

## 天虹商场（002419）：外埠门店盈利改善部分验证公司扩张战略

投资评级：推荐

### ⑤ 投资要点

#### ⑤ 公司基本情况

天虹商场是跨区域扩张的百货公司之一，门店遍布深圳、东莞、南昌、长沙、北京、苏州等地。深圳和广东地区占公司收入和利润的大部分。公司定为社区百货，采用“百货+超市+X”的业态组合模式，满足社区居民“一站式”购物需求。

#### ⑤ 所在区域分析

深圳经济属于外向型经济。近几年随进出口贸易的增速放缓，深圳的GDP增速逐步放缓。除北京外，其余门店均在二线及以下城市，当地经济增长较快。北京、浙江和江苏经济发展水平较高，这为社区店发展提供了良好的成长基础。南昌、厦门、惠州、东莞等城市商业竞争尚未饱和，通过城市中心店加社区店可以抢占市场分额。

#### ⑤ 公司经营分析

轻资产的运营模式减少开店投资，减少开店的培育期和费用压力。同时社区百货定位使得公司相对品牌商具有更强的议价能力，表现为较为稳定的毛利率。但是社区百货所售商品单价较低，消费者也多以日常消费为主，公司客单价相对较低，单店的盈利能力受到限制。根据我们测算，面积2.7万平米的单店，投资额约7000万，年度经营成本约4000万元，达到盈亏平衡报表收入约1.97亿元，折合坪效7281元。按照2011年报数据，公司报表坪效10822元，深圳地区门店13768元，外埠7529元，均超过盈亏平衡点。

#### ⑤ 公司财务分析

公司在深圳门店培育期通常0.5到1年，在深圳具有规模优势和品牌优势。外地门店培育期分化比较明显。北京、苏州等竞争激烈的地区门店培育期超过3年。

2012年同店增长逐步回升，毛利率比较稳定，同时费用控制能力较强。流动负债占总资产比重高于流动资产占比，轻资产

### 一年以来天虹商场相对大盘表现



### 基础数据

总股本（亿股）：8  
流通A股（亿股）：1.64  
流通比例（%）：20.5%  
流通市值（亿元）：18.64  
每股净资产（元）：4.58

分析师：李振宇  
电话：010-58568200  
邮箱：[lizhenyu@hrsec.com.cn](mailto:lizhenyu@hrsec.com.cn)  
执业证书号：S1490210030001

模式下公司更多利用商业信用作为周转资金。

#### ⑤ 盈利预测

公司“百货+超市+X”的业态组合具有一定的灵活性。在商业较为成熟地区定位社区店，在竞争相对缓和地区则定位城市中心店，并采取同城加密的策略。

公司股价已经充分体现了市场对公司异地扩张战略的认识过程。公司的经营模式决定了受租金等情况的限制，外埠门店培育期较长，目前公司盈利的主要来源还是深圳地区，但外埠门店如厦门、江西已经具备了一定的盈利规模。苏州门店也逐步减亏。我们认为，这将部分扭转市场对公司展店战略的悲观预期。

我们预测公司 2012 到 2014 年收入增长分别 9%、10.8% 和 11.5%，净利润 5.97 亿、6.5 亿和 7.6 亿，每股收益 0.75 元、0.81 元和 0.95 元，对应 12 年市盈率 15 倍，给予“推荐”评级。

#### ⑤ 风险提示

- 1、消费市场持续低迷；
- 2、新店销售不及预期

## 目录

图表目录.....	4
<b>1. 公司简介.....</b>	<b>5</b>
1.1 公司基本情况.....	5
1.2 公司主营业务.....	6
<b>2. 行业分析.....</b>	<b>6</b>
2.1 深圳经济状况分析.....	6
2.2 深圳消费相关指标分析.....	7
2.3 深圳商圈分析.....	9
2.4 公司所在其他区域.....	11
<b>3. 公司分析.....</b>	<b>12</b>
3.1 经营模式分析.....	12
3.2 公司盈利大多数来自深圳门店.....	13
3.3 异地门店培育期较长.....	14
3.4 门店扩展深圳和外埠并重.....	14
<b>4. 财务分析.....</b>	<b>15</b>
4.1 盈利能力.....	15
4.2 资本开支.....	18
4.3 经营效率.....	18
4.4 2012 年上半年业绩点评.....	19
<b>5. 业绩预测及投资建议.....</b>	<b>19</b>
<b>6. 风险提示.....</b>	<b>21</b>
6.1 消费市场持续低迷.....	21
6.2 新店销售不及预期.....	21

## 图表目录

图表 1: 公司前十大股东.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	5
图表 3: 门店区域分布.....	6
图表 4: 2003 年以来深圳 GDP 统计.....	7
图表 5: 2011 年各产业对深圳 GDP 贡献.....	7
图表 6: 深圳人均可支配收入和消费支出情况.....	8
图表 7: 一线城市平均工资统计.....	8
图表 8: 深圳社会消费品零售总额统计.....	8
图表 9: 深圳社会消费品零售总额增速统计.....	9
图表 10: 深圳区域规划.....	10
图表 11: 深圳商圈.....	10
图表 12: 各省 GDP 增速统计.....	11
图表 13: 门店坪效.....	12
图表 14: 门店坪效敏感性分析.....	12
图表 15: 2011 年收入分地区统计.....	13
图表 16: 2011 年深圳门店净利润占比.....	13
图表 17: 北京、苏州门店盈利情况.....	14
图表 18: 公司门店数量和分布统计.....	15
图表 19: 公司部分储备门店统计.....	15
图表 20: 同店增长率统计.....	16
图表 21: 店龄分布.....	16
图表 22: 公司收入分部统计 (单位: 万元).....	16
图表 23: 毛利率基本稳定.....	17
图表 24: 公司销售费用率和管理费用率统计.....	17
图表 25: 资本开支预测.....	18
图表 26: 公司营运资金占总资产比重统计.....	19
图表 27: 盈利预测.....	20

## 1. 公司简介

### 1.1 公司基本情况

天虹商场是跨区域扩张的百货公司之一，按照“立足珠三角、扩展长三角、辐射闽三角、面向全国”的战略部署，门店遍布深圳、东莞、南昌、长沙、北京、苏州等地。深圳和广东地区占公司收入和利润的大部分。

公司定为社区百货，采用“百货+超市+X”的业态组合模式，满足社区居民“一站式”购物需求。

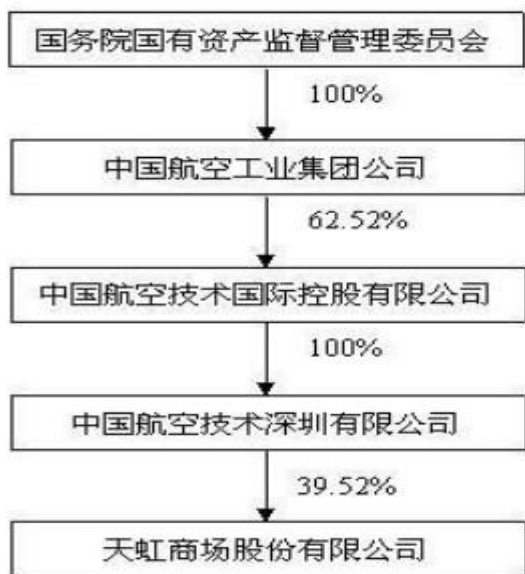
中国航空技术深圳有限公司是公司控股股东，按2012年中报数据，持股3.16亿股，占总股本的39.52%。实际控制人为中国航空工业集团公司。中航技深圳公司控股的其他上市公司包括：深圳中航集团股份(0161,HK)、深天马A(000050,SZ)、飞亚达(000026,SZ)、中航地产(000043,SZ)。

图表 1：公司前十大股东

股东名称	持股数量 (股)	持股比 例(%)	股本性 质
中国航空技术深圳有限公司	316,257,000	39.52	限售流 通 A 股
五龙贸易有限公司	310,086,000	38.75	限售流 通 A 股
深圳市奥尔投资发展有限公司	60,297,563	7.54	A 股流 通股
全国社会保障基金理事会转持三户	10,020,000	1.25	限售流 通 A 股
中国工商银行-广发策略优选混合型证券投资 基金	4,075,142	0.51	A 股流 通股
中国农业银行-景顺长城资源垄断股票型证 券投资基金 (LOF)	3,672,397	0.46	A 股流 通股
中国农业银行-鹏华动力增长混合型证券投资 基金	3,299,794	0.41	A 股流 通股
中国银行-大成财富管理 2020 生命周期证 券投资基金	3,260,778	0.41	A 股流 通股
郑素娥	2,877,711	0.36	A 股流 通股
中国工商银行-华安中小盘成长股票型证券 投资基金	2,831,100	0.35	A 股流 通股

数据来源：公司公告

图表 2：公司股权结构

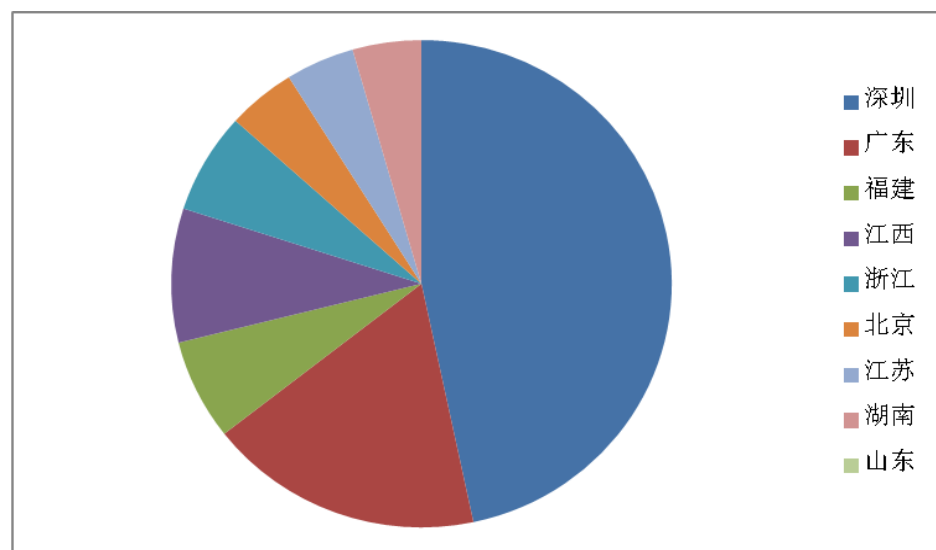


数据来源：公司公告

## 1.2 公司主营业务

公司根据目标客户群的不同，按照社区购物中心和城市中心店的两种模式经营百货商场，以城市中心店确立商业地位，以社区购物中心占领市场份额。截至2012年中期，公司拥有49家店面，营业面积130万平方米。其中深圳和广东地区门店占比超过60%。

图表 3：门店区域分布



数据来源：公司公告

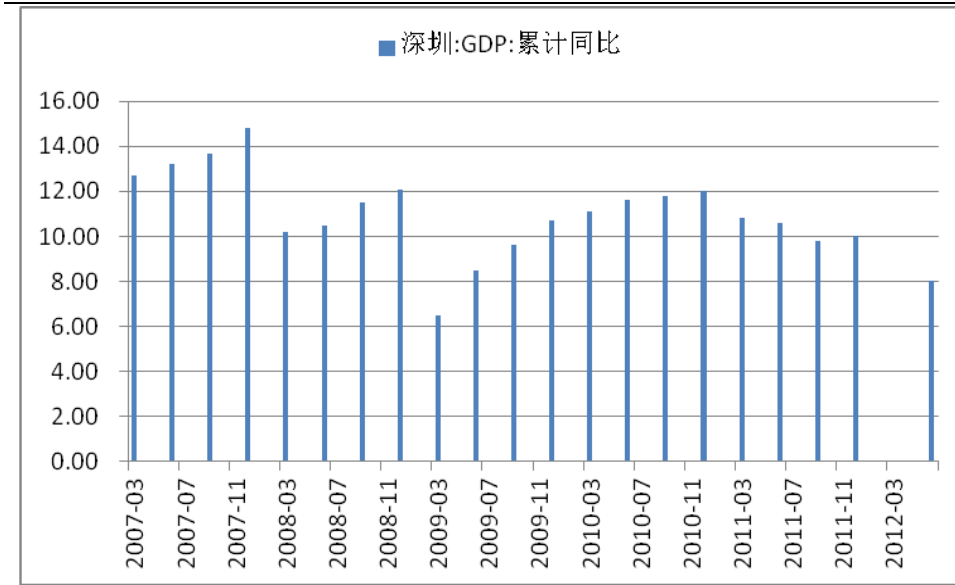
## 2. 行业分析

### 2.1 深圳经济状况分析

请务必阅读正文之后的免责声明部分

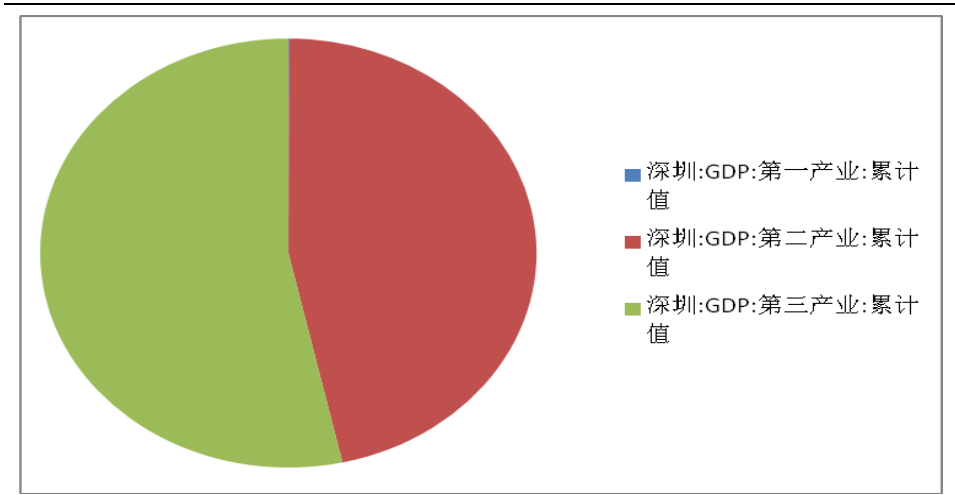
深圳经济以第二产业和第三产业为主，属于外向型经济。第二产业中工业占比超过90%；第三产业中金融、地产、批发和零售占比约62%。近几年随进出口贸易的增速放缓，深圳的GDP增速也逐步放缓。

**图表 4：2003 年以来深圳 GDP 统计**



数据来源：wind，华融证券市场研究部整理

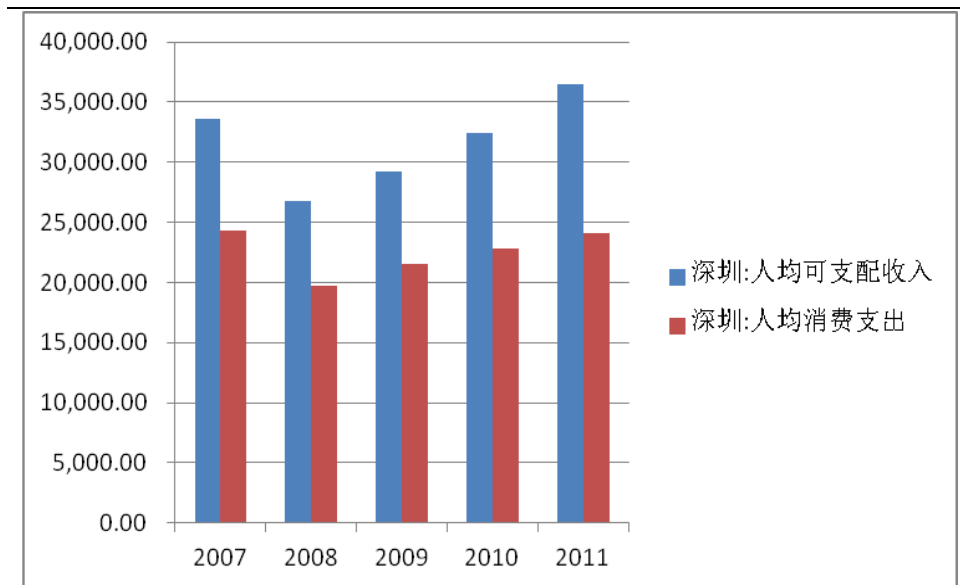
**图表 5：2011 年各产业对深圳 GDP 贡献**



数据来源：wind，华融证券市场研究部整理

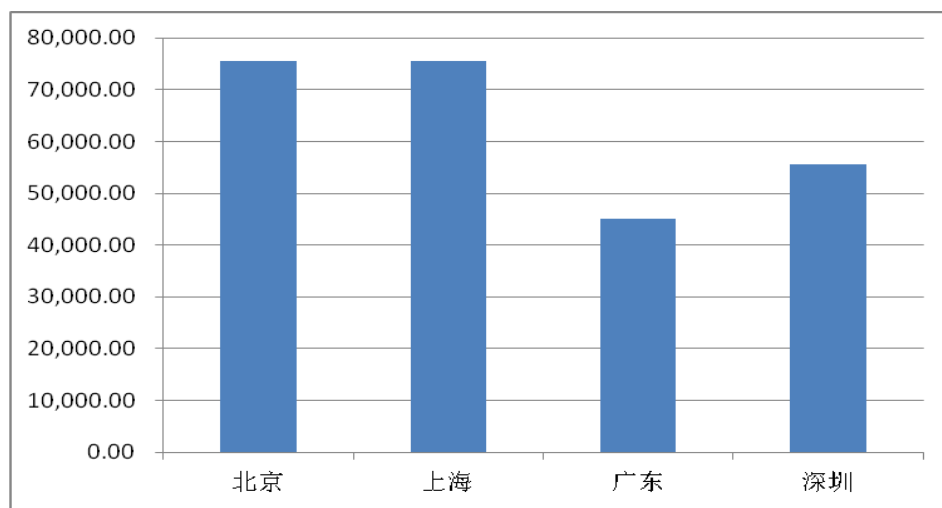
## 2.2 深圳消费相关指标分析

深圳是典型的移民城市，常住总人口中户籍人口 251 万，非户籍人口占比 76%。2011 年人均可支配收入 36505 元，比北京还高 3602 元，略低于上海。人均消费性支出占可支配收入比例为 65%，略低于上海的 69%。居民消费能力和消费意愿均较强。

**图表 6：深圳人均可支配收入和消费支出情况**


数据来源：wind，华融证券市场研究部整理

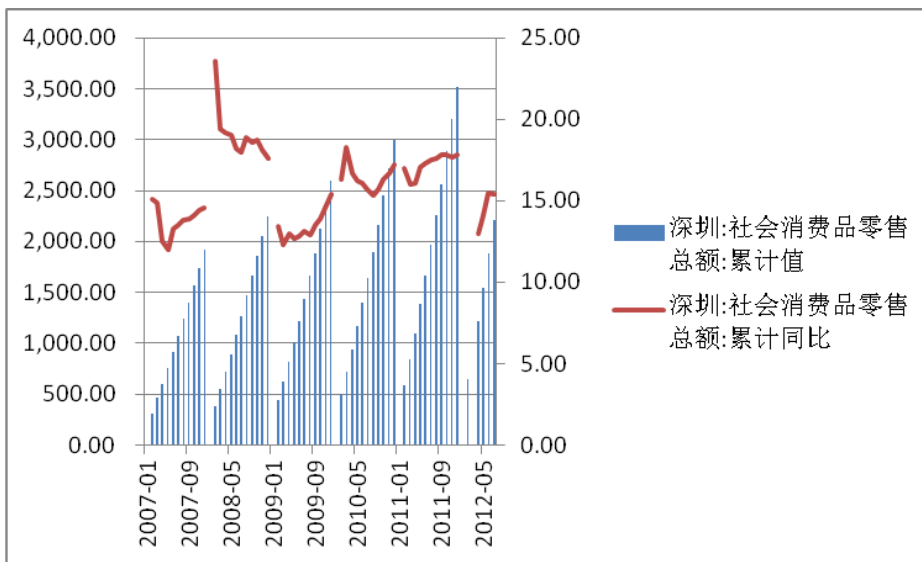
2011年深圳在岗人员平均工资50455元，低于北京和上海水平，在四个一线城市中排第三位。

**图表 7：一线城市平均工资统计**


数据来源：wind，华融证券市场研究部整理

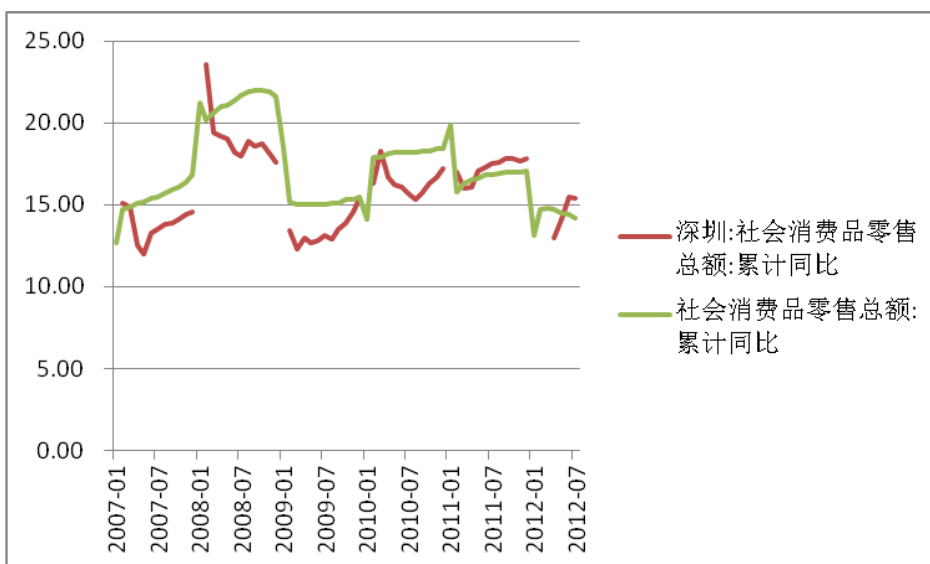
2007年以来，随着深圳经济的转型，深圳社会消费品零售总额增速低于全国水平。进入2011年，两者之间差距逐步收窄，2012年6到7月，深圳社会消费品零售总额增速超过全国平均水平。

**图表 8：深圳社会消费品零售总额统计**



数据来源：wind，华融证券市场研究部整理

图表 9：深圳社会消费品零售总额增速统计



数据来源：wind，华融证券市场研究部整理

### 2.3 深圳商圈分析

经过 20 多年的发展，深圳零售业已经形成业态齐全、网店众多的格局，在服务内容和质量上在广东地区处于领先。与此同时走出的一批零售商，如：华润万家、天虹、茂业、岁宝、人人乐、新一佳等也逐步在全国进行扩张。

深圳是一个东西狭长、南北较窄的城市。按照《深圳市城市总体规划（2007-2020）》草案，规划提出：未来深圳整体在城市空间布局结构将呈现“三轴两带多中心”的组团结构，并建立三级城市中心体系：2 个城市中心、5 个城市副中心、8 个团组中心。

两个城市中心福田和前海中心；五个副中心包括龙岗、龙华、光明新城、坪山新城、盐田中心；八个城市组团中心包括航空城、沙井、松岗、观澜、平湖、布吉、横岗、葵涌。

**图表 10：深圳区域规划**



数据来源：华融证券市场研究部整理

按照消费层次和消费习惯，深圳购物场所可以分为八大商圈，其中：东门、华强北和南山是三大主力商圈；人民南、深南中和华侨城为三大特色商圈；宝安、龙岗为关外新兴商圈。

**图表 11：深圳商圈**

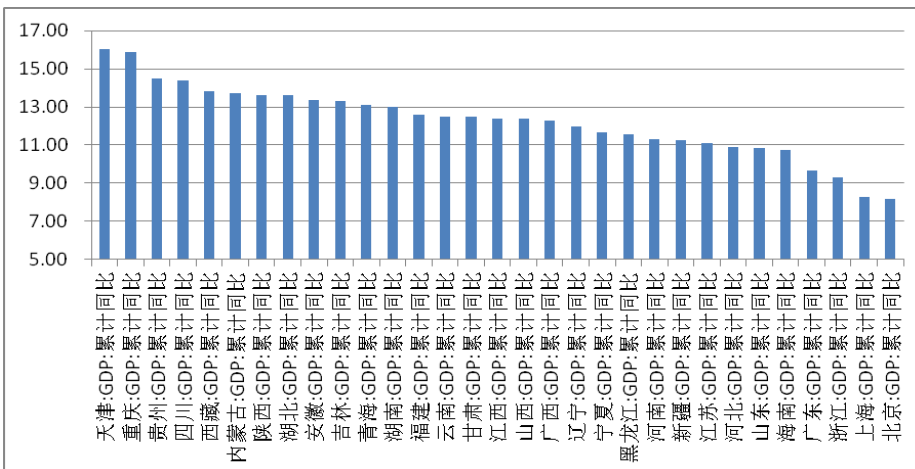
深圳八大商圈地理位置		
三大主力商圈	东门商圈	以人民北路和解放中路为轴线，以太阳广场到东门茂业百货为最核心地段
	华强北商圈	华强北商圈东起上步路，西到华富路，南至深南中路，北抵红荔路。其南北长约930米，东西宽1560米，占地面积约1.45平方公里。商业总营业面积62万平方米。
	南山商圈	深圳市西部起步晚而发展速度最快的商圈，目前形成南油商业中心区、南头、及南油蛇口商圈三个商圈鼎立的格局。
三大特色商圈	人民南商圈	深圳东自东门南路，西至和平路，北起深南东路，南至罗湖口岸的罗湖口岸经济区域被形象地称为“金三角”，横穿南北的人民南路，因是“金三角”的主要干道和区域，便成了“金三角”的中轴线。这里就是被深圳人俗称的“人民南”。
	深南中商圈	以中信城市广场为中心，向深南中路周边辐射。
	华侨城商圈	以华侨城为中心，东至侨城东街健康广场，南至华侨城洲际酒店、西至世界之窗、北至玛雅水公园。
关外新兴商圈	宝安商圈	沙井镇，以南城百货为中心，东至环中线地铁灵芝站为中心，南至宝安中心，西至罗宝线坪洲站，北至西乡大道。
	龙岗商圈	该商业区由龙城商圈和龙岗墟商圈两个子商圈组成，龙城商圈包裹龙翔大道、吉祥路和龙城中路两侧，龙岗墟商圈则以传统老墟为核心，扩大至跨越205国道的取悦，形成了以深惠公路为南北轴的空间分布格局。该商业区商业营业总面积约40万平方米，是龙岗区商业网店集聚度最高的地区。

数据来源：深圳商圈调查报告

## 2.4 公司所在其他区域

按照“立足珠三角、扩展长三角、辐射闽三角、面向全国”的战略，公司在深圳以外地区逐步开店。截至2012年中期，公司在广东、福建、江西、浙江、北京、江苏和湖南28家。除北京外，其余地区门店均在二线及以下城市，经济增长较快。北京、浙江和江苏经济发展水平较高，零售业态丰富，社区店具有良好的成长基础。南昌、厦门、惠州、东莞等城市商业竞争尚未饱和，通过城市中心店加社区店可以抢占市场分额。

图表 12：各省 GDP 增速统计



数据来源：wind

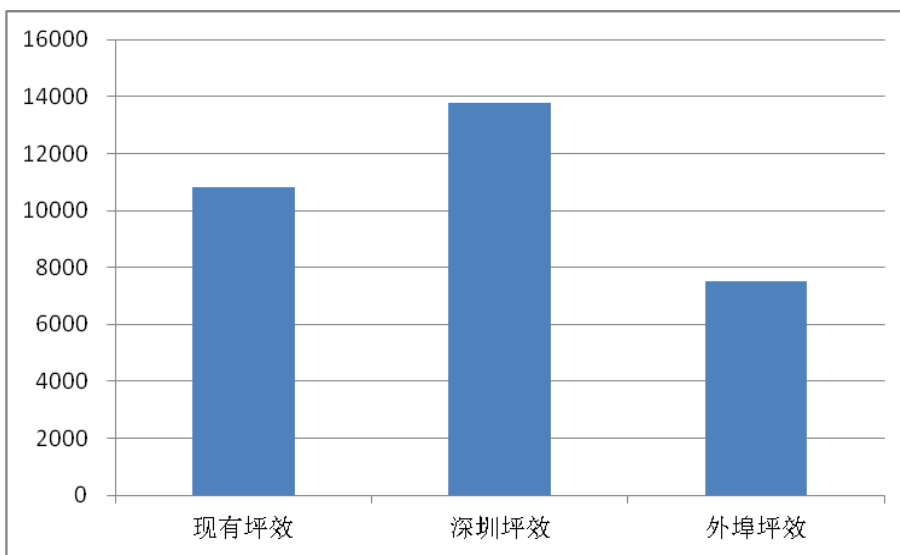
### 3. 公司分析

#### 3.1 经营模式分析

公司定为社区百货，物业通过租赁取得。轻资产的运营模式减少开店投资，减少开店的培育期和费用压力。同时社区百货定位使得公司相对品牌商具有更强的议价能力，表现为较为稳定的毛利率。但是社区百货所售商品单价较低，消费者也多为日常消费为主，使得公司客单价相对较低，单店的盈利能力受到限制。

根据我们测算，面积 2.7 万平米的单店，投资额约 7000 万，年度经营成本约 4000 万元，达到盈亏平衡报表收入约 1.97 亿元，折合坪效 7281 元。按照 2011 年报数据，公司报表坪效 10822 元，深圳地区门店 13768 元，外埠 7529 元，均超过盈亏平衡点。在其他条件不变情况下，如果租金上涨到 150 元/平米。月，公司将无法盈利。

图表 13：门店坪效



数据来源：华融证券市场研究部

图表 14：门店坪效敏感性分析

租金(元/月.平方米) \ 坪效 (元/平方米)	70	60	50	40	30
7000	-1070	-746	-422	-98	226
8000	-530	-206	118	442	766
9000	10	334	658	982	1306
10000	550	874	1198	1522	1846
11000	1090	1414	1738	2062	2386
12000	1630	1954	2278	2602	2926
13000	2170	2494	2818	3142	3466

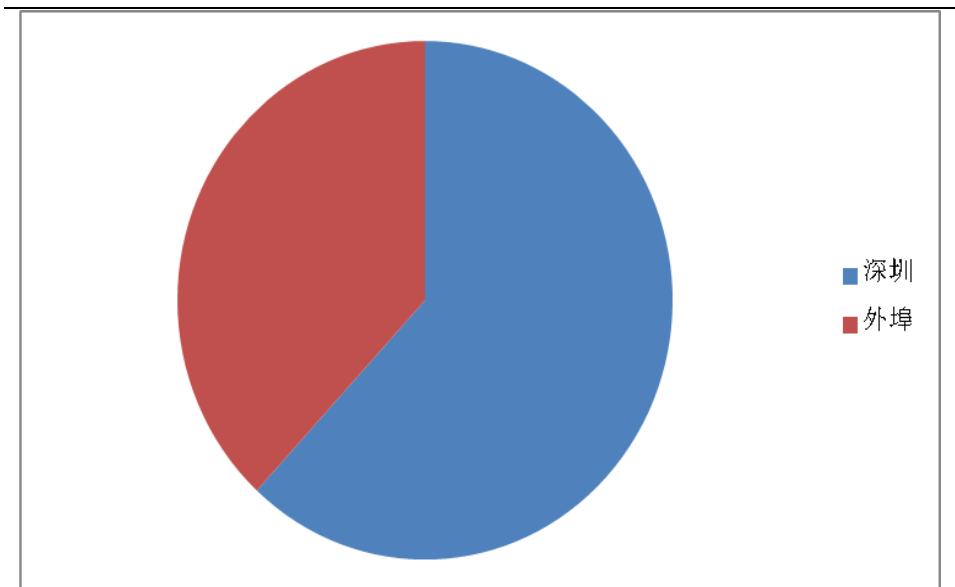
14000	2710	3034	3358	3682	4006
15000	3250	3574	3898	4222	4546

数据来源：华融证券市场研究部

### 3.2 公司盈利大多数来自深圳门店

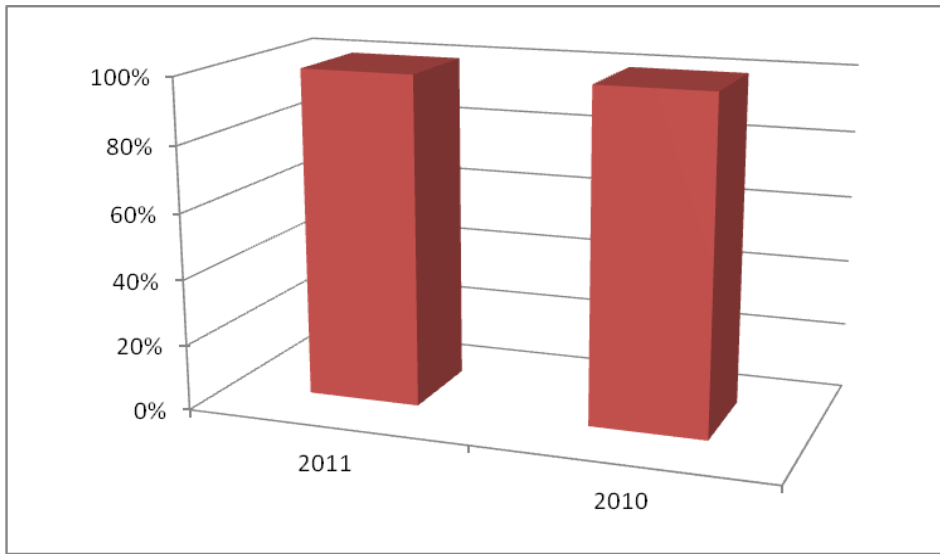
公司店面以百货、超市加 X 为组合，根据区域特点，灵活组合和调整，能更好满足社区需求。2011 年百货收入占比 64%，超市业态收入占比 31%，X 占比 4.5%。按地区看，深圳地区门店收入占比 62%，外埠门店收入占 38%，深圳区域门店的单店收入较高。深圳地区门店贡献净利润占比超过 90%。

图表 15：2011 年收入分地区统计



数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

图表 16：2011 年深圳门店净利润占比

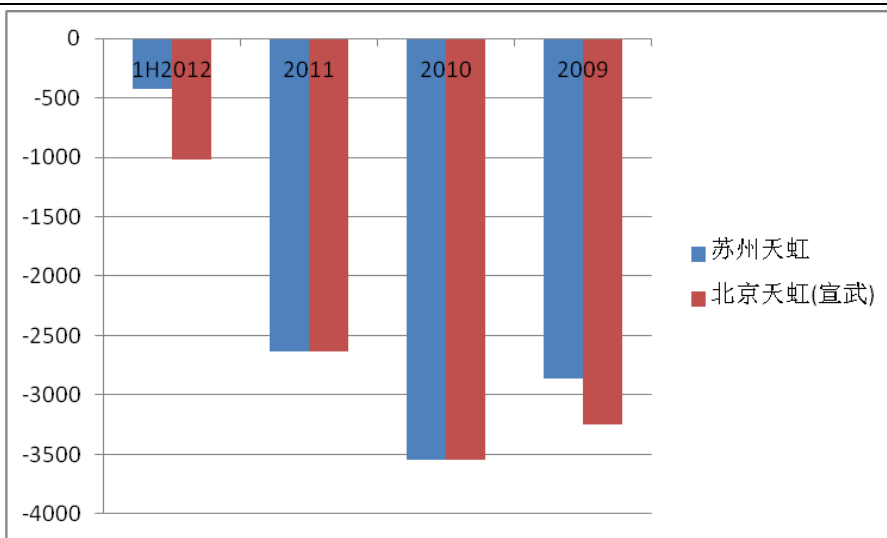


数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

### 3.3 异地门店培育期较长

公司在深圳门店培育期通常 0.5 到 1 年，主要是得益在深圳的规模优势和品牌优势。但走出深圳以后，外地门店培育期分化比较明显。北京、苏州等竞争激烈的地区门店培育期超过 3 年。

图表 17：北京、苏州门店盈利情况



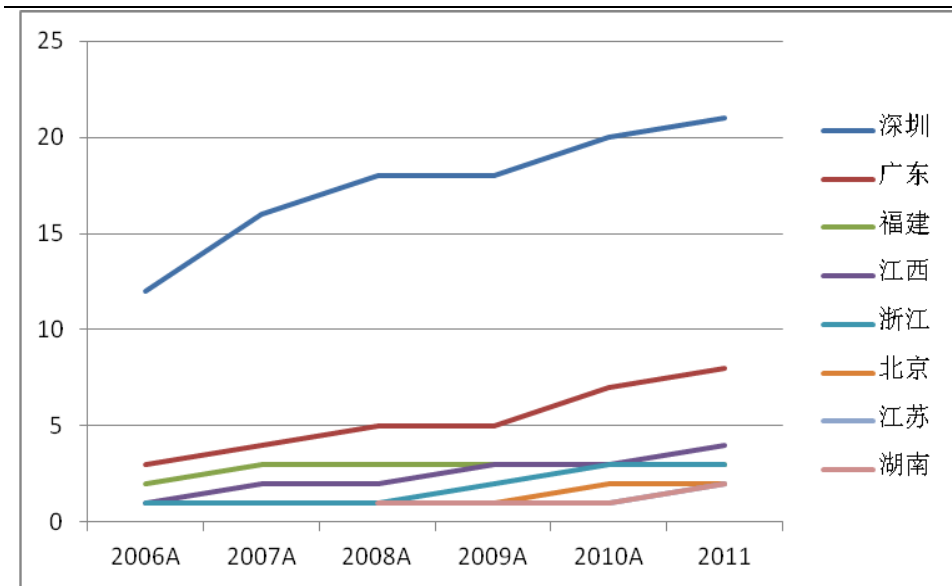
数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

### 3.4 门店扩展深圳和外埠并重

截至 2012 年中期，公司深圳地区门店 21 家，外埠 28 家。外埠门店分布在广东、福建、江西、浙江、北京、江苏、湖南。其中广东地区门店 9 家，福建 4 家，江西 4 家。从外地门店分布看，公司在当地取得进展后采取同城加密的策略，在江西、福建、广东这种策略都取得了一定效果。

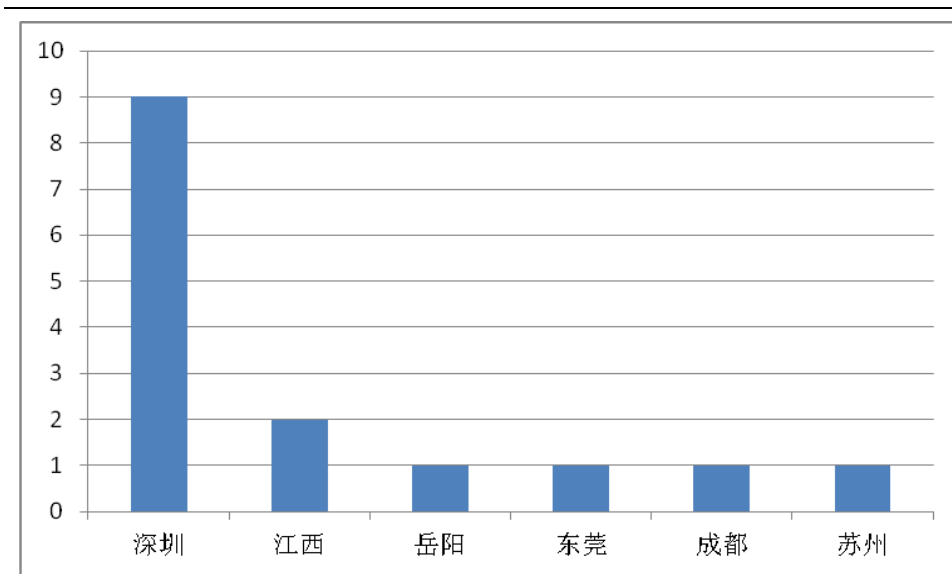
从公司公告看，储备项目中深圳门店占比不到 50%。外埠储备门店中约一半是现有区域同城加密项目。

**图表 18：公司门店数量和分布统计**



数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

**图表 19：公司部分储备门店统计**



数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

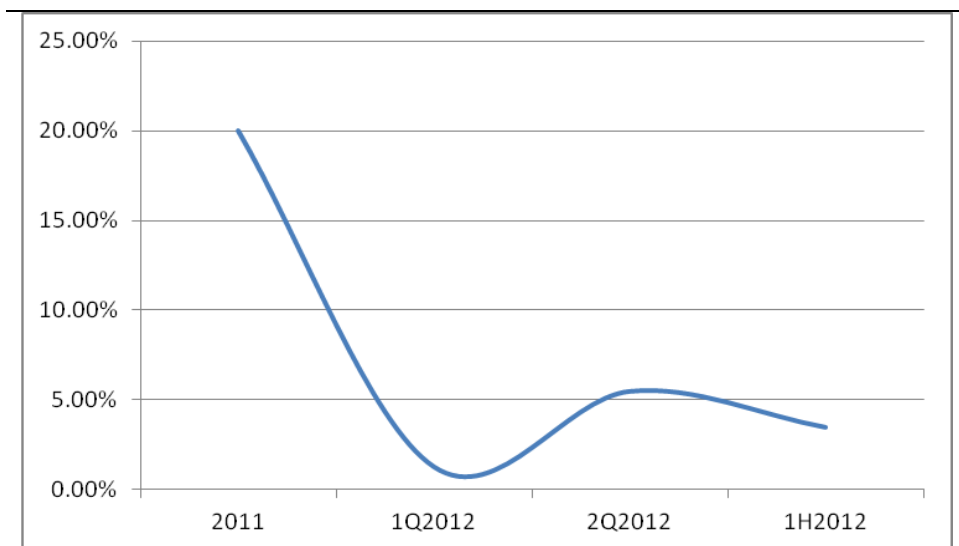
## 4. 财务分析

### 4.1 盈利能力

公司 2011 年同店增长 20.01%，其中华南地区同店增长 16.46%。2012 年 1 季度同店增长下降到 1.3%，上半年同店增长回升到 3.5%。公司同店增长弹性

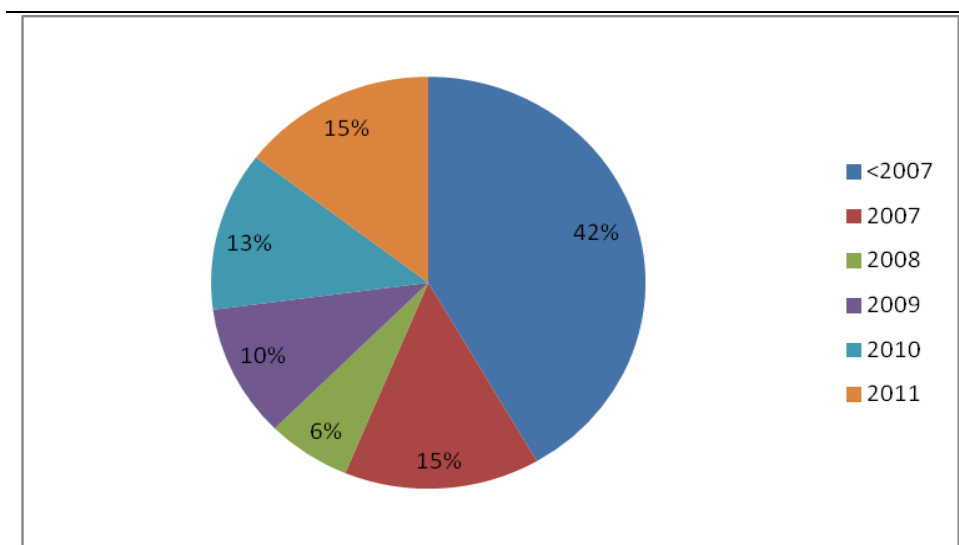
较大主要原因是公司平均店龄较短，2009 年及以后新开门店占比 38%。

**图表 20：同店增长率统计**



数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

**图表 21：店龄分布**



数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

公司 2011 年主营业务收入 128 亿元，同比增长 28.19%，其中同店增速 20.1%。假设 2012-2014 年公司同店增长率分别 4%、7%和 8%，对应主营业务收入分别 139.5 亿元、154.6 亿元和 172 亿元。

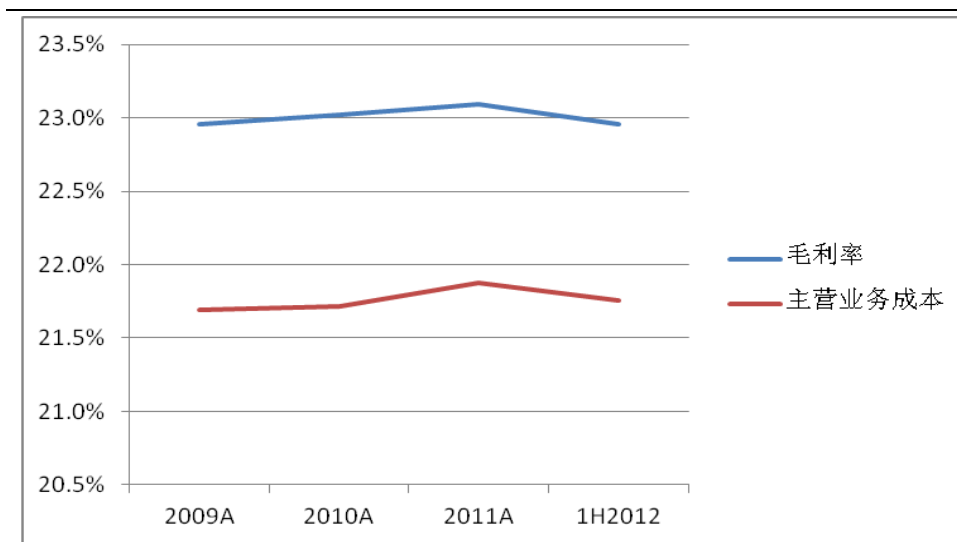
**图表 22：公司收入分部统计 (单位：万元)**

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	998721.2	1280223	1395204	1545538	1723429
SSSG		28.19%	8.98%	10.78%	11.51%
		20.10%	4%	7%	8%

数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

2009 年以来，公司毛利率基本稳定在 23%，显示了相对品牌商良好的议价能力。主营业务毛利率略有提升，即使在 2012 年上半年也保持了 21.8% 的高水平。

**图表 23：毛利率基本稳定**



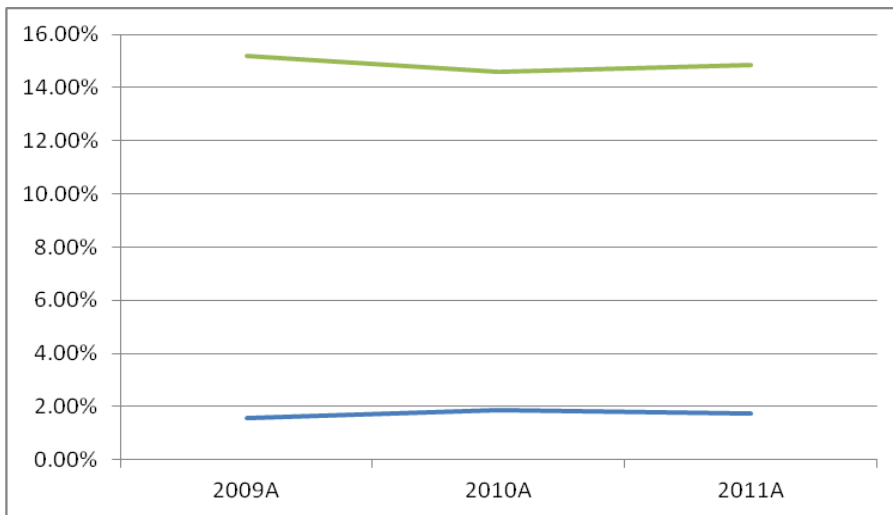
数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

2009 年到 2011 年，公司销售费用占收入比分别 15.19%、14.61% 和 14.87%。同期管理费用占收入比重分别 1.59%、1.88% 和 1.74%。体现了良好的费用控制能力。

2011 年与 2010 年相比，职工薪酬增长 42%，员工人数增长 15%，平均工资增长 23%，是两项费用上涨的主要原因。2012 年中报显示职工人数 13557 人，较 2011 年末下降 5%。在公司的控制下，2012 年我们预计职工薪酬上涨 6%。

2011 年租赁费 6.02 亿元，较 2010 年上涨 25.9%，主要是经营面积增加导致的租金支出增加，平均租金仅上涨 6%。

**图表 24：公司销售费用率和管理费用率统计**

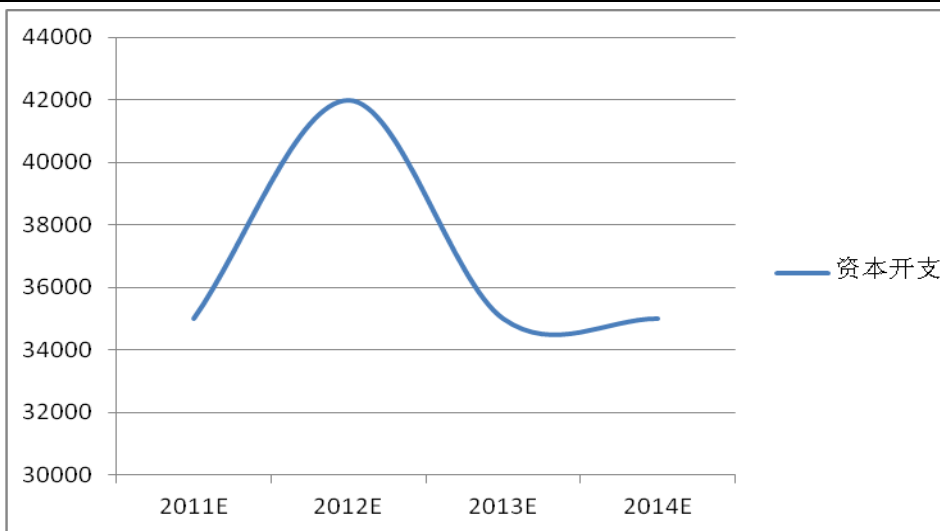


数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

## 4.2 资本开支

公司 2011 年资本开支 3.5 亿元，主要由于公司新增 5 家门店投资。2012 年上半年公司新增 4 家门店。预计 2012 年到 2014 年，公司每年新增门店 6 家、5 家和 5 家。单店资本开支约 7000 万元。

图表 25：资本开支预测



数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

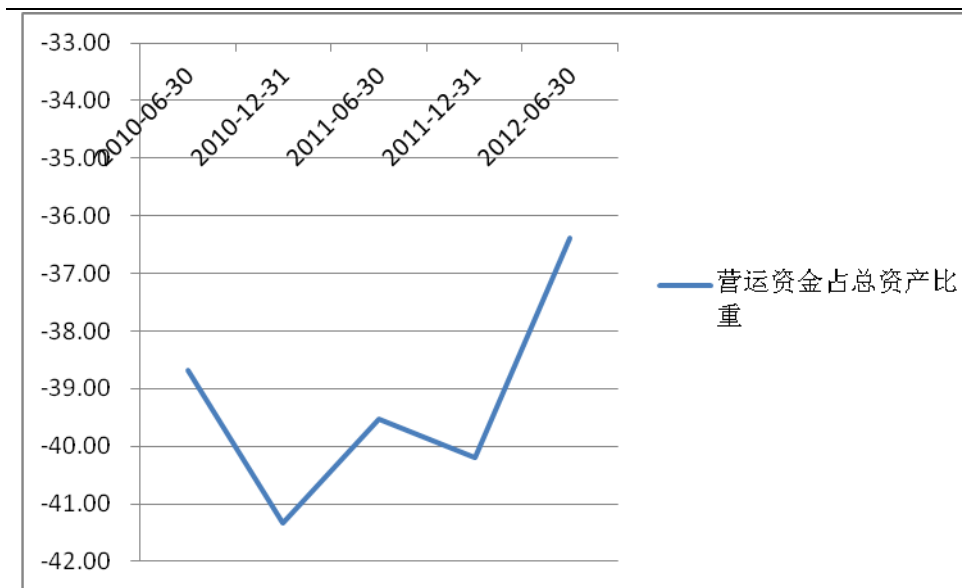
## 4.3 经营效率

2011 年公司应收帐款、预付帐款和其他应收款合计占总资产 8.97%，较 2010 年上升 4.6 个百分点。其中预付帐款占比上升近 5 个百分，这与公司扩张开店预付租金和押金增加有关。

2011 年应付票据、应付帐款和预收帐款 49.1%，较 2010 年提高近 4 个百

分点。流动负债占总资产比重高于流动资产占比，体现了轻资产模式下公司更多利用商业信用作为周转资金。

**图表 26：公司营运资金占总资产比重统计**



数据来源：公司公告、华融证券市场研究部整理

#### 4.4 2012 年上半年业绩点评

上半年公司实现收入 69.94 亿元，同比增长 9.74%，营业利润 3.96 亿元，同比下降 8.9%，归属母公司股东净利润 2.84 亿元，同比下降 13.34%。经营活动现金净流出 7.06 亿元，同比下降 264%。实现每股收益 0.35 元。

深圳地区收入 40.19 亿元，同比增长 2.04%，外埠门店收入 28.36 亿元，同比增长 22.04%。深圳地区竞争较激烈，而且新店多位于外埠。公司 1、2 季度收入增速分别 6.8% 和 13.4%，同店增长 1.3% 和 5.5%，逐步好转。

毛利率同比略有提高，主要是其他业务毛利率提高 0.12 个百分点。

期间费用率 16.73%，同比提高 1.24%，主要是 2011 年下半年和 2012 年上半年新开门店导致人工和租金增加较多。

有效所得税率提高 3.6 个百分点，主要是新店开业亏损所致。

### 5. 业绩预测及投资建议

公司“百货+超市+X”的业态组合具有一定的灵活性。在商业较为成熟地区定位社区店，在竞争相对缓和地区则定位城市中心店，并采取同城加密的策略。

公司股价已经充分体现了市场对公司异地扩张战略的认识过程。公司的经营模式决定了受租金等情况的限制，外埠门店培育期较长，目前公司盈利的主要来源还是深圳地区，但外埠门店如厦门、江西已经具备了一定的盈利规模。

苏州门店也逐步减亏。我们认为，这将部分扭转市场对公司展店战略的悲观预期。

我们预测公司 2012 到 2014 年收入增长分别 9%、10.8%和 11.5%，净利润 5.97 亿、6.5 亿和 7.6 亿，每股收益 0.75 元、0.81 元和 0.95 元，对应 12 年市盈率 15 倍，给予“推荐”评级。

**图表 27：盈利预测**

利润表（百万元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	10,174.4	13,035.6	14,206.4	15,737.2	17,548.5
增长率	26.30%	28.10%	9.00%	10.80%	11.50%
营业成本	7,831.80	10,025.7	10,976.2	12,160.2	13,562.7
%销售收入	77.00%	76.90%	77.30%	77.30%	77.30%
毛利	2,342.60	3,009.90	3,230.20	3,576.90	3,985.80
毛利率	23.02%	23.09%	22.74%	22.73%	22.71%
税金及附加	48.4	103.1	112.4	124.5	138.8
营业费用	1,486.60	1,938.40	2,112.50	2,340.10	2,556.80
%销售收入	14.60%	14.90%	14.90%	14.90%	14.60%
管理费用	191.2	227.2	247.6	274.3	305.9
%销售收入	1.90%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%
财务费用	-5.6	-43.8	-40	-35.8	-38.1
%销售收入	-0.10%	-0.30%	-0.30%	-0.20%	-0.20%
资产减值损失	0.3	0.1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	621.6	784.9	797.8	873.9	1,022.40
营业利润率	6.10%	6.00%	5.60%	5.60%	5.80%
营业外收支净额	9.2	17.1	19.1	19.1	19.1
%税前利润	1.40%	2.10%	2.30%	2.10%	1.80%
利润总额	641.1	804.1	816.9	893	1,041.50
利润率	6.30%	6.20%	5.80%	5.70%	5.90%
所得税	156.1	231	220.6	241.1	281.2
所得税率	24.30%	28.70%	27.00%	27.00%	27.00%
净利润	485	573	596.3	651.9	760.3
归属于母公司所有者的净利润	485	573.9	597.3	652.9	761.5
少数股东损益	0	-0.9	-0.9	-1	-1.2
净利率	4.80%	4.40%	4.20%	4.10%	4.30%
增长率	36.30%	18.30%	4.10%	9.30%	16.60%
EPS（元/股）	0.606	0.717	0.746	0.816	0.952

数据来源：华融证券市场研究部

图表 28：可比公司估值统计

排名	简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB (LF)	市销率 PS (TTM)
			TTM	12E	13E		
行业均值(整体法)		40.51	16.53	14.59	11.96	2.21	0.58
行业中值		28.16	17.75	14.98	12.56	2.39	0.84
1	友谊股份	146.76	7.46	10.70	9.19	1.25	0.26
2	王府井	120.27	18.48	16.84	13.79	2.14	0.69
3	大商股份	114.99	14.56	14.80	11.57	2.75	0.37
4	重庆百货	91.89	14.16	13.21	10.60	3.09	0.34
5	天虹商场	90.26	17.02	15.09	12.45	2.46	0.66
6	文峰股份	65.84	15.10	13.05	9.98	1.98	1.03
7	鄂武商 A	58.99	16.75	15.43	12.67	2.60	0.43
8	银座股份	58.04	28.12	22.69	16.78	2.41	0.48
9	合肥百货	56.78	12.52	12.18	10.05	2.28	0.65
10	友阿股份	52.52	14.94	14.77	11.52	2.47	1.01

数据来源：wind、华融证券市场研究部整理

## 6. 风险提示

### 6.1 消费市场持续低迷

### 6.2 新店销售不及预期

### 资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

### 免责声明

李振宇，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)