

# 收入增速与毛利率双降拖累业绩

## 中性 维持

### 报告摘要:

- **一季报摘要。**2013年1季度,公司实现营业收入46.35亿元,同比增长3.86%;实现归属母公司净利润8636万元,同比下降8.99%,EPS0.13元。
- **收入增速仅为3.86%,远低于去年同期11.34%水平。**公司2013年1季度收入增速仅为3.86%,远低于去年同期11.34%水平,结合考虑公司2013年1季度新增23家门店,估计1季度可比门店同店增速为负。结合考虑12年年报重庆地区收入下降,同时13年重庆地区未开任何门店,我们估算重庆地区门店收入下滑可能是拖累1季度收入整体增速不高的主要原因。
- **毛利率较同期下降0.72个百分点,期间费用率降低0.30个百分点。**我们估计由于次新门店比重较大原因,公司1季度毛利率较去年同期下降0.72个百分点,同时公司期间费用率下降0.30个百分点,销售费用率和管理费用率分别下降0.18和0.12个百分点。总体来看公司2013年1季度净利率下滑0.26个百分点(公司去年同期净利率为2.10个百分点,对于净利率变动较为敏感)。
- **新开门店节奏基本正常。**公司营业网点达到971家(新增23家),其中,中百仓储253家,新增9家(武汉市内78家,新增3家;湖北省内88家,新增6家;重庆社区超市87家,没有新开门店);中百超市665家,新增14家(含加盟店45家),公司门店扩展速度基本保持文中放缓态势。
- **盈利预测和投资建议。**我们估算2012年新开2家百货门店仍处于培育期,将拖累百货业绩,同时超市业务增速放缓,人工费用和租金上涨仍成为费用端惯性,我们判断公司短期仍将面临较大费用压力,预计13-15年EPS分别为0.33、0.38、0.39元,维持“中性”评级。

### 消费服务研究组

#### 分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: [chenxu@hysec.com](mailto:chenxu@hysec.com)

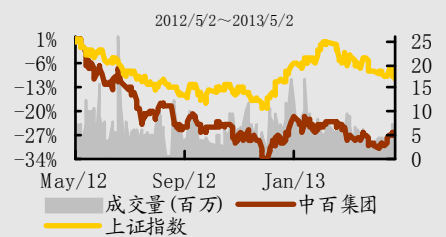
#### 研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: [jiangtianjiao@hysec.com](mailto:jiangtianjiao@hysec.com)

### 市场表现



### 相关研究

- 业绩下滑23%,费用上涨压力巨大  
2013-04-21
- 三季报简评,销售费用激增,单季净利润下滑96%  
2012-10-28
- 整合物流资源,发展便利店及电商业务  
2011-04-26
- 2011年将大力发展便利店业务  
2011-03-26

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	13864.37	15704.11	17604	19629	21651
增长率(%)	16.78%	13.27%	12.10%	11.50%	10.30%
归母净利润(百万)	266.78	205.11	228	256	266
增长率(%)	6.32%	-23.12%	10.93%	12.46%	3.97%
每股收益	0.392	0.301	0.334	0.376	0.391
市盈率	15.90	20.68	18.65	16.58	15.95

**表 1: 2013 年 1 季度新开门店 23 家, 其中仓储超市 9, 便民超市 14 家**

单位: 个	2011 年中	2011 年末	2012 年中	2012 年末	2013 年 1 季度	2012 年 新增门店	2013 年 1 季度 新增门店
<b>网点总数</b>	<b>775</b>	<b>838</b>	<b>903</b>	<b>948</b>	<b>971</b>	<b>110</b>	<b>23</b>
<b>仓储超市</b>	<b>175</b>	<b>203</b>	<b>228</b>	<b>244</b>	<b>253</b>	<b>41</b>	<b>9</b>
其中武汉市:	62	71	72	75	78	4	3
其中湖北省	66	76	80	82	88	6	6
其他城市:							
重庆市:	47	56	76	87	87	31	0
<b>便民超市</b>	<b>558</b>	<b>584</b>	<b>620</b>	<b>651</b>	<b>665</b>	<b>67</b>	<b>14</b>
其中: 加盟店	53	49	48	45	45	-4	0
<b>电器专卖</b>	<b>37</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>百货</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>0</b>

资料来源: 公司公告, 宏源证券

**表 2: 1 季度业绩较同期表现拆分**

单位 (百万元)	2013 Q1	2012 Q1	2013Q1-2012Q1
<b>营业收入</b>	4,635.60	4,463.24	<b>172.35</b>
营业收入增速 YOY	3.86%	11.34%	-7.48%
<b>营业成本</b>	3,785.37	3,612.58	<b>172.79</b>
<b>综合毛利率 (左)</b>	18.34%	19.06%	-0.72%
<b>毛利额</b>	850.23	850.66	<b>-0.43</b>
综合毛利率变动幅度	-0.72%	0.44%	
营业税金及附加	25.93	26.67	<b>-0.74</b>
销售费用	540.32	528.16	<b>12.15</b>
销售费用增速	2.30%	18.26%	
管理费用	158.45	158.08	<b>0.37</b>
管理费用增速	0.23%	17.87%	
财务费用	8.48	7.97	<b>0.51</b>
期间费用率	15.26%	15.55%	<b>-0.30%</b>
销售费用率	11.66%	11.83%	<b>-0.18%</b>
管理费用率	3.42%	3.54%	<b>-0.12%</b>
财务费用率	0.18%	0.18%	<b>0.00%</b>
资产减值损失	0.00	0.00	<b>0.00</b>
公允价值变动净收益	0.00	0.00	<b>0.00</b>
投资净收益	0.00	0.00	<b>0.00</b>
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	117.05	129.77	<b>-12.72</b>
加: 营业外收入	7.70	2.81	<b>4.89</b>
减: 营业外支出	0.73	0.59	<b>0.14</b>
其中: 非流动资产处置净损失	0.04	0.53	<b>-0.50</b>
<b>利润总额</b>	124.02	131.99	<b>-7.97</b>

减：所得税	38.69	39.07	<b>-0.38</b>
净利润	85.34	92.92	<b>-7.59</b>
减：少数股东损益	<b>-0.01</b>	<b>-0.86</b>	<b>0.84</b>
归属于母公司所有者的净利润	85.35	93.78	<b>-8.43</b>
归母净利润增速	-8.99%	1.25%	<b>-10.24%</b>
销售净利率（右）	1.84%	2.10%	<b>-0.26%</b>

资料来源：宏源证券，公司公告

表 3: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
<b>利润表</b>					<b>收益率</b>				
营业收入	15,704.11	17,604.31	19,628.81	21,650.58	毛利率	19.88%	19.90%	19.95%	20.00%
减: 营业成本	12582.12	14101.05	15712.86	17320.46	三费/销售收入	17.39%	17.53%	17.57%	17.72%
营业税金及附加	102.35	114.73	127.93	141.10	EBIT/销售收入	2.13%	1.55%	1.52%	1.40%
营业费用	2031.34	2325.53	2612.59	2901.18	EBITDA/销售收入	3.99%	3.22%	3.05%	1.46%
管理费用	658.36	756.99	844.04	952.63	销售净利率	1.28%	1.27%	1.28%	1.21%
财务费用	41.26	3.13	-8.58	-18.04	<b>资产获利率</b>				
资产减值损失	3.90	1.41	1.41	1.41	ROE	7.11%	7.31%	7.60%	7.32%
加: 投资收益	11.51	0.00	0.00	0.00	ROA	4.29%	3.79%	3.62%	3.49%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	13.49%	10.94%	11.03%	14.06%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>增长率</b>				
<b>营业利润</b>	296.29	301.47	338.56	351.85	销售收入增长率	13.27%	12.10%	11.50%	10.30%
加: 其他非经营损益	23.55	-3.70	-3.70	-3.70	EBIT 增长率	-14.62%	-18.03%	9.28%	1.28%
<b>利润总额</b>	319.84	297.77	334.87	348.15	EBITDA 增长率	-1.90%	-9.63%	5.66%	-47.18%
减: 所得税	118.50	74.44	83.72	87.04	净利润增长率	-24.23%	10.93%	12.46%	3.97%
<b>净利润</b>	201.33	223.33	251.15	261.11	总资产增长率	1.03%	-7.15%	14.22%	5.00%
减: 少数股东损益	-3.78	-4.19	-4.71	-4.90	股东权益增长率	7.66%	7.89%	8.22%	7.90%
<b>归属母公司股东净利润</b>	205.11	227.52	255.87	266.01	经营资本增长率	-7.22%	7.59%	-23.34%	6.74%
<b>资产负债表</b>					<b>资本结构</b>				
货币资金	1359.61	1257.13	1952.66	2098.03	资产负债率	62.58%	66.90%	67.97%	66.49%
应收和预付款项	712.91	644.56	868.29	799.58	投资资本/总资产	24.41%	28.48%	19.80%	20.43%
存货	1840.97	2192.87	2302.05	2652.75	带息债务/总负债	3.90%	0.08%	0.07%	0.06%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.80	0.85	0.91	0.96
长期股权投资	39.10	39.10	39.10	39.10	速动比率	0.43	0.39	0.50	0.50
投资性房地产	56.81	56.81	56.81	56.81	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	2839.89	2395.04	2686.96	2672.22	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	349.21	349.21	349.21	349.21	<b>资产管理效率</b>				
其他非流动资产	585.67	292.83	0.00	0.00	总资产周转率	2.02	2.44	2.38	2.50
<b>资产总计</b>	7784.17	7227.56	8255.09	8667.71	固定资产周转率	7.49	8.40	8.22	8.10
短期借款	190.00	0.00	0.00	0.00	<b>业绩和估值指标</b>				
应付和预收款项	4173.65	4327.16	5103.53	5255.04	应收账款周转率	196.81	247.77	202.07	244.99
长期借款	3.73	3.73	3.73	3.73	存货周转率	6.83	6.43	6.83	6.53
其他负债	504.00	504.00	504.00	504.00	<b>EBIT</b>	333.79	273.60	298.97	302.80
<b>负债合计</b>	4871.38	4834.89	5611.26	5762.77	<b>EBITDA</b>	626.77	566.43	598.47	316.13
股本	681.02	681.02	681.02	681.02	<b>NOPLAT</b>	191.73	207.97	227.00	229.87
资本公积	1075.66	1075.66	1075.66	1075.66	<b>净利润</b>	205.11	227.52	255.87	266.01
留存收益	1126.70	1354.23	1610.09	1876.11	<b>EPS</b>	0.301	0.334	0.376	0.391
<b>归属母公司股东权益</b>	2883.39	3110.91	3366.78	3632.79	<b>BPS</b>	4.234	4.568	4.944	5.334
少数股东权益	29.40	25.21	20.49	15.59	<b>PE</b>	20.68	18.65	16.58	15.95
<b>股东权益合计</b>	2912.79	3136.12	3387.27	3648.38	<b>PEG</b>	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	7784.17	7971.01	8998.53	9411.16	<b>PB</b>	1.47	1.36	1.26	1.17
<b>现金流量表</b>					<b>PS</b>	0.27	0.24	0.22	0.20
经营性现金净流量	1044.26	366.11	962.41	102.79	<b>PCF</b>	4.06	11.59	4.41	41.28
投资性现金净流量	-961.75	-302.77	-302.77	-2.77	<b>EV/EBIT</b>	9.77	11.66	8.40	7.86
筹资性现金净流量	-192.88	-165.82	35.90	45.36					
<b>现金流量净额</b>	<b>-110.37</b>	<b>-102.48</b>	695.53	145.37					

**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	电话	手机	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。