

三大因素致一季度毛利率下滑 1.63% 买入 维持

报告摘要:

- **一季报摘要。**2013年1季度公司实现营业收入1873.95亿元,同比增长20.07%;实现归属母公司净利润1.96亿元,同比增长9.37%;扣非归母净利润1.94亿元,同比增长9.60%;EPS0.35元。
- **三大原因致使一季度毛利率下滑 1.63 个百分点至 18.36%。**2013年1季度公司毛利率下滑 1.63 个百分点,主要来自 3 方面原因:(1)低毛利率的黄金商品销售大幅增长 60%左右,占销售比重提升到近 20%,从而拉低了整体毛利率;(2)奥特莱斯门店销售收入大幅增长 80%,超出此前市场预期,奥莱毛利率仅为 11%,拉低整体毛利率;(3)公司春节期间促销时间较长,促销力度较大,降低了毛利率。我们预计,随着金价大幅下跌,未来黄金销售收入增速将有所放缓,同时随着公司促销力度减弱,未来 3 个季度公司毛利率较去年同期将小幅回升。
- **费用率变化平稳,期间费用率降低 0.27 个百分点。**1 季度公司费用控制良好,其中销售费用率小幅上升 0.09 个百分点至 1.36%;管理费用微升 0.6 个百分点至 3.28%;财务费用用较上年同期减少 781.40 万元,主要原因为去年同期公司计提短期融资券利息,本期无此项支出。
- **新春天百货开业,全年目标销售额 4 亿元。**新友阿春天百货 1 月 30 日开业,开业初期经营基本符合预期,但近期所在商圈地铁建设,影响部分客流。预计春天百货毛利率将在 18%左右,全年贡献业绩超过 1000 万元。
- **13 年无新项目开出,天津奥特莱斯推迟至明年开业,地产或有小幅结算。**公司天津奥莱项目将于 14 年初开业,意味着 13 年将没有新项目培育期亏损费用发生,住宅项目今年下半年将达到预售条件,但结算进度尚不确定,今年地产难对净利润形成贡献。
- **盈利预测和投资建议。**公司逐步从原先内生式增长转型为外延扩张式发展模式,我们看好公司优秀的管理能力和外延扩张能力,但零售行业整体表现较为低迷短期内也一定程度制约了公司业绩释放,尽管如此,我们认为公司未来三年净利润增速仍将维持在 20%以上,预计 13-15 年 EPS 分别为 0.80、0.96、1.16 元,股价仍处于低估,维持公司“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	4741.08	5716.59	6837	8286	10138
增长率(%)	33.05%	20.58%	19.60%	21.20%	22.34%
归母净利润(百万)	290.48	376.01	447	535	649
增长率(%)	34.39%	29.44%	18.85%	19.78%	21.31%
每股收益	0.520	0.673	0.800	0.958	1.162
市盈率	17.60	13.60	11.44	9.55	7.87

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

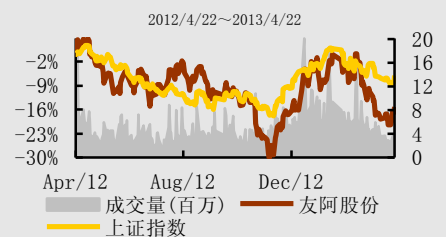
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

三季报简评, 费用控制良好, 业绩符合预期

2012-10-15

年报简评, 内生增长强劲, 奥特莱斯表现好于预期

2012-02-28

季报简评, 股权激励为高效管理团队锦上添花

2011-10-26

增收又增利, 还有后续门店发力

2011-08-16

看好奥特莱斯和春天百货增长

2011-07-19

表 1: 1 季度业绩较同期表现拆分

单位 (百万元)	2013 Q1	2012 Q1	2013Q1-2012Q1
营业收入	1,873.95	1,560.65	313.30
营业收入增速 YOY	20.07%	15.04%	5.03%
营业成本	1,529.97	1,248.80	281.16
综合毛利率 (左)	18.36%	19.98%	-1.63%
综合毛利率变动幅度	-1.63%	0.41%	
营业税金及附加	19.34	16.36	2.98
销售费用	25.54	19.80	5.73
销售费用增速	28.94%	-35.88%	
管理费用	61.42	50.18	11.24
管理费用增速	22.41%	25.17%	
财务费用	-6.54	1.27	-7.81
期间费用率	4.29%	4.57%	-0.27%
销售费用率	1.36%	1.27%	0.09%
管理费用率	3.28%	3.22%	0.06%
财务费用率	-0.35%	0.08%	-0.43%
资产减值损失	-0.19	0.28	-0.47
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.28	3.77	-1.49
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	262.52	242.46	20.06
加: 营业外收入	3.63	0.03	3.60
减: 营业外支出	1.15	0.60	0.56
其中: 非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00
利润总额	265.00	241.89	23.11
减: 所得税	68.37	62.08	6.29
净利润	196.63	179.81	16.82
减: 少数股东损益	0.90	0.86	0.04
归属于母公司所有者的净利润	195.72	178.95	16.78
归母净利润增速	9.37%	25.25%	-15.88%
销售净利率 (右)	10.44%	11.47%	-1.02%

资料来源: 宏源证券, 公司公告

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
营业收入	5,716.59	6,837.04	8,286.49	10,137.69	收益率			
减: 营业成本	4722.88	5664.49	6883.59	8424.42	毛利率	17.38%	17.15%	16.93%
营业税金及附加	64.65	77.32	93.71	114.65	三费/销售收入	8.85%	7.95%	7.78%
营业费用	216.82	247.50	298.31	364.96	EBIT/销售收入	9.07%	8.21%	7.93%
管理费用	293.45	341.85	414.32	512.97	EBITDA/销售收入	11.25%	12.74%	11.75%
财务费用	-4.23	-46.04	-68.23	-91.66	销售净利率	6.67%	6.63%	6.55%
资产减值损失	2.12	1.78	1.78	1.78	资产获利率			
加: 投资收益	31.90	-10.00	-5.00	0.00	ROE	16.63%	16.51%	16.51%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.22%	9.84%	9.61%
其他经营损益	67.50	67.50	67.50	67.50	ROIC	737.93%	55.62%	453.55%
营业利润	520.29	607.63	725.50	878.08	增长率			
加: 其他非经营损益	-2.94	-0.06	-0.06	-0.06	销售收入增长率	20.58%	19.60%	21.20%
利润总额	517.35	607.58	725.44	878.02	EBIT 增长率	29.63%	8.36%	17.04%
减: 所得税	136.05	154.39	182.61	219.51	EBITDA 增长率	24.14%	35.40%	11.75%
净利润	381.30	453.18	542.83	658.52	净利润增长率	29.00%	18.85%	19.78%
减: 少数股东损益	5.29	6.29	7.54	9.14	总资产增长率	5.68%	12.48%	19.94%
归属母公司股东净利润	376.01	446.89	535.29	649.37	股东权益增长率	18.42%	19.77%	19.77%
					经营营运资本增长率	35.61%	-50.06%	-7.90%
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	资本结构			
货币资金	1659.66	2668.43	3396.37	4751.45	资产负债率	48.60%	47.45%	48.25%
应收和预付款项	209.32	507.54	362.87	702.25	投资资本/总资产	14.84%	1.90%	-0.91%
存货	607.89	205.89	783.03	427.26	带息债务/总负债	4.06%	0.00%	0.00%
其他流动资产	188.19	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.11	1.28	1.40
长期股权投资	227.84	217.84	212.84	212.84	速动比率	0.78	1.20	1.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	13.93%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	989.83	1197.14	1460.51	1417.21	收益留存率	86.07%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	354.56	314.43	274.30	234.17	资产管理效率			
其他非流动资产	834.14	592.84	351.55	351.55	总资产周转率	1.13	1.20	1.21
资产总计	5071.44	5704.13	6841.47	8096.73	固定资产周转率	6.17	7.62	7.14
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00				
应付和预收款项	2262.03	2604.26	3198.77	3795.51	应收账款周转率	212.97	263.37	217.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	7.77	27.51	8.79
其他负债	102.56	102.56	102.56	102.56	业绩和估值指标	2012A	2013E	2014E
负债合计	2464.59	2706.83	3301.34	3898.08	EBIT	518.21	561.54	657.21
股本	558.72	558.72	558.72	558.72	EBITDA	643.39	871.15	973.49
资本公积	614.13	614.13	614.13	614.13	NOPLAT	384.16	418.70	491.70
留存收益	1087.59	1534.48	2069.77	2719.14	净利润	376.01	446.89	535.29
归属母公司股东权益	2260.43	2707.32	3242.62	3891.99	EPS	0.673	0.800	0.958
少数股东权益	346.41	352.70	360.24	369.38	BPS	4.046	4.846	5.804
股东权益合计	2606.84	3060.02	3602.85	4261.37				

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、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大A、新华都

机构销售团队

区域	姓名	手机号	座机号	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。