

业绩低于预期，主业面临较大压力

公司简报

◆公司公布 2017 年半年报，归母净利润同比减少 45.65%

8月24日晚，公司公布2017年半年报，1H2017实现营业收入8.96亿元，同比减少15.14%，实现归母净利润2.09亿元，折合成全面摊薄EPS为0.16元，同比减少45.65%，实现扣非归母净利润1.76亿元，同比减少50.21%，业绩低于预期。单季度拆分来看，公司2Q2017实现营业收入5.13亿元，同比减少17.60%，降幅大于1Q2017下降的11.59%。实现归母净利润1.20亿元，同比减少50.13%，降幅大于1Q2017下降的38.11%。公司主营业务收入分业态看，市场开发及经营/商品流通业务分别实现6.57/1.67亿元，同比分别变动-25.70%/16.51%。公司预告2017年1-9月归母净利润2.54至4.01亿元，同比变动-48%至-18%。

◆综合毛利率下降 16.27 个百分点，期间费用率上升 2.80 个百分点

1H2017公司综合毛利率为51.11%，较上年同期下降16.27个百分点。分业态看，市场开发及经营/商品流通业务毛利率分别为66.27%/5.2%，同比分别变动-12.47/-0.43个百分点。1H2017公司期间费用率为17.28%，较上年同期上升2.80个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为9.53%/5.79%/1.96%，较上年同期分别变化2.58/1.22/-1.00个百分点。

◆商业地产主业面临较大压力，长期发展谋求转型

主业方面，我们认为商业地产受到宏观经济增速放缓以及部分地区商业地产供大于求双重影响，目前仍面临较大压力。公司新市场开发放缓及现有市场租金压力导致公司业绩持续下滑。公司虽布局互联网金融、设计师品牌服饰销售以及康复医院等创新业态，意图扩展业务范围，但短期内尚难以贡献业绩。

◆调整盈利预测，维持中性评级

考虑到公司2017H1业绩低于预期，主业继续面临较大压力。我们相应向下调整对公司2017-2019年全面摊薄EPS的预测，分别为0.27/0.26/0.25元（之前为0.30/0.31/0.34元），维持“中性”评级。

◆风险提示：

商业地产行业供大于求，租金下行压力超预期。

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	1,901	1,826	1,797
营业收入增长率	-24.33%	18.09%	-12.36%	-3.93%	-1.60%
净利润(百万元)	549	550	343	329	317
净利润增长率	-41.39%	0.22%	-37.68%	-4.05%	-3.66%
EPS(元)	0.43	0.43	0.27	0.26	0.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.29%	7.75%	4.65%	4.31%	4.02%
P/E	19	19	31	32	33
P/B	2	1	1	1	1

中性(维持)

当前价：8.18元

分析师

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

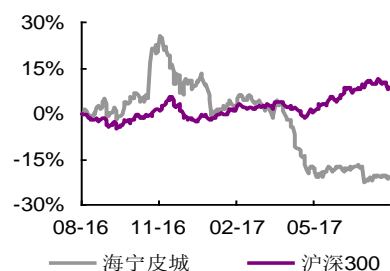
联系人

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

市场数据

总股本(亿股)：12.83
总市值(亿元)：104.93
一年最低/最高(元)：7.78/13.30
近3月换手率：22.39%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.61	-7.46	-31.31
绝对	2.78	1.61	-19.56

相关研报

业绩低于预期，开发进度放缓与租金压力
阻滞业绩提升
.....2017-04-26
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 2Q2017 净利润同比减少 50.13%

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	48512.71	-8.07	17140.63	64.67	19241.08	-5.33
4Q2014	52933.79	-25.01	19485.69	63.19	14619.35	-41.56
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	NA
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	NA
1Q2017	38270.23	-11.59	17807.86	53.47	8872.84	-38.11
2Q2017	51326.65	-17.60	25999.81	49.34	12016.20	-50.13

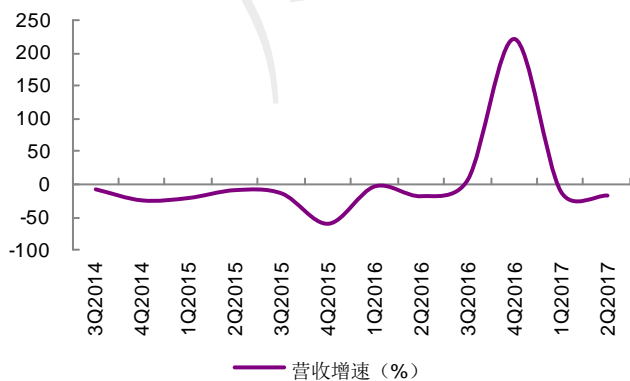
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2Q2017 期间费用率较上年同期上升 3.81 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	4139.47	8.53	3094.31	6.38	2287.33	4.71	-1242.16	-2.56
4Q2014	12040.92	22.75	8230.50	15.55	2834.70	5.36	975.72	1.84
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
2Q2017	8048.87	15.68	3300.58	6.43	2373.39	4.62	2374.90	4.63

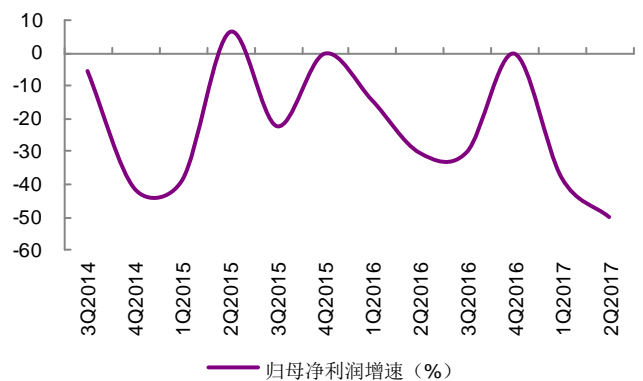
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司营收增速 (3Q2014-2Q2017)



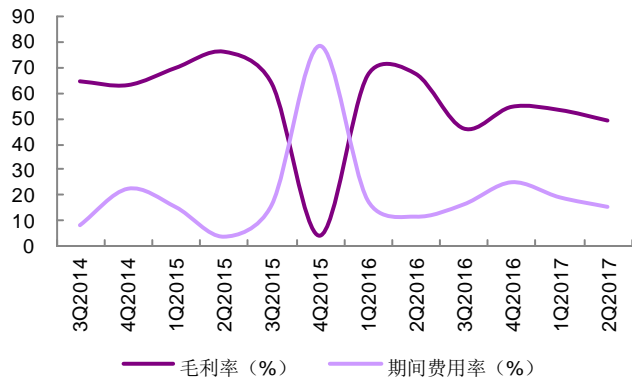
资料来源: 公司公告

图表 4: 公司归母净利润增速 (3Q2014-2Q2017)



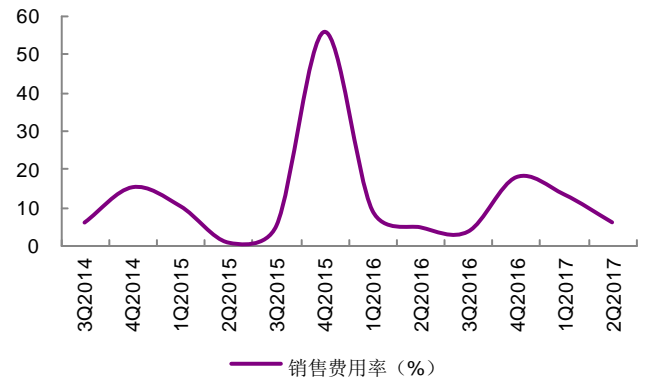
资料来源: 公司公告

图表 5：毛利率及期间费用率 (3Q2014-2Q2017)



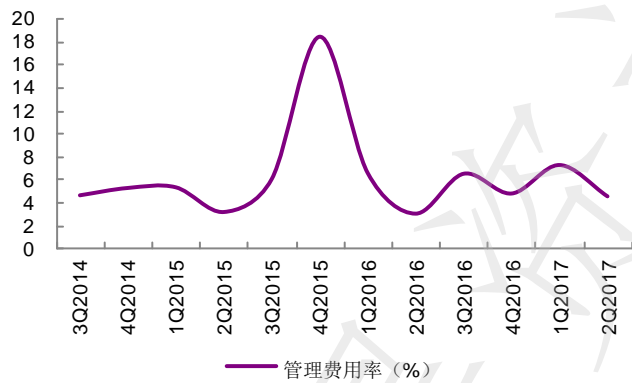
资料来源：公司公告

图表 6：公司的销售费用率 (3Q2014-2Q2017)



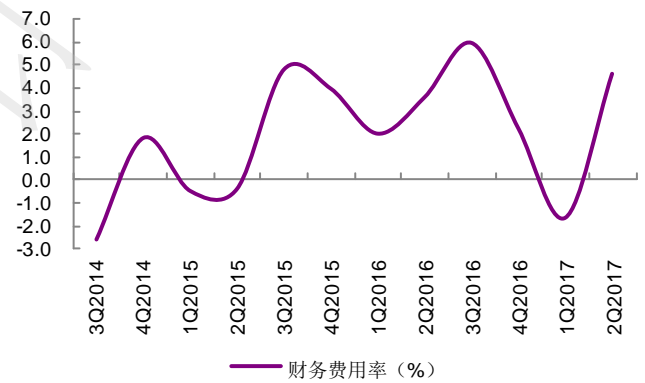
资料来源：公司公告

图表 7：公司的管理费用率 (3Q2014-2Q2017)

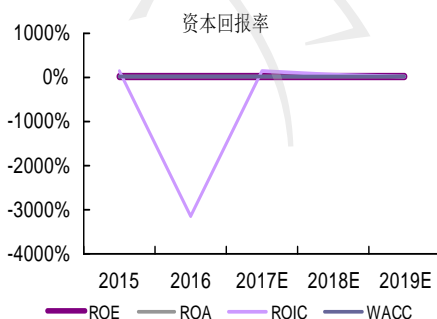
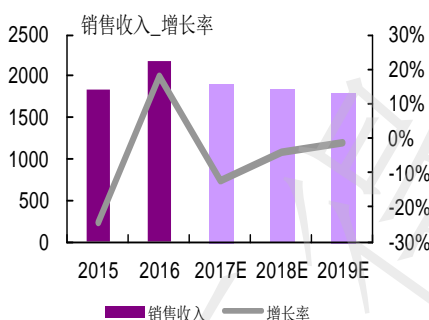
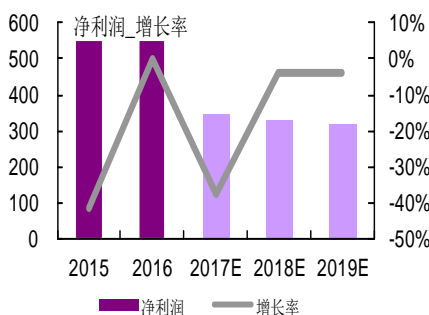
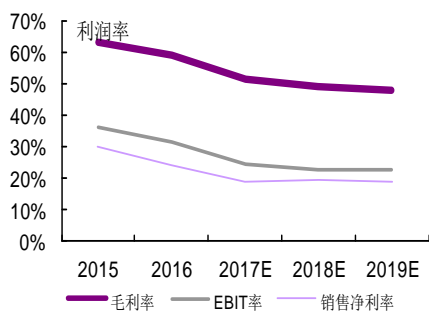


资料来源：公司公告

图表 8：公司的财务费用率 (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	1,837	2,169	1,901	1,826	1,797
营业成本	666	886	919	925	934
折旧和摊销	221	297	77	128	182
营业税费	178	251	228	201	180
销售费用	196	213	190	173	162
管理费用	113	110	114	110	108
财务费用	23	73	32	-17	3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	25	36	5	5	5
营业利润	683	661	441	439	416
利润总额	760	744	496	494	475
少数股东损益	10	-19	19	32	30
归属母公司净利润	548.80	549.99	342.74	328.85	316.81

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	10,282	13,120	13,006	13,193	13,432
流动资产	3,255	4,644	7,448	6,463	5,684
货币资金	700	1,908	5,029	4,086	3,318
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	155	154	149	143	141
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	112	114	133	128	126
存货	1,688	1,019	827	833	840
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
总负债	5,298	5,933	5,521	5,419	5,384
无息负债	4,603	5,445	5,454	5,352	5,316
有息负债	695	488	68	68	68
股东权益	4,984	7,187	7,485	7,773	8,048
股本	1,120	1,283	1,283	1,283	1,283
公积金	610	2,213	2,247	2,280	2,311
未分配利润	3,130	3,597	3,841	4,065	4,278
少数股东权益	124	95	114	146	176

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	158	514	953	419	507
净利润	549	550	343	329	317
折旧摊销	221	297	77	128	182
净营运资金增加	-1,167	83	-513	7	4
其他	555	-417	1,046	-45	5
投资活动产生现金流	-1,275	-1,920	2,724	-1,295	-1,195
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
融资活动现金流	884	2,415	-557	-67	-80
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	9	-102	-35
净现金流	-236	1,009	3,120	-942	-768

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	-24.33%	18.09%	-12.36%	-3.93%	-1.60%
净利润增长率	-41.39%	0.22%	-37.68%	-4.05%	-3.66%
EBITDA/EBITDA 增长率	-32.23%	10.12%	-44.68%	0.09%	9.21%
EBIT/EBIT 增长率	-41.26%	2.20%	-31.96%	-10.88%	-0.79%
估值指标					
PE	19	19	31	32	33
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	5	4	7	8	8
EV/EBIT	7	5	8	10	12
EV/NOPLAT	10	7	10	14	16
EV/Sales	3	2	2	2	3
EV/IC	13	-224	11	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	63.73%	59.14%	51.66%	49.33%	48.04%
EBITDA 率	48.73%	45.44%	28.68%	29.88%	33.17%
EBIT 率	36.68%	31.74%	24.64%	22.86%	23.05%
税前净利润率	41.40%	34.32%	26.10%	27.07%	26.44%
税后净利润率 (归属母公司)	29.88%	25.36%	18.03%	18.01%	17.63%
ROA	5.44%	4.04%	2.78%	2.74%	2.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.29%	7.75%	4.65%	4.31%	4.02%
经营性 ROIC	136.32%	-3156.87%	108.93%	23.38%	14.19%
偿债能力					
流动比率	0.75	0.96	1.67	1.48	1.31
速动比率	0.36	0.75	1.49	1.29	1.12
归属母公司权益/有息债务	6.99	14.54	108.87	112.66	116.28
有形资产/有息债务	14.62	26.54	191.40	194.17	197.71
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.43	0.43	0.27	0.26	0.25
每股红利	0.03	0.05	0.06	0.06	0.05
每股经营现金流	0.12	0.40	0.74	0.33	0.40
每股自由现金流(FCFF)	0.28	-0.33	-0.07	-0.53	-0.41
每股净资产	3.79	5.53	5.75	5.95	6.14
每股销售收入	1.43	1.69	1.48	1.42	1.40

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@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
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周浩瑾	021-22169098	13651606678	zhouhj@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樾	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebsecn.com
深圳	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
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	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