源: 宏源证券, 麦肯锡咨询

表 8: 各零售上市公司奥特莱斯资源对比

公司名称	一线品牌资源	优势区域	物业获取能力
友谊股份	百联系的品牌招商资源	长三角地区, 私家车保有量较高	上海国资背景及国际化的开放合作平台
海印股份	董事长及公司长期招商积累	距离香港等购物区较近, 区位上存在劣势	广东省内强势、多元化的商业地位
友阿股份	在湖南地区的高端龙头地位	长株潭核心区域、私家车保有量较低	国资背景
首商股份	燕莎集团的品牌招商资源	京津冀地区车保有量高、周边东北区域高端消费潜力大、私家车保有量高	首旅集团旗下六大相关业务及国资背景

资料来源: wind, 宏源证券

三、试点自营品类, 开始布局 O2O, 传统门店业态持续优化调整

公司虽然是国资背景零售企业,但仍然在创新进取方面可圈可点。公司试点自营皮具商品、布局 O2O 以及对传统门店业态持续优化调整都显示出公司的创新和进取精神。

首先,公司在皮具等商品开始寻求自营突破。百货联营模式伴随中国百货行业成长超过二十年,目前联营扣点模式已经成为百货行业主流的经营模式,同时也限制了百货企业毛利率的拓展空间。然而发展自营模式,对于公司资金周转、库存管理、买手培育等方面要求很高,同时增大了公司的经营风险,因此目前国内多数百货企业仍然完全采用联营扣点模式。百联旗下门店在稳健经营思路的指导下,仍然保持了对追求高毛利率的进取,在皮具品类方面试点自营,公司选择皮具作为自营突破口,主要考虑到皮具的更新周期较慢,库存风险小。从公司积

极探寻自营模式，可以看出公司的进取精神。

其次，公司对于 O2O 也有清醒认识。虽然公司没有对其 O2O 战略进行宣传，但是仍然在踏实跟进，例如公司和移动运营商合作，实现了根据地理位置的广告信息推送（当自驾车经过公司门店一定地理范围内，会有短信将门店促销信息和商品更新信息发送到消费者手机），从而实现最大化程度地增加门店客流。另一方面，公司具有较丰富的 VIP 客户数据资源，但是此前对于数据分析的深度不够（主要是销售贡献、客单价、回头率等方面的记录和储存），未来公司在这方面将开始布局，深入客户分析，进行精准营销，从而更有利于勾起客户购买欲望。考虑到自身数据分析能力有限，公司未来将寻求第三方合作，共同开发大数据分析所带动销售的潜力。

最后，公司在对于难以扭亏的传统门店处置方面，采取了积极的优化措施。例如第一百货淮海店，由于门店面积较小，已经无法适应今后零售体验式消费的趋势，公司积极调整，将门店出租给宝马 4S 店，转变为出租模式，顺利实现盈利。同时原门店员工转移至东郊店，实现了各方的多赢。

表 9：公司对于失去竞争力的门店积极调整业态，实现盈利

关闭门店	面积	开业时间	关闭时间	优化方式
第一百货淮海路店	0.6 万平	1993 年	2012 年 5 月	出租给宝马 4S 店，实现盈利，同时人员转移至新开的东郊店，实现双赢
华联商厦张杨店	0.9 万平	2003 年 9 月	2011 年 2 月	转型为珠宝专卖并于 2011 年 6 月重新开业

资料来源：宏源证券整理

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, 7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、苏宁云商、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
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@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
	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, 任何机构和個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。