

17年增长无忧 关注市场服务扩张

——2017年三季报点评

季报点评

◆ 公司三季报净利增速 17.18%，营收同比 3.83%

公司公布三季报，前三季度公司实现营业收入亿元 9.57 亿元，较上年同期增长 3.83%，实现归母净利润 5.06 亿元，较上年同期增 17.18%；基本每股收益为 1.15 元，较上年同期增 5.50%。销售毛利率 69.05%，同比略有下降，从利润表变动来看收入上涨，对应成本和费用均出现上升，其中成本和销售费用管理费用上升幅度超过收入增幅，造成毛利率回落。但受益财务费用减少增厚净利，财务费用占净利增长的三成，显著提高了公司净利率水平。

公司业绩增幅较大的主要原因是：1) 北门店中心区改造项目北门店中心区改造项目（进口馆）和北门三店分别于 2016 年 12 月、2017 年 6 月投入运营，相应市场租赁和市场服务收入等增加，同时 2017 年新增委托经营管理收入；2) 购买理财产品带来的投资收益；3) 公司 2016 年提前偿还银行借款，2017 年支付的贷款利息减少。

◆ 市场租赁业务承压，开启轻资产管理新战略

当前市场商业租赁一直面临租金压力，商铺受高昂地租压制，叠加电商冲击业绩不佳，公司租赁收入一段时期内较难有明显起色。

公司积极应对市场变化：1) 首创“独立大店”模式，不断优化创新经营业态；2) 开启轻资产模式，逐步进行对外扩张；3) 成立进出口公司，为商户提供更全面的服务。2017年上半年，公司分别与四川川南大市场有限公司和成都乐家置业有限公司签订了《加盟委托管理合同》。异地首单的签订，轻资产的管理输出，有助公司加快省内扩张步伐，有利于后续拓展国内市场，有效提升公司在全国市场的品牌影响力。未来租赁业务仍承压，看好公司开启轻资产模式，给予“推荐”

2017 年受 16 年，17 年上半年新店开业，营收净利增幅明显。考虑租金收入压力，预计公司 17/18/19EPS 分别为 1.48/1.55/1.65。对应 PE26x，估值合理，给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：宏观经济不达标，消费需求回落，公司经营区域和业务过于集中，公司对外拓展不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1041	1,221	1,302	1,367	1,435
增长率(%)	34.9	17.3	6.6	5.0	5.0
净利润(百万元)	452.7	556	653	684	727
增长率(%)	36.9	22.8	17.4	4.7	6.3
毛利率(%)	69.8	69.4	68.0	68.5	68.7
净利率(%)	43.5	45.5	50.2	50.0	50.6
ROE(%)	19.8	14.6	15.4	14.1	13.3
EPS(摊薄/元)	1.03	1.26	1.48	1.55	1.65
P/E(倍)	37.93	30.9	26.3	25.1	23.6
P/B(倍)	7.52	4.5	4.0	3.5	3.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐 (首次评级)

分析师

陈文倩 (执业证书编号 : S0170511070001)
 010-83561313
 chenwenqian@xsdzq.cn

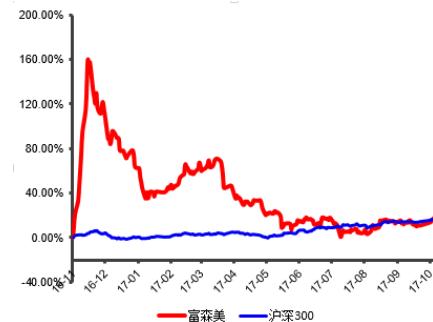
联系人

陈文倩
chenwenqian@xsdzq.cn

市场数据 时间 2017.10.13

收盘价(元) :	39.02
总股本(亿股) :	4.40
总市值(亿元) :	172.92
一年最低/最高(元) :	33.66/60.75
近 3 月换手率 :	180.13%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.00	0.00	0.00
绝对	0.00	0.00	0.00

相关研报

1、公司介绍

1.1、公司主营属商业物业经营板块

富森美 2016 年 11 月 9 日上市的次新股，公司的主营业务为装饰建材家居和汽配市场的开发、租赁和服务，租赁服务收入占比高达 97.31%，其中分为市场租赁和市场服务，市场服务收入占比略高。公司在成都市拥有北门店(含进口馆)、北门二店、北门三店、南门一店、南门二店、南门三店、新都汽配市场一期共七个专业市场，分布在城北城南两大城市商圈，市场经营面积 90.12 万平方米，入驻商户 2600 余户。

1.2、公司披露三季报净利增速优于收入增速

公司公布三季报，前三季度公司实现营业收入亿元 9.57 亿元，较上年同期增长 3.83%(公司于 2016 年 5 月开始执行营业税改征增值税，1H2017 收入不含税，若还原为含税收入，1H2017 收入为 6.68 亿，同比增长 7.22%；对应前三季收入增速 7.48%)，实现归母净利润 5.06 亿元，较上年同期增 17.18%；基本每股收益为 1.15 元，较上年同期增 5.50%。销售毛利率 69.05%，同比略有下降，从利润表变动来看收入上涨，对应成本和费用均出现上升，其中成本和销售费用管理费用上升幅度超过收入增幅，造成毛利率回落。但受益财务费用减少增厚净利，财务费用占净利增长的三成，显著提高了公司净利率水平。

单季度拆分看，三季度实现营收 3.23 亿元，同比增长 8.14%；归母净利润 1.69 亿元，同比增长 18.13%；基本每股收益 0.38 元，同比增长 5.56%。三季度单季增速均优于前三季累计增速。拆分看公司三季度/二季度/一季度分别实现营收 3.23 亿元/3.33 亿元/3 亿元，同比增长分别为 8.14%/7.11%/-3.57%，收入增速由负转正并逐季回升；实现归母净利润分别是 1.69 亿元/1.79 亿元/1.59 亿元，同比增长分别是 18.13%/26.38%/7.48%，净利保持较快较稳定增长。净利润增速高于收入增速，其中财务费用占增厚净利的 3 成。同时披露公司 2017 年全年预计实现净利润约 6 亿元~6.9 亿元，同比增长 7.92%~24.11%。

公司业绩增幅较大的主要原因是：1) 北门店中心区改造项目北门店中心区改造项目（进口馆）和北门三店分别于 2016 年 12 月、2017 年 6 月投入运营，相应市场租赁和市场服务收入等增加，同时 2017 年新增委托经营管理收入；2) 购买理财产品带来的投资收益；3) 公司 2016 年提前偿还银行借款，2017 年支付的贷款利息减少。

1.3、开启轻资产模式，逐步进行对外扩张

当前市场商业租赁一直面临租金压力，商铺受高昂地租压制，叠加电商冲击业绩不佳，公司租赁收入一段时期内较难有明显起色，毛利率承压，对公司未来业绩增长将产生不利影响。

公司主营以租赁服务为主，其中市场服务收入占比在 5 成以上，而成本仅在 3 成左右，毛利贡献 6 成以上，几乎是市场租赁业务毛利的两倍。在市场租赁业务持续承压经营背景下，公司积极发挥多年积累的市场服务优势，开始轻资产管理服务模式，并以此为契机开辟成都以外地区市场，并计划加快省内扩张步伐，乃至后续拓展国内市场。

公司积极应对市场变化：1) 首创“独立大店”模式，不断优化创新经营业态；2) 开启轻资产模式，逐步进行对外扩张；3) 成立进出口公司，为商户提供更全面的服务。2017年上半年，公司分别与四川川南大市场有限公司和成都乐家置业有限公司签订了《加盟委托管理合同》。异地首单的签订，轻资产的管理输出，有助公司加快省内扩张步伐，有利于后续拓展国内市场，有效提升公司在全国市场的品牌影响力。

从公司目前经营运行来看，季节性收入变动差异比较明显，一季度一般为年内高点，二季度略低于一季度，三四季度持平一般是年内低点，2017年受16年、17年上半年新店开业，营收净利增幅明显，预计17年营收有望实现13亿元左右，净利润6.5亿元左右。考虑租金收入压力，预计公司17/18/19EPS分别为1.48/1.55/1.65。对应PE26x，估值合理，给予“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	489	1086	1838	2213	3289	营业收入	1041	1221	1302	1367	1435
现金	472	1068	1813	2194	3265	营业成本	314	374	417	431	449
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	107	114	107	111	115
其他应收款	4	4	3	4	4	营业费用	3	3	7	7	8
预付账款	7	9	17	10	16	管理费用	42	47	64	67	71
存货	0	0	0	0	0	财务费用	44	27	-43	-46	-54
其他流动资产	7	4	4	4	4	资产减值损失	0	1	1	0	0
非流动资产	3732	3769	3891	3735	3718	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	22	12	12
固定资产	359	334	271	176	176	营业利润	530	655	772	809	858
无形资产	1048	1018	1191	1177	1172	营业外收入	9	5	3	5	8
其他非流动资产	2326	2417	2428	2381	2370	营业外支出	6	2	2	4	6
资产总计	4222	4855	5729	5947	7007	利润总额	534	658	773	810	860
流动负债	1254	1015	1442	1099	1544	所得税	82	102	120	127	133
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	453	556	653	684	727
应付账款	367	180	429	200	456	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	888	835	1013	899	1087	归属母公司净利润	453	556	653	684	727
非流动负债	684	29	42	-2	-18	EBITDA	756	875	889	931	860
长期借款	673	20	34	-11	-26	EPS (元)	1.03	1.26	1.48	1.55	1.65
其他非流动负债	11	9	9	9	9						
负债合计	1939	1044	1485	1097	1526	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	396	440	440	440	440	营业收入(%)	34.9	17.3	6.6	5.0	5.0
资本公积	110	1038	1038	1038	1038	营业利润(%)	34.9	23.4	18.0	4.8	6.0
留存收益	1777	2333	2803	3299	3826	归属于母公司净利润(%)	36.9	22.8	17.4	4.7	6.3
归属母公司股东权益	2283	3811	4244	4851	5481	获利能力					
负债和股东权益	4222	4855	5729	5947	7007	毛利率(%)	69.8	69.4	68.0	68.5	68.7
						净利率(%)	43.5	45.5	50.2	50.0	50.6
现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	19.8	14.6	15.4	14.1	13.3
经营活动现金流	714	839	1157	470	1182	ROIC(%)	15.8	13.8	14.4	13.0	12.0
净利润	453	556	653	684	727	偿债能力					
折旧摊销	192	248	159	180	82	资产负债率(%)	45.9	21.5	25.9	18.4	21.8
财务费用	44	27	-43	-46	-54	净负债比率(%)	11.9	(27.5)	(41.7)	(45.3)	-59.9
投资损失	0	0	-22	-12	-12	流动比率	0.4	1.1	1.3	2.0	2.1
营运资金变动	22	2	412	-337	439	速动比率	0.4	1.1	1.3	2.0	2.1
其他经营现金流	5	6	-1	1	-0	营运能力					
投资活动现金流	-418	-459	-257	-13	-54	总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
资本支出	418	461	80	-135	-27	应收账款周转率	4124.2	5237.9	4681.0	4959.5	4820.2
长期投资	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
其他投资现金流	0	2	-177	-148	-80	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-170	217	-155	-75	-58	每股收益(最新摊薄)	1.03	1.26	1.48	1.55	1.65
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.38	1.51	2.63	1.07	2.69
长期借款	-47	-653	14	-45	(16)	每股净资产(最新摊薄)	5.19	8.66	9.65	11.02	12.46
普通股增加	198	44	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-198	928	0	0	0	P/E	37.93	30.88	26.30	25.12	23.62
其他筹资现金流	-123	-102	-168	-31	-42	P/B	7.52	4.50	4.05	3.54	3.13
现金净增加额	126	596	745	381	1070	EV/EBITDA	23.08	18.4	17.3	16.1	16.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学MBA，2009年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理
	手机：18801966799
	邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>