

业绩超预期，创新能力给予估值溢价

公司简报

◆公司公布 2017 年半年报，归母净利润同比增长 31.36%

8月18日，公司公布2017年半年报，1H2017实现营业收入89.83亿元，同比增长5.14%，实现归母净利润3.75亿元，折合成全面摊薄EPS为0.47元，同比增长31.36%，实现扣非归母净利润3.45亿元，同比增长45.81%，业绩超预期。单季度拆分来看，公司2Q2017实现营业收入42.32亿元，同比增长8.81%，增幅大于1Q2017增长的2.08%。2Q2017实现归母净利润1.52亿元，同比增长49.48%，增幅大于1Q2017增长的21.33%。公司预计2017年1-9月归母净利润为3.63-5.45亿元，同比增长0-50%。

◆综合毛利率上升 0.84 个百分点，期间费用率下降 0.28 个百分点

1H2017公司新开厦门君尚购物中心和苏州石路CC.Mall，以及14家便利店。截至2017年二季度末，公司经营综合百货66家(含2家天虹特许经营门店)，购物中心6家，便利店162家。分业态来看，1H2017公司百货/超市业务的营业收入分别是52.36/29.19亿元，同比分别变化-0.21%/7.23%。1H2017公司综合毛利率为25.30%，较上年同期上升0.84个百分点。分业态来看，1H2017公司百货/超市业务的毛利率分别是23.67%/23.80%，较上年同期分别变化0.78/0.32个百分点。1H2017公司期间费用率为19.52%，较上年同期下降0.28个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为17.95%/1.78%/-0.22%，较上年同期分别变化0.04/-0.15/-0.18个百分点。

◆着力建设购物中心和便利店，积极发展各类创新业态

我们认为1H2017公司业绩大幅提升的主要原因是：1) 营收稳健增长，2017年上半年公司独立发展超市业态，1H2017超市业务的营业收入同比增长7.23%，另外房地产业务贡献2.22亿收入。2) 毛利率大幅提升，源于公司加强品类管理和发展房地产业务。

公司根植深圳，是我国首批中外合作经营的商贸企业，创新能力强。近年来，公司着力发展新兴的购物中心和便利店业态。2017年，公司继续积极发展多个创新业态：1) 1月24日，公司在深南天虹推出sp@ce超市，这是国内首创的“都会生活超市”。2) 8月4日，公司在后海天虹一层推出“全球In选”，引入大量海外优质商品。3) 8月8日，公司在天虹总部大厦推出Well Go无人便利店，探索无人零售业态。

◆调升盈利预测，维持“买入”评级

公司积极进取，灵活组合创新业态，强化供应链推动商品升级，1H2017零售业务的营收增速和毛利率有望维持。公司1H2017房地产业务贡献的业绩超预期，我们调升对地产业务的盈利预测。我们调升对公司2017-2019年全面摊薄EPS的预测，分别为0.85/1.02/1.20元(之前为0.76/0.83/0.89元)，维持“买入”评级。

◆风险提示：公司创新业态发展未达预期、公司房地产业务发展未达预期。

买入(维持)

当前价：15.17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

邬亮
 010-58452047
wuliang16@ebsecn.com

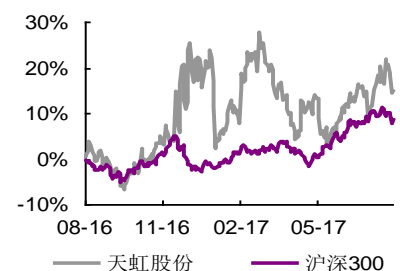
孙路

021-22169117
sunlu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：8.00
 总市值(亿元)：121.39
 一年最低/最高(元)：12.11/17.38
 近3月换手率：55.74%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.13	-3.40	8.41
绝对	4.62	5.13	18.56

相关研报

业绩超预期，毛利率显著上升
2017-04-28
 业绩符合预期，业态创新成绩斐然
2017-03-09

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	18150	19421	21181
营业收入增长率	2.34%	-0.71%	5.08%	7.00%	9.06%
净利润 (百万元)	1208	524	681	819	963
净利润增长率	124.44%	-56.63%	29.99%	20.20%	17.61%
EPS (元)	1.51	0.65	0.85	1.02	1.20
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.93%	9.37%	11.38%	12.47%	13.30%
P/E	10	23	18	15	13
P/B	2	2	2	2	2

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 1：公司 2Q2017 归母净利润同比增长 49.48%

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 (%)
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
2Q2017	423172.94	8.81	315990.22	25.33	15199.15	49.48

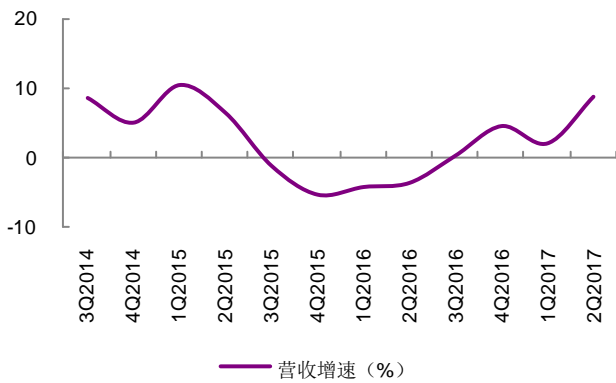
资料来源：公司公告

图表 2：公司 2Q2017 期间费用率较上年同期下降 1.32 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 (%)
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
2Q2017	86004.16	20.32	78062.92	18.45	8215.46	1.94	-274.22	-0.06

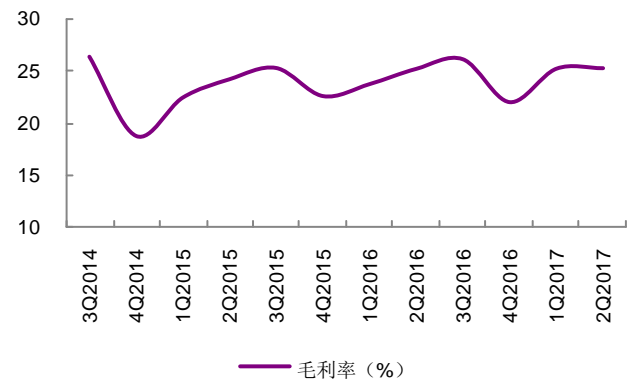
资料来源：公司公告

图表 3: 公司的营收增速 (3Q2014-2Q2017)



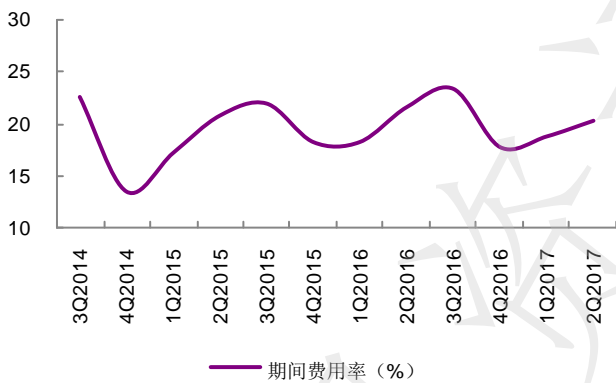
资料来源: 公司公告

图表 4: 公司的毛利率 (3Q2014-2Q2017)



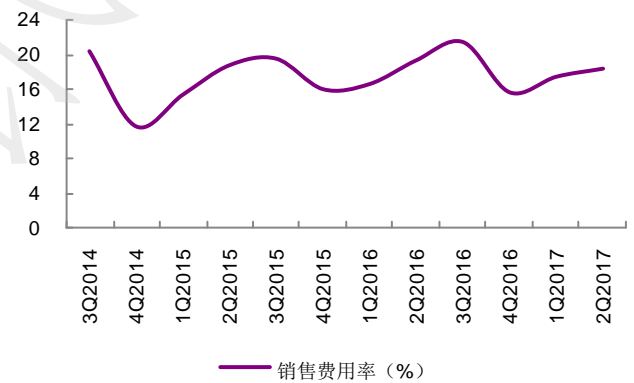
资料来源: 公司公告

图表 5: 公司的期间费用率 (3Q2014-2Q2017)



资料来源: 公司公告

图表 6: 公司的销售费用率 (3Q2014-2Q2017)



资料来源: 公司公告

图表 7: 公司 1H2017 推出的创新业态

时间	地点	品牌	面积(平方米)	SKU	特色
2017 年 1 月 24 日	天虹深南店	sp@cc 超市	3000	6000+	进口商品和有机食品比例超过 60% 商品按照生活场景进行陈列 加强餐饮业态
2017 年 8 月 4 日	后海天虹一层	全球 In 选	1500	NA	进口优质商品为主 自助收银
2017 年 8 月 8 日	天虹总部大厦	Well Go 无人便利店	12	300	自助收银

资料来源: 公司公告

图表 8：公司 1H2017 百货业务的营业收入同比下降 0.21%

	营业收入 (亿元)	营收同比 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率较上年同期 变动 (百分点)
1H2015	56.62	8.28	22.01	-0.29
2H2015	52.00	-7.28	22.31	0.16
1H2016	52.48	-7.31	22.88	0.88
2H2016	51.57	-0.83	22.65	0.34
1H2017	52.36	-0.21	23.67	0.78

资料来源：公司公告

图表 9：公司 1H2017 超市业务的营业收入同比增长 7.23%

	营业收入 (亿元)	营收同比 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率较上年同期 变动 (百分点)
1H2015	26.88	7.26	23.21	0.79
2H2015	26.71	1.06	23.29	0.28
1H2016	27.22	1.26	23.48	0.26
2H2016	28.30	5.95	24.24	0.95
1H2017	29.19	7.23	23.80	0.32

资料来源：公司公告

图表 10：公司门店结构 (2017 年 2 季度末)

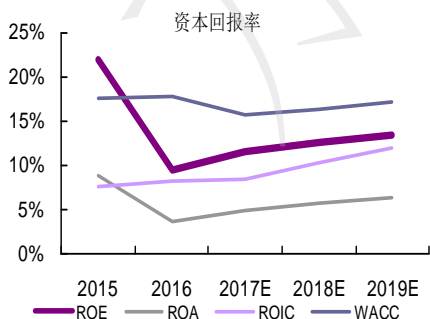
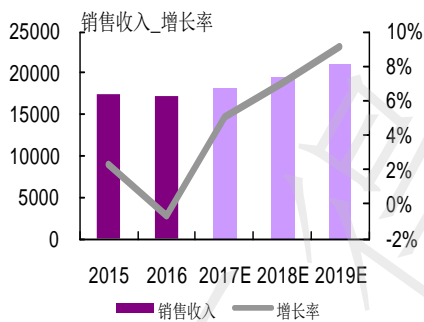
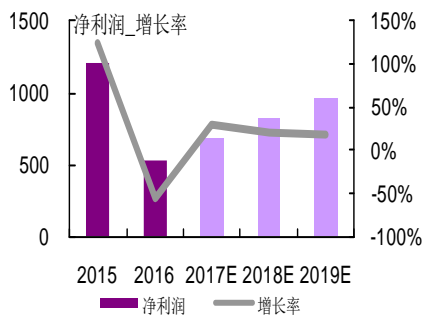
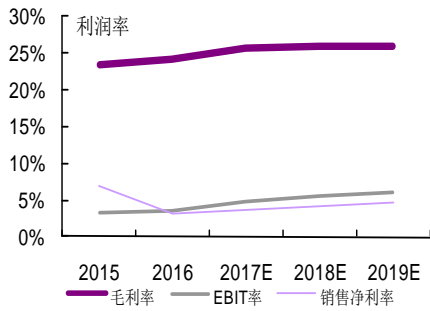
	华南区	华中区	东南区	华东区	北京	成都	合计	变动
综合百货	38	15	5	4	3	1	66	-1
购物中心	2	1	1	2	0	0	6	2
便利店	141	0	21	0	0	0	162	5
合计	181	16	27	6	3	1	234	6

资料来源：公司公告

图表 11：1H2017 可比店营收同比下降 1.37%

	营收同比增速 (%)	利润总额同比增速 (%)
华南区	-2.66	2.18
东南区	-1.31	-0.12
华中区	5.24	38.99
华东区	-3.51	21.00
北京	-4.44	43.41
成都	-1.63	39.21
购物中心	0.05	87.17
君尚公司	2.08	39.26
合计	-1.37	14.04

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	18150	19421	21181
营业成本	13296	13100	13504	14385	15691
折旧和摊销	0	0	271	317	357
营业税费	422	374	145	136	148
销售费用	3009	3123	3285	3476	3743
管理费用	356	318	336	340	339
财务费用	4	17	-39	-15	-39
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	906	1097	1298
利润总额	1671	715	946	1137	1338
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	1208.41	524.11	681.30	818.91	963.11

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	13884	14758	14282	14826	15514
流动资产	8720	9567	9072	9533	10178
货币资金	5158	4968	5445	5826	6354
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	59	55	62	66	72
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	291	284	203	217	236
存货	1035	1429	540	575	628
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	8290	8254	8266
无息负债	8207	9160	6757	7176	7825
有息负债	163	0	1534	1078	441
股东权益	5514	5598	5992	6572	7248
股本	800	800	800	800	800
公积金	2115	2113	2113	2113	2113
未分配利润	2596	2680	3073	3654	4330
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	-485	1460	1812
净利润	1208	524	681	819	963
折旧摊销	0	0	271	317	357
净营运资金增加	-1380	66	1683	42	-4
其他	1415	1042	-3120	282	496
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	1284	-679	-884
股本变化	-7	0	0	0	0
债务净变化	136	-163	1534	-456	-637
无息负债变化	1303	952	-2403	420	649
净现金流	1752	-248	477	381	528

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%	5.08%	7.00%	9.06%
净利润增长率	124.44%	-56.63%	29.99%	20.20%	17.61%
EBITDA 增长率	-2.85%	0.68%	221.26%	22.92%	15.40%
EBIT 增长率	-15.62%	9.40%	144.76%	24.77%	16.27%
估值指标					
PE	10	23	18	15	13
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	40	34	12	9	8
EV/EBIT	40	34	16	12	10
EV/NOPLAT	29	26	22	17	14
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%	25.60%	25.93%	25.92%
EBITDA 率	5.74%	5.82%	6.27%	7.21%	7.62%
EBIT 率	3.31%	3.65%	4.78%	5.57%	5.94%
税前净利润率	9.61%	4.14%	5.21%	5.86%	6.32%
税后净利润率 (归属母公司)	6.95%	3.03%	3.75%	4.22%	4.55%
ROA	8.69%	3.55%	4.77%	5.52%	6.21%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.93%	9.37%	11.38%	12.47%	13.30%
经营性 ROIC	7.52%	8.20%	8.32%	10.21%	11.81%
偿债能力					
流动比率	1.07	1.05	1.10	1.16	1.24
速动比率	0.94	0.90	1.04	1.09	1.16
归属母公司权益/有息债务	33.76	-	3.90	6.09	16.42
有形资产/有息债务	76.49	-	8.44	12.55	32.31
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.51	0.65	0.85	1.02	1.20
每股红利	0.55	0.36	0.30	0.36	0.42
每股经营现金流	1.55	2.04	-0.61	1.83	2.26
每股自由现金流(FCFF)	3.79	0.04	-1.59	0.82	1.08
每股净资产	6.89	6.99	7.48	8.21	9.05
每股销售收入	21.74	21.59	22.68	24.27	26.47

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。

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@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
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周浩瑾	021-22169098	13651606678	zhouhj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樾	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	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
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	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