



归母业绩下降不改实质业绩拐点

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 4.89 亿元,同比增长 16.05%;实现归属母公司净利润 1053.65 万元,同比下降 6.93%;扣非归母净利润 854.12 万元,同比下降 3.64%;EPS0.064 元。
- **收入保持良好增长,1 季度同比增长 16%,毛利率小幅上升 1.50 个百分点。**2013 年 1 季度公司收入增长 16%,在没有新增项目的情况下,体现出良好的内生增长能力,公司毛利率进一步提高 1.50 个百分点,我们估测主要来自高毛利率的新西南和百大新天地收入占比提升所致。(百大新天地和新西南购物中心均为物业出租模式,毛利率显著高于联营扣点模式)。
- **期间费用率控制良好,整体降低 0.48 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 0.76 个百分点至 9.62%;管理费用率降低 0.88 个百分点至 10.02%;财务费用率下降 0.36 个百分点。
- **归母净利润下降主要原因来自此前的股权出售,从而对核心门店持有权益比例下降所致。**公司收入增长良好,毛利率提升,费用率下降,三方面因素实质上带来净利润 29%的同比增长。但 2012 年公司为了激励管理人员,向高管出让了核心门店子公司以及家电和家有宝贝子公司的部分股权,致使公司对子公司持股比例下降,少数股东更多地分享了公司的成长(今年 1 季度 362 万元,去年同期 37 万元)。因此我们认为公司归母净利润的下降并不代表公司盈利能力的下降,从整体净利润增速来看,公司已经迎来基本面的拐点。
- **股权激励草案已获证监会批准,5 月 23 日提交股东大会。**公司根据中国证券监督管理委员会的反馈意见形成《草案修订稿》,该草案修订稿已经中国证券监督管理委员会审核无异议。将提交公司 2013 年 5 月 23 日召开的年度股东大会批准。
- **盈利预测和投资建议。**公司明确战略,将以购物中心扩张为主,住宅地产逐步萎缩。保守计算公司 13-15 年非地产业务贡献经常性 EPS 分别为 0.36、0.48、0.60 元。公司拟定股权激励草案,未来符合增速将达 46%,未来地产保守可结算利润 5 亿元,充分保障股权激励实施条件。我们维持公司“买入”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

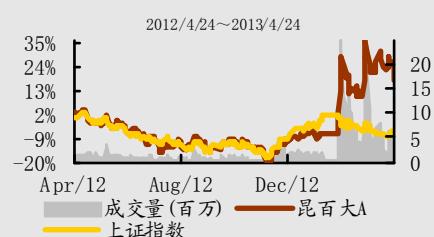
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

- 盈利质量提升,业绩迈入新征程
2013-04-18
- 尘埃落定,12 年扣非 EPS0.30 元
2013-03-21
- 股权激励的可行性分析
2013-02-21
- 股权激励要求未来 4 年 CAGR46%
2013-02-19

经营指标 (百万) (12 年后为扣除地产和非经常项目后的数据)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入 (扣除地产业务)	1450.77	1534.87	1692.98	1900.58	2123.15
增长率 (%) 11 年以非地产为基数	13.02%	6.08%	10.00%	12.26%	11.71%
归母经常性净利润(百万)	18.72	49.58	59.79	79.81	98.57
增长率 (%)	135.31%	164%	21.03%	33.49%	23.50%
每股收益 (元)	0.11	0.30	0.36	0.48	0.60
12 年后经常性除地产业务					
市盈率 (市值扣除地产净利润后)	72.73	26.67	22.22	16.67	13.33

盈利预测和投资建议

公司今年拟定股权激励草案的同时，制定了未来以商业为主的战略方向，但具体项目尚未落地，因此，我们采用保守的计算方法（仅考虑目前已有的项目）对公司进行盈利预测。我们认为，因为公司未来扩张将以购物中心（出租）模式为主，且将持有自有物业并按照投资性房地产公允价值进行计量，不存在折旧或租金费用，仅承人工、水电、管理等费用。

根据现有项目，我们预计公司 2013-2016 年归属上市公司净利润（不含并表地产及联营、合营公司投资收益）分别为：5979 万元、7981 万元、9857 万元和 11623 万元，对应不含地产 EPS 为 0.36、0.48、0.60 和 0.70 元。未来地产业务贡献净利润底线合计为 4.5 亿元（考虑经百、大理项目后应该在 5 亿元以上，若按照实价正向估测，约在 8 亿元-9 亿元左右，但我们以存货为基础的保守预测为主）。目前公司股价 10.68 元，若剔除地产业务贡献的保守 EPS2.7 元，对应非地产业务股价为 8 元，对应 2013-15 年 PE 分别为 22.22、16.67 和 13.33 X，我们给予公司“买入”评级。

关于股权激励的可行性分析，2012 年股权激励基数经常性 EPS 为 0.3 元，若按照股权激励要求，13-16 年经常性 EPS 应该达到 0.36、0.84、1.07、1.37 元；对应每年地产业务分别需要结算 0、0.36、0.47、0.67 元，合计地产业务需贡献 EPS1.50 元，折净利润 2.47 亿元，公司目前地产储备项目按最保守的估算业绩可以达到股权激励要求。

但我们同时强调，公司制定激励计划，更多是促进了公司主营商业经营的发展（而非仅仅地产业务结算贡献，尽管地产利润极为可观。因为如果仅由地产业务结算贡献利润，2016 年之后地产结算殆尽，将会出现业绩断层，资本市场的理性预期将会拖累公司股价，从而不利于股权激励授予者的利益），公司的战略中心调整也印证了我们的判断。公司在云南地区积累的品牌声誉将利于公司门店的外延扩张。公司未来的扩张项目将成为其估值提升的重要驱动力。

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	489.22	421.56	67.66
营业收入增速 YOY	16.05%	3.70%	12.35%
营业成本	327.34	288.39	38.94
综合毛利率（左）	33.09%	31.59%	1.50%
毛利额	161.88	133.16	28.72
综合毛利率变动幅度	1.50%	6.44%	
营业税金及附加	15.31	11.23	4.08
销售费用	47.07	37.38	9.69
销售费用增速	25.93%	33.56%	
管理费用	49.01	45.95	3.05
管理费用增速	6.64%	19.74%	
财务费用	25.06	23.09	1.97
期间费用率	24.76%	25.25%	-0.48%
销售费用率	9.62%	8.87%	0.76%
管理费用率	10.02%	10.90%	-0.88%

财务费用率	5.12%	5.48%	-0.36%
资产减值损失	-0.01	-0.02	0.01
公允价值变动净收益	-1.28	0.00	-1.28
投资净收益	-0.62	0.35	-0.97
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.62	0.35	-0.97
营业利润	23.55	15.88	7.66
加：营业外收入	1.13	3.46	-2.33
减：营业外支出	0.09	0.10	-0.01
其中：非流动资产处置净损失	0.01	0.01	-0.00
利润总额	24.58	19.24	5.34
减：所得税	10.43	8.29	2.14
净利润	14.16	10.95	3.21
减：少数股东损益	3.62	-0.37	3.99
归属于母公司所有者的净利润	10.54	11.32	-0.78
归母净利润增速	-6.93%	55.77%	-62.70%
销售净利率（右）	2.15%	2.69%	-0.53%

资料来源：宏源证券，公司公告

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

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。