

(600785) 外延扩张拉动营收，期间费用压力有待减轻

评级：“增持”

2014 三季报点评

太平洋证券股份有限公司

已获业务资格：证券投资咨询

非周期行业研究组

分析师：文涛

执业证书编号：S1190513060001

电话：010-88321590

EMAIL:wentaoihu@163.com

市场与公司重要数据

当前股价（元）：12.89

52 周股价区间（元）：9.84-13.55

总市值（亿元）：28.33

总股本(亿股)：2.26

事件：公司近期发布三季报。公司实现营业收入 50.25 亿，同比增长 3.90%，归属净利润 2.36 亿，同比增长 24.11%，每股收益 1.06 元。

◆ 费用率上升侵蚀公司利润

公司三季度毛利率同比上升 1.25pp，显示公司经营规模扩大后对供货商及商户的管控力及品类管控能力的进一步增强。不过，销售费率同比上升 1.61 pp，管理费率同比上升 0.71 pp，导致期间费用率从去年同期的 13.39% 上升到 15.74%，费用率的上升侵蚀了毛利率提升带来的利润增量，公司扣除非经常性损益后（出售资产获得投资收益 1.22 亿元）业绩同比下降 13.78%。

◆ 单季度营收好转，但利润下滑

单季度看，三季度实现收入 15.87 亿元，同比增长 7.56%，营收相对二季度增速明显改善，去年 9 月开业的西宁乐尚，3 月份开业的 8.6 万平固原乐尚店店及物美新华西北现代供应链项目为主要增量。另外，公司在今年四季度仍有新门店开业，继续为公司提供增量销售额。不过，由于行业低迷，新店培育时期长且费用开支刚性上涨，从而业绩释放时点和增速低于预期，三季度实现归属净利润 0.31 亿元，同比下降 28.61%。因此费用的控制能力特别是销售管理费用能否得到有效控制将是公司利润增长的关键。

◆ 估值与评级

公司作为宁夏商业龙头，公司百货+超市+家电三业态协同，分别占据银川百货、超市和家电市场份额分别约为银川市场的 4 到 5 成左右，占据绝对垄断地位。公司还依托青海新华百货切入西宁市场，逐步向周边城市辐射，当地消费能力的迅速成长为公司业绩增长提供了良好的安全边际。另外，公司在银川永宁县投资建设的物美新华西北现代供应链项目，首期约 150 亩工程已基本建成完工并投入使用，二期工程正在按计划实施中，该项目有望成为未来新的利润增长点。预计公司 2014-2015 年实现 EPS 为 1.15 / 0.72 元，对应 10 月 28 日收盘价 12.89 元，PE 分别为 11.2 倍与 17.8 倍，我们维持公司“增持”评级。

◆ 风险提示

行业持续低迷的风险；费用上升的风险。

主要财务指标

	2012 年	2013 年	2014E	2015E
营业收入（亿）	59.99	66.04	69.45	75.12
归母净利（亿）	2.42	2.01	2.59	1.63
总股本（亿股）	2.25	2.25	2.25	2.25
EPS（元）	1.17	0.97	1.15	0.72

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。