



外延扩张促进业绩稳定增长

增持 上调

目标价格：5.40 元

投资事件：

公司公布年报：2012 年实现销售收入 26.42 亿元，同比增长 14.84%；实现归属于上市公司净利润 0.64 亿元，同比增长 10.42%，实现每股收益 0.12 元；分配方案为每 10 股派发现金红利 0.36 元（含税）。

报告要点：

- **2012 年业绩符合预期。**公司 12 年收入规模和净利润水平与我们的预期保持一致。销售收入略超预期主要是年末旺季打折促销的力度较大，4 季度销售收入实现历史最好水平的 7.94 亿元；净利润略低于预期主要是 4 季度新世界店在建工程部分转入当期费用，导致管理费用同比增加 39%，净利润仅为 11 年同期 67% 的 0.16 亿元。
- **外延扩张促进 13 年业绩稳步增长。**公司世贸西城项目 12 年完工预转固，13 年招商开业，为公司新增 5 万平米的商业物业，实现对南宁大学区商圈的覆盖。另外，根据公司与南宁市总工会签订的《租赁合同》，南宁市民主路 20 号文化宫大院内标的房屋的负一至四层将在 13 年 3 季度交付公司，为公司新增 4.39 万平米的商业物业。
- **公司电子商务有望成为公司成长的新支点。**公司美美购电子商务平台已经上线，主要经营家用电器和食品用品，形成对百货门店的延伸和互补。目前公司已经吸引海信、长虹在其电商平台上开立旗舰店。凭借良好的南宁市区内的配送体系和百货门店的长期积淀，公司电商平台有望实现立足南宁、走向广西的快速发展。
- **大型电商企业对传统零售的冲击仍在发酵。**国内阿里集团、京东、苏宁、易迅、一号店等大型电商拥有网站建设、配送体系、消费者认同等先发优势，对传统零售业的销售替代仍在演进之中。
- **盈利预测与估值。**考虑公司 13 年外延扩张的确定性，给予 13-15 年 EPS 为 0.15/0.18/0.21 元，上调评级至增持，目标价 5.40 元。

| 主要经营指标 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 2300.25 | 2641.50 | 3037.72 | 3478.19 | 3965.14 |
| 增长率(%) | 23.82 | 14.84 | 15.00 | 14.50 | 14.00 |
| 归母净利润(百万) | 58.34 | 64.42 | 79.95 | 96.79 | 115.68 |
| 增长率(%) | -40.23 | 10.42 | 24.12 | 21.05 | 19.52 |
| 每股收益 | 0.17 | 0.12 | 0.15 | 0.18 | 0.21 |
| 市盈率 | 61.44 | 89.03 | 32.77 | 27.07 | 22.65 |

中小市值公司研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

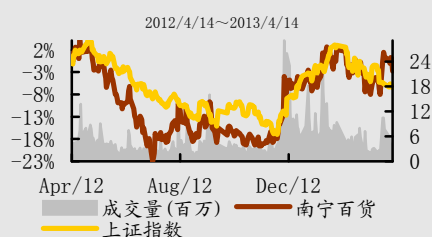
Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关研究

《中小市值周报 20130407：指数震荡探底，把握个股机会》

2013/4/7

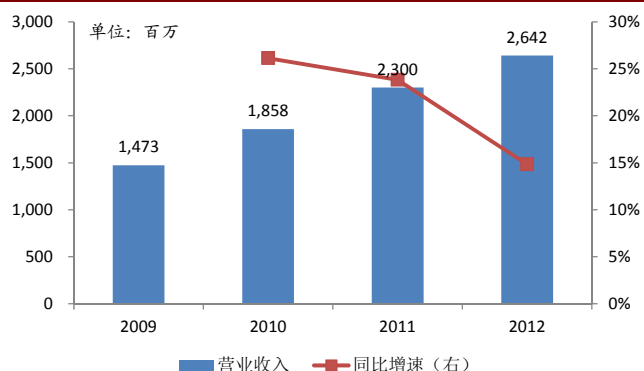
《中小市值周报 20130324：积极信号温和拂面，做多情绪上扬》

2013/3/26

《中小市值周报 20130317：享受改革红利，中国经济升级》

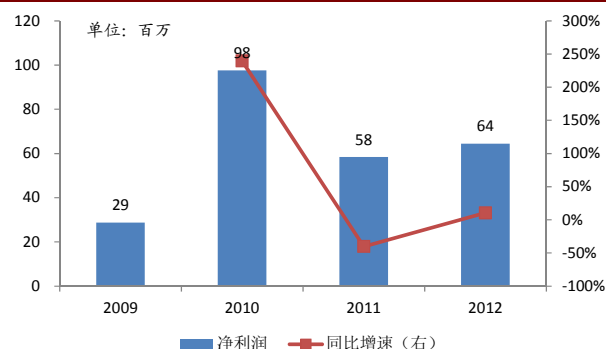
2013/3/17

图 1: 消费不景气和电商冲击导致 12 年收入增速下滑



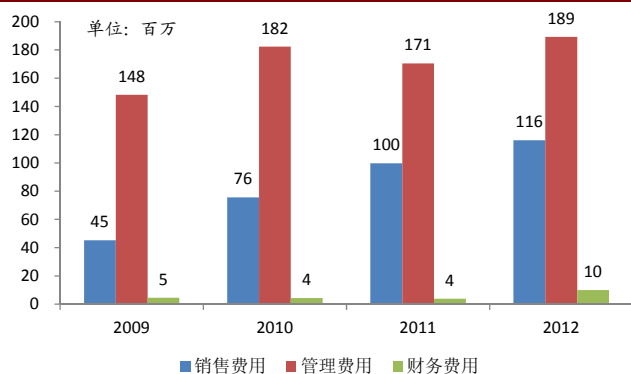
资料来源: 宏源证券

图 2: 12 年通过成本控制实现净利润增速回升



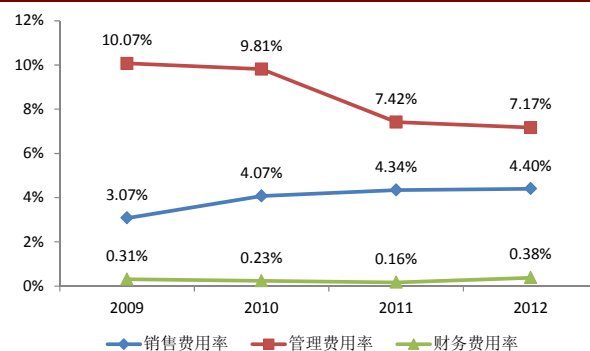
资料来源: 宏源证券

图 3: 12 年新开门店增加销售人员导致销售费用增加



资料来源: 宏源证券

图 4: 12 年期间费用收入占比保持平稳



资料来源: 宏源证券

报表预测

| 利润表 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1857.69 | 2300.25 | 2641.50 | 3037.72 | 3478.19 | 3965.14 |
| 减: 营业成本 | 1548.69 | 1940.25 | 2220.07 | 2563.84 | 2928.64 | 3330.72 |
| 营业税金及附加 | 11.84 | 17.25 | 24.27 | 27.90 | 31.95 | 36.42 |
| 营业费用 | 75.58 | 99.77 | 116.13 | 136.70 | 160.00 | 186.36 |
| 管理费用 | 182.30 | 170.57 | 189.29 | 215.68 | 245.21 | 277.56 |
| 财务费用 | 4.32 | 3.77 | 9.97 | -0.46 | -1.47 | -2.02 |
| 资产减值损失 | -0.17 | 0.95 | 1.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加: 投资收益 | 78.41 | 0.17 | 0.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 113.53 | 67.87 | 81.48 | 94.06 | 113.87 | 136.10 |
| 加: 其他非经营损益 | -2.18 | 2.20 | -0.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 111.35 | 70.07 | 81.11 | 94.06 | 113.87 | 136.10 |
| 减: 所得税 | 14.21 | 11.73 | 16.69 | 14.11 | 17.08 | 20.41 |
| 净利润 | 97.14 | 58.34 | 64.42 | 79.95 | 96.79 | 115.68 |
| 减: 少数股东损益 | -0.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 97.60 | 58.34 | 64.42 | 79.95 | 96.79 | 115.68 |
| 资产负债表 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 货币资金 | 375.20 | 459.54 | 349.62 | 441.97 | 735.86 | 881.09 |
| 应收和预付款项 | 98.16 | 75.47 | 90.04 | 100.83 | 117.37 | 130.98 |
| 存货 | 97.95 | 122.13 | 148.85 | 164.09 | 193.38 | 213.17 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 21.14 | 21.32 | 22.05 | 22.05 | 22.05 | 22.05 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 412.85 | 1078.26 | 1222.52 | 1222.51 | 1222.49 | 1222.48 |
| 无形资产和开发支出 | 38.83 | 40.42 | 39.62 | 39.62 | 39.62 | 39.62 |
| 其他非流动资产 | 14.71 | 26.79 | 192.86 | 171.43 | 150.00 | 150.00 |
| 资产总计 | 1058.84 | 1823.93 | 2065.55 | 2162.49 | 2480.77 | 2659.39 |
| 短期借款 | 0.01 | 0.00 | 20.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 688.23 | 766.15 | 960.64 | 1000.47 | 1225.40 | 1292.46 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 40.60 | 26.90 | 13.45 | 13.45 | 13.45 | 13.45 |
| 负债合计 | 728.84 | 793.06 | 994.09 | 1013.92 | 1238.85 | 1305.91 |
| 股本 | 260.41 | 340.41 | 544.66 | 544.66 | 544.66 | 544.66 |
| 资本公积 | 9.13 | 571.67 | 367.42 | 367.42 | 367.42 | 367.42 |
| 留存收益 | 60.46 | 118.79 | 159.38 | 236.49 | 329.84 | 441.40 |
| 归属母公司股东权益 | 330.00 | 1030.87 | 1071.46 | 1148.57 | 1241.91 | 1353.48 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 330.00 | 1030.87 | 1071.46 | 1148.57 | 1241.91 | 1353.48 |
| 负债和股东权益合计 | 1058.84 | 1823.93 | 2065.55 | 2162.49 | 2480.77 | 2659.39 |
| 现金流量表 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 经营性现金净流量 | 128.51 | 127.04 | 7.13 | 114.73 | 295.86 | 147.32 |
| 投资性现金净流量 | 19.29 | -667.06 | -96.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资性现金净流量 | -21.48 | 642.52 | -5.81 | -22.39 | -1.97 | -2.09 |
| 现金流量净额 | 126.33 | 102.50 | -95.25 | 92.35 | 293.89 | 145.23 |

财务分析和估值指标汇总

| | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 收益率 | | | | | | |
| 毛利率 | 16.63% | 15.65% | 15.95% | 15.60% | 15.80% | 16.00% |
| 三费/销售收入 | 14.11% | 11.92% | 11.94% | 11.58% | 11.61% | 11.65% |
| EBIT/销售收入 | 5.87% | 2.77% | 3.03% | 3.08% | 3.23% | 3.38% |
| EBITDA/销售收入 | 7.52% | 3.94% | 4.11% | 3.79% | 3.85% | 3.38% |
| 销售净利率 | 5.23% | 2.54% | 2.44% | 2.63% | 2.78% | 2.92% |
| 资产获利率 | | | | | | |
| ROE | 29.58% | 5.66% | 6.01% | 6.96% | 7.79% | 8.55% |
| ROA | 10.30% | 3.49% | 3.87% | 4.33% | 4.53% | 5.04% |
| ROIC | 132.50% | 106.88% | 9.29% | 9.10% | 11.13% | 16.76% |
| 增长率 | | | | | | |
| 销售收入增长率 | 26.14% | 23.82% | 14.84% | 15.00% | 14.50% | 14.00% |
| EBIT 增长率 | 204.11% | -41.69% | 25.72% | 17.06% | 20.07% | 19.29% |
| EBITDA 增长率 | 100.82% | -35.09% | 19.69% | 6.06% | 16.33% | 0.19% |
| 净利润增长率 | 247.17% | -39.94% | 10.42% | 24.12% | 21.05% | 19.52% |
| 总资产增长率 | 22.89% | 72.26% | 13.25% | 4.69% | 14.72% | 7.20% |
| 股东权益增长率 | 36.06% | 212.39% | 3.94% | 7.20% | 8.13% | 8.98% |
| 经营营运资本增长率 | -6.27% | -13.60% | -30.02% | 1.02% | -26.91% | -1.26% |
| 资本结构 | | | | | | |
| 资产负债率 | 68.83% | 43.48% | 48.13% | 46.89% | 49.94% | 49.11% |
| 投资资本/总资产 | 4.50% | 37.63% | 42.31% | 39.70% | 27.41% | 25.22% |
| 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 2.01% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 0.83 | 0.86 | 0.60 | 0.71 | 0.85 | 0.95 |
| 速动比率 | 0.69 | 0.70 | 0.45 | 0.54 | 0.70 | 0.78 |
| 股利支付率 | 10.67% | 0.00% | 0.00% | 3.56% | 3.56% | 3.56% |
| 收益留存率 | 89.33% | 100.00% | 100.00% | 96.44% | 96.44% | 96.44% |
| 资产管理效率 | | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.75 | 1.26 | 1.28 | 1.40 | 1.40 | 1.49 |
| 固定资产周转率 | 4.50 | 5.75 | 2.16 | 2.48 | 2.85 | 3.24 |
| 应收账款周转率 | 1549.03 | 557.76 | 1466.07 | 605.97 | 1246.71 | 649.45 |
| 存货周转率 | 15.81 | 15.89 | 14.91 | 15.62 | 15.14 | 15.62 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | |
| EBIT | 109.08 | 63.61 | 79.97 | 93.60 | 112.39 | 134.08 |
| EBITDA | 139.63 | 90.63 | 108.48 | 115.05 | 133.84 | 134.09 |
| NOPLAT | 97.06 | 50.98 | 63.76 | 79.56 | 95.53 | 113.97 |
| 净利润 | 97.60 | 58.34 | 64.42 | 79.95 | 96.79 | 115.68 |
| EPS | 0.179 | 0.107 | 0.118 | 0.147 | 0.178 | 0.212 |
| BPS | 0.606 | 1.893 | 1.967 | 2.109 | 2.280 | 2.485 |
| PE | 26.84 | 44.91 | 40.67 | 32.77 | 27.07 | 22.65 |
| PB | 7.94 | 2.54 | 2.45 | 2.28 | 2.11 | 1.94 |
| PS | 1.41 | 1.14 | 0.99 | 0.86 | 0.75 | 0.66 |
| PCF | 20.39 | 20.62 | 367.56 | 22.83 | 8.85 | 17.78 |

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长,《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

| | | | | |
|------|-----|---------------|-------------|----------------------|
| 华北区域 | 牟晓凤 | 010-88085111 | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
| | 李倩 | 010-88083561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
| | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| 华东区域 | 张珺 | 010-88085978 | 13801356800 | zhangjun3@hysec.com |
| | 赵佳 | 010-88085291 | 18611796242 | zhaojia@hysec.com |
| | 奚曦 | 021-51782067 | 13621861503 | xixi@hysec.com |
| | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | 李岚 | 021-51782236 | 13917179275 | lilan@hysec.com |
| 华南区域 | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | 赵越 | 0755-33968162 | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com |
| | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| QFII | 胡玉峰 | 010-88085843 | 15810334409 | 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。

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。