

业绩符合预期，期间费用降低带来业绩改善

公司简报

◆公司公布 2017 年中报，归母净利润同比增长 40.29%

8月18日晚，公司公布2017年中报，1H2017公司实现营业收入12.26亿元，同比降低3.88%；实现归母净利润3446万元，同比增长40.29%，折合全面摊薄EPS 0.12元；实现扣非归母净利润3696万元，同比降低3.09%，业绩符合预期。公司预计2017年前三季度净利润同比变化区间为58.27%-68.83%，实现同增的主要原因为利息收入增加和带薪离岗人员减少造成的管理费用下降。

公司营收分业态看，零售/服务业分别实现营收11.82亿元/7.01万元，同比变化-3.55%/-19.23%。单季度拆分看，2Q2017实现营收5.8亿元，同比降低3.37%，降幅小于1Q2017的同降4.33%；实现归母净利润1845万元，同比增长26.29%，增幅小于1Q2017的同增60.86%。

◆综合毛利率下降 0.78 个百分点，期间费用率同比下降 2.67 个百分点

1H2017公司综合毛利率为19.50%，同比下降0.78个百分点，其中零售业务毛利率为17.14%，同比下降0.08个百分点。1H2017公司期间费用率为14.75%，同比下降2.67个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为1.92%/12.87%/-0.04%，较上年同期分别变化0.24/-2.07/-0.83个百分点。

◆持续推进品类优化，关注国企改革预期

公司全年以“中兴传诚三十年”为营销主题，有效开展创意营销活动，进一步优化品类管理，强化体验式业态以增强留客能力。报告期内公司投资1.37亿购买华润橡树湾三期14#商业独立体，目前已进入开店前筹备阶段。公司物业价值突出，股权较为集中，建议关注国企改革预期。

◆维持盈利预测以及买入评级

我们维持对公司17-19年全面摊薄EPS分别为0.44/0.47/0.50元的预测。考虑到公司存在国企改革预期，维持买入评级。

◆风险提示

居民消费增速不达预期，区域市场竞争程度加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,770	2,441	2,383	2,424	2,470
营业收入增长率	-11.64%	-11.85%	-2.38%	1.69%	1.93%
净利润(百万元)	70	89	124	132	140
净利润增长率	-16.52%	26.91%	39.56%	6.76%	5.73%
EPS(元)	0.25	0.32	0.44	0.47	0.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.10%	7.30%	9.38%	9.26%	9.07%
P/E	43	34	24	23	21
P/B	3	2	2	2	2

资料来源：Wind，光大证券研究所

买入(维持)

当前价：10.70元

分析师

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

联系人

孙路
021-22169117
sunlu@ebsec.com
邬亮
010-58452047
wuliang16@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：2.79
总市值(亿元)：29.85
一年最低/最高(元)：10.09/21.48
近3月换手率：52.37%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.61	-24.05	-33.93
绝对	4.18	-14.44	-23.22

相关研报

业绩超预期，管理费用大幅降低
.....2017-04-21
业绩高于预期，期间费用率显著下降
.....2017-03-18
业绩符合预期，物业价值仍然突出
.....2016-10-24

图表 1: 公司 2Q2017 归母净利润同比增长 26.29%

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	68176.24	-7.94	55229.94	18.99	812.37	-45.74
4Q2014	77002.61	-10.17	63616.76	17.38	4158.29	0.70
1Q2015	82211.24	-4.81	66771.20	18.78	1130.01	-22.32
2Q2015	77479.30	-5.38	63496.78	18.05	1406.28	-27.65
3Q2015	61226.15	-10.19	49056.24	19.88	620.77	-23.58
4Q2015	56047.37	-27.21	44212.22	21.12	3829.84	-7.90
1Q2016	67494.73	-17.90	53629.54	20.54	994.70	-11.97
2Q2016	60024.83	-22.53	48022.82	20.00	1461.29	3.91
3Q2016	52985.54	-13.46	42035.55	20.67	668.53	7.69
4Q2016	63644.47	13.55	53119.19	16.54	5742.59	49.94
1Q2017	64569.42	-4.33	51416.76	20.37	1600.04	60.86
2Q2017	58002.71	-3.37	47253.85	18.53	1845.48	26.29

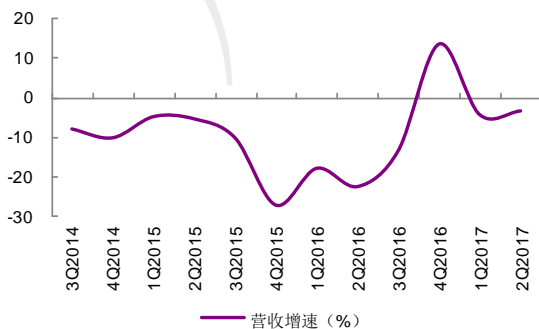
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2Q2017 期间费用率较上年同期下降 3.27 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	11454.83	16.80	1566.54	2.30	9313.98	13.66	574.31	0.84
4Q2014	9487.01	12.32	1745.43	2.27	6951.27	9.03	790.31	1.03
1Q2015	13311.75	16.19	1768.53	2.15	10831.42	13.18	711.80	0.87
2Q2015	12026.46	15.52	1527.51	1.97	10566.36	13.64	-67.42	-0.09
3Q2015	10897.33	17.80	1428.23	2.33	8872.89	14.49	596.21	0.97
4Q2015	6521.11	11.63	1180.96	2.11	4722.25	8.43	617.90	1.10
1Q2016	12248.19	18.15	1143.74	1.69	10336.60	15.31	767.85	1.14
2Q2016	9955.06	16.58	1004.68	1.67	8713.41	14.52	236.97	0.39
3Q2016	9820.24	18.53	1112.92	2.10	7913.79	14.94	793.53	1.50
4Q2016	-1442.22	-2.27	1468.30	2.31	-2919.62	-4.59	9.10	0.01
1Q2017	10350.25	16.03	1176.95	1.82	8688.33	13.46	484.97	0.75
2Q2017	7724.53	13.32	1178.54	2.03	7084.77	12.21	-538.78	-0.93

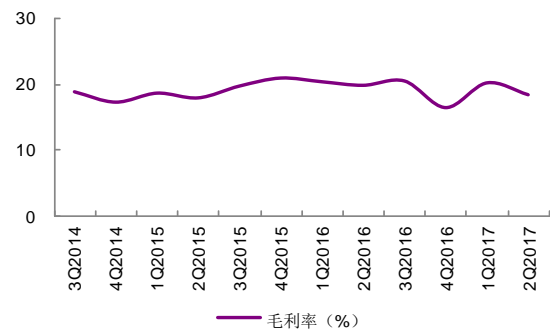
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司的营收增速 (3Q2014-2Q2017)

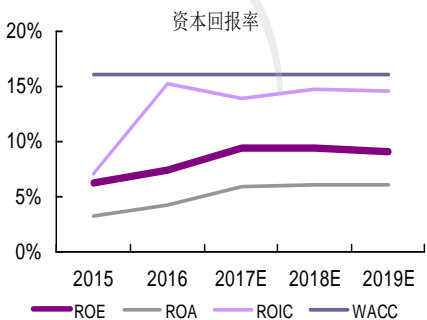
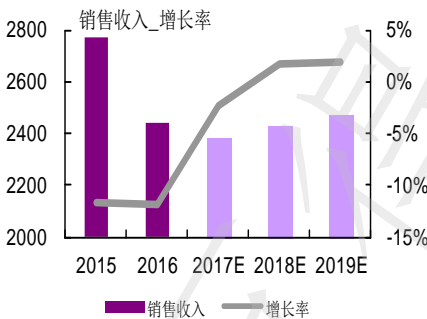
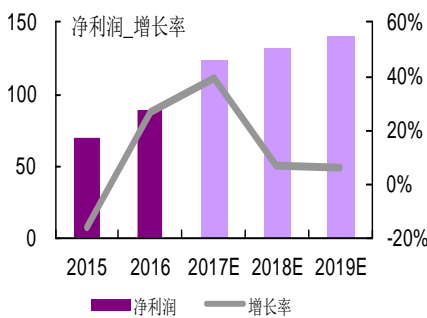
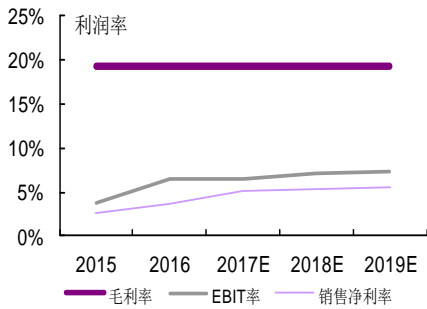


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司的毛利率 (3Q2014-2Q2017)



资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,770	2,441	2,383	2,424	2,470
营业成本	2,235	1,968	1,923	1,955	1,993
折旧和摊销	0	0	50	53	56
营业税费	21	25	21	22	22
销售费用	59	47	45	44	44
管理费用	67	59	230	228	227
财务费用	19	18	-13	-6	-8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	14	9	8	8	8
营业利润	100	148	177	189	200
利润总额	105	128	177	189	200
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	69.87	88.67	123.75	132.11	139.69

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	2,167	2,128	2,113	2,224	2,347
流动资产	972	1,005	1,054	1,117	1,195
货币资金	596	876	930	992	1,068
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	1	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	6	5	8	8	9
存货	52	52	55	56	57
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	1	2	2
固定资产	735	690	729	771	813
无形资产	239	231	226	220	214
总负债	1,021	913	794	797	807
无息负债	1,006	898	794	797	807
有息负债	15	15	0	0	0
股东权益	1,146	1,215	1,319	1,427	1,540
股本	279	279	279	279	279
公积金	436	448	456	456	456
未分配利润	426	484	579	687	800
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	73	51	122	173	188
净利润	70	89	124	132	140
折旧摊销	0	0	50	53	56
净营运资金增加	67	-220	88	6	1
其他	-63	182	-139	-17	-9
投资活动产生现金流	-49	249	-46	-93	-93
净资本支出	20	9	100	100	100
长期投资变化	0	0	-1	-1	-1
其他资产变化	-69	240	-145	-192	-192
融资活动现金流	-36	-20	-22	-19	-18
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	5	0	-15	0	0
无息负债变化	-117	-108	-104	4	10
净现金流	-12	280	54	62	76

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	-11.64%	-11.85%	-2.38%	1.69%	1.93%
净利润增长率	-16.52%	26.91%	39.56%	6.76%	5.73%
EBITDA/EBITDA 增长率	-6.55%	26.74%	-39.95%	10.77%	4.97%
EBIT/EBIT 增长率	-2.44%	52.26%	-54.45%	12.34%	4.74%
估值指标					
PE	43	34	24	23	21
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	7	7	12	11	10
EV/EBIT	7	7	16	14	13
EV/NOPLAT	41	23	22	20	18
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	19.29%	19.39%	19.33%	19.33%	19.33%
EBITDA 率	6.18%	8.88%	8.62%	9.39%	9.67%
EBIT 率	3.75%	6.47%	6.54%	7.22%	7.42%
税前净利润率	3.81%	5.26%	7.42%	7.79%	8.08%
税后净利润率 (归属母公司)	2.52%	3.63%	5.19%	5.45%	5.65%
ROA	3.22%	4.17%	5.86%	5.94%	5.95%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.10%	7.30%	9.38%	9.26%	9.07%
经营性 ROIC	6.96%	15.24%	13.90%	14.62%	14.53%
偿债能力					
流动比率	1.30	1.54	1.98	2.08	2.19
速动比率	1.24	1.46	1.88	1.98	2.08
归属母公司权益/有息债务	76.40	81.01	-	-	-
有形资产/有息债务	122.52	121.41	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.25	0.32	0.44	0.47	0.50
每股红利	0.07	0.07	0.09	0.09	0.10
每股经营现金流	0.26	0.18	0.44	0.62	0.67
每股自由现金流(FCFF)	0.18	1.36	-0.08	0.25	0.30
每股净资产	4.11	4.36	4.73	5.11	5.52
每股销售收入	9.93	8.75	8.54	8.69	8.85

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	xingke@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@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	wanguanfang@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
国际业务	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	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