

地产结算难抵百货业绩下降

中性维持

报告摘要:

- 百货业绩及财务费用上涨导致业绩同比下滑。**报告期内公司实现营业收入 15.28 亿元, 同比增长 3.58%, 实现净利润 5864 万, 同比下降 28.24%, 扣除非经常性损益后净利润 5851 万, 同比下降 27.44%。经营活动产生的现金流量净额为-1.11 亿, EPS 为 0.165 元。
- 百货业务收入、毛利率双降。**报告期内公司实现商品批发零售业务收入 8.23 亿, 同比下降 11.59%, 占营业收入的比重为 54.6%, 批零业务毛利率为 14.26%, 同比下降 1.53 个百分点。其中, 友谊商城主力门店营业收入 6.08 亿, 同比下降 15.84%, 毛利率为 14.22%, 同比下降 2.1 个百分点。公百货收入和毛利下降的主要原因是整体消费不振, 居民消费意愿下降, 因此公司进行了大力度促销活动。报告期内大连友谊商城二期项目的落成, 增强了大连友谊商城的竞争力, 巩固了公司零售业在大连区域的领导地位。
- 房地产业务资本开支巨大。**报告期内公司房地产业务收入 5.3 亿, 同比增长 58.05%, 毛利率为 40.63%, 同比下降 10.81 个百分点。公司主要房地产待结算项目为海尚壹品、壹品天城、壹品星海等。期末公司预收账款 32.39 亿。目前公司仍在建的地产项目海尚壹品、壹品天城、沈阳商城、富丽华三期, 总投资额 83 亿, 目前已投入 29.4 亿, 未来需投入 53.6 亿, 2012 年仍有 4 个拟开工的项目。房地产业务的大举扩张导致公司现金流较为紧张, 财务成本压力大
- 财务费用大增 3846 万侵蚀利润。**期末公司长期借款达 17.95 亿, 较去年同期增加 8.41 亿, 导致本期财务费用高达 5745 万, 同比增长 202.53%, 大幅拖累业绩。此外, 公司销售费用和管理费用相对稳定, 分别同比增长 1.51% 和 7.99%。
- 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 0.73 和 0.89 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 PE 为 29 倍, 考虑到公司商业业绩下降以及财务成本难以下降, 维持中性评级。

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

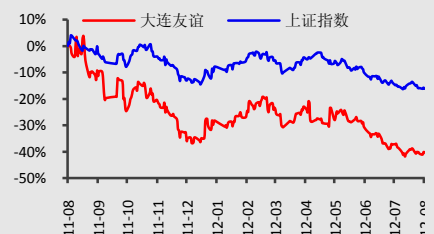
联系人:

姜天骄

电话: 010-8801 3525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《宏源证券 * 调研深度报告 * 友好集团: 广汇增持友好续篇, 地产业务深度分析 * 600778 * 商贸零售行业 * 陈炫如 (陈旭) 邢波 姜天骄》8.10
- 《宏源证券 * 公司报告 * 永辉超市: 估值渐趋合理, 投资价值显现 * 601933 * 商贸零售 * 陈旭 邢波 姜天骄》8.6
- 《宏源证券 * 公司报告 * 上海家化: 具备成长为伟大企业的 DNA * 600315 * 商贸零售 * 陈旭 邢波 姜天骄》
- 《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
- 《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

百万元、元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4093.86	4958.85	5938.38	4093.86
增长率 (%)	28.16%	21.13%	19.75%	28.16%
归属母公司股东净利	218.28	258.46	318.44	218.28
增长率 (%)	24.37%	18.41%	23.20%	24.37%
每股收益 (EPS)	0.612	0.725	0.893	0.612
PE	9.11	7.69	6.25	9.11

表 1: 大连友谊季度业绩分析

	2011Q1	2011Q2	2011H1	2012Q1	2012Q2	2012H1
营业收入	790.42	684.68	1,475.10	790.50	737.42	1,527.92
同比	15.75%	-10.00%	2.18%	0.01%	7.70%	3.58%
营业成本	584.47	440.36	1,024.83	582.11	487.42	1,069.53
同比	8.98%	-6.27%	1.86%	-0.40%	10.69%	4.36%
毛利率	26.06%	35.68%	30.52%	26.36%	33.90%	30.00%
营业税金及附加	20.85	20.43	41.28	24.97	29.22	54.19
同比	21.93%	-67.47%	-48.34%	19.76%	43.02%	31.27%
销售费用	46.77	39.97	86.74	44.81	43.24	88.05
销售费用率	5.92%	5.84%	5.88%	5.67%	5.86%	5.76%
管理费用	71.63	67.56	139.19	60.91	67.16	128.07
管理费用率	9.06%	9.87%	9.44%	7.71%	9.11%	8.38%
财务费用	12.38	6.61	18.99	40.82	16.63	57.45
财务费用率	1.57%	0.97%	1.29%	5.16%	2.26%	3.76%
归属于母公司所有者的净利润	28.43	53.29	81.72	22.60	36.04	58.64
同比	0.60%	2.52%	1.84%	-20.51%	-32.37%	-28.24%
净利率	3.60%	7.78%	5.54%	2.86%	4.89%	3.84%

资料来源: wind, 宏源证券

表 2: 大连友谊分业务分析

百万, %	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比变动	营业成本同比变动	毛利率同比变动
商品零售/批发	823.44	705.99	14.26%	-11.59%	-9.98%	-1.53%
房地产	530.97	315.21	40.63%	58.05%	93.23%	-10.81%
餐饮、住宿	119.88	19.74	83.53%	-10.11%	-16%	1.15%
其他	33.69	28.59	15.12%	-42.20%	-46.99%	7.67%

资料来源: wind, 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					2010A 2011E 2012E 2013E 2014E				
	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%	16.52%	15.69%
营业费用	160.76	206.04	249.57	298.87	EBIT/销售收入	16.11%	12.18%	12.10%	11.05%
管理费用	288.75	370.07	448.27	536.81	EBITDA/销售收入	18.14%	14.59%	13.82%	12.47%
财务费用	56.41	100.00	80.11	78.38	销售净利率	10.15%	7.68%	7.45%	7.29%
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%	14.56%	14.70%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.75%	4.15%	7.43%	5.60%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	44.10%	56.15%	38.62%	36.71%
营业利润	339.76	406.85	481.74	593.52	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	406.85	481.74	593.52	EBIT 增长率	62.79%	-33.37%	27.33%	10.61%
减: 所得税	96.25	101.71	120.43	148.38	EBITDA 增长率	61.65%	-29.14%	21.39%	9.29%
净利润	245.36	305.14	361.30	445.14	净利润增长率	59.51%	-33.30%	24.37%	18.41%
减: 少数股东损益	69.84	86.86	102.84	126.71	总资产增长率	66.21%	24.45%	-28.84%	46.63%
归属母公司股东净利润	175.52	218.28	258.46	318.44	股东权益增长率	23.79%	14.52%	17.04%	17.24%
					经营营运资本增长率	445.16%	312.87%	-107.25%	2010.36%
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	资本结构				
货币资金	1991.60	2724.17	928.14	3118.61	资产负债率	80.26%	82.34%	77.93%	81.26%
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%	16.78%	33.58%
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%	5.41%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	1013.01	507.03	489.01	471.00	收益留存率	90.45%	94.59%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	213.47	188.80	164.12	139.45	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	0.51
资产总计	9377.32	6672.82	9784.63	9175.76	固定资产周转率	6.44	6.08	8.07	10.14
短期借款	1290.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	510.69	462.92	370.72	463.82
应付和预收款项	4365.70	3134.04	5884.54	4830.53	存货周转率	0.56	0.38	1.04	0.44
长期借款	1866.00	1866.00	1866.00	1866.00	业绩和估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
其他负债	200.00	200.00	200.00	200.00	EBIT	584.09	389.18	495.53	548.13
负债合计	7721.70	5200.04	7950.54	6896.53	EBITDA	657.88	466.19	565.90	618.50
股本	356.40	356.40	356.40	356.40	NOPLAT	373.57	279.65	371.65	411.10
资本公积	83.95	83.95	83.95	83.95	净利润	248.83	175.52	218.28	258.46
留存收益	840.66	1058.94	1317.40	1635.84	EPS	0.698	0.492	0.612	0.725
归属母公司股东权益	1281.01	1499.30	1757.76	2076.19	BPS	3.139	3.594	4.207	4.932
少数股东权益	374.61	461.46	564.31	691.01	PE	7.99	11.33	9.11	7.69
股东权益合计	1655.62	1960.76	2322.06	2767.20	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	9377.32	7160.79	10272.60	9663.73	PB	1.78	1.55	1.33	1.13
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	PS	0.55	0.62	0.49	0.40
经营性现金净流量	-928.48	2111.26	-1729.65	2252.43	PCF	2.36	-2.14	0.94	-1.15
投资性现金净流量	-502.51	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	1.22	4.29	3.25	6.42
筹资性现金净流量	1214.30	-1378.68	-66.39	-61.96					
现金流量净额	-216.68	732.58	-1796.04	2190.47					

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。