



3 季度同店增长情况好于上半年

买入 维持

- **三季报摘要。**2012 年 3 季度公司实现营业收入 32.39 亿元，同比增长 12.57%，归属于上市公司股东的净利润 1.16 亿元，同比增长 2.63%。3 季度摊薄每股收益 0.15 元。1-3 季度，公司营业收入 102.33 亿元，同比增长 10.62%，归属于上市公司股东的净利润 4.0 亿元，同比下降 9.24%。1-3 季度公司摊薄每股收益 0.5 元。
- **今年 3 季度毛利率较去年同期小幅上涨 0.1 个百分点至 25.21%。**公司 2012 年 3 季度零售毛利率为 25.21%，较去年同期水平小幅提升 0.1 个百分点，从历史数据看，3 季度为公司毛利率高点。按此判断，今年公司全年毛利率应略高于去年水平。
- **3 季度销售费率较去年同期小幅上升 0.04 个百分点至 17.20%，管理费用率较同期下降 0.10 个百分点至 2.03%。**公司 3 季度销售费用小幅上升 12.83%，基本与销售收入增长持平；管理费用控制良好，同比仅上升 7.51%；财务费用率依然为负。公司整体期间费用率较去年上升 0.21 个百分点至 19.17%，基本保持正常水平。
- **3 季度公司门店外延扩张速度有所放缓，新开 1 家门店。**3 季度，公司共新开 1 家门店和升级 1 家门店品牌。7 月 7 日，公司新开湖南岳阳天虹，进一步扩展了公司在湖南地区的门店布局；截止 3 季度末，公司已在广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、山东、北京等省市开设“天虹”品牌直营商场 49 家，营业面积近 129 万平方米；“君尚”品牌在深圳和东莞共开设 2 家直营商场，营业面积近 12 万平方米。
- **3 季度公司可比门店增长情况良好，好于上半年 3.5% 的增速。**1-3 季度公司可比店收入同比增长 3.9%，3 季度增长 4.6%，利润总额累计同比增长 10.4%，三季度增长 22.7%。其中，华中区和华东区收入和利润同店增长情况最好。
- **盈利预测：**我们预计 12-14 年 EPS 分别为 0.77 元、0.92 元和 1.06 元，对应市盈率分别为 15.52、13.12 和 11.38。我们看好公司定位社区化百货，及优秀管理实力，维持“买入”评级。

百万元、元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	10174.3	13035.6	14673	17555	20925
增长率	26.28%	28.12%	12.56%	19.64%	19.20%
归属母公司净利润	485.00	573.91	623	737	850
增长率	36.25%	18.33%	8.53%	18.28%	15.31%
每股收益	0.606	0.717	0.778	0.921	1.062
PE	19.93	16.84	15.52	13.12	11.38

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

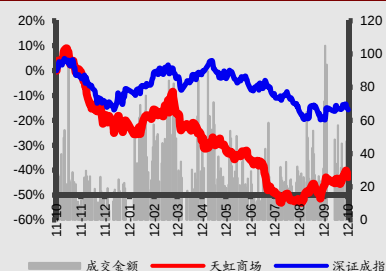
研究助理：

姜天骄

电话：010-8801 3525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	12.08
52 周内高 (前复权)	23.65
52 周内低 (前复权)	9.73
总市值(百万元)	9666
流通市值(百万元)	1979
总股本(百万股)	800
A 股(百万股)	800
—已流通(百万股)	164
—限售股(百万股)	636

资料来源：宏源证券

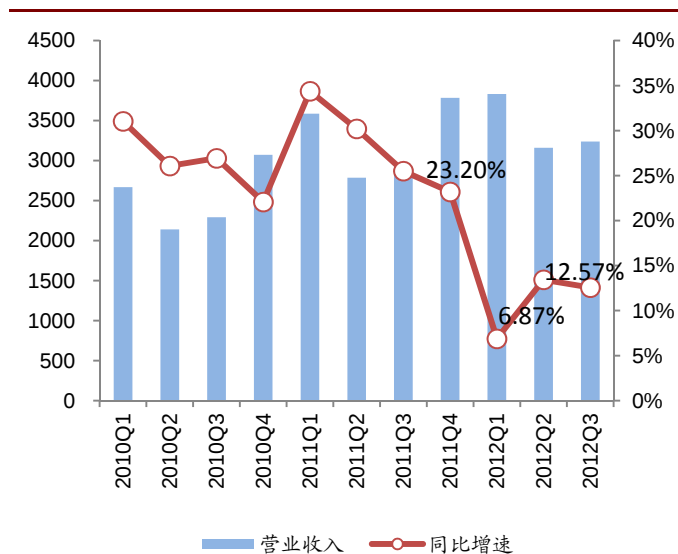
相关研究

1、天虹商场：看好社区化及优秀管理复制实力

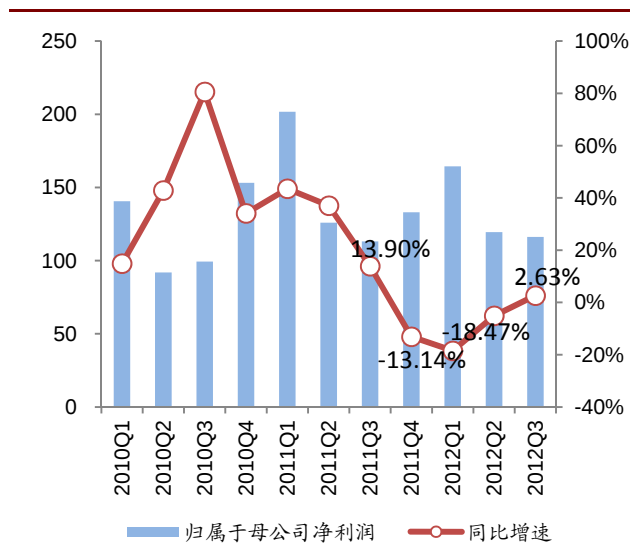
2012/02/28

表 1: 天虹商场损益表拆分指标

单位: 元	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
营业收入	3586.88	2786.28	2877.44	3785.04	3833.43	3160.42	3239.02
同比增速	34.38%	30.19%	25.50%	23.20%	6.87%	13.43%	12.57%
营业成本	2803.86	2106.44	2154.86	2960.59	2981.20	2394.36	2422.52
同比增速	33.65%	30.01%	25.52%	23.52%	6.32%	13.67%	12.42%
销售毛利率	21.83%	24.40%	25.11%	21.78%	22.23%	24.24%	25.21%
营业税金及附加	27.59	14.27	31.50	29.74	38.25	14.36	32.31
同比增速	105.80%	98.29%	161.65%	88.93%	38.61%	0.65%	2.57%
销售费用	454.59	454.98	493.87	534.95	526.78	530.89	557.21
同比增速	36.22%	29.94%	28.35%	27.98%	15.88%	16.68%	12.83%
管理费用	44.92	49.67	61.26	71.38	74.14	69.12	65.86
同比增速	16.31%	18.89%	33.44%	10.02%	65.03%	39.16%	7.51%
财务费用	-5.89	-10.89	-9.45	-17.61	-15.37	-15.33	-2.17
同比增速	-263.91%	190.61%	975.67%	288.62%	161.05%	40.75%	-77.05%
期间费用合计	493.63	493.76	545.67	588.71	585.54	584.69	620.90
同比增速	31.30%	27.20%	26.96%	23.08%	18.62%	18.41%	13.79%
销售费用率	12.67%	16.33%	17.16%	14.13%	13.74%	16.80%	17.20%
管理费用率	1.25%	1.78%	2.13%	1.89%	1.93%	2.19%	2.03%
财务费用率	-0.16%	-0.39%	-0.33%	-0.47%	-0.40%	-0.49%	-0.07%
期间费用率	13.76%	17.72%	18.96%	15.55%	15.27%	18.50%	19.17%
利润总额	269.61	177.17	160.10	197.18	232.44	173.49	169.18
同比增速	43.78%	39.11%	16.66%	4.34%	-13.79%	-2.08%	5.67%
归属于母公司净利润	201.73	125.93	113.18	133.07	164.46	119.50	116.16
同比增速	43.52%	37.07%	13.90%	-13.14%	-18.47%	-5.11%	2.63%

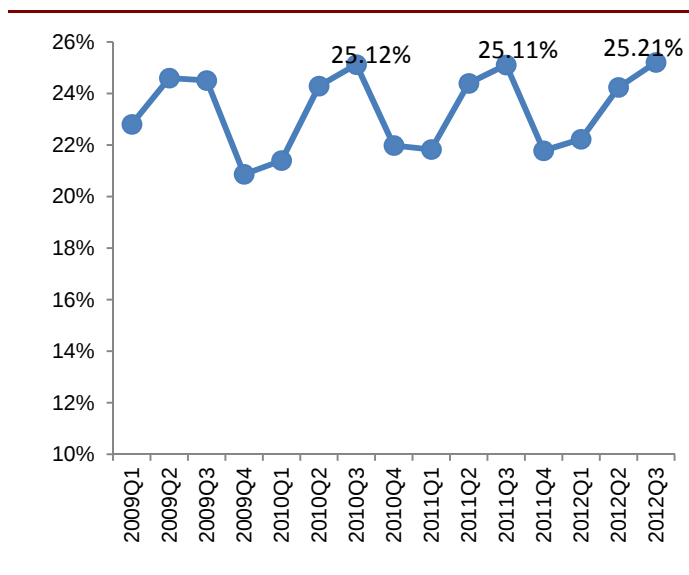
图 1: 今年 3 季度收入增速为 12.57%


资料来源: wind, 宏源证券

图 2: 3 季度净利润增速由负转正, 达 2.63%


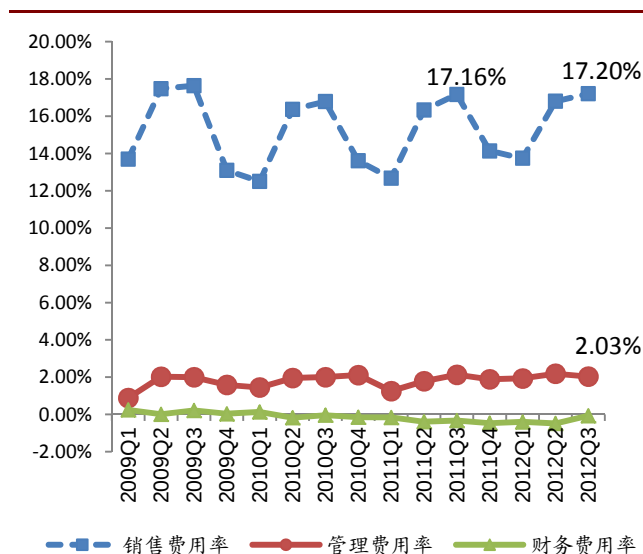
资料来源: wind, 宏源证券

图 3: 前 3 季度毛利率较去年同期略有提高



资料来源: wind, 宏源证券

图 4: 前 3 季度销售费用率较去年微幅上升



资料来源: wind, 宏源证券

表 2: 各地可比门店增长情况

区域	门店	1-9 月营业收入同比增长率	1-9 月利润总额同比增长率
华南区	可比店	3.40%	6.60%
东南区	可比店	-2.60%	-5.90%
华中区	可比店	21.50%	29.30%
华东区	可比店	9.20%	33.90%
北京	可比店	-10.20%	14.40%
君尚	可比店	1.10%	34%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 3: 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	13,035.64	14,672.91	17,554.67	20,925.17	收益率				
减: 营业成本	10025.74	11207.17	13446.88	16116.57	毛利率	23.09%	23.62%	23.40%	22.98%
营业税金及附加	103.10	82.89	99.16	118.20	三费/销售收入	16.28%	17.62%	17.46%	17.22%
营业费用	1938.39	2316.85	2745.55	3264.33	EBIT/销售收入	5.37%	4.11%	3.98%	3.77%
管理费用	227.23	322.80	365.14	408.04	EBITDA/销售收入	7.36%	6.32%	5.82%	4.34%
财务费用	-43.84	-54.11	-45.12	-69.40	销售净利率	4.40%	4.24%	4.19%	4.05%
资产减值损失	0.07	0.00	0.00	0.00	资产获利率				
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	15.75%	15.20%	15.89%	16.16%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.34%	7.06%	6.34%	6.76%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-77.07%	-47.41%	-35.72%	-22.09%
营业利润	784.94	797.31	943.06	1087.44	增长率				
加: 其他非经营损益	19.12	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	28.12%	12.56%	19.64%	19.20%
利润总额	804.05	797.31	943.06	1087.44	EBIT 增长率	18.30%	-13.77%	15.71%	12.91%
减: 所得税	231.04	175.41	207.47	239.24	EBITDA 增长率	22.53%	-3.36%	10.22%	-11.15%
净利润	573.01	621.90	735.59	848.20	净利润增长率	18.15%	8.53%	18.28%	15.31%
减: 少数股东损益	-0.89	-0.97	-1.15	-1.32	总资产增长率	21.19%	1.83%	28.85%	5.89%
归属母公司股东净利润	573.91	622.87	736.74	849.53	股东权益增长率	10.09%	12.47%	13.11%	13.37%
					经营营运资本增长率	-15.45%	-6.64%	-28.00%	-8.94%
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	资本结构				
货币资金	5028.76	6063.05	7943.84	9164.94	资产负债率	56.54%	52.39%	58.18%	55.20%
应收和预付款项	789.74	389.00	1023.75	665.94	投资资本/总资产	-11.83%	-17.84%	-25.28%	-28.18%
存货	434.57	310.86	583.54	488.43	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.32	1.51	1.49	1.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.23	1.44	1.40	1.53
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	41.83%	27.05%	27.05%	27.05%
固定资产和在建工程	1070.97	982.72	926.55	870.38	收益留存率	58.17%	72.95%	72.95%	72.95%
无形资产和开发支出	656.25	592.32	528.39	464.45	资产管理效率				
其他非流动资产	408.18	204.09	0.00	0.00	总资产周转率	1.55	1.72	1.59	1.80
资产总计	8388.46	8542.03	11006.07	11654.15	固定资产周转率	12.55	14.93	18.95	24.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	4678.78	4411.05	6338.81	6368.51	应收账款周转率	257.49	355.29	255.60	335.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	23.07	36.05	23.04	33.00
其他负债	64.29	64.29	64.29	64.29	业绩和估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	4743.07	4475.33	6403.10	6432.80	EBIT	699.53	603.20	697.94	788.03
股本	800.20	800.20	800.20	800.20	EBITDA	959.63	927.39	1022.13	908.13
资本公积	1711.61	1711.61	1711.61	1711.61	NOPLAT	479.04	470.50	544.39	614.67
留存收益	1132.05	1586.42	2123.84	2743.54	净利润	573.91	622.87	736.74	849.53
归属母公司股东权益	3643.87	4098.23	4635.66	5255.36	EPS	0.717	0.778	0.921	1.062
少数股东权益	1.52	0.55	-0.60	-1.93	BPS	4.554	5.122	5.793	6.568
股东权益合计	3645.39	4098.78	4635.05	5253.43	PE	16.84	15.52	13.12	11.38
负债和股东权益合计	8388.46	8574.11	11038.15	11686.23	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
					PB	2.65	2.36	2.09	1.84
2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	PS	0.74	0.66	0.55	0.46
1306.26	1776.19	1008.69	1834.99	1151.52	PCF	5.44	9.58	5.27	8.39
-428.88	-591.36	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.19	6.70	3.22	1.43
1923.09	-213.08	25.60	45.81	69.58					
2800.48	971.75	1034.29	1880.80	1221.09					

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、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

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	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。