

财务费用大增拖累一季业绩

中性下调

投资要点:

- 📖 友谊商城二期开业时间延后
- 📖 在建工程庞大导致财务费用激增, 拖累一季度业绩
- 📖 一季度友谊商城主力门店营业收入负增长 10%左右

报告摘要:

- **年报与一季报摘要:** 2011年公司实现营业收入31.94亿, 同比下降11.9%, 归母净利润1.75亿, 同比下降29.46%。EPS为0.49元。2012年1季度公司实现营业收入7.9亿元, 同比增长0.01%, 实现归母净利润2260万, 同比下降20.52%。2011年末和2012年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-9.37和-1.27亿。
- **友谊商城二期开业时间延迟。** 公司零售业实现营业收入17.78亿, 同比增长14.22%, 实现利润1.03亿, 同比增长27.02%。其中, 友谊商城本店实现营收13.17亿, 同比增长15.99%, 内生增长依然强劲。计划2012年1月开业的友谊商城二期仍在建设中, 商业部分业绩释放时间低于预期。
- **地产结算减少拖累2011年业绩。** 本年公司地产实现营业收入10.47亿, 同比下降40.16%, 地产结算的减少是2011年业绩下滑的主因。期末公司持有预收账款29.6亿, 其中预售房款21.86亿, 地产业绩释放空间较为自由。
- **一季度百货业务营收负增长。** 2012年一季度友谊母公司营业收入为3.8亿, 同比下降13.65%, 由于友谊宾馆收入占比较低, 我们预计友谊商城本店一季度同比负增长10%左右。
- **在建地产业务庞大导致财务费用大增。** 期末, 公司在建开发产品包括海尚壹品、壹品天城、沈阳商城, 拟开发项目有石湖、苏州唯亭项目和新发兴东港, 预计全年资金投入40亿, 资金压力较大。2011年末公司长期借款和短期借款同比增加67%至31.56亿, 2012年1季末继续增加至32.7亿, 导致公司财务费用大幅增加230%至4082万, 拖累一季度业绩同比负增长。
- **盈利预测。** 由于公司地产项目结算时点难以确定, 我们谨慎估计其地产业绩。预计2012、2013年EPS分比为0.69和0.82元, 其中商业部分的EPS分别为0.19元和0.27元, 目前股价对应的2012年商业PE为38倍, 考虑到公司商业业绩释放延后以及现金流紧张导致财务成本上升较快, 暂时下调其评级至中性。

消费服务研究组

高级分析师:

陈旭 (S1180511080001)

电话: 010-88085961

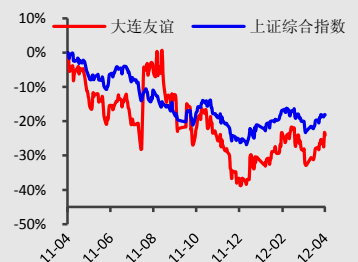
Email: chenxu@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话: 010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券 * 公司报告 * 王府井: 主力门店支撑公司业绩大幅提升 * 商业贸易行业 * 600859 * 陈旭邢波》2012.3
- 2 《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 《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》
- 4 《宏源证券 * 行业报告 * 2012 年度策略报告: 防御中寻找成长 * 商业贸易行业 * 陈旭, 2012.2
- 5 《宏源证券 * 年报点评 * 友阿股份: 内生增长强劲, 奥特莱斯表现好于预期 * 002277 * 商贸零售行业 * 陈旭》2012.2

表 1: 盈利预测

单位: 百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3146.48	3625.88	3194.22	4093.86	4958.85	5938.38
增长率 (%)	37.95%	15.24%	-11.90%	28.16%	21.13%	19.75%
归属母公司股东净利润	180.58	248.83	175.52	247.37	291.67	361.29
增长率 (%)	36.95%	37.80%	-29.46%	40.94%	17.90%	23.87%
每股收益 (EPS)	0.507	0.698	0.492	0.694	0.818	1.014
市盈率 (P/E)	14.45	10.48	14.86	10.55	8.94	7.22
市净率 (P/B)	2.89	2.33	2.04	1.71	1.43	1.20

资料来源: 宏源证券

表 2: 利润表季度分析(万)

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2011Q1
营业收入	790.42	684.68	1,116.88	602.24	790.5
同比增长	15.75%	-10.00%	-27.40%	-6.47%	0.01%
营业成本	584.47	440.36	741.49	460.04	582.11
同比增长	8.98%	-6.27%	-8.62%	4.50%	-0.40%
营业税金及附加	20.85	20.43	48.80	48.69	24.97
同比增长	21.93%	-67.47%	-82.38%	74.89%	19.76%
销售费用	46.77	39.97	39.56	34.46	44.81
同比增长	29.34%	0.05%	2.62%	-22.93%	-4.19%
管理费用	71.63	67.56	79.73	69.83	60.91
同比增长	15.33%	10.39%	14.90%	29.53%	-14.97%
财务费用	12.38	6.61	27.01	10.41	40.82
同比增长	145.63%	14.16%	167.96%	-1806.56%	229.73%
资产减值损失	-1.83	2.87	-20.07	1.95	0.74
同比增长	-87.20%	28600.00%	-481.56%	-75.41%	-140.44%
投资净收益	-0.11	-0.09	-0.05	-0.26	-0.2
同比增长		-121.43%	-76.19%	-181.25%	81.82%
营业利润	56.04	106.80	200.31	-23.39	35.94
同比增长	38.58%	-12.14%	-38.63%	-133.30%	-35.87%
营业外收入	0.55	2.59	0.11	0.06	0.21
同比增长	-87.78%	3600.00%	1000.00%	-98.95%	-61.82%
减: 营业外支出	0.06	0.84	0.47	0.10	0.04
同比增长			-50.53%	-75.00%	-33.33%
利润总额	56.54	108.54	199.94	-23.42	36.11
同比增长	25.81%	-10.76%	-38.57%	-131.00%	-36.13%
减: 所得税	18.14	27.64	49.81	0.66	16.63
同比增长	21.66%	-33.84%	-57.26%	-97.51%	-8.32%
净利润	38.39	80.91	150.14	-24.08	19.48
同比增长	27.80%	1.35%	-28.15%	-149.10%	-49.26%
归属于母公司所有者的净利润	28.43	53.29	120.92	-27.12	22.6
同比增长	0.60%	2.52%	-8.98%	-175.88%	-20.51%

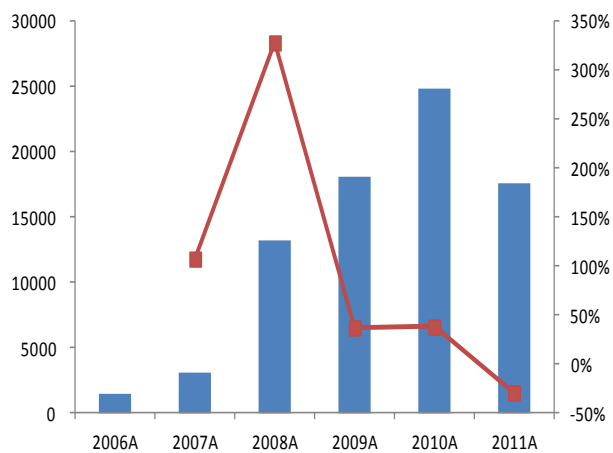
资料来源: 公司财报, 宏源证券

图 1: 公司营业收入受地产结算影响较大(万, %)



资料来源: 宏源证券

图 2: 2011 年净利润首次负增长(万, %)



资料来源: 宏源证券

表 3: 期间费用率变动情况(百万)

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
营业收入	790.42	684.68	1,116.88	602.24	790.5
销售费用	46.77	39.97	39.56	34.46	44.81
管理费用	71.63	67.56	79.73	69.83	60.91
财务费用	12.38	6.61	27.01	10.41	40.82
销售费用率	5.92%	5.84%	3.54%	5.72%	5.67%
管理费用率	9.06%	9.87%	7.14%	11.60%	7.71%
财务费用率	1.57%	0.97%	2.42%	1.73%	5.16%

资料来源: 公司财报, 宏源证券

表 4: 报表预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表					2010A 2011E 2012E 2013E				
	2011A	2012E	2013E	2014E					
营业收入	3194.22	4093.86	4958.85	5938.38	收益率				
减: 营业成本	2226.36	2837.73	3488.43	4177.50	毛利率	37.73%	30.30%	30.68%	29.65%
营业税金及附加	138.77	177.85	215.43	257.98	三费/销售收入	11.76%	15.84%	18.01%	17.18%
营业费用	160.76	206.04	249.57	298.87	EBIT/销售收入	16.11%	10.69%	10.61%	9.56%
管理费用	288.75	370.07	448.27	536.81	EBITDA/销售收入	18.14%	13.11%	11.18%	10.03%
财务费用	56.41	161.05	154.12	166.85	销售净利率	10.15%	7.68%	8.45%	8.22%
资产减值损失	-17.08	-4.69	-4.69	-4.69	资产获利率				
加: 投资收益	-0.51	0.00	0.00	0.00	ROE	22.25%	13.70%	16.19%	16.03%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.75%	3.64%	6.47%	4.80%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	44.10%	49.15%	45.16%	40.63%
营业利润	339.76	345.80	407.72	505.05	增长率				
加: 其他非经营损益	1.84	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	15.24%	-11.90%	28.16%	21.13%
利润总额	341.60	345.80	407.72	505.05	EBIT 增长率	62.79%	-41.52%	27.21%	9.14%
减: 所得税	96.25	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	61.65%	-36.37%	9.30%	8.68%
净利润	245.36	345.80	407.72	505.05	净利润增长率	59.51%	-33.30%	40.94%	17.90%
减: 少数股东损益	69.84	98.43	116.05	143.76	总资产增长率	66.21%	24.45%	-28.41%	47.04%
归属母公司股东净利润	175.52	247.37	291.67	361.29	股东权益增长率	23.79%	14.52%	19.31%	19.08%
					经营营运资本增长率	445.16%	312.87%	-107.25%	2010.36%
资产负债表					资本结构				
	2011A	2012E	2013E	2014E					
货币资金	1991.60	2717.47	920.47	3123.48	资产负债率	80.26%	82.34%	77.46%	80.54%
应收和预付款项	101.69	385.26	209.33	502.71	投资资本/总资产	6.67%	10.26%	17.39%	34.24%
存货	5906.39	2739.41	7888.87	4838.83	带息债务/总负债	18.02%	16.71%	35.88%	23.47%
其他流动资产	57.44	57.44	57.44	57.44	流动比率	1.27	1.38	1.77	1.49
长期股权投资	24.03	24.03	24.03	24.03	速动比率	0.46	0.36	0.93	0.19
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	9.55%	0.00%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	1013.01	529.73	534.41	539.10	收益留存率	90.45%	100.00%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	213.47	213.47	213.47	213.47	资产管理效率				
其他非流动资产	69.69	46.69	23.69	23.69	总资产周转率	0.48	0.34	0.61	0.50
资产总计	9377.32	6713.49	9871.71	9322.74	固定资产周转率	6.44	6.08	7.73	9.28
短期借款	1290.00	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	4365.70	3134.04	5884.54	4830.53	应收账款周转率	510.69	462.92	370.72	463.82
长期借款	1866.00	1866.00	1866.00	1866.00	存货周转率	0.56	0.38	1.04	0.44
其他负债	200.00	200.00	200.00	200.00	业绩和估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	7721.70	5200.04	7950.54	6896.53	EBIT	584.09	341.60	434.56	474.27
股本	356.40	356.40	356.40	356.40	EBITDA	657.88	418.61	457.56	497.27
资本公积	83.95	83.95	83.95	83.95	NOPLAT	373.57	243.51	434.56	474.27
留存收益	840.66	1088.03	1379.70	1740.98	净利润	248.83	175.52	247.37	291.67
归属母公司股东权益	1281.01	1528.38	1820.05	2181.34	EPS	0.698	0.492	0.694	0.818
少数股东权益	374.61	473.04	589.09	732.85	BPS	3.139	3.594	4.288	5.107
股东权益合计	1655.62	2001.42	2409.14	2914.19	PE	10.48	14.86	10.55	8.94
负债和股东权益合计	9377.32	7201.46	10359.69	9810.71	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
					PB	2.33	2.04	1.71	1.43
					PS	0.72	0.82	0.64	0.53
					PCF	3.09	-2.96	1.24	-1.51
					EV/EBIT	1.92	6.70	5.17	8.79
现金流量表									
	2011A	2012E	2013E	2014E					
经营性现金净流量	-880.90	2104.62	-1730.44	2264.99					
投资性现金净流量	-502.51	0.00	0.00	0.00					
筹资性现金净流量	1214.30	-1378.75	-66.55	-61.99					
现金流量净额	-169.11	725.87	-1796.99	2203.00					

分析师简介:

陈旭: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 5年证券行业从业经验。就读于香港大学、厦门大学和中山大学, 金融系。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, 2009-2010年新财富团队成员, 2011年新财富最佳分析师商贸零售行业排名第9。成功推荐标的: 永辉超市、欧亚集团、大连友谊。

主要覆盖公司: 成商集团、天虹商场、银座股份、友阿股份、中百集团、小商品城、东方金钰、王府井、新华百货、苏宁电器、大商股份、永辉超市、欧亚集团、东百集团、海宁皮城、友好集团、南京中商、吉峰农机、老凤祥、大连友谊

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 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。