

知难而上，维持全年增长目标不变

买入维持

报告摘要:

- **快速扩张拖累当期业绩。**2012年上半年公司实现营业收入117.12亿，同比增长45.89%，实现净利润1.92亿，同比下降28.76%。公司毛利率为18.98%，同比下降0.13个百分点，净利率为1.64%，同比下降1.72个百分点。公司业绩下滑主要原因是公司新进入东北大区、河南大区和江苏，快速扩张导致销售、管理费用激增；同时，2012年公司资本开支较大，上半年财务费用同比增加6800万，拖累当期业绩。
- **门店拓展有所放缓，短期不再新设大区。**上半年公司新开门店18家，北京、重庆、福建原有三大区分别为4、2、2家，其余均为原有区域辐射地带。期末公司门店总数221家，面积175万平，较年初增加17.65万平，增速有所放缓。公司将围绕做深做透原有区域、逐步向外围拓展的思路，显示公司提高盈利能力、控制经营风险的意图。
- **同店增速略有下降，东北、河南大区仍需培育。**报告期内公司同店增速10.24%，较2011年下降3.12个百分点，增速下滑原因包括CPI下行及居民消费意愿不足等。**区域经营方面**，河南大区和东北大区毛利率分别为10.24%和8.97%，远低于公司平均的15.98%，新进区域门店较少，无法发挥规模优势，同时对当地消费习惯的熟悉也许时间，导致毛利率较低。苏皖大区和东北大区开始发力，收入增速分别为186%和167%，毛利率分别提高0.86和-0.32个百分点。**品类方面**，生鲜营收增速(48.06%)领先食品(45.77%)和服装(30.13%)，显示生鲜仍是门店(尤其是新进区域)聚客能力的发动机。
- **下半年计划：视市场环境调整开店速度，不在组建新的大区；维持“全年营业收入260亿，利润高于2011年”不变**，这意味着下半年净利润增速同比不低于39%，环比增长42.9%，任务较有挑战性。公司下半年拟启动再融资，股权激励方案或推迟至明年。
- **风险逐步释放，投资价值显现。**预计2012、2013净利润分别为4.7亿和6.5亿，分别同比增长0.25%和42.26%，EPS分别为0.61和0.87元。目前股价对应的PE为33.8倍，公司估值调整已较为充分，考虑到公司广阔的发展前景和较难复制的核心竞争力，维持买入评级。

消费服务研究组

高级分析师:

陈炫如(陈旭)(S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

邢波(S1180511080004)

电话: 010-8808 5963

Email: xingbo@hysec.com

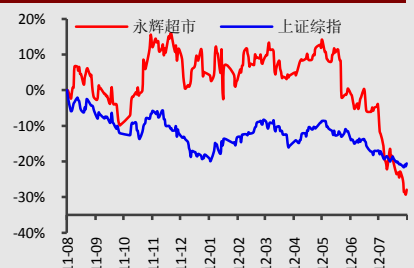
联系人:

姜天骄

电话: 010-8801 3525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1、《宏源证券 * 调研深度报告 * 友好集团: 广汇增持友好, 风物长宜放眼量 * 600778 * 商贸零售行业 * 陈旭》6.28
- 2、《宏源证券 * 中期策略 * 寻找细分行业的隐形冠军 * 商贸零售 * 陈旭 邢波》6.28
- 3、《宏源证券 * 行业报告 * 业态特性决定业绩表现 * 商贸零售 * 陈旭邢波》5.10
- 4、《宏源证券 * 公司报告 * 银座股份: 业绩释放就在2012 * 商业贸易行业 * 600858 * 陈旭邢波》3.12
- 5、《宏源证券 * 公司研究年报点评 * 天虹商场: 看好社区化及优秀管理复制实力 * 002419 * 商贸零售行业 * 陈旭》

| 百万元、元 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 12316.50 | 17731.56 | 24504.10 | 35525.36 | 47840.26 |
| 增长率 | 45.33% | 43.97% | 38.19% | 44.98% | 34.67% |
| 归属母公司净利润 | 305.54 | 466.92 | 468.09 | 665.90 | 1043.91 |
| 增长率 | 20.15% | 52.82% | 0.25% | 42.26% | 56.77% |
| 每股收益(EPS) | 0.398 | 0.608 | 0.610 | 0.867 | 1.359 |
| PE | 51.70 | 33.83 | 33.75 | 23.72 | 15.13 |

表 1: 季度财务报表分析

| 百万 | 2011Q1 | 2011Q2 | 2011H1 | 2012Q1 | 2012Q2 | 2012H1 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 | 4,230.76 | 3,797.18 | 8,027.94 | 6,223.55 | 5,488.28 | 11,711.83 |
| 同比 | 49.18% | 36.83% | 43.07% | 47.10% | 44.54% | 45.89% |
| 营业成本 | 3,457.46 | 3,036.34 | 6,493.80 | 5,106.09 | 4,382.77 | 9,488.86 |
| 同比 | 49.91% | 34.33% | 42.20% | 47.68% | 44.34% | 46.12% |
| 营业税金及附加 | 17.67 | 15.27 | 32.94 | 27.79 | 25.16 | 52.95 |
| 同比 | 45.79% | 51.94% | 48.58% | 57.27% | 64.77% | 60.75% |
| 销售费用 | 469.34 | 527.11 | 996.45 | 776.44 | 813.95 | 1,590.39 |
| 同比 | 43.16% | 45.95% | 44.62% | 65.43% | 54.42% | 59.61% |
| 管理费用 | 78.79 | 67.30 | 146.09 | 121.39 | 139.31 | 260.7 |
| 同比 | 33.57% | -1.06% | 15.02% | 54.07% | 107.00% | 78.45% |
| 财务费用 | 6.55 | 3.81 | 10.36 | 44.76 | 34.09 | 78.85 |
| 同比 | -46.70% | -78.57% | -65.55% | 583.36% | 794.75% | 661.10% |
| 期间费用率 | 13.11% | 15.75% | 14.36% | 15.15% | 17.99% | 16.48% |
| 利润总额 | 201.24 | 149.09 | 350.33 | 159.08 | 103.91 | 262.99 |
| 同比 | 68.49% | 146.80% | 94.79% | -20.95% | -30.30% | -24.93% |
| 减: 所得税 | 45.6 | 35.04 | 80.64 | 40.6 | 29.76 | 70.36 |
| 同比 | 73.32% | 125.63% | 92.73% | -10.96% | -15.07% | -12.75% |
| 净利润 | 155.64 | 114.06 | 269.7 | 118.48 | 74.15 | 192.63 |
| 同比 | 67.10% | 154.20% | 95.42% | -23.88% | -34.99% | -28.58% |
| 减: 少数股东损益 | 0.21 | -0.35 | -0.14 | 0.21 | 0.18 | 0.39 |
| 同比 | 0.00% | -30.00% | -51.72% | 0.00% | -151.43% | -378.57% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 155.43 | 114.41 | 269.84 | 118.26 | 73.98 | 192.24 |
| 同比 | 67.25% | 152.17% | 95.11% | -23.91% | -35.34% | -28.76% |

资料来源: wind, 宏源证券

表 2: 公司 2 季度新开 9 家门店

| | 开店项目 | 地址 | 开店时间 | 租赁期限 | 总面积 (m ²) |
|---|-----------|---------|------------|------|-----------------------|
| 1 | 长寿盛世桃园店 | 重庆市长寿区 | 2012-06-30 | 15 | 7782 |
| 2 | 六盘水新世纪大厦店 | 贵州省六盘水市 | 2012-06-28 | 20 | 19400 |
| 3 | 温江光华大道店 | 四川省成都市 | 2012-04-26 | 18 | 9295 |
| 4 | 文昌店 | 河南省济源市 | 2012-04-22 | 19 | 9200 |
| 5 | 天津街佳兆业店 | 辽宁省大连市 | 2012-06-15 | 20 | 4710 |
| 6 | 文慧园店 | 北京市海淀区 | 2012-05-18 | 12 | 2289 |
| 7 | 宣化店 | 河北省张家口市 | 2012-04-30 | 10 | 10400 |
| 8 | 新石店 | 河北省石家庄市 | 2012-06-29 | 12 | 7311 |
| 9 | 首山店 | 福州市仓山区 | 2012-04-27 | 12 | 6887 |

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 3: 公司开店节奏有所放缓

| (家, 万平) | 新开门店家数 | 总面积 |
|---------|--------|-------|
| 2011Q1 | 4 | 3.96 |
| 2011Q2 | 10 | 6.37 |
| 2011Q3 | 11 | 12.67 |
| 2011Q4 | 24 | 27.48 |
| 2012Q1 | 9 | 9.93 |
| 2012Q2 | 9 | 7.72 |

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 4: 2 季度公司新签约门店 23 家共 28.6 万平

| 编号 | 开店项目 | 地址 | 开店时间 | 租赁期限 | 总面积 (m ²) |
|----|------------|---------|------------|--------|-----------------------|
| 1 | 枫丹白鹭项目 | 贵州省贵阳市 | 2012-05-29 | 15 年 | 5289 |
| 2 | 民族广场项目 | 四川省成都市 | 2012-05-23 | 15 年 | 18000 |
| 3 | 绵阳万达项目 | 四川省绵阳市 | 2012-05-16 | 15 年 | 11973 |
| 4 | 四川龙泉皇冠国际项目 | 四川省成都市 | 2012-06-29 | 20 年 | 10200 |
| 5 | 广安国际商业中心项目 | 四川省广安市 | 2012-06-28 | 20 年 | 12814 |
| 6 | 南充英伦城邦项目 | 四川省南充市 | 2012-06-30 | 20 年 | 13479 |
| 7 | 六安红街项目 | 安徽省六安市 | 2012-06-20 | 15 年 | 13561 |
| 8 | 连云港中德广场项目 | 江苏省连云港市 | 2012-05-10 | 20 年 | 10569 |
| 9 | 太仓万达广场项目 | 江苏省太仓县 | 2012-05-30 | 15 年 | 11993 |
| 10 | 淮安丹桂苑项目 | 江苏省淮安市 | 2012-03-31 | 15 年 | 29315 |
| 11 | 来客茂项目 | 江苏省苏州市 | 2012-06-22 | 15 年 | 12215 |
| 12 | 一站广场项目 | 河南省郑州市 | 2012-05-04 | 约 13 年 | 7449 |
| 13 | 辉县瑞成项目 | 河南省辉县市 | 2012-05-30 | 20 年 | 11353 |
| 14 | 焦作博爱项目 | 河南省博爱县 | 2012-06-29 | 20 年 | 9244 |
| 15 | 北一路万达广场项目 | 辽宁省沈阳市 | 2012-03-31 | 15 年 | 14697 |
| 16 | 紫金豪庭项目 | 吉林省长春市 | 2012-06-23 | 20 年 | 14386 |
| 17 | 长白山欧洲小镇项目 | 吉林省抚松县 | 2012-06-05 | 15 年 | 1190 |
| 18 | 漳州万达广场项目 | 福建省漳州市 | 2012-05-16 | 15 年 | 13940 |
| 19 | 莆田万达广场项目 | 福建省莆田市 | 2012-05-16 | 16 年 | 14732 |
| 20 | 晋江万达项目 | 福建省晋江市 | 2012-03-30 | 15 年 | 14569 |
| 21 | 连江金凤西城项目 | 福建省连江县 | 2012-06-18 | 15 年 | 9241 |
| 22 | 东莞虎门地标广场项目 | 广东省东莞市 | 2012-05-31 | 15 年 | 11411 |
| 23 | 温州龙湾万达广场项目 | 浙江省温州市 | 2012-05-30 | 15 年 | 14402 |

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 1: 盈利预测

| 报表预测 | | | | | 财务分析和估值指标汇总 | | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 | 17,731.56 | 24,504.10 | 35,525.36 | 47,840.26 | 收益率 | | | | |
| 减: 营业成本 | 14318.21 | 19759.98 | 28725.53 | 38664.70 | 毛利率 | 19.25% | 19.36% | 19.14% | 19.18% |
| 营业税金及附加 | 82.89 | 98.31 | 142.52 | 191.93 | 三费/销售收入 | 15.50% | 16.41% | 16.24% | 15.86% |
| 营业费用 | 2294.51 | 3376.09 | 4763.45 | 6187.50 | EBIT/销售收入 | 3.54% | 2.77% | 2.92% | 3.43% |
| 管理费用 | 403.63 | 557.80 | 808.68 | 1089.02 | EBITDA/销售收入 | 5.31% | 5.42% | 5.02% | 4.04% |
| 财务费用 | 49.40 | 86.93 | 196.06 | 313.29 | 销售净利率 | 2.64% | 1.91% | 1.88% | 2.19% |
| 资产减值损失 | 16.10 | 8.42 | 8.42 | 8.42 | 资产获利率 | | | | |
| 加: 投资收益 | 21.58 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROE | 11.48% | 10.45% | 13.16% | 17.48% |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 6.84% | 7.63% | 7.18% | 10.16% |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROIC | 19.46% | 12.48% | 12.12% | 13.54% |
| 营业利润 | 588.39 | 616.58 | 880.69 | 1385.41 | 增长率 | | | | |
| 加: 其他非经营损益 | 14.39 | 8.40 | 8.40 | 8.40 | 销售收入增长率 | 43.97% | 38.19% | 44.98% | 34.67% |
| 利润总额 | 602.79 | 624.98 | 889.10 | 1393.81 | EBIT 增长率 | 37.86% | 8.06% | 52.79% | 58.36% |
| 减: 所得税 | 135.22 | 156.25 | 222.27 | 348.45 | EBITDA 增长率 | 38.81% | 41.08% | 34.23% | 8.37% |
| 净利润 | 467.57 | 468.74 | 666.82 | 1045.36 | 净利润增长率 | 53.26% | 0.25% | 42.26% | 56.77% |
| 减: 少数股东损益 | 0.65 | 0.65 | 0.92 | 1.45 | 总资产增长率 | 41.54% | -3.15% | 62.38% | 11.99% |
| 归属母公司股东净利润 | 466.92 | 468.09 | 665.90 | 1043.91 | 股东权益增长率 | 6.68% | 10.05% | 12.99% | 18.02% |
| | | | | | 经营营运资本增长率 | -12.30% | 65.14% | 115.89% | 30.27% |
| 资产负债表 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 资本结构 | | | | |
| 货币资金 | 1765.95 | 735.12 | 1065.76 | 1435.21 | 资产负债率 | 55.66% | 52.97% | 67.00% | 64.89% |
| 应收和预付款项 | 1565.91 | 1625.79 | 3007.59 | 3230.50 | 投资资本/总资产 | 43.86% | 71.56% | 62.65% | 71.48% |
| 存货 | 2395.41 | 1632.99 | 4223.18 | 3659.25 | 带息债务/总负债 | 23.28% | 39.97% | 41.17% | 53.21% |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 流动比率 | 1.16 | 0.88 | 0.87 | 0.81 |
| 长期股权投资 | 209.99 | 209.99 | 209.99 | 209.99 | 速动比率 | 0.68 | 0.52 | 0.43 | 0.45 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 股利支付率 | 16.45% | 12.66% | 12.66% | 12.66% |
| 固定资产和在建工程 | 1838.84 | 3855.30 | 5674.30 | 7413.31 | 收益留存率 | 83.55% | 87.34% | 87.34% | 87.34% |
| 无形资产和开发支出 | 336.43 | 300.53 | 264.63 | 228.73 | 资产管理效率 | | | | |
| 其他非流动资产 | 1072.34 | 536.17 | 0.00 | 0.00 | 总资产周转率 | 1.93 | 2.75 | 2.46 | 2.96 |
| 资产总计 | 9184.86 | 8895.89 | 14445.46 | 16176.99 | 固定资产周转率 | 11.51 | 16.84 | 9.67 | 8.84 |
| 短期借款 | 1190.00 | 1778.78 | 3880.74 | 5481.17 | 应收账款周转率 | 161.81 | 225.09 | 170.93 | 218.80 |
| 应付和预收款项 | 2895.10 | 1906.41 | 4771.50 | 3989.40 | 存货周转率 | 5.98 | 12.10 | 6.80 | 10.57 |
| 长期借款 | 104.50 | 104.50 | 104.50 | 104.50 | 业绩和估值指标 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 其他负债 | 922.32 | 922.32 | 922.32 | 922.32 | EBIT | 628.35 | 678.97 | 1037.41 | 1642.80 |
| 负债合计 | 5111.92 | 4712.02 | 9679.06 | 10497.39 | EBITDA | 941.05 | 1327.61 | 1782.05 | 1931.27 |
| 股本 | 767.90 | 767.90 | 767.90 | 767.90 | NOPLAT | 475.94 | 502.92 | 771.75 | 1225.79 |
| 资本公积 | 2297.96 | 2297.96 | 2297.96 | 2297.96 | 净利润 | 466.92 | 468.09 | 665.90 | 1043.91 |
| 留存收益 | 1002.69 | 1411.52 | 1993.12 | 2904.88 | EPS | 0.608 | 0.610 | 0.867 | 1.359 |
| 归属母公司股东权益 | 4068.55 | 4477.38 | 5058.98 | 5970.74 | BPS | 5.298 | 5.831 | 6.588 | 7.775 |
| 少数股东权益 | 4.39 | 5.04 | 5.96 | 7.41 | PE | 33.83 | 33.75 | 23.72 | 15.13 |
| 股东权益合计 | 4072.94 | 4482.42 | 5064.94 | 5978.15 | PEG | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 负债和股东权益合计 | 9184.86 | 9194.44 | 14744.00 | 16475.54 | PB | 3.88 | 3.53 | 3.12 | 2.65 |
| 现金流量表 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | PS | 0.89 | 0.64 | 0.44 | 0.33 |
| 经营性现金净流量 | 602.95 | 887.33 | 454.99 | 1143.86 | PCF | 26.20 | 17.80 | 34.72 | 13.81 |
| 投资性现金净流量 | -2554.16 | -2393.70 | -1993.70 | -1993.70 | EV/EBIT | 25.08 | 26.05 | 19.07 | 13.02 |
| 筹资性现金净流量 | 917.88 | 475.54 | 1869.35 | 1219.29 | | | | | |
| 现金流量净额 | -1033.31 | -1030.83 | 330.64 | 369.45 | | | | | |

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈炫如 (陈旭): 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。

主要覆盖公司: 永辉超市、苏宁电器、欧亚集团、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

机构销售团队

| | | | | | |
|----------|--------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------------|
| 华北 区域 | 牟晓凤 | 李倩 | 王燕妮 | 张璐 | |
| | 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 010-88083561 liqian@hysec.com | 010-88085993 wangyanni@hysec.com | 010-88013560 zhangyao@hysec.com | |
| 华东 区域 | 张璐 | 赵佳 | 奚曦 | 孙利群 | 李岚 |
| | 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 021-51782067 xixi@hysec.com | 010-88085756 sunliqun@hysec.com | 021-51782236 lilan@hysec.com |
| 华南 区域 | 夏苏云 | 贾浩森 | 罗云 | 赵越 | 孙婉莹 |
| | 13631505872 xiasuyun@hysec.com | 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 010-88085760 luoyun@hysec.com | 18682185141 zhaoyue@hysec.com | 0755-82934785 sunwanying@hysec.com |
| QFII | 覃汉 | 胡玉峰 | | | |
| | 010-88085842 qinhan@hysec.com | 010-88085843 huyufeng@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。