



上市公司季报点评

研究报告
批发和零售贸易

中性 维持

家润多 (002277)

2010 年 4 月 23 日

一季度高增速来自收入增长和费用率下降； 省外拓展天津“奥特莱斯”项目

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

潘鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

2010 年 4 月 22 日收盘于 36.70 元
6 个月目标价：33 元

公司今日（2010 年 4 月 23 日）发布 2010 年一季度报。2010 年一季度公司实现营业总收入 9.93 亿元，同比增长 32.86%，利润总额 1.27 亿元，同比增长 57.87%，归属于上市公司股东的净利润 9474 万元，同比增长 56.84%。实现每股收益 0.488 元，每股经营性现金流为 1.62 元，同比增长 170%。

此外，公司还发布了关于投资天津滨海“奥特莱斯”项目的公告，拟以向滨海奥特莱斯公司进行增资的方式，与滨海奥特莱斯公司原股东共同合作开发天津滨海新区“奥特莱斯”项目。根据公告，公司将对滨海奥特莱斯增资 5205 万元，将其注册资本增加至 10205 万元，并在增资同时，将滨海奥特莱斯公司名称变更为“天津友谊阿波罗滨海奥特莱斯投资有限公司”，同时增加营业范围“商业经营、房地产开发经营”，公司将占增资后的友谊阿波罗奥特莱斯 51% 的股权。

友谊阿波罗奥特莱斯将获得原滨海奥特莱斯公司总面积 147135 平米土地，其中商业用地 112111.5 平米，居住用地 35023.50 平米；公司拟在该商业用地上新建建筑面积为 10 万平米的奥特莱斯经营场所，主要经营国际一线服饰品牌的折扣商品、国际知名运动休闲品牌、男女装、皮鞋、皮具等，同时还配有儿童乐园、小吃街、酒吧、娱乐城、电影院等多项娱乐和餐饮辅助功能设施；拟在该居住用地上开发建筑面积为 7.7 万平米的公寓住宅。项目计划 2010 年 9 月开始正式动工建设，预计 2011 年 3 月开始产生公寓住宅销售。计划 2010 年底前完成“奥特莱斯”整体设计规划，2011 年底完工并开始投入试营业。

该“奥特莱斯”项目计划总投资金额约 95000 万元，其中土地成本约 29000 万元，建设成本约 66000 万元（项目最终的投资总额根据设计方案的预算为准），其中住宅建设成本约 30000 万元，商业建设成本约 36000 万元。

简评和投资建议。从公司一季度数据看（参见表 1），2010 年一季度公司营业收入持续快速增长，同比增速达到 32.86%，我们认为这主要还是来自于经济同比回暖后各门店销售不同程度的增长（尤其是友谊商店 A、B 馆合并改扩建后收入的释放）以及新并入的郴州分公司、子公司湖南新雅地服饰贸易有限公司对收入的贡献；一季度公司综合毛利率下降 0.27 个百分点，我们认为这主要还是由于对公司收入贡献较大的友谊商店大量引进国际一线品牌而导致。

期间费用方面，公司 2010 一季度销售费用率和管理费用率均有分别同比下降了 0.97 和 0.56 个百分点，我们认为公司销售管理费用率的大幅下降主要还是主力门店收入的逐渐释放有效缓解了人工成本、营运费用以及折旧摊销费用的压力，另外，公司财务费用同比下降 500 多万元，主要是一季度无借款利息支出，并且货币资金较充裕所致。

因此，营业收入的持续较快增加，期间费用率的大幅降低最终使得公司营业利润同比增长 57.68%，归属母公司净利润增长达到 56.84%。

对于公司公告的天津“奥特莱斯”项目，我们认为这标志着公司跨省扩张的第一步，出资 5205 万元获得总面积 147135 平米土地中 51% 的权益相对也较为合理。根据公司目前的计划，“奥特莱斯”购物中心部分将于 2011 年底完工并开始投入试营业，我们预计该部分在当年贡献收入较为有限，因此对净利润可能产生一个负面影响；而预计 2011 年 3 月开始的公寓住宅销售则有望在当年对公司收入和净利润带来一定的正面贡献。由于该项目是公司跨省扩张的第一步，其建设和发

展仍具有一定的不确定性，需要我们持续跟踪，因此我们暂不考虑该项目对未来两年公司盈利预测的影响，我们将在项目正式通过并在未来结合公司长沙奥特莱斯项目开业后的经营情况对公司盈利预测做正式调整。

我们暂维持对公司 2010-11 年 EPS 的预测，分别为 1.00 元和 1.28 元，同比增幅分别为 29.97%和 27.21%，公司目前 36.70 元的股价对应其 2010-11 年 PE 分别为 36.8 倍和 29.0 倍，估值仍相对偏高，因此维持 33 元的六个月目标价以及“中性”的投资评级。

此外，公司 33.27%的股份，约 6454.38 万股（5 家法人、23 个不在公司担任职务的自然人持有）2010 年 7 月 17 日禁售期满将上市流通。

表 1 家润多单季度合并损益表分析

	1H2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
营业总收入(万元)	109194	48957	63783	74707	58148	56874	84928	99255
同比增长 (%)						16.17	33.15	32.86
营业总成本(万元)	98704	45333	61763	66626	52712	53833	81195	86762
营业成本(万元)	84863	38401	52380	59683	46132	45223	70417	79565
营业成本/营业收入 (%)	77.72	78.44	82.12	79.89	79.33	79.52	82.91	80.16
营业税金及附加(万元)	1235	644	730	785	680	650	1101	1113
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.13	1.32	1.15	1.05	1.17	1.14	1.30	1.12
销售费用(万元)	5846	2890	3803	2721	2608	3970	5161	2650
销售费用/营业收入(%)	5.35	5.90	5.96	3.64	4.49	6.98	6.08	2.67
管理费用(万元)	6436	3143	4163	3315	3289	4107	4807	3845
管理费用/营业收入(%)	5.89	6.42	6.53	4.44	5.66	7.22	5.66	3.87
财务费用(万元)	559	254	230	122	60	-117	-323	-410
资产减值损失(万元)	-234	0	456	0	-58	0	31	0
非经营性净收益(万元)	92	-27	-4	0	0	0	0	250
营业利润(万元)	10582	3597	2016	8081	5436	3041	3732	12743
同比增长 (%)						-15.46	85.11	57.68
营业外收入(万元)	13	3	9	3	29	26	27	6
营业外支出(万元)	18	137	47	25	10	14	118	26
利润总额(万元)	10577	3463	1978	8059	5455	3053	3642	12723
同比增长 (%)						-11.85	84.09	57.87
所得税费用(万元)	2668	863	461	2015	1366	764	967	3182
有效所得税率 (%)	25.23	24.93	23.33	25.00	25.05	25.04	26.55	25.01
净利润(万元)	7909	2600	1517	6044	4089	2288	2675	9541
同比增长 (%)						-11.99	76.35	57.85
净利润率 (%)	7.24	5.31	2.38	8.09	7.03	4.02	3.15	9.61
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7902	2600	1508	6041	4084	2265	2572	9474
同比增长 (%)						-12.85	70.61	56.84
少数股东损益(万元)	7	0	9	4	5	23	103	67
摊薄每股收益(元)	0.407	0.134	0.078	0.311	0.211	0.117	0.133	0.488

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 家润多合并损益表及预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	695942	864913	274657	329432	418092
同比增长 (%)	29.24	24.28	23.76	19.94	26.91
营业总成本(万元)	681812	842694	254366	303304	384889
营业成本(万元)	575212	707275	221455	264796	335973
营业成本/营业收入 (%)	82.65	81.77	80.63	80.38	80.36
营业税金及附加(万元)	4060	5356	3216	3624	4599
营业税金及附加/营业收入(%)	0.58	0.62	1.17	1.10	1.10
销售费用(万元)	72221	92025	14460	17295	21741
销售费用/营业收入(%)	10.38	10.64	5.26	5.25	5.2
管理费用(万元)	25626	33738	15519	17789	22577
管理费用/营业收入(%)	3.68	3.90	5.65	5.4	5.4
财务费用(万元)	4335	3983	-258	-200	0
资产减值损失(万元)	358	317	-27	0	0
非经营性净收益(万元)	2167	-1227	0	0	0
营业利润(万元)	16297	20992	20291	26128	33203
同比增长 (%)	70.04	28.81	25.29	28.77	27.08
营业外收入(万元)	733	3236	85	0	0
营业外支出(万元)	156	222	167	0	0
利润总额(万元)	16874	24005	20209	26128	33203
同比增长 (%)	71.82	42.26	26.16	29.29	27.08
所得税费用(万元)	4231	6846	5113	6532	8301
有效所得税率 (%)	25.08	28.52	25.30	25.00	25.00
净利润(万元)	12643	17159	15096	19596	24902
同比增长 (%)	63.60	35.72	25.54	29.81	27.08
净利润率 (%)	1.82	1.98	5.50	5.95	5.96
归属于母公司所有者的净利润(万元)	12582	17189	14962	19446	24737
同比增长 (%)	53.33	36.62	24.60	29.97	27.21
少数股东损益(万元)	61	-30	134	150	165
摊薄每股收益(元)	0.185	0.252	0.77	1.00	1.28

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

家润多 2009 年报点评：09 年净利润增长 24.60%符合预期，10 年一季度预增 40-60%（中性维持）20100401

家润多 2009 年业绩快报点评：09 年净利润增长 24.45%符合预期（维持中性）20100224

家润多 2009 年三季报点评：前三季度净利润同比增长近 18%基本符合预期（中性，维持）20091020

家润多 2009 半年报点评：上半年收入和净利润均同比增长 20%以上，费用压力有所缓解（中性，首次）20090819

家润多上市首日定价分析：关注公司上市对商业板块估值和股价的拉动作用 20090717

家润多新股深度报告：厚积薄发的湖南连锁百货零售龙头 20090708

家润多新股询价建议（询价建议 18 元左右）20090701

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

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；

中性：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%。

行业评级

增持：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；

减持：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。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。