



地产结算致业绩增长 200%

买入 维持

报告摘要:

- **2012 年年报摘要。**2012 年实现营业收入 135.36 亿元, 同比增长 24.10%; 归属于母公司所有者的净利润 3.47 亿元, 同比下增长 199.59%。扣除非经常损益归属母公司净利润 3.31 亿元; 同比增长 255.59%; 摊薄每股收益为 0.666 元; 平均加权 ROE 为 14.36%。
- **振兴街地产项目结算贡献 9.6 亿元营业收入和 1.1 亿元净利润。**2012 年公司之孙公司山东银座置业有限公司投资的济南振兴街 Shopping Mall 项目中附带建设的商品房大部分交房结算, 本年度实现收入 9.60 亿元, 初步测算贡献净利润约 1.2 亿元。扣除地产结算后收入为 125.76 亿元, 同比增长 15.30%; 净利润 2.27 亿元, 同比增长 96%。
- **综合毛利率上升 1.28%至 18.91%。**公司商业主营毛利率为 14.59%, 与去年商业毛利率持平, 综合毛利率提升主要来自地产业务结算(地产毛利率 31%)。分地区看, 济南地区毛利率大幅上升 4.08%至 20.83%; 潍坊、石家庄和滨州分别提升 0.70%、0.68%和 0.48%。德州基本持平, 其他区域毛利率均出现小幅下降。
- **费用控制力进一步增强。**公司销售费用增长 19.56%, 管理费用下降 16.82%, 两项费用率均下降, 财务费用率略有上升, 至 1.58%。
- **2012 年公司开店速度略慢于之前水平, 新开门店 9 家, 新增面积约 25 万平米, 店龄进一步优化, 有利于业绩持续释放。**公司 2012 年新开门店 9 家, 合计新增面积达 25 万平米。截止至 2012 年 12 月, 公司总门店数达到 64 家, 总面积达到 180 万平米, 我们认为 13 年公司新开门店面积预计和 12 年相近, 但随着总面积基数增大, 新开门店增速较 12 年有所放缓。此外, 公司门店平均培育期约为 3 年, 自 08 年开始加速扩张至 2012 年, 3-5 年店成长龄门店占比不断提升, 达到 27%, 未来 2 年, 成长型门店占比仍将保持较高比重, 助力业绩释放。
- **盈利预测和投资建议。**我们看好公司渠道下沉密集布点的扩张战略, 预计公司 13-14 年 EPS 为 0.83、1.08 元, 维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入(百万)	8794.68	10907.46	13536.05	15713	18737
增长率(%)	67.75	24.02%	24.10%	16.08%	19.24%
归母净利润(百万)	110.92	115.66	346.52	434	565
增长率(%)	-6.70%	4.28	199.59	25.25%	29.97%
每股收益	0.213	0.40	0.67	0.834	1.084
市盈率	40.61	21.63	12.91	10.37	7.98

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

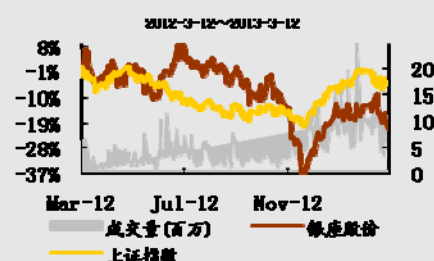
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

东方金钰: 一季报业绩预增 80%-100%
2013-2-25

昆百大: 股权激励可行性分析
2013-2-21

昆百大: 股权激励要求未来 4 年
CAGR46%
2013-2-19

银座股份: 地产结算贡献业绩高速增长
2013-1-23

友好集团: 地产结算超预期贡献业绩高速增长
2013-1-22

移动通信转售试点孕育投资机遇
2013-1-14

大连友谊: 收购辽阳项目, 渠道下沉起步
2013-1-8

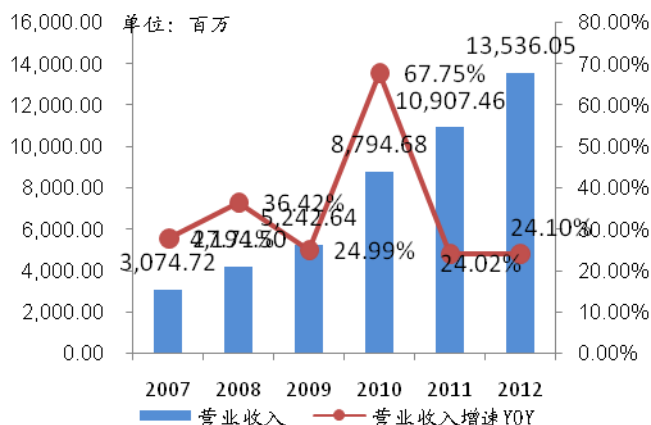
年度策略_消费增速或下降, 拐点需等待
2012-12-24

表 1: 损益表分季度指标

财务指标	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3	2012 Q4	2012
营业收入	3,492.90	2,987.02	2,955.84	4,100.29	13,536.05
营业收入增速 YOY	13.66%	30.65%	15.48%	37.21%	24.10%
营业成本	2,868.53	2,402.92	2,418.63	3,286.54	10,976.62
综合毛利率（左）	17.88%	19.55%	18.17%	19.85%	18.91%
综合毛利率变动幅度	0.55%	1.93%	0.78%	1.69%	1.28%
营业税金及附加	32.23	43.14	27.40	88.34	191.11
销售费用	314.46	262.07	291.42	546.04	1,413.98
销售费用增速	11.26%	19.48%	7.95%	32.94%	19.56%
管理费用	99.51	119.03	131.23	-64.45	285.32
管理费用增速	11.59%	18.58%	4.60%	-330.05%	-16.82%
财务费用	45.58	55.96	52.55	60.33	214.42
期间费用率	13.16%	14.63%	16.08%	13.22%	14.14%
销售费用率	9.00%	8.77%	9.86%	13.32%	10.45%
管理费用率	2.85%	3.98%	4.44%	-1.57%	2.11%
财务费用率	1.30%	1.87%	1.78%	1.47%	1.58%
资产减值损失	1.83	1.46	-0.15	3.80	6.94
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	130.76	102.44	34.77	179.68	447.66
加：营业外收入	1.33	3.94	5.23	16.51	27.01
减：营业外支出	0.20	2.94	0.76	8.67	12.57
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	2.18	2.18
利润总额	131.89	103.44	39.24	187.53	462.10
减：所得税	36.12	34.29	14.59	35.73	120.73
净利润	95.77	69.15	24.65	151.80	341.37
减：少数股东损益	-0.49	-2.32	-1.39	-0.95	-5.15
归属于母公司所有者的净利润	96.26	71.47	26.04	152.75	346.52
归母净利润增速	45.01%	575.77%	-377.59%	217.67%	199.59%
销售净利率（右）	2.76%	2.39%	0.88%	3.73%	2.56%

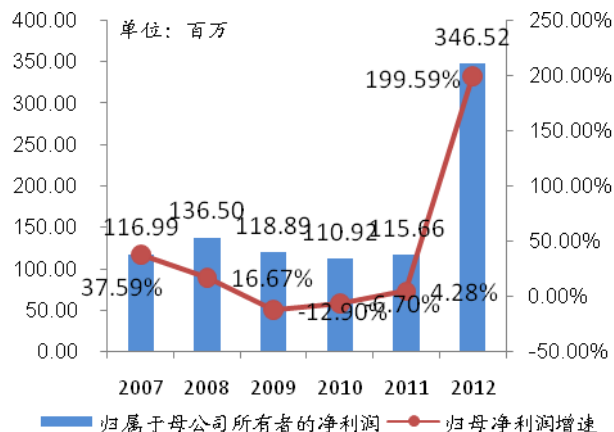
资料来源：公司公告，宏源证券

图 1: 12 年收入增速 24.10%



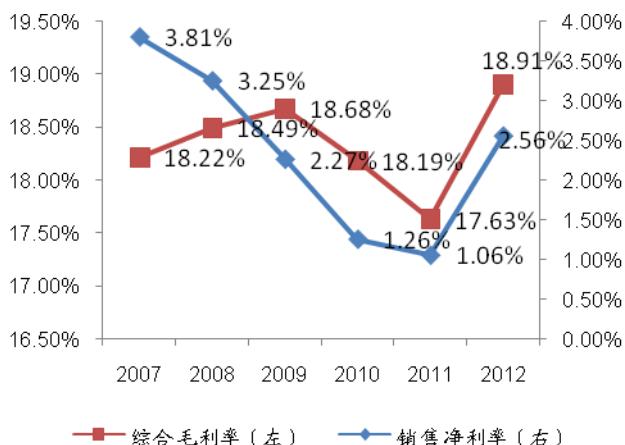
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2: 12 年净利润增速 199.59%



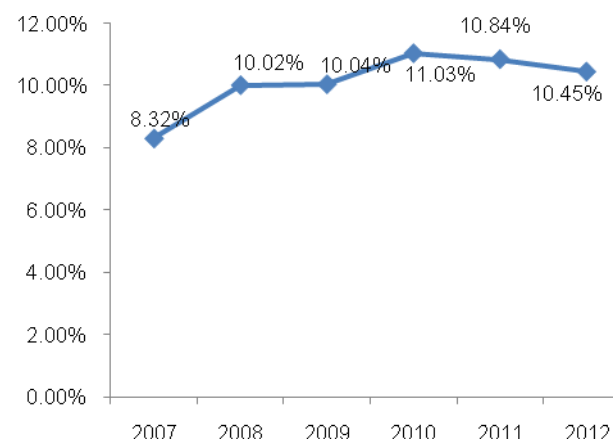
资料来源：公司公告，宏源证券

图 3: 12 年毛利率上升至 18.91%，净利率升至 2.56%



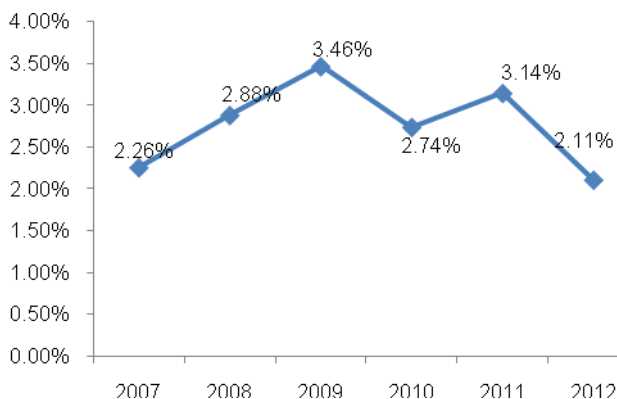
资料来源：公司公告，宏源证券

图 4: 12 年销售费用率下降至 10.45%



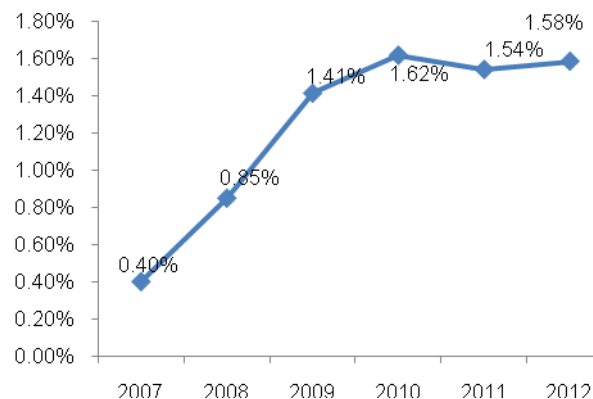
资料来源：公司公告，宏源证券

图 5: 12 年管理费用率下降至 2.11%



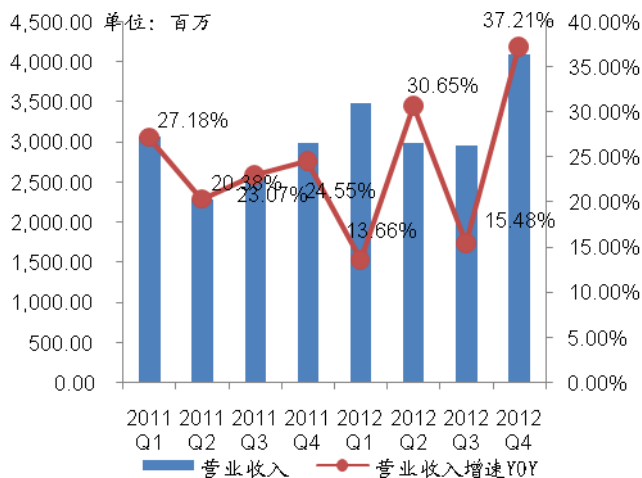
资料来源：公司公告，宏源证券

图 6: 12 年财务费用率上升至 1.58%



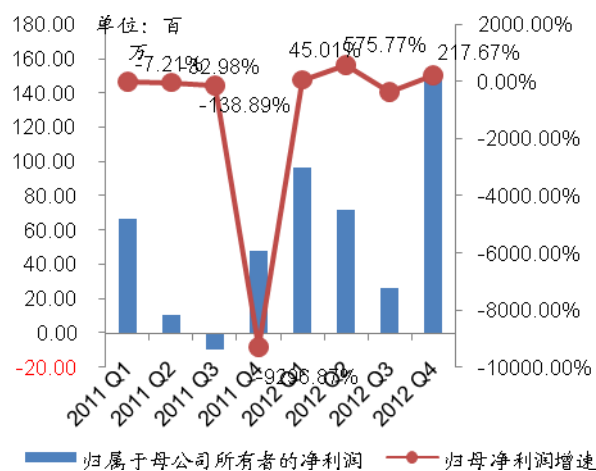
资料来源：公司公告，宏源证券

图 7：4 季度收入同比增速 37.21%



资料来源：公司公告，宏源证券

图 8：4 季度净利润增速反弹至 217.67%



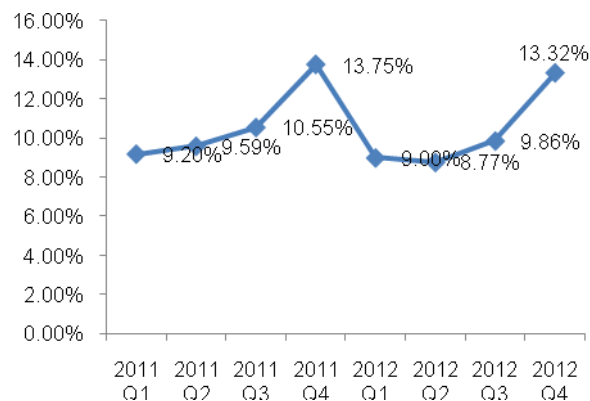
资料来源：公司公告，宏源证券

图 9：4 季度毛利率升至 19.85%，净利率升至 3.73%



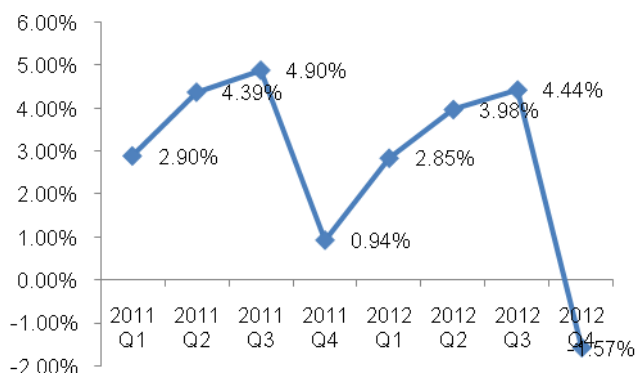
资料来源：公司公告，宏源证券

图 10：4 季度销售费用率下降至 13.32%



资料来源：公司公告，宏源证券

图 11：4 季度管理费用率转负，至 -1.57%



资料来源：公司公告，宏源证券

图 12：4 季度财务费用率上升至 1.47%



资料来源：公司公告，宏源证券

表 2：销售费用细分项目

销售费用（百万）	2012 年	2011 年	同比变化
办公费	14.06	13.04	7.88%
保险费	7.88	6.65	18.56%
低值易耗品摊销	4.98	4.29	16.02%
广告宣传费	91.29	78.13	16.84%
劳动保护费	2.13	2.88	-26.24%
运杂费	1.93	2.36	-18.42%
水、电费	173.68	152.43	13.94%
物业修理费	54.41	46.75	16.39%
长期待摊费用摊销	90.58	83.91	7.96%
折旧费	199.63	157.75	26.55%
职工薪酬	438.20	335.67	30.54%
租赁费	225.28	194.40	15.89%
包装印刷费	8.29	7.42	11.73%
差旅费	17.69	16.12	9.70%
保洁保安费	47.30	44.31	6.76%
装修改造费	4.67	23.34	-80.01%
其他	31.97	13.22	141.92%
合计	1413.98	1182.68	19.56%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 3：管理费用细分项目

管理费用细分项目	2012 年	2011 年	同比变化
办公费	1.651	1.948	-15.24%
费用性税金	43.230	29.717	45.47%
开办费	36.669	51.475	-28.76%
差旅费	4.129	4.253	-2.91%
广告宣传费	1.027	0.839	22.47%
装修改造费	0.805	0.188	328.88%
物管费	1.902	2.212	-14.05%
长期待摊费用摊销	4.115	3.837	7.23%
折旧费	15.210	14.683	3.59%
职工薪酬	92.171	132.006	-30.18%
中介机构费	6.433	9.188	-29.99%
租赁费	4.899	9.677	-49.38%
无形资产摊销	45.404	46.791	-2.96%
业务招待费	3.843	4.724	-18.64%
会务费	1.025	0.822	24.59%
工会经费	0.726	0.578	25.59%
企业保险费	0.140	0.196	-28.43%
其他	21.943	29.892	-26.59%
合计	285.322	343.027	-16.82%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 4：财务费用

财务费用（百万）	2012 年	2011 年	同比变化
利息支出	181.72	140.67	29.18%
减：利息收入	4.43	4.98	-11.00%
手续费	37.13	32.24	15.15%
合计	214.42	167.93	27.68%

资料来源：公司公告，宏源证券

作者简介:

陈炫如: 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、昆百大 A

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
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@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。