

1 季度业绩下滑 49%，未来逐季改善 **增持 维持**

报告摘要:

- 2013 年 1 季度净利润同比下滑 49%**。公司发布一季度业绩报告称，报告期内，归属于母公司所有者的净利润为 3107.24 万元，较上年同期减少 48.93%；营业收入为 20.83 亿元，较上年同期增加 16.18%；基本每股收益为 0.06 元，较上年同期减少 45.45%。
- 华东门店亏损以及一次性关店费用增加导致净利润大幅下降**。2013 年第一季度公司综合毛利率为 20%，与去年同期基本持平。13 年 1 季度净利润 3107 万元，比 12 同期 6084 万元下降近 3 千万元。主要原因（1）华东的 5 家门店 1 季度亏 2 千万，随着泰州、常州，1 季度已经关店，未来两季度华东地区将逐步减亏。（2）易买得关闭 4 家门店带来的一次性的关店赔偿损失及遣散员工工资。这 2 千万元左右为一次性费用，预计不会在未来体现。13 年 1 季度销售费用率 14.2%，同比上升 16%，管理费用率 2.5%，同比上升 7%，财务费用率 0.01%，占比很小，对利润的影响微弱。考虑到一次性费用未来不会体现，一季度为全年业绩低点，我们判断未来盈利将逐季改善。
- 未来加强渠道下沉，受益城镇化引领的消费能力**。福建及华东地区的零售企业竞争愈发激烈，公司外延扩张速度预计放缓，未来将会加强渠道下沉力度，计划每年与十多家供销社合作，深入县级市场和发达乡镇市场，伴随着城镇化趋势引领的居民消费能力的提升，广泛而深入的销售网络将从中获益。
- 盈利预测和投资建议**。公司在福建地区具有较强的网点规模优势，同时公司门店在渠道下沉方面具有先发优势，近年来门店扩张相对处于较快水平，但扩张过程中整合难度不断加大，部分地区培育期较长，制约公司短期业绩释放，预计 2013 年公司业绩将见底。**公司未来将加大渠道下沉力度，计划每年十多家加快与供销社合作，将受益于城镇化进程带来的新增消费能力，同时公司作为大股东陈发树唯一上市公司平台，看好未来公司资本运作能力。**我们预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.21 元、0.24 元、0.27 元。维持公司“增持”评级。

主要经营指标 (13 年接收后)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	5686.51	6662.46	7875	9093	10408
增长率 (%)	30.30%	17.16%	18.20%	15.46%	14.46%
归母净利润(百万)	146.18	159.53	112	128	145
增长率 (%)	89.35%	9.14%	-29.77%	14.08%	13.51%
每股收益	0.270	0.295	0.207	0.236	0.268
市盈率	18.78	17.21	24.50	21.48	18.92

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

- 新华都: 业绩见底, 将受益城镇化
2013-3-28
- 永辉超市: 下半年力挽狂澜, 业绩反转待确认
2013-4-1
- 步步高: 未来关注扩张节奏和新店表现
2013-3-28
- 南京中商: 短期估值合理, 长期仍有空间
2013-3-25
- 关注抗周期和拐点型投资机会
2013-3-25
- 上海家化: 营销费用控制有力, 业绩如期释放
2013-3-21
- 银座股份: 地产结算致业绩增长 200%
2013-3-21
- 尘埃落定, 12 年扣非 EPS0.30 元
2013-3-21
- 3 月重“防御”和“增长确定性”
2013-3-21

表 1: 损益表分季度指标

财务指标	2012 Q1	2013 Q1	2013Q1-2012Q1
营业收入	1,793.01	2,083.06	290.05
营业收入增速 YOY	13.04%	16.18%	
营业成本	1,443.22	1,675.70	232.48
综合毛利率(左)	19.51%	19.56%	
毛利润	233.72	336.97	103.25
综合毛利率变动幅度	0.53%	0.05%	
营业税金及附加	11.62	15.67	
销售费用	220.34	296.56	76.21
销售费用增速	18.50%	34.59%	
管理费用	41.44	51.43	10.00
管理费用增速	-11.81%	24.13%	
财务费用	1.30	0.17	-1.14
期间费用率	14.67%	16.71%	
销售费用率	12.29%	14.24%	
管理费用率	2.31%	2.47%	
财务费用率	0.07%	0.01%	
资产减值损失	-0.98	-0.01	0.96
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00	
其中: 对联营和合营企业的投资收益	0.00	0.00	
营业利润	76.05	43.55	-32.51
加: 营业外收入	6.06	1.59	-4.47
减: 营业外支出	1.66	0.99	-0.67
其中: 非流动资产处置净损失	1.47	0.21	-1.26
利润总额	80.46	44.15	-36.31
减: 所得税	20.92	14.30	-6.62
净利润	59.54	29.85	-29.69
减: 少数股东损益	-1.30	-1.23	0.07
归属于母公司所有者的净利润	60.84	31.07	-29.77
归母净利润增速	15.73%	-48.93%	

表 2: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,662.46	7,875.03	9,092.79	10,407.64	收益率				
减: 营业成本	5307.37	6331.53	7292.42	8346.93	毛利率	20.33%	20.34%	19.60%	19.80%
营业税金及附加	45.59	53.89	62.23	71.22	三费/销售收入	16.53%	16.89%	17.19%	17.40%
营业费用	972.78	1161.53	1387.33	1612.29	EBIT/销售收入	3.24%	2.72%	1.40%	1.31%
管理费用	158.70	207.14	220.91	234.21	EBITDA/销售收入	5.71%	5.17%	4.71%	4.18%
财务费用	-5.96	-15.22	-25.82	-34.16	销售净利率	2.43%	2.27%	1.35%	1.33%
资产减值损失	12.36	11.00	11.00	11.00	资产获利率				
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	12.62%	12.09%	7.82%	8.19%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.63%	5.33%	3.30%	2.91%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	52.24%	55.18%	31.17%	107.04%
营业利润	171.61	125.18	144.74	166.14	增长率				
加: 其他非经营损益	29.37	13.72	13.72	13.72	销售收入增长率	30.30%	17.16%	18.20%	15.46%
利润总额	200.98	138.90	158.45	179.86	EBIT 增长率	136.46%	-1.54%	-39.33%	8.14%
减: 所得税	50.02	32.87	37.50	42.57	EBITDA 增长率	77.78%	6.02%	7.86%	2.41%
净利润	150.96	106.02	120.95	137.29	净利润增长率	113.83%	9.20%	-29.77%	14.08%
减: 少数股东损益	-8.57	-6.02	-6.87	-7.79	总资产增长率	57.32%	22.38%	-2.01%	22.68%
归属母公司股东净利润	159.53	112.04	127.82	145.09	股东权益增长率	105.50%	13.99%	8.49%	8.93%
					经营营运资本增长率	-35.83%	-50.39%	15.00%	-40.83%
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	资本结构				
货币资金	1142.23	1421.26	2084.25	2162.38	资产负债率	58.35%	61.46%	60.51%	64.85%
应收和预付款项	551.73	463.90	707.14	633.24	投资资本/总资产	10.32%	6.93%	2.25%	-11.12%
存货	719.41	832.70	954.97	1091.20	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他流动资产	9.59	9.59	9.59	9.59	流动比率	1.23	1.16	1.35	1.42
长期股权投资	22.40	22.40	22.40	22.40	速动比率	0.83	0.81	0.94	1.05
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	10.97%	17.91%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	440.42	314.92	290.14	265.36	收益留存率	89.03%	82.09%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	29.04	25.79	22.54	19.29	资产管理效率				
其他非流动资产	488.39	244.20	0.00	0.00	总资产周转率	2.04	1.96	2.36	2.22
资产总计	3403.21	3334.75	4091.03	4203.47	固定资产周转率	18.79	19.61	25.01	31.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	2010.23	1936.47	2571.79	2546.94	应收账款周转率	445.50	485.66	447.85	489.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	7.12	7.38	7.60	7.64
其他负债	81.41	81.41	81.41	81.41	业绩和估值指标	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	2091.64	2017.88	2653.20	2628.35	EBIT	184.24	181.40	110.06	119.02
股本	541.50	541.50	541.50	541.50	EBITDA	324.70	344.23	371.28	380.24
资本公积	336.73	336.73	336.73	336.73	NOPLAT	125.42	114.25	73.54	80.38
留存收益	441.84	553.88	681.70	826.79	净利润	146.18	159.53	112.04	127.82
归属母公司股东权益	1320.07	1432.11	1559.93	1705.02	EPS	0.270	0.295	0.207	0.236
少数股东权益	-8.50	-14.52	-21.38	-29.18	BPS	2.139	2.438	2.645	2.881
股东权益合计	1311.57	1417.60	1538.55	1675.84	PE	18.78	17.21	24.50	21.48
负债和股东权益合计	3403.21	3435.47	4191.75	4304.20	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	PB	2.37	2.08	1.92	1.76
经营性现金流量	476.77	239.72	613.08	19.89	PS	0.48	0.41	0.35	0.30
投资性现金流量	-320.35	10.47	10.47	10.47	PCF	5.54	5.76	11.45	4.48
筹资性现金流量	3.48	28.84	39.44	47.77	EV/EBIT	5.10	9.16	12.62	6.14
现金流量净额	159.91	279.03	662.99	78.13					

资料来源: 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、大连友谊、飞亚达A、老凤祥、昆百大A、南京中商、新华都、欧亚集团

机构销售团队

区域	姓名	手机号1	手机号2	邮箱
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。