

业绩超预期，毛利率显著上升

公司简报

◆公司公布 2017 年一季报，归母净利润同比增长 21.33%

4月28日晚，公司公布2017年1季报，1Q2017实现营业收入47.51亿元，同比增长了2.08%，增幅小于4Q2016增长的4.58%。实现归母净利润2.23亿元，折合成全面摊薄EPS为0.28元，同比增长了21.33%，而4Q2016归母净利润减少了83.58%。实现扣非归母净利润2.06亿元，同比增长了16.99%。业绩超预期。公司预计2017年1-6月归母净利润为2.85至4.28亿元，同比增长0%至50%。

◆综合毛利率上升 1.48 个百分点，期间费用率上升 0.54 个百分点

截至2017年3月底，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计8省/市的21个城市。公司经营综合百货67家(含4家君尚门店及2家天虹特许经营门店)，营业面积约200万平方米；经营购物中心4家，营业面积约32万平方米；经营便利店160家。

1Q2017公司综合毛利率为25.28%，较上年同期上升了1.48个百分点。1Q2017公司期间费用率为18.79%，较上年同期上升了0.54个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为17.51%/1.64%/-0.35%，较上年同期分别变化了0.86/-0.04/-0.28个百分点。财务费用率的下降主要原因是公司合理安排存款结构，利息收入增加。

◆公司积极开展互联网营销，大力发展便利店，受益于国企改革预期

我们看好该公司在2017年的表现，主要原因有：1)公司率先启动互联网营销，转型全渠道零售商。天虹商场从2010年就开始布局电商业务，在零售行业内率先发展互联网销售渠道，2013年9月上线天虹微信公众号，2014年9月微信支付接口正式对外开放，天虹成为首批接入微信支付的九家公司之一。2015年10月又推出“虹领巾”APP，公司现在依托网上天虹、天虹微信、天虹微店、虹领巾APP，已经实现线上线下融合的全渠道销售。2)大力发展便利店。2014年7月，天虹商场在深圳市南山区开设首家便利店，品牌为“微喔”。在2014年底，天虹商场又收购深圳市万店通商贸有限公司100%股权，拥有第二个便利店品牌“万店通”，获得了万店通多年便利店运营经验。公司计划2015-2017年在全国开设500家便利店，截至2017年3月底，已经拥有便利店160家。3)受益于国企改革预期。公司第一大股东是中国航空技术深圳有限公司，隶属于中航工业集团，持股比例为43.4%。

◆调升盈利预测，维持 6 个月目标价 20 元，维持买入评级

我们调升对公司2017-2019年全面摊薄EPS的预测，分别为0.76/0.83/0.89元(之前为0.74/0.79/0.87元)。公司近年来业态变革和创新都值得肯定，我们看好公司的价值，维持6个月目标价20元，对应2017年26X市盈率，维持买入评级。

◆风险提示

居民消费需求的增速未达预期，公司业态扩张未达预期。

买入(维持)

当前价/目标价：13.44/20.00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@ebscn.com

联系人

邬亮

010-58452047

wuliang16@ebscn.com

程璐

021-22169328

chenglu@ebscn.com

孙路

021-22169117

sunlu@ebscn.com

市场数据

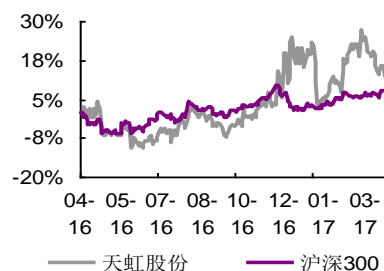
总股本(亿股)：8.00

总市值(亿元)：107.55

一年最低/最高(元)：11.40/17.38

近3月换手率：65.64%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.91	-1.44	-1.81
绝对	-11.01	0.09	6.84

相关研报

业绩符合预期，业态创新成绩斐然

.....2017-03-09

业绩基本符合预期，看好公司创新能力

.....2017-02-27

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	17396	17273	17812	18783	20382
营业收入增长率	2.34%	-0.71%	3.12%	5.46%	8.51%
净利润 (百万元)	1208	524	608	665	716
净利润增长率	124.44%	-56.63%	16.03%	9.38%	7.58%
EPS (元)	1.51	0.65	0.76	0.83	0.89
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.93%	9.37%	10.28%	10.45%	10.45%
P/E	9	21	18	16	15
P/B	2	2	2	2	2

图表 1: 公司 1Q2017 净利润同比增长了 21.33%

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 (%)
2Q2014	378986.87	5.64	283899.10	25.09	9914.54	-10.66
3Q2014	384571.74	8.63	282899.93	26.44	7498.73	-27.27
4Q2014	496488.26	5.07	403151.78	18.80	18385.70	-14.23
1Q2015	485894.25	10.49	376583.17	22.50	15879.89	-11.99
2Q2015	403505.51	6.47	305601.81	24.26	5155.90	-48.00
3Q2015	380080.82	-1.17	283729.83	25.35	1744.23	-76.74
4Q2015	470125.92	-5.31	363678.89	22.64	98061.23	433.36
1Q2016	465436.59	-4.21	354683.40	23.80	18367.31	15.66
2Q2016	388927.23	-3.61	290659.31	25.27	10168.17	97.21
3Q2016	381291.64	0.32	281440.10	26.19	7770.62	345.50
4Q2016	491640.39	4.58	383198.15	22.06	16104.96	-83.58
1Q2017	475127.09	2.08	355023.73	25.28	22285.22	21.33

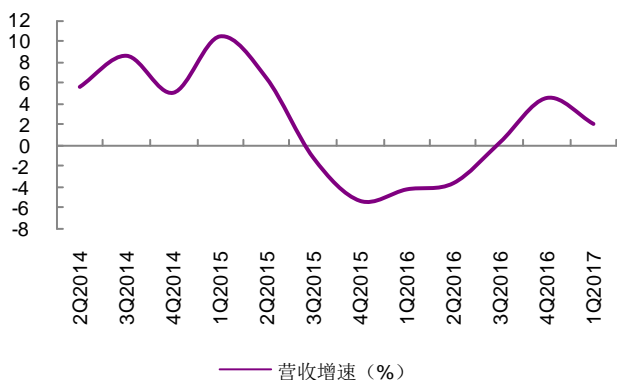
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 1Q2017 期间费用率较上年同期上升了 0.54 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 (%)
2Q2014	78765.50	20.78	72029.97	19.01	7855.30	2.07	-1119.76	-0.30
3Q2014	87067.51	22.64	78748.97	20.48	8757.71	2.28	-439.16	-0.11
4Q2014	66682.52	13.43	58172.66	11.72	8708.90	1.75	-199.03	-0.04
1Q2015	83542.86	17.19	74853.58	15.41	8816.82	1.81	-127.55	-0.03
2Q2015	84029.21	20.82	76047.82	18.85	8033.67	1.99	-52.28	-0.01
3Q2015	83610.41	22.00	74534.76	19.61	8855.70	2.33	219.95	0.06
4Q2015	85789.95	18.25	75488.00	16.06	9911.30	2.11	390.64	0.08
1Q2016	84979.96	18.26	77495.09	16.65	7844.29	1.69	-359.42	-0.08
2Q2016	84174.74	21.64	75528.58	19.42	8642.35	2.22	3.81	0.00
3Q2016	89326.38	23.43	82163.96	21.55	6937.78	1.82	224.64	0.06
4Q2016	87307.90	17.76	77121.77	15.69	8403.66	1.71	1782.47	0.36
1Q2017	89300.10	18.79	83174.36	17.51	7802.13	1.64	-1676.39	-0.35

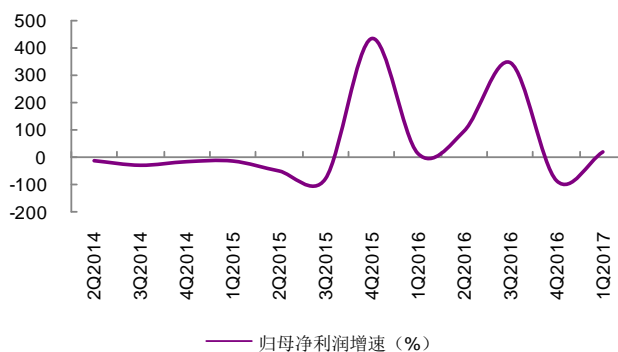
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司的营收增速 (2Q2014-1Q2017)



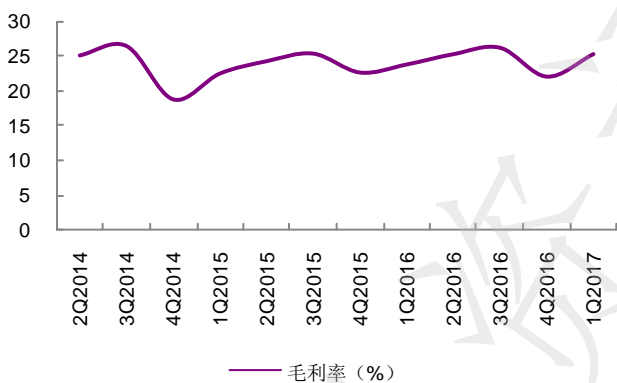
资料来源: 公司公告

图表 4: 公司的归母净利润增速 (2Q2014-1Q2017)



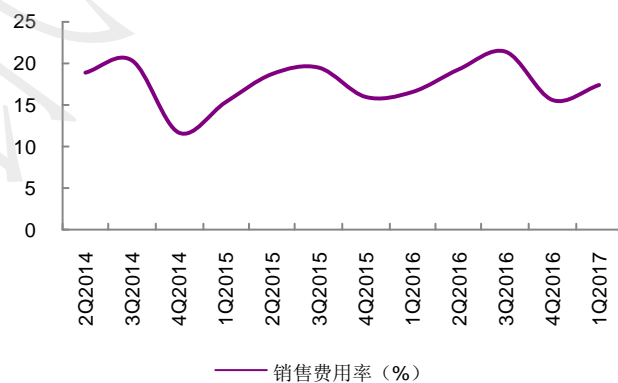
资料来源: 公司公告

图表 5: 公司的毛利率 (2Q2014-1Q2017)



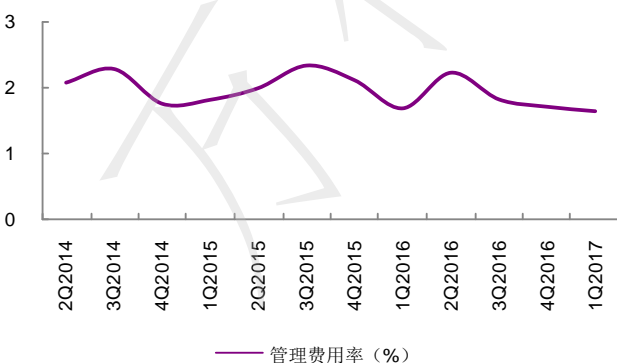
资料来源: 公司公告

图表 6: 公司的销售费用率 (2Q2014-1Q2017)



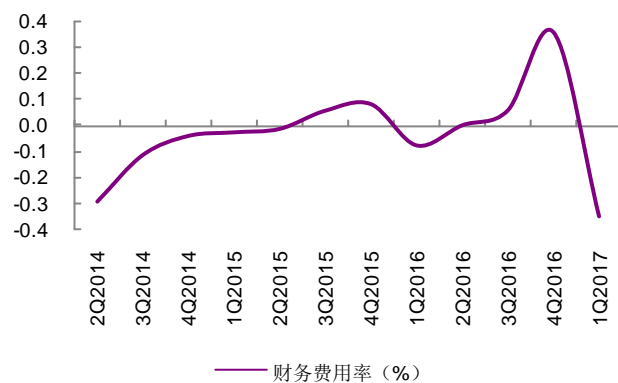
资料来源: 公司公告

图表 7: 公司的管理费用率 (2Q2014-1Q2017)

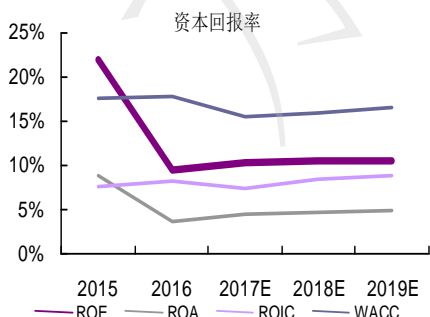
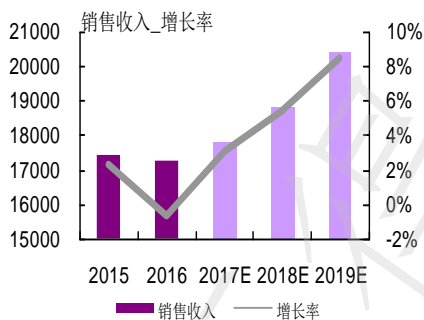
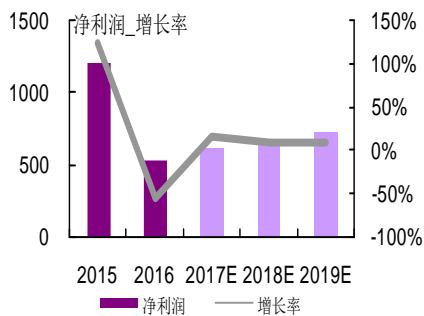
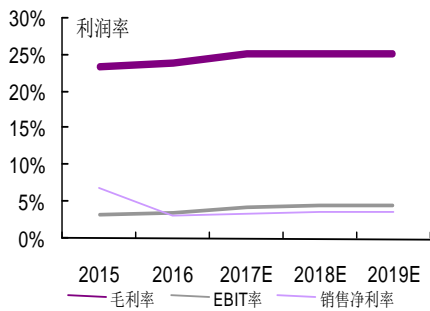


资料来源: 公司公告

图表 8: 公司的财务费用率 (2Q2014-1Q2017)



资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17396	17273	17812	18783	20382
营业成本	13296	13100	13306	14037	15241
折旧和摊销	0	0	271	317	357
营业税费	422	374	160	150	163
销售费用	3009	3123	3224	3362	3659
管理费用	356	318	338	357	387
财务费用	4	17	-37	-8	-23
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1188	59	0	0	0
营业利润	1759	673	805	884	954
利润总额	1671	715	845	924	994
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	1208.41	524.11	608.14	665.19	715.63

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	13884	14758	14161	14601	15232
流动资产	8720	9567	8951	9308	9895
货币资金	5158	4968	5343	5635	6115
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	59	55	60	64	69
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	291	284	199	210	227
存货	1035	1429	532	561	610
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	152	152	0	0	0
长期投资	24	15	15	15	15
固定资产	1492	2109	2584	2873	3078
无形资产	726	707	671	638	606
总负债	8371	9160	8243	8230	8378
无息负债	8207	9160	6652	6984	7580
有息负债	163	0	1591	1247	798
股东权益	5514	5598	5918	6371	6854
股本	800	800	800	800	800
公积金	2115	2113	2113	2113	2113
未分配利润	2596	2680	3000	3453	3935
少数股东权益	2	5	5	5	5

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1243	1632	-642	1241	1538
净利润	1208	524	608	665	716
折旧摊销	0	0	271	317	357
净营运资金增加	-1380	66	1667	25	-9
其他	1415	1042	-3188	233	475
投资活动产生现金流	665	-1270	-323	-400	-400
净资本支出	-809	744	500	400	400
长期投资变化	24	15	0	0	0
其他资产变化	1450	-2029	-823	-800	-800
融资活动现金流	-155	-611	1340	-549	-659
股本变化	-7	0	0	0	0
债务净变化	136	-163	1591	-344	-449
无息负债变化	1303	952	-2508	332	596
净现金流	1752	-248	375	292	480

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	2.34%	-0.71%	3.12%	5.46%	8.51%
净利润增长率	124.44%	-56.63%	16.03%	9.38%	7.58%
EBITDA 增长率	-2.85%	0.68%	193.10%	14.87%	7.94%
EBIT 增长率	-15.62%	9.40%	116.60%	14.11%	6.32%
估值指标					
PE	9	21	18	16	15
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	35	30	12	10	9
EV/EBIT	35	30	16	14	12
EV/NOPLAT	26	23	22	19	17
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	23.57%	24.16%	25.29%	25.27%	25.23%
EBITDA 率	5.74%	5.82%	5.83%	6.35%	6.32%
EBIT 率	3.31%	3.65%	4.31%	4.66%	4.57%
税前净利润率	9.61%	4.14%	4.74%	4.92%	4.88%
税后净利润率 (归属母公司)	6.95%	3.03%	3.41%	3.54%	3.51%
ROA	8.69%	3.55%	4.29%	4.56%	4.70%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.93%	9.37%	10.28%	10.45%	10.45%
经营性 ROIC	7.52%	8.20%	7.37%	8.30%	8.78%
偿债能力					
流动比率	1.07	1.05	1.09	1.14	1.19
速动比率	0.94	0.90	1.03	1.07	1.12
归属母公司权益/有息债务	33.76	-	3.72	5.11	8.58
有形资产/有息债务	76.49	-	8.06	10.67	17.50
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.51	0.65	0.76	0.83	0.89
每股红利	0.55	0.36	0.27	0.29	0.31
每股经营现金流	1.55	2.04	-0.80	1.55	1.92
每股自由现金流(FCFF)	3.79	0.04	-1.66	0.65	0.80
每股净资产	6.89	6.99	7.39	7.95	8.56
每股销售收入	21.74	21.59	22.26	23.47	25.47

资料来源：光大证券、上市公司

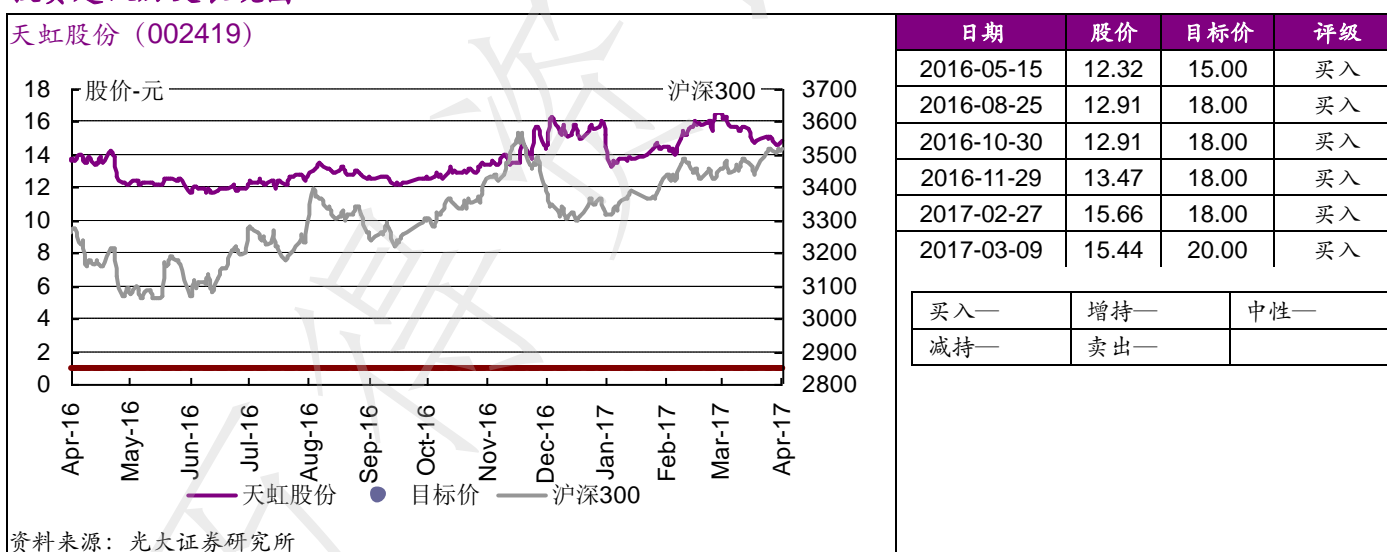
分析师声明

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	haohui@ebscn.com
		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	lix1@ebscn.com	
	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	