



进军城市综合体，发展谋变促转型

增持 维持

目标价格：6.6

公司事件：

5月17日公司公告，以1.71亿元竞得沙县金沙大道城市综合体项目国有建设用地使用权，规划用地面积60132平方米，容积率：≤3.2，其中商服建筑面积≥65000平方米、地下停车建筑面积≥45000平方米。

报告摘要：

- 竞得沙县金沙大道土地，跨出城市综合体第一步：**公司截止2012年底拥有9家百货门店，114家超市门店。其中面积最大的福州宝龙店和泉州丰泽店面积分别为3万平方米左右，其他门店面积多为2万平方米以下的小体量门店。此次公司竞得土地，将开设大型城市综合体，含停车场建筑面积将超过11万平方米，将成为沙县最大的商业体（目前沙县仅有夏商百货、嘉华联百货等小型百货）。根据招标要求，未来建成后购物中心将引进超市、百货、餐饮、知名品牌的影院或IMAX影院（影院面积2000平方米以上）、娱乐等业态，在沙县形成绝对竞争优势。公司此次建设城市综合体也意味着公司将逐步实现从纯商业到地产的战略转型，控股股东的强力支持将极大程度上确保公司此次战略转型的成功。
- 沙县经济体量较小，项目成长空间较为有限。**沙县常住人口26万，城区人口10万人，“十二五”内城市人口将达到15万；2012年地区生产总值150亿元，增长13.5%，城镇居民人均可支配收入2.3万元，农民人均纯收入1.04万元。我们认为沙县城镇人口规模较为有限，单靠沙县本身的消费能力，项目成长空间将较为有限，未来能否实现持续增长，重点关注能否吸引周边三明市（距离25公里）以及旅游消费人群。
- 项目建设周期约为2-3年，短期内对公司业绩影响较小。**由于此次公司获得地块将建设大型综合体，建设周期较长，乐观估计将在2年左右，因此对于公司短期内并无业绩方面影响（可能产生少量人工费用）。
- 盈利预测和投资建议。**我们认可公司未来向地产转型，寻找新业务增长点的战略，公司进军购物中心业态也意味着公司擅于把握时机，顺应零售业发展趋势的能力。预计13-15年商业EPS分别为0.2、0.2、0.23元；我们同时看好公司未来资本运作能力给予公司“增持”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

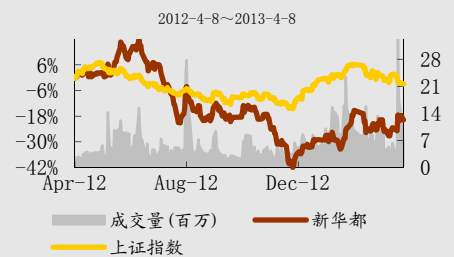
研究助理：

姜天骄

电话：010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

1 季度业绩下滑 49%，未来逐季改善

2013-4-18

年报简评，业绩见底，将受益城镇化

2013-3-24

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	5686.51	6662.46	7627	8391	9276
增长率(%)	30.30%	17.16%	14.47%	10.02%	10.55%
归母净利润(百万)	146.18	159.53	110	110	127
增长率(%)	89.35%	9.14%	-31.13%	0.53%	14.94%
每股收益(商业)	0.270	0.295	0.203	0.204	0.234
市盈率	22.89	20.95	30.44	30.29	26.41

表 1: 公司百货门店详细情况

	门店	城市	业态	开业时间	经营面积	备注
1	东街口店	福州	百货	1995	6,579	福州最核心的东街口商圈
2	元洪店	福州	百货+超市	2007	11,533	福州福清市元洪路 27 号冠发城
3	丰泽店	泉州	百货+超市	2004	29,199	地处繁华商圈泉州商城内, 百货、超市面积各半
4	列东店(阳光店)	三明	百货	2008 年底	14,480	列东街阳光城·时代广场内
5	宝龙店	福州	百货	2008 年底	30,303	万宝商圈宝龙城市广场内
6	石狮德辉店	泉州	百货	2012 年 1 月 13 日	26,000	石狮市八七路德辉广场
7	泉州钟楼店	泉州	百货	2012 年 1 月	9,888	泉州市鲤城区东街 2 号新华都购物广场
8	延安店	漳州	百货+超市	2010 年 12 月 25 日	15,000	漳州市芗城区延安北路与腾飞路交汇处
9	晋江阳光时代店	泉州	百货+电器	2012 年 12 月 31 日	15,000	晋江市和平中路阳光时代广场

资料来源: 宏源证券, 公开资料

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	7,626.85	8,390.69	9,275.55	收益率				
减: 营业成本	5307.37	6086.23	6645.43	7327.68	毛利率	20.33%	20.34%	20.20%	20.80%
营业税金及附加	45.59	52.19	57.42	63.48	三费/销售收入	16.53%	16.89%	17.77%	18.52%
营业费用	972.78	1193.26	1382.66	1545.06	EBIT/销售收入	3.24%	2.72%	1.41%	1.18%
管理费用	158.70	174.57	192.03	211.23	EBITDA/销售收入	5.71%	5.17%	4.84%	4.29%
财务费用	-5.96	-12.89	-21.05	-26.56	销售净利率	2.43%	2.27%	1.36%	1.25%
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%	7.68%	7.17%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.63%	5.33%	3.36%	2.56%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	52.24%	55.18%	30.41%	63.12%
营业利润	171.61	122.48	123.20	143.66	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%	14.47%	10.02%
利润总额	200.98	136.20	136.92	157.37	EBIT 增长率	136.46%	-1.54%	-40.62%	-8.35%
减: 所得税	50.02	32.23	32.40	37.24	EBITDA 增长率	77.78%	6.02%	7.18%	-2.44%
净利润	150.96	103.97	104.52	120.13	净利润增长率	113.83%	9.20%	-31.13%	0.53%
减: 少数股东损益	-8.57	-5.90	-5.93	-6.82	总资产增长率	57.32%	22.38%	-5.79%	20.16%
归属母公司股东净利润	159.53	109.87	110.45	126.95	股东权益增长率	105.50%	13.99%	8.32%	7.72%
					经营营运资本增长率	-35.83%	-50.39%	18.73%	-38.59%
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	资本结构				
货币资金	1142.23	1389.00	2006.18	2039.32	资产负债率	58.35%	61.46%	58.99%	63.16%
应收和预付款项	551.73	427.77	645.29	539.25	投资资本/总资产	10.32%	6.93%	3.21%	-10.44%
存货	719.41	772.57	856.50	939.81	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	1.38	1.45
长期股权投资	22.40	22.40	22.40	22.40	速动比率	0.83	0.81	0.96	1.09
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	2.38	2.18
资产总计	3403.21	3206.22	3852.64	3835.04	固定资产周转率	18.79	19.61	24.22	28.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	445.50	485.66	459.52	500.80
应付和预收款项	2010.23	1810.00	2351.90	2214.17	存货周转率	7.12	7.38	7.88	7.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标	2012A	2013E	2014E	2015E
其他负债	81.41	81.41	81.41	81.41	EBIT	181.40	107.72	98.72	111.86
负债合计	2091.64	1891.41	2433.31	2295.58	EBITDA	344.23	368.95	359.95	128.89
股本	541.50	541.50	541.50	541.50	NOPLAT	114.25	71.76	64.89	74.92
资本公积	336.73	336.73	336.73	336.73	净利润	159.53	109.87	110.45	126.95
留存收益	441.84	551.71	662.16	789.11	EPS	0.295	0.203	0.204	0.234
归属母公司股东权益	1320.07	1429.94	1540.39	1667.34	BPS	2.438	2.641	2.845	3.079
少数股东权益	-8.50	-14.40	-20.33	-27.15	PE	18.91	27.45	27.31	23.76
股东权益合计	1311.57	1415.54	1520.06	1640.18	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	3403.21	3306.95	3953.36	3935.76	PB	2.28	2.11	1.96	1.81
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	PS	0.45	0.40	0.36	0.33
经营性现金净流量	476.77	207.82	568.52	-22.84	PCF	6.33	14.51	5.31	-132.04
投资性现金净流量	-320.35	10.47	10.47	10.47	EV/EBIT	10.65	15.68	10.87	9.32
筹资性现金净流量	3.48	28.48	38.20	45.51					
现金流量净额	159.91	246.77	617.18	33.14					

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。

姜天骢: 商贸零售行业分析师, 复旦大学经济学学士, 上海财经大学数量经济学硕士。2012 年加入宏源证券。

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	手机号	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。