

外延项目仍不足，主业收入受制约

——公司季报点评报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

主要事件

近日公司发布三季度业绩显示，今年1-9月份公司营业收入为15.64亿元，同比增长8.69%；归属于母公司股东净利润为1.78亿元，同比增长30.45%。同时，7-9月份公司的单季度股东净利润增速也达到了45.34%。

点评与建议

✦ 受去年高基数影响，收入增速逐季下滑

我们看到尽管公司前三季度收入同比为8.69%，但实际从单季度拆分来看，1-3季度公司的收入呈现逐步下滑的态势，已从一季度的15.50%下滑至三季度的2.97%。我们认为公司的主要经营场所位于上海的核心商圈，客流量的好坏直接影响着公司的业绩，去年同期由于有世博因素的影响7-9月份间的客流量是比较大的，相比之下今年的情况有所落差，尽管我们知道今年客单价有所上升，但同期下降的客流量正好抵消了这部分的因素，因而在固有商圈下公司收入整体增长幅度不大。此外，我们还需要看到由于1-9月份间我国的物价水平在高位运行，上海地区消费者信心指数也明显下滑，根据最新调查结果显示，今年三季度上海市消费者信心指数为99，环比下降2.20，同比下降了7.70。

✦ 高利润增长主要来自资产处置与并表因素

公司1-3季度净利润增速达30.05%。我们认为较高的增速主要来自两方面因素：一是公司本期确认子公司清算收益，该清算收益计入非流动资产处置损益，利得为1311万元。若扣除此部分收益，我们估算公司净利润增速约为22.81%；二是公司自二季度开始，对汇金百货徐汇店27.50%的少数股东权益进行了并表，而汇金徐汇店对公司利润贡献较大，今年中期净利润达6500万元，我们假定该店第二、三两个季度净利润为5000万元，则推算由并表因素增加的母公司净利润约为1375万元，扣除并表因素后，公司净利润增速约为12.80%。此外，三季度单季公司营业收入增速仅有2.97%，也主要是由于去年5-10月举办

徐家汇 2011-10-21

评级 中性

目标价格 —
当前价格 13.79

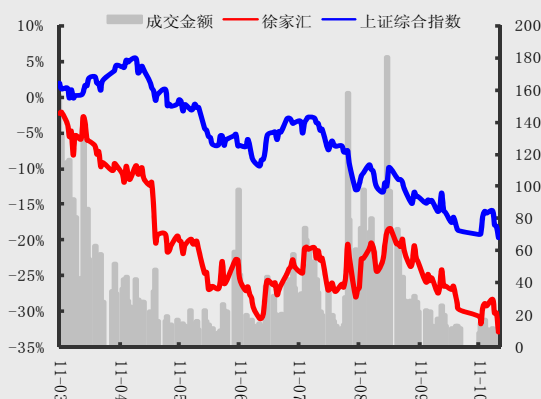
基础数据

总市值(百万) 5733
总股本/流通股本(百万) 415.76/70
流通市值(百万) 5733
每股净资产(元) 3.67
净资产收益率(%) 14.87

交易数据

52 周内股价区间 13.79-21.83
2011 年市盈率 22.88
市销率 2.80

一年期走势图



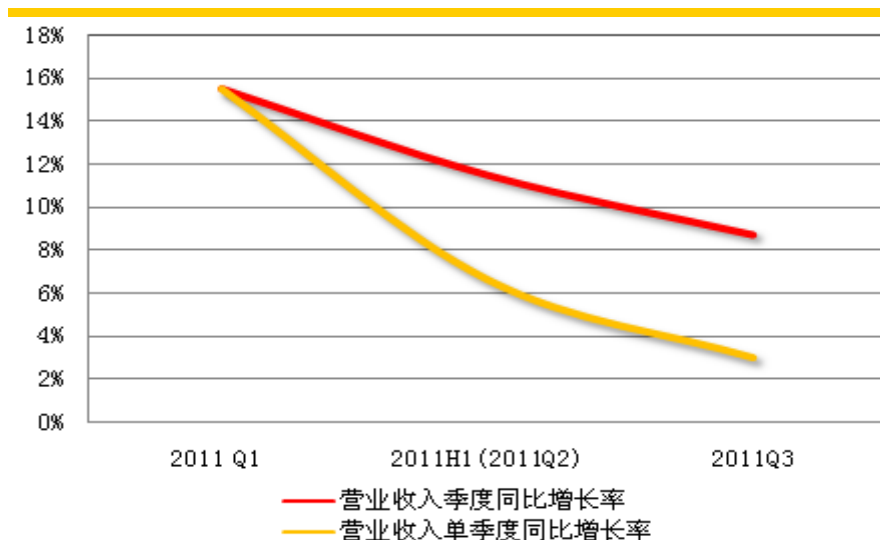
行业研究员：侯佳林

证书编号 S0820511030002
电话 021-32229888-3509
E-mail houjialin@ajzq.com

相关报告

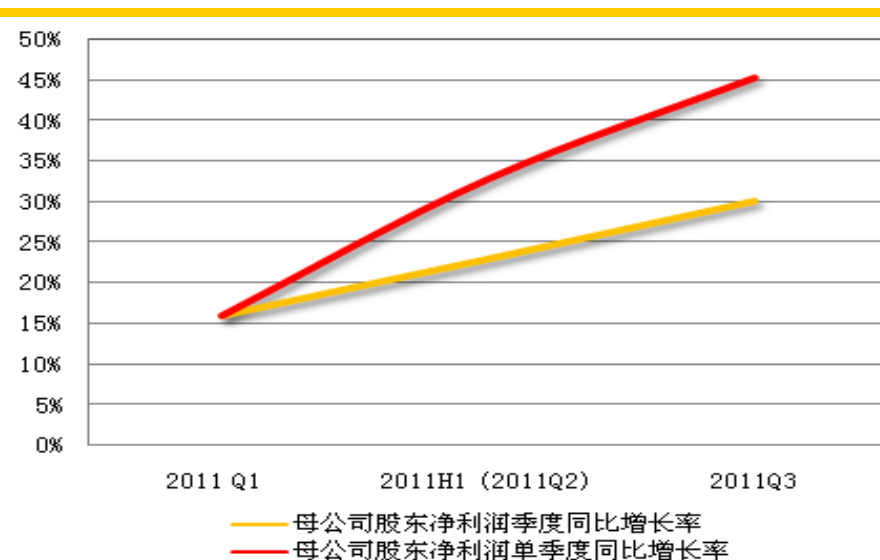
的世博会导致，从收入和净利润增速的匹配角度来看，公司单季 45.34%的净利润增速我们认为没有一定的可持续性。

图1 公司营业收入季度同比增长情况



数据来源：WIND，爱建证券研发部

图2 母公司净利润季度同比增长情况



数据来源：WIND，爱建证券研发部

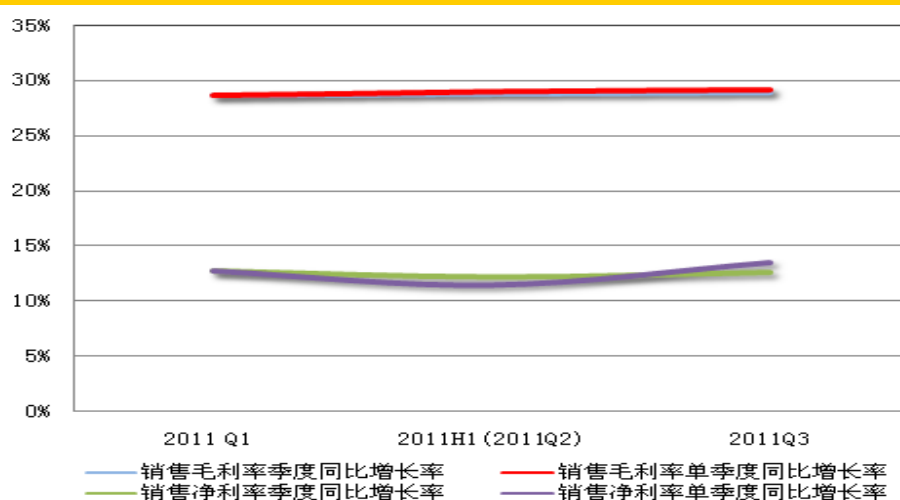
✧ 毛利水平继续持平，而费用总体略有下降

今年1-9月份公司毛利率下降0.09个百分点至28.87%，基本与去年同期水平持平，而期间费用率为11.80%，

公司研究

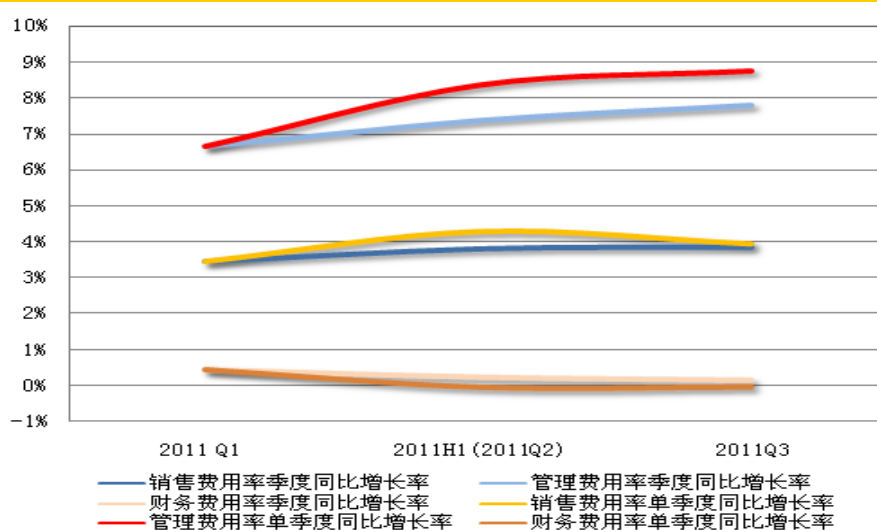
同比下降0.47个百分点，其中销售、管理、财务费用率分别同比变化为0.43、-0.11、-0.78个百分点至3.85%、7.81%、0.15%，我们认为徐家汇商城的三费控制总体较为得当，公司在治理和经营能力上仍然处于行业内中上游水平。此外，公司自有物业比例高达95.05%。目前商业地产价格和租金水平逐渐步入上升通道，公司在黄金商圈大量持有自有物业能有效应对租金上涨的压力，锁定经营成本，有力保障了公司净利润率水平。同时值得关注的是，今年前三季度公司净利润水平达到了12.53%，远高于同行上市公司的平均水平，因此公司未来业绩要想依靠净利润率的提升来保持较好增长的难度在不断加大。

图3 公司毛利率与净利率季度同比变化情况



数据来源：WIND，爱建证券研发部

图4 公司各项期间费用季度同比变化情况



数据来源：WIND，爱建证券研发部

✦ 外延项目仍不足，给予“中性”的投资评级

我们认为公司的主要优势就在于旗下主力门店均位处上海的优质商圈，而这些地处核心区域的物业也均为自有，具有较高的重估价值也避免了租金上涨带来的压力。同时公司长期积累下来的品牌影响力及不错的经营管理能力也为其业绩增长提供了有效保障。不过，现阶段公司的不足也相对明显，尽管前期有汇金虹桥店的顺利开业但目前还不能有较好的收益，且与行业内其他百货公司相比公司的外延扩张能力明显较弱，而公司又缺乏进一步渠道下沉的能力与空间使得其营收难有大起色。此外，我们上面也提到公司现有的净利率已明显高于行业水平，在外延扩张没有加快的前提下，公司仍希望提高净利率来保持业绩较快增长的难度在不断加大。因此，我们预计 2011-12 年公司的每股收益在 0.61、0.67 元，给予公司“中性”的投资评级。

表2 公司主要财务数据及预测

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1859	2044	2180	2340
增长率(%)	6.61	10.01	6.65	7.36
归属母公司股东净利润	178	194	252	280
增长率(%)	1.22	9.30	30.41	11.11
每股收益(EPS)	0.43	0.56	0.61	0.67
毛利率(%)	28.13%	28.36%	28.80%	28.10%
摊薄净资产收益率(ROE)	—	22%	14%	13%
市盈率(P/E)	—	31	23	21
市净率(P/B)	—	4	3	3

数据来源：WIND，爱建证券研发部

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的 6 个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅 15%以上
推 荐：预期未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅 5%~15%
中 性：预期未来 6 个月内，个股相对大盘变动在±5%以内
回 避：预期未来 6 个月内，个股相对大盘跌幅 5%以上

行业评级

强于大势：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘涨幅 5%以上
中 性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间
弱于大势：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘跌幅 5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。