

3 季度收入平稳增长 7.4%，符合预期 **增持** 维持

- **三季度报摘要。**2012年3季度公司实现营业收入4.53亿元，同比增长7.38%，归属于上市公司股东的净利润0.275亿元，同比下降16.45%。3季度摊薄每股收益0.048元。1-3季度，公司营业收入15.39亿元，同比增长5.76%，归属于上市公司股东的净利润1.04亿元，同比下降25.74%。1-3季度公司摊薄每股收益0.183元。
- **今年3季度毛利率较去年同期上升0.72个百分点至24.53%，收入增速小幅回升。**公司12年3季度零售毛利率为24.53%，较去年同期水平显著提升0.72个百分点，我们判断主要原因可能为低毛利的家电销售占比进一步下降。公司收入3季度小幅回升至7.38%，在竞争进一步加剧的成都市场中表现较为良好。公司盐市口点周边竞争对手较多，包括摩尔百货、远东百货、仁和春天等大型门店；成都以外其他地区竞争也进一步加剧，公司未来同店增长仍面临较大竞争压力。
- **3季度销售费率用率较去年下降0.86个百分点至11.14，管理费用率攀升1.05个百分点至2.97%。**从历史规律看，3季度销售费用率是公司年内高点，今年3季度销售费用率较去年下降0.86%，主要由于公司租赁物业一般合同签约时间为15年-20年，短期内没有很大的租金压力，仅武侯店租赁合同将于明年年中到期。自有物业占比较高，租金整体压力较小。本期公司管理费用率上升幅度较大，达到1.05个百分点，财务费用率较去年同期下降0.44个百分点。
- **储备项目较为充足，盐市口店二期13年上半年可以开业。**公司盐市口店二期规划总投资10亿元，土地为公司自有，成本较低。未来规划商业面积5万平方米左右，酒店4万平方米；写字楼4万平方米左右。按计划明年（13年）上半年可以开业。目前，二期新店正在招商引资过程中。此外，城南天府新区茂业中心目前处于内部装修阶段，实际商场面积6万方，未来将择期开业。
- **盈利预测：**我们认为公司遵循了“预算管理、目标经营、结果导向”的经营思想，预计公司今年整体收入将小幅上升5.2%，2012-2014年EPS为0.294元、0.416元和0.541元，维持“增持”评级。

消费服务研究组

高级分析师：

陈炫如（陈旭）(S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

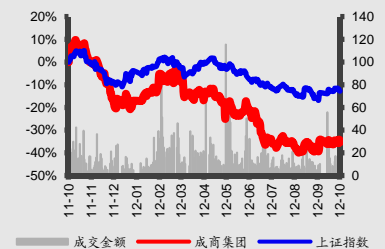
研究助理：

姜天骄

电话：010-8801 3525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	4.97
52周内高(前复权)	8.56
52周内低(前复权)	4.54
总市值(百万元)	2835
流通市值(百万元)	2826
总股本(百万股)	570
A股(百万股)	570
—已流通(百万股)	569
—限售股(百万股)	1

资料来源：宏源证券

相关研究

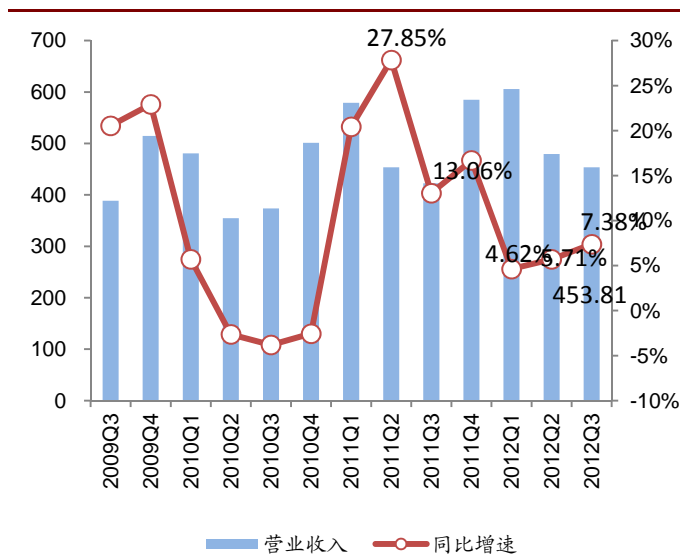
- 1、成商集团：太平洋百货未确认收益致利润下滑
- 2012/08/16

百万元、元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1710.67	2040.16	2146	2829	3437
增长率	-0.67%	19.26%	5.20%	31.80%	21.50%
归属母公司净利润	138.30	195.73	168	237	309
增长率	8.19%	41.52%	-14.42%	41.54%	30.16%
每股收益	0.242	0.343	0.294	0.416	0.541
PE	20.54	14.49	16.90	11.95	9.19

表 1: 成商集团损益表拆分指标

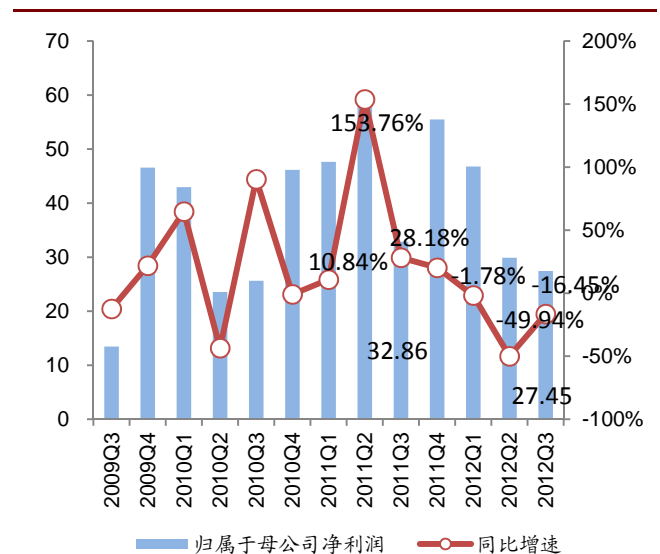
单位: 元	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
营业收入	578.95	453.51	422.62	585.08	605.72	479.40	453.81
同比增速	20.43%	27.85%	13.06%	16.69%	4.62%	5.71%	7.38%
营业成本	457.00	335.84	322.01	454.49	468.50	361.45	342.48
同比增速	21.05%	25.14%	13.76%	17.21%	2.52%	7.63%	6.36%
销售毛利率	21.06%	25.95%	23.81%	22.32%	22.65%	24.60%	24.53%
营业税金及附加	9.14	8.44	6.66	10.03	10.56	7.78	7.49
同比增速	32.64%	61.54%	-4.11%	18.38%	15.55%	-7.82%	12.42%
销售费用	41.75	45.37	50.70	51.68	52.10	47.73	50.55
同比增速	4.95%	15.02%	21.54%	18.41%	24.78%	5.19%	-0.29%
管理费用	8.31	8.63	8.07	9.38	8.92	8.65	13.46
同比增速	3.68%	1.39%	18.35%	4.05%	7.41%	0.19%	66.65%
财务费用	6.29	8.06	8.96	9.14	7.48	6.62	7.64
同比增速	-13.15%	27.71%	38.26%	39.36%	18.97%	-17.83%	-14.69%
期间费用合计	56.35	62.06	67.73	70.20	68.50	63.00	71.64
同比增速	2.39%	14.36%	23.11%	18.54%	21.57%	1.50%	5.78%
销售费用率	7.21%	10.00%	12.00%	8.83%	8.60%	9.96%	11.14%
管理费用率	1.44%	1.90%	1.91%	1.60%	1.47%	1.80%	2.97%
财务费用率	1.09%	1.78%	2.12%	1.56%	1.23%	1.38%	1.68%
期间费用率	9.73%	13.69%	16.03%	12.00%	11.31%	13.14%	15.79%
利润总额	63.94	74.95	42.10	77.98	63.85	42.99	37.32
同比增速	6.43%	105.66%	20.14%	54.86%	-0.15%	-42.65%	-11.34%
归属于母公司净利润	47.64	59.75	32.86	55.49	46.79	29.91	27.45
同比增速	10.84%	153.76%	28.18%	20.24%	-1.78%	-49.94%	-16.45%

图 1: 今年 3 季度收入增速逐步回升至 7.38%



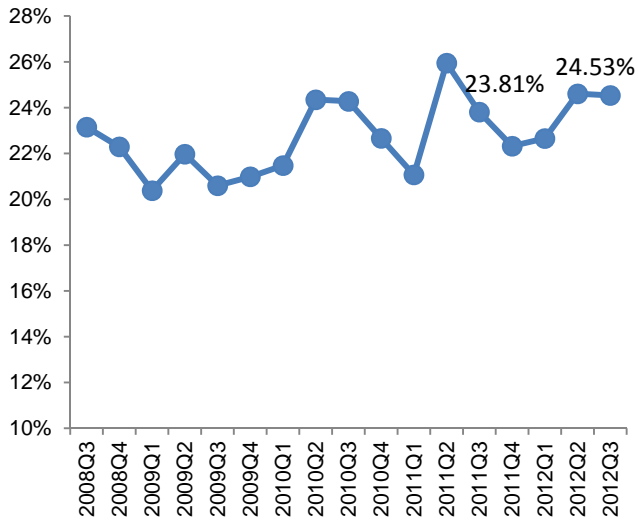
资料来源: wind, 宏源证券

图 2: 3 季度净利润下降 16.45%



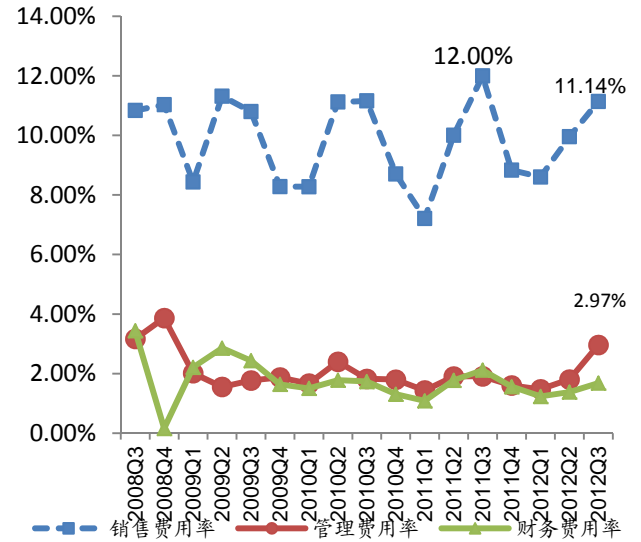
资料来源: wind, 宏源证券

图 3: 前 3 季度毛利率较去年同期显著提高



资料来源: wind, 宏源证券

图 4: 前 3 季度销售费用率较去年上升较快



资料来源: wind, 宏源证券

表 2: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,040.16	2,146.25	2,828.75	3,436.93	收益率				
减: 营业成本	1569.33	1641.88	2164.00	2629.26	毛利率	23.08%	23.50%	23.50%	23.50%
营业税金及附加	34.28	32.15	42.38	51.49	三费/销售收入	12.56%	11.47%	10.70%	9.89%
营业费用	189.50	184.58	240.44	285.27	EBIT/销售收入	13.90%	12.00%	12.00%	12.30%
管理费用	34.39	30.05	42.43	48.12	EBITDA/销售收入	16.30%	16.51%	15.42%	14.69%
财务费用	32.45	31.62	19.67	6.51	销售净利率	9.71%	7.90%	8.48%	9.08%
资产减值损失	0.89	0.00	0.00	0.00	资产获利率				
加: 投资收益	77.52	0.00	0.00	0.00	ROE	24.62%	17.69%	20.40%	21.39%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.93%	15.74%	15.62%	17.87%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	35.93%	22.45%	20.67%	27.41%
营业利润	256.84	225.97	319.83	416.30	增长率				
加: 其他非经营损益	2.13	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	19.26%	5.20%	31.80%	21.50%
利润总额	258.97	225.97	319.83	416.30	EBIT 增长率	39.88%	-9.19%	31.80%	24.54%
减: 所得税	60.93	56.49	79.96	104.08	EBITDA 增长率	29.88%	6.55%	23.11%	15.74%
净利润	198.04	169.48	239.88	312.23	净利润增长率	44.60%	-14.42%	41.54%	30.16%
减: 少数股东损益	2.31	1.97	2.79	3.63	总资产增长率	32.36%	-19.62%	32.78%	8.86%
归属母公司股东净利润	195.73	167.50	237.08	308.59	股东权益增长率	30.28%	19.13%	22.73%	24.10%
					经营营运资本增长率	5.47%	-38.09%	7.68%	-20.79%
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	资本结构				
货币资金	76.33	358.53	672.08	1110.70	资产负债率	59.45%	67.03%	65.14%	55.98%
应收和预付款项	160.08	120.27	249.24	199.71	投资资本/总资产	42.26%	75.27%	53.24%	43.13%
存货	187.44	82.48	273.27	158.96	带息债务/总负债	4.13%	49.81%	38.61%	41.26%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.64	1.02	1.37	1.89
长期股权投资	214.45	214.45	214.45	214.45	速动比率	0.36	0.87	1.06	1.68
投资性房地产	105.37	87.16	68.95	50.73	股利支付率	5.60%	9.21%	9.21%	9.21%
固定资产和在建工程	910.88	442.93	415.04	387.15	收益留存率	94.40%	90.79%	90.79%	90.79%
无形资产和开发支出	352.31	316.23	280.16	244.08	资产管理效率				
其他非流动资产	29.24	14.62	0.00	0.00	总资产周转率	1.00	1.31	1.30	1.45
资产总计	2036.09	1636.66	2173.18	2365.78	固定资产周转率	4.33	4.85	6.82	8.88
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	525.32	461.91	780.39	689.20	应收账款周转率	273.68	364.14	241.79	355.18
长期借款	546.47	546.47	546.47	546.47	存货周转率	8.37	19.91	7.92	16.54
其他负债	88.68	88.68	88.68	88.68	业绩和估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	1210.47	1097.06	1415.54	1324.35	EBIT	283.65	257.59	339.50	422.81
股本	438.80	438.80	438.80	438.80	EBITDA	332.60	354.39	436.30	504.98
资本公积	30.20	30.20	30.20	30.20	NOPLAT	214.96	193.19	254.63	317.11
留存收益	326.03	478.10	693.35	973.51	净利润	195.73	167.50	237.08	308.59
归属母公司股东权益	795.03	947.10	1162.34	1442.50	EPS	0.343	0.294	0.416	0.541
少数股东权益	30.59	32.56	35.36	38.99	BPS	1.394	1.660	2.038	2.529
股东权益合计	825.62	979.66	1197.70	1481.49	PE	14.54	16.99	12.01	9.22
负债和股东权益合计	2036.09	2076.72	2613.24	2805.85	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
					PB	3.58	3.01	2.45	1.97
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	PS	1.40	1.33	1.01	0.83
经营性现金净流量	249.93	379.26	355.06	473.55	PCF	11.39	7.51	8.02	6.01
投资性现金净流量	-383.22	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.95	9.61	6.43	4.18
筹资性现金净流量	134.65	-97.05	-41.51	-34.94					
现金流量净额	1.36	282.21	313.55	438.62					

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈炫如(陈旭): 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

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	021-51782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18682185141 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 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。