

业绩超预期，减持大丸百货降低未来业绩压力

公司简报

◆公司公布 2016 年年报，归母净利润同比上升 384.07%

4月11日晚，公司公布2016年年报：全年实现营业收入30.18亿元，同比下降3.07%；实现归母净利润2.53亿元，折合EPS 0.39元，同比增长384.07%；实现扣非归母净利润768万元，同比增长49.37%，业绩超预期。报告期内公司归母净利润大幅度增长，主要原因是转让负责运营大丸百货的上海新南东项目管理有限公司20%股权，获得投资收益1.99亿元。

公司营收分业态来看，商业/医药/酒店/其他业务收入分别为19.23/8.21/1.74/0.82亿元，同比变动-5.82%/1.21%/0.27%/11.60%。单季度拆分看，公司4Q2016实现营业收入8.43亿元，同比下降1.83%，降幅低于3Q2016下降的3.48%；实现归母净利润2.12亿元，同比上升1229.06%，增幅高于3Q2016上升的709.00%。

◆综合毛利率上升 0.35 个百分点，期间费用率下降 0.29 个百分点

2016年公司综合毛利率为29.32%，较上年同期上升0.35个百分点，其中商业/医药/酒店/其他业务毛利率分别为24.18%/19.26%/94.67%/98.85%，较上年同期分别变动-0.59/0.94/0.57/-0.17个百分点。

2016年公司期间费用率为18.21%，较上年同期下降0.29个百分点。其中销售/管理/财务费用率分别为5.41%/11.30%/1.51%，较上年同期分别变动0.27/0.21/-0.77个百分点。

◆定增完成实现百货大健康双轮驱动，减持大丸百货轻装上阵

2016年公司完成用于发展大健康产业拓展及百货全渠道升级的定向增发，未来有望实现双主业协同发展。此外公司将所持的大丸百货股权减持至19.755%，降低了大丸百货培育期费用对公司业绩带来的压力。

◆调整盈利预测，维持中性评级

考虑到公司减持大丸百货项目股权以及大丸百货自身逐步走出培育期带来的未来业绩恢复，我们调整对公司2017-2019年EPS的预测为0.20/0.22/0.24元（之前为0.14/0.13/0.10元），维持中性评级。

◆风险提示

宏观经济增速未达预期，居民消费需求的增速未达预期。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3,114 | 3,018 | 2,889 | 2,826 | 2,886 |
| 营业收入增长率 | -6.56% | -3.07% | -4.30% | -2.15% | 2.10% |
| 净利润(百万元) | 52 | 253 | 127 | 140 | 155 |
| 净利润增长率 | -78.22% | 384.07% | -49.64% | 10.13% | 10.52% |
| EPS(元) | 0.08 | 0.39 | 0.20 | 0.22 | 0.24 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 2.06% | 6.30% | 3.08% | 3.33% | 3.61% |
| P/E | 156 | 32 | 64 | 58 | 52 |
| P/B | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |

中性(维持)

当前价：12.57元

分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM
 (执业证书编号：S0930516050001)
 021-22169161
tangjiarui@ebsecn.com

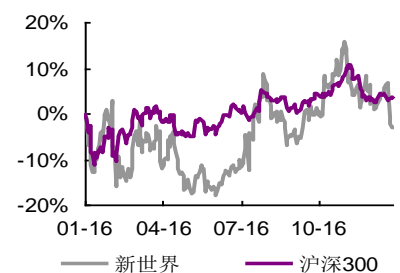
联系人

孙路
 021-22169117
sunlu@ebsecn.com
 程璐
 021-22169328
chenglu@ebsecn.com
 邬亮
 010-58452047
wuliang16@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：6.47
 总市值(亿元)：81.31
 一年最低/最高(元)：11.21/16.18
 近3月换手率：42.41%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | -9.22 | -19.11 | -11.85 |
| 绝对 | -6.61 | -14.37 | -1.44 |

相关研报

业绩符合预期，新开门店盈利能力欠佳
 2016-10-30

图表 1: 公司 4Q2016 净利润同比增长 1229.06%

| 季度 | 营业收入 (万元) | 营收增速 (%) | 营业成本 (万元) | 毛利率 (%) | 归母净利润 (万元) | 归母净利润 增速 (%) |
|--------|--------------|-------------|--------------|------------|---------------|-----------------|
| 1Q2014 | 91330.87 | 2.16 | 69678.51 | 23.71 | 5038.12 | 3.45 |
| 2Q2014 | 72210.81 | -4.97 | 48765.72 | 32.47 | 8259.42 | -6.77 |
| 3Q2014 | 74995.25 | -1.26 | 55226.55 | 26.36 | 2880.70 | 16.41 |
| 4Q2014 | 94725.91 | -8.65 | 69815.63 | 26.30 | 7786.87 | -4.09 |
| 1Q2015 | 83088.93 | -9.02 | 59667.94 | 28.19 | 4227.45 | -16.09 |
| 2Q2015 | 68481.38 | -5.16 | 46695.53 | 31.81 | -706.28 | NA |
| 3Q2015 | 74025.59 | -1.29 | 53254.60 | 28.06 | 107.15 | -96.28 |
| 4Q2015 | 85819.09 | -9.40 | 61570.84 | 28.26 | 1592.43 | -79.55 |
| 1Q2016 | 80701.99 | -2.87 | 57290.93 | 29.01 | 1383.02 | -67.28 |
| 2Q2016 | 65443.58 | -4.44 | 44973.88 | 31.28 | 1857.90 | NA |
| 3Q2016 | 71447.23 | -3.48 | 52490.55 | 26.53 | 866.81 | 709.00 |
| 4Q2016 | 84251.91 | -1.83 | 58576.49 | 30.47 | 21164.33 | 1229.06 |

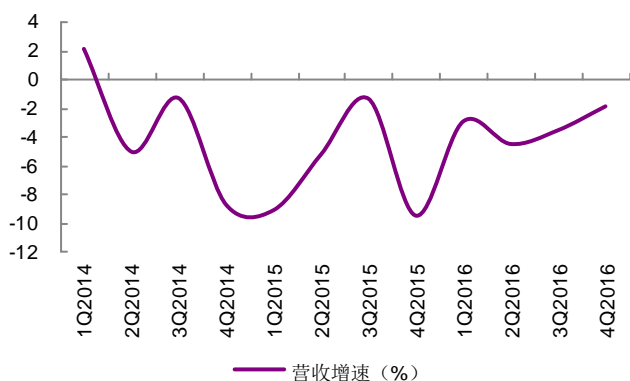
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 4Q2016 期间费用率较上年同期上升了 0.32 个百分点

| 季度 | 期间费用 (万元) | 期间费用率 (%) | 销售费用 (万元) | 销售费用率 (%) | 管理费用 (万元) | 管理费用率 (%) | 财务费用 (万元) | 财务费用率 (%) |
|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1Q2014 | 13746.06 | 15.05 | 3696.94 | 4.05 | 8126.60 | 8.90 | 1922.52 | 2.11 |
| 2Q2014 | 15107.51 | 20.92 | 3592.27 | 4.97 | 9549.43 | 13.22 | 1965.81 | 2.72 |
| 3Q2014 | 14803.85 | 19.74 | 3708.27 | 4.94 | 8796.94 | 11.73 | 2298.64 | 3.07 |
| 4Q2014 | 14786.15 | 15.61 | 4377.81 | 4.62 | 8218.82 | 8.68 | 2189.52 | 2.31 |
| 1Q2015 | 14326.64 | 17.24 | 3936.19 | 4.74 | 8306.48 | 10.00 | 2083.97 | 2.51 |
| 2Q2015 | 14187.26 | 20.72 | 3475.63 | 5.08 | 8676.20 | 12.67 | 2035.43 | 2.97 |
| 3Q2015 | 14100.61 | 19.05 | 3977.62 | 5.37 | 8472.16 | 11.44 | 1650.84 | 2.23 |
| 4Q2015 | 15002.31 | 17.48 | 4610.66 | 5.37 | 9067.21 | 10.57 | 1324.44 | 1.54 |
| 1Q2016 | 12700.52 | 15.74 | 3816.49 | 4.73 | 7600.93 | 9.42 | 1283.11 | 1.59 |
| 2Q2016 | 12875.77 | 19.67 | 3317.55 | 5.07 | 8265.54 | 12.63 | 1292.68 | 1.98 |
| 3Q2016 | 14396.50 | 20.15 | 3544.23 | 4.96 | 9620.97 | 13.47 | 1231.29 | 1.72 |
| 4Q2016 | 14999.74 | 17.80 | 5641.44 | 6.70 | 8615.03 | 10.23 | 743.27 | 0.88 |

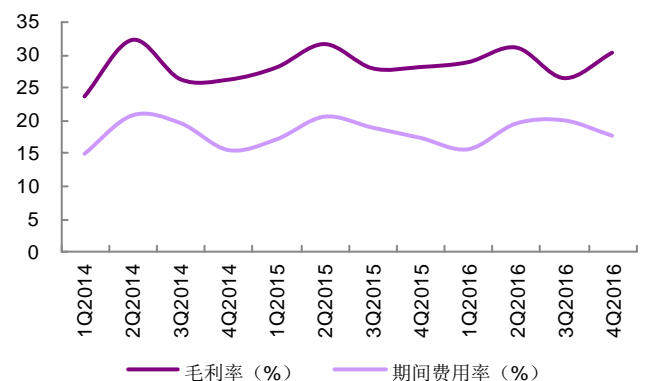
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司的营收增速 (2014-2016)

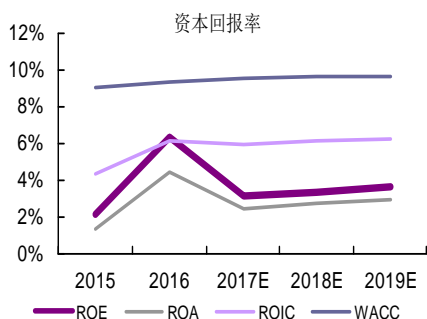
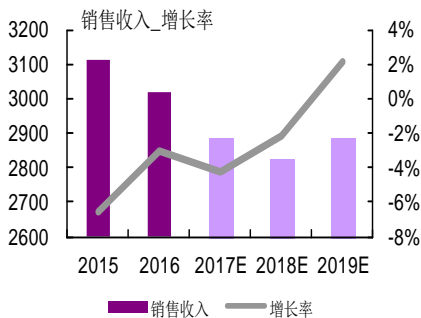
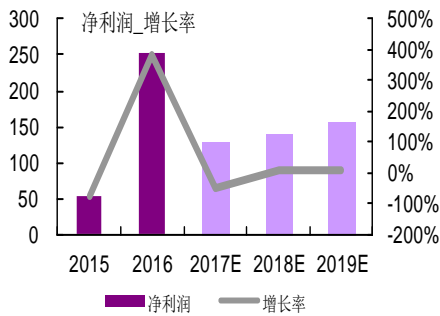
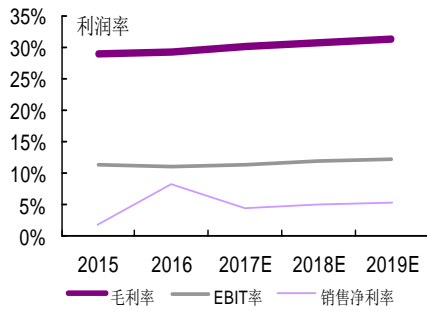


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司的毛利率和期间费用率 (2014-2016)



资料来源: 公司公告



| 利润表 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 3,114 | 3,018 | 2,889 | 2,826 | 2,886 |
| 营业成本 | 2,212 | 2,133 | 2,018 | 1,951 | 1,976 |
| 折旧和摊销 | 92 | 91 | 5 | 6 | 7 |
| 营业税费 | 40 | 37 | 35 | 34 | 35 |
| 销售费用 | 160 | 163 | 165 | 170 | 173 |
| 管理费用 | 345 | 341 | 338 | 334 | 346 |
| 财务费用 | 71 | 46 | 53 | 46 | 64 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -202 | -12 | -100 | -100 | -80 |
| 营业利润 | 83 | 282 | 175 | 192 | 212 |
| 利润总额 | 145 | 343 | 175 | 192 | 212 |
| 少数股东损益 | 10 | 1 | 4 | 4 | 4 |
| 归属母公司净利润 | 52.21 | 252.72 | 127.28 | 140.17 | 154.92 |

| 资产负债表 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 4,785 | 5,782 | 5,392 | 5,386 | 5,466 |
| 流动资产 | 1,086 | 2,671 | 2,285 | 2,254 | 2,289 |
| 货币资金 | 678 | 1,663 | 1,300 | 1,272 | 1,299 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 178 | 188 | 182 | 184 | 190 |
| 应收票据 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 18 | 19 | 18 | 17 | 18 |
| 存货 | 203 | 142 | 121 | 117 | 119 |
| 可供出售投资 | 36 | 37 | 12 | 12 | 12 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 851 | 342 | 332 | 322 | 314 |
| 固定资产 | 2,697 | 2,620 | 2,651 | 2,684 | 2,732 |
| 无形资产 | 94 | 91 | 87 | 82 | 78 |
| 总负债 | 2,187 | 1,769 | 1,247 | 1,162 | 1,156 |
| 无息负债 | 1,098 | 1,022 | 869 | 877 | 854 |
| 有息负债 | 1,089 | 747 | 378 | 285 | 301 |
| 股东权益 | 2,598 | 4,014 | 4,145 | 4,223 | 4,310 |
| 股本 | 532 | 647 | 647 | 647 | 647 |
| 公积金 | 753 | 1,912 | 1,922 | 1,922 | 1,922 |
| 未分配利润 | 1,239 | 1,436 | 1,553 | 1,628 | 1,711 |
| 少数股东权益 | 62 | 3 | 7 | 11 | 15 |

| 现金流量表 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 500 | 458 | 164 | 307 | 278 |
| 净利润 | 52 | 253 | 127 | 140 | 155 |
| 折旧摊销 | 92 | 91 | 5 | 6 | 7 |
| 净营运资金增加 | -112 | 650 | 13 | -39 | 58 |
| 其他 | 468 | -536 | 18 | 200 | 58 |
| 投资活动产生现金流 | 262 | -127 | -105 | -130 | -132 |
| 净资本支出 | -17 | -12 | -40 | -40 | -60 |
| 长期投资变化 | 851 | 342 | 10 | 10 | 8 |
| 其他资产变化 | -572 | -457 | -75 | -100 | -80 |
| 融资活动现金流 | -656 | 655 | -422 | -205 | -119 |
| 股本变化 | 0 | 115 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | -179 | -342 | -369 | -93 | 17 |
| 无息负债变化 | -229 | -76 | -152 | 8 | -23 |
| 净现金流 | 106 | 985 | -363 | -28 | 27 |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | -6.56% | -3.07% | -4.30% | -2.15% | 2.10% |
| 净利润增长率 | -78.22% | 384.07% | -49.64% | 10.13% | 10.52% |
| EBITDA/EBITDA 增长率 | -0.80% | -3.92% | -22.63% | 3.33% | 5.36% |
| EBIT/EBIT 增长率 | -0.17% | -4.73% | -3.32% | 3.14% | 5.14% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 156 | 32 | 64 | 58 | 52 |
| PB | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 17 | 19 | 25 | 24 | 22 |
| EV/EBIT | 22 | 24 | 25 | 24 | 23 |
| EV/NOPLAT | 51 | 33 | 33 | 32 | 31 |
| EV/Sales | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| EV/IC | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 28.97% | 29.32% | 30.15% | 30.97% | 31.53% |
| EBITDA 率 | 14.38% | 14.26% | 11.52% | 12.17% | 12.56% |
| EBIT 率 | 11.43% | 11.23% | 11.35% | 11.96% | 12.32% |
| 税前净利润率 | 4.65% | 11.36% | 6.06% | 6.80% | 7.34% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 1.68% | 8.37% | 4.41% | 4.96% | 5.37% |
| ROA | 1.30% | 4.38% | 2.43% | 2.68% | 2.91% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 2.06% | 6.30% | 3.08% | 3.33% | 3.61% |
| 经营性 ROIC | 4.33% | 6.15% | 5.88% | 6.08% | 6.22% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 0.51 | 1.56 | 1.84 | 1.95 | 1.99 |
| 速动比率 | 0.41 | 1.48 | 1.74 | 1.84 | 1.88 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 2.33 | 5.37 | 10.95 | 14.79 | 14.25 |
| 有形资产/有息债务 | 4.29 | 7.59 | 13.99 | 18.56 | 17.81 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.08 | 0.39 | 0.20 | 0.22 | 0.24 |
| 每股红利 | 0.05 | 0.00 | 0.10 | 0.11 | 0.12 |
| 每股经营现金流 | 0.77 | 0.71 | 0.25 | 0.47 | 0.43 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 0.53 | -0.49 | 0.31 | 0.40 | 0.24 |
| 每股净资产 | 3.92 | 6.20 | 6.40 | 6.51 | 6.64 |
| 每股销售收入 | 4.81 | 4.67 | 4.47 | 4.37 | 4.46 |

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

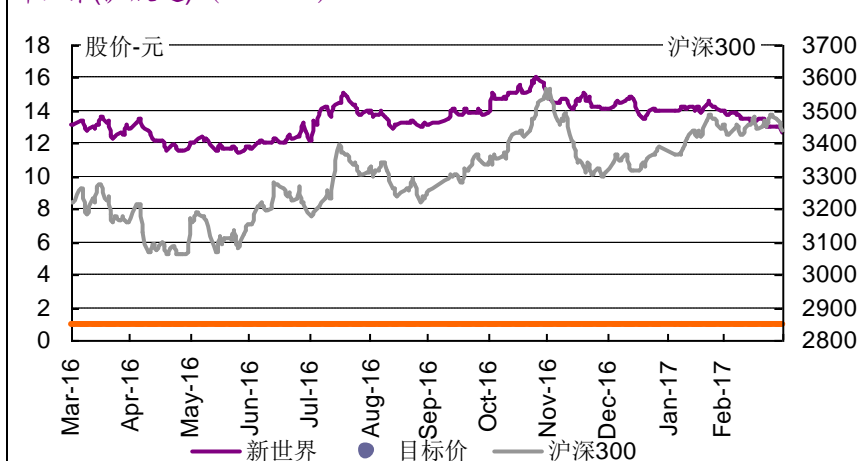
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料工学士，上海外国语大学英语系、日语系双本科、文学士，获得 CFA、CAIA、FRM 证书，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中银国际证券、中信证券和海富通基金。2010-2016 年新财富最佳分析师零售行业第 10/6/5/5/6/6/6 名，2011-2015 年“水晶球奖”最佳分析师商贸零售行业第 6/1/4/4/5 名，2011 和 2012 年“金牛奖”第 5 名，2011 年证券通-中国金牌分析师排行榜商业零售第 1 名，2012 年证券市场周刊金手指奖零售行业第 1 名，2012/13 年第一财经最佳分析师零售行业第 3/4 名，2013/2015/2016 年“天眼”中国最佳证券分析师商业贸易行业盈利预测最准分析师第 1/3/2 名，2013 年 Starmine, A+H 股零售组最佳盈利预测第 1 名,2015 年 Wind 蚂蚁分析师第 4 名,2014-2016 慧眼识券商行业分析师零售组荐股能力第 1/3/3 名，并获得白金分析师荣誉称号。2016 年每市软件模拟组合零售行业绝对收益/相对收益均为行业第一。2016 东方财富最佳分析师零售行业第三名。2017 年福布斯中国最佳分析师 50 强，最佳预测盈利能力分析师。精通英日德三国语言。优势：专注基本面分析及客观研究，并从买方角度来研判。

投资建议历史表现图

新世界(沪股通) (600628)



资料来源：光大证券研究所

| 日期 | 股价 | 目标价 | 评级 |
|------------|-------|-------|----|
| 2016-05-29 | 11.60 | 12.00 | 中性 |
| 2016-10-30 | 13.79 | 11.94 | 中性 |
| 买入— | 增持— | 中性— | |
| 减持— | 卖出— | | |

行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易总部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 | |
|--------|-----|---------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| 上海 | 陈蓉 | 021-22169086 | 13801605631 | chenrong@ebsecn.com | |
| | 濮维娜 | 021-62158036 | 13611990668 | puwn@ebsecn.com | |
| | 胡超 | 021-22167056 | 13761102952 | huchao6@ebsecn.com | |
| | 周薇薇 | 021-22169087 | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com | |
| | 李强 | 021-22169131 | 18621590998 | liqiang88@ebsecn.com | |
| | 罗德锦 | 021-22169146 | 13661875949/13609618940 | luodj@ebsecn.com | |
| | 张弓 | 021-22169083 | 13918550549 | zhanggong@ebsecn.com | |
| | 黄素青 | 021-22169130 | 13162521110 | huangsuqing@ebsecn.com | |
| | 邢可 | 021-22167108 | 15618296961 | xingk@ebsecn.com | |
| | 陈晨 | 021-22169150 | 15000608292 | chenchen66@ebsecn.com | |
| | 王昕宇 | 021-22167233 | 15216717824 | wangxinyu@ebsecn.com | |
| | 北京 | 郝辉 | 010-58452028 | 13511017986 | haohui@ebsecn.com |
| | | 梁晨 | 010-58452025 | 13901184256 | liangchen@ebsecn.com |
| | | 郭晓远 | 010-58452029 | 15120072716 | guoxiaoyuan@ebsecn.com |
| 王曦 | | 010-58452036 | 18610717900 | wangxi@ebsecn.com | |
| 关明雨 | | 010-58452037 | 18516227399 | guanmy@ebsecn.com | |
| 深圳 | 张彦斌 | 010-58452026 | 15135130865 | zhangyanbin@ebsecn.com | |
| | 黎晓宇 | 0755-83553559 | 13823771340 | lixxy1@ebsecn.com | |
| | 李潇 | 0755-83559378 | 13631517757 | lixiao1@ebsecn.com | |
| | 张亦潇 | 0755-23996409 | 13725559855 | zhangyx@ebsecn.com | |
| | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603 | wangyuanfeng@ebsecn.com | |
| | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561 | zhangjingwen@ebsecn.com | |
| | 牟俊宇 | 0755-83552459 | 13827421872 | moujy@ebsecn.com | |
| 国际业务 | 陶奕 | 021-22167107 | 18018609199 | taoyi@ebsecn.com | |
| | 戚德文 | 021-22167111 | 18101889111 | qidw@ebsecn.com | |
| | 金英光 | 021-22169085 | 13311088991 | jinyg@ebsecn.com | |
| | 傅裕 | 021-22169092 | 13564655558 | fuyu@ebsecn.com | |