

## 业绩低于预期，开发进度放缓与租金压力阻滞业绩提升

公司简报

### ◆公司发布2017年一季度报，归母净利润同比降低38.11%

4月26日晚，公司发布2017年一季度报：1Q2017公司实现营业收入3.83亿元，同比降低11.59%；实现归母净利润8873万元，折合EPS 0.07元，同比降低38.11%；实现扣非归母净利润7950万元，同比降低34.51%，业绩低于预期。公司预测1H2017将实现归母净利润2.00亿元至3.15亿元，同比变化-48%至-18%。

### ◆综合毛利率下降13.56个百分点，期间费用率上升1.19个百分点

1Q2017公司综合毛利率为53.47%，同比降低13.56个百分点。1Q2017公司期间费用率为19.41%，同比上升1.19个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为13.68%/7.36%/-1.62%，同比变化4.14/0.69/-3.65个百分点。财务费用降幅较大主要是由于报告期内公司降低债务融资规模导致借款利息减少所致。

### ◆提前布局业态多元化，传统盈利模式遭遇挑战

公司布局互联网金融、设计师品牌服饰销售以及成立康复医院等创新业态，意图进一步拓展公司业务范围。主业方面，我们此前对于商业地产业态的担忧在公司一季度经营结果上有所显现：新市场开发进度的放缓导致商铺及配套物业销售收入相对减少，现有市场租金上涨空间有限则导致公司毛利率水平难以提升。在市场规模逐步扩大，相关营销、管理费用持续提升的情况下，依赖租金驱动的盈利模式或难以为继。

### ◆下调盈利预测，调整未来6个月目标价至10元，中性评级

考虑到公司1Q2017业绩下滑幅度较大，我们调整对公司2017-2019年全面摊薄EPS的预测分别为0.30/0.31/0.34元（之前为0.48/0.52/0.55元），下调公司未来六个月目标价至10元，下调评级至中性。

### ◆风险提示

宏观经济增速低于预期，居民消费需求的增长速度低于预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,837	2,169	2,217	2,295	2,389
营业收入增长率	-24.33%	18.09%	2.21%	3.54%	4.09%
净利润(百万元)	549	550	383	398	437
净利润增长率	-41.39%	0.22%	-30.29%	3.87%	9.72%
EPS(元)	0.43	0.43	0.30	0.31	0.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.29%	7.75%	5.17%	5.15%	5.41%
P/E	22	22	32	31	28
P/B	3	2	2	2	2

### 中性(调降)

当前价/目标价：9.55/10.00元

目标期限：6个月

### 分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-22169161

[tangjiarui@ebsecn.com](mailto:tangjiarui@ebsecn.com)

### 联系人

孙路

021-22169117

[sunlu@ebsecn.com](mailto:sunlu@ebsecn.com)

邬亮

010-58452047

[wuliang16@ebsecn.com](mailto:wuliang16@ebsecn.com)

程璐

021-22169328

[chenglu@ebsecn.com](mailto:chenglu@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：12.83

总市值(亿元)：122.50

一年最低/最高(元)：9.11/13.30

近3月换手率：27.96%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.25	-10.05	-10.42
绝对	-8.52	-8.00	-1.46

### 相关研报

业绩符合公告，业态多元化战略稳步推进  
 .....2017-04-16

业绩高于预期，商铺销售收入大幅增长  
 .....2017-02-28

图表 1: 公司 1Q2017 净利润同比降低 38.11%

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 (%)
1Q2015	44873.23	-21.27	13487.01	69.94	16725.63	-38.74
2Q2015	76470.20	-9.28	18172.64	76.24	34620.24	6.61
3Q2015	41498.57	-14.46	15030.01	63.78	14953.24	-22.28
4Q2015	20824.67	-60.66	19919.07	4.35	-11418.83	-178.11
1Q2016	43289.30	-3.53	14271.77	67.03	14336.98	-14.28
2Q2016	62291.34	-18.54	20175.13	67.61	24094.93	-30.40
3Q2016	44341.00	6.85	23838.58	46.24	10438.70	-30.19
4Q2016	66973.32	221.61	30347.30	54.69	6128.20	N/A
1Q2017	38270.23	-11.59	17807.86	53.47	8872.84	-38.11

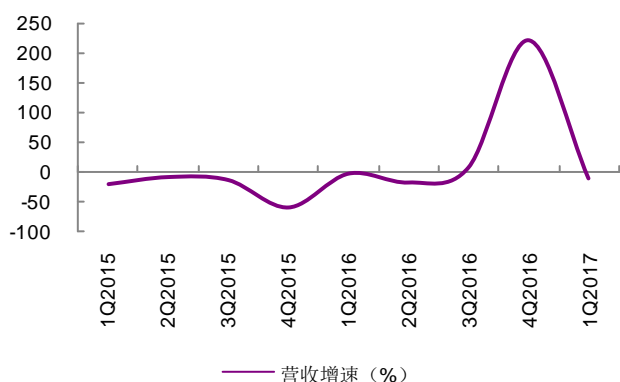
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 1Q2017 期间费用率较上年同期上升 1.19 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 (%)
1Q2015	6988.36	15.57	4763.59	10.62	2428.46	5.41	-203.69	-0.45
2Q2015	3106.33	4.06	894.19	1.17	2490.04	3.26	-277.89	-0.36
3Q2015	6847.55	16.50	2302.35	5.55	2547.56	6.14	1997.64	4.81
4Q2015	16325.58	78.40	11632.59	55.86	3864.25	18.56	828.75	3.98
1Q2016	7889.28	18.22	4126.26	9.53	2884.70	6.66	878.32	2.03
2Q2016	7394.21	11.87	3206.35	5.15	1939.68	3.11	2248.18	3.61
3Q2016	7370.29	16.62	1799.76	4.06	2924.93	6.60	2645.60	5.97
4Q2016	16925.39	25.27	12151.51	18.14	3261.93	4.87	1511.94	2.26
1Q2017	7429.45	19.41	5233.70	13.68	2815.54	7.36	-619.79	-1.62

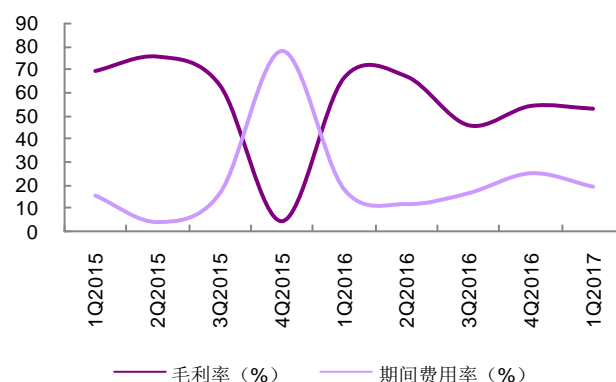
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司的营收增速 (1Q2015-1Q2017)

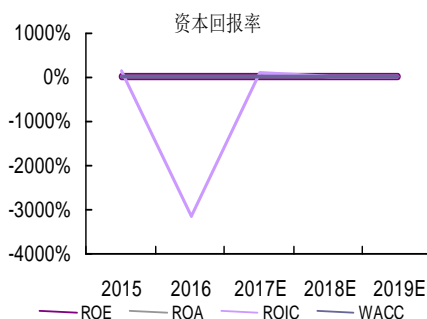
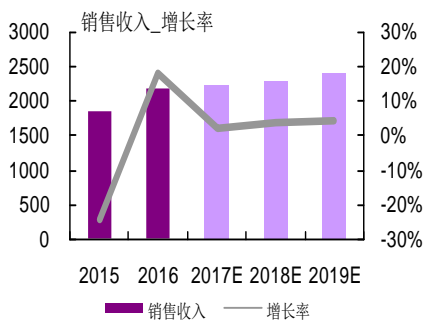
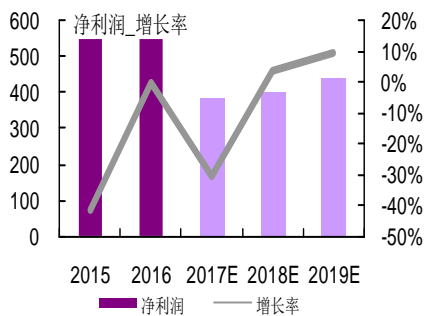
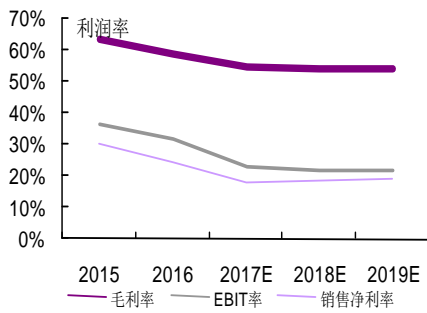


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司毛利率与期间费用率 (1Q2015-1Q2017)



资料来源: 公司公告



	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,837</b>	<b>2,169</b>	<b>2,217</b>	<b>2,295</b>	<b>2,389</b>
营业成本	666	886	1,002	1,044	1,090
折旧和摊销	221	297	77	128	182
营业税费	178	251	266	275	287
销售费用	196	213	284	287	294
管理费用	113	110	166	184	198
财务费用	23	73	24	-25	-56
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	25	36	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>683</b>	<b>661</b>	<b>497</b>	<b>534</b>	<b>581</b>
<b>利润总额</b>	<b>760</b>	<b>744</b>	<b>552</b>	<b>589</b>	<b>640</b>
少数股东损益	10	-19	19	32	30
<b>归属母公司净利润</b>	<b>548.80</b>	<b>549.99</b>	<b>383.38</b>	<b>398.22</b>	<b>436.94</b>

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>10,282</b>	<b>13,120</b>	<b>13,389</b>	<b>13,801</b>	<b>14,283</b>
流动资产	3,255	4,644	7,831	7,071	6,535
货币资金	700	1,908	5,130	4,280	3,640
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	155	154	174	180	188
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	112	114	155	161	167
存货	1,688	1,019	902	940	981
可供出售投资	35	35	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	64	56	56	56	56
固定资产	389	380	1,104	1,894	2,583
无形资产	16	16	15	15	14
<b>总负债</b>	<b>5,298</b>	<b>5,933</b>	<b>5,864</b>	<b>5,926</b>	<b>6,027</b>
无息负债	4,603	5,445	5,796	5,858	5,959
有息负债	695	488	68	68	68
<b>股东权益</b>	<b>4,984</b>	<b>7,187</b>	<b>7,526</b>	<b>7,875</b>	<b>8,256</b>
股本	1,120	1,283	1,283	1,283	1,283
公积金	610	2,213	2,251	2,291	2,334
未分配利润	3,130	3,597	3,878	4,156	4,463
少数股东权益	124	95	114	146	176

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>158</b>	<b>514</b>	<b>998</b>	<b>489</b>	<b>571</b>
净利润	549	550	383	398	437
折旧摊销	221	297	77	128	182
净营运资金增加	-1,167	83	-352	83	68
其他	555	-417	889	-120	-116
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,275</b>	<b>-1,920</b>	<b>2,724</b>	<b>-1,295</b>	<b>-1,195</b>
净资本支出	-1,537	-1,157	-1,000	-1,100	-1,000
长期投资变化	64	56	0	0	0
其他资产变化	198	-819	3,724	-195	-195
<b>融资活动现金流</b>	<b>884</b>	<b>2,415</b>	<b>-501</b>	<b>-44</b>	<b>-16</b>
股本变化	0	163	0	0	0
债务净变化	275	-207	-420	0	0
无息负债变化	1,144	842	351	62	101
<b>净现金流</b>	<b>-236</b>	<b>1,009</b>	<b>3,221</b>	<b>-850</b>	<b>-640</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-24.33%	18.09%	2.21%	3.54%	4.09%
净利润增长率	-41.39%	0.22%	-30.29%	3.87%	9.72%
EBITDA/EBITDA 增长率	-32.23%	10.12%	-39.92%	6.91%	10.85%
EBIT/EBIT 增长率	-41.26%	2.20%	-25.15%	-2.05%	2.99%
<b>估值指标</b>					
PE	22	22	32	31	28
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	7	5	9	10	10
EV/EBIT	9	8	10	12	13
EV/NOPLAT	13	11	14	17	18
EV/Sales	3	2	2	3	3
EV/IC	17	-337	13	4	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	63.73%	59.14%	54.80%	54.51%	54.38%
EBITDA 率	48.73%	45.44%	26.71%	27.58%	29.37%
EBIT 率	36.68%	31.74%	23.25%	21.99%	21.76%
税前净利润率	41.40%	34.32%	24.89%	25.68%	26.77%
税后净利润率 (归属母公司)	29.88%	25.36%	17.29%	17.35%	18.29%
ROA	5.44%	4.04%	3.01%	3.12%	3.27%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.29%	7.75%	5.17%	5.15%	5.41%
经营性 ROIC	136.32%	-3156.87%	88.04%	25.06%	16.20%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.75	0.96	1.65	1.47	1.34
速动比率	0.36	0.75	1.46	1.28	1.14
归属母公司权益/有息债务	6.99	14.54	109.47	114.17	119.35
有形资产/有息债务	14.62	26.54	197.06	203.15	210.28
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.43	0.43	0.30	0.31	0.34
每股红利	0.03	0.05	0.06	0.07	0.07
每股经营现金流	0.12	0.40	0.78	0.38	0.45
每股自由现金流(FCFF)	0.28	-0.33	-0.16	-0.53	-0.39
每股净资产	3.79	5.53	5.78	6.03	6.30
每股销售收入	1.43	1.69	1.73	1.79	1.86

资料来源：光大证券、上市公司

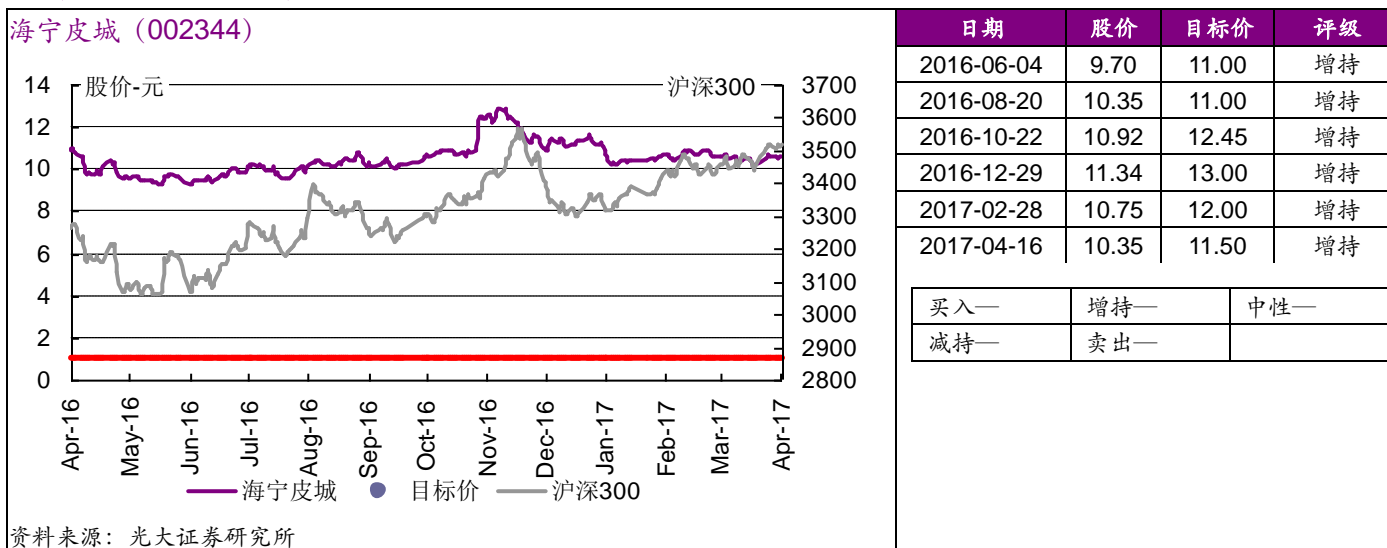
## 分析师声明

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



## 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

上海市新闸路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@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15200608292	chenchen66@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com