

业绩符合预期，估值仍有一定压力

公司简报

◆公司公布 2017 年半年报，归母净利润同比增长 31.43%

8月25日晚，公司公布2017年半年报，1H2017实现营业收入20.18亿元，同比减少2.13%，实现归母净利润0.44亿元，折合成全面摊薄EPS为0.18元，同比增长31.43%，实现扣非归母净利润0.44亿元，同比增长34.06%，业绩符合预期。单季度拆分来看，公司2Q2017实现营业收入9.43亿元，同比增长0.80%，而1Q2017营业收入同比减少4.56%。实现归母净利润0.24亿元，同比增长38.66%，增幅大于1Q2017增长的23.81%。

◆综合毛利率下降 0.44 个百分点，期间费用率下降 1.87 个百分点

1H2017公司综合毛利率为21.21%，较上年同期下降0.44个百分点。期间费用率为15.71%，较上年同期下降1.87个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为0.91%/13.93%/0.87%，较上年同期分别变化-0.16/-1.57/-0.14个百分点。

◆费用控制带来业绩改善，但仍面临较大经营压力

公司拥有百货、超市、销品茂三大业态，现拥有9家百货店及购物中心门店，1家Shopping Mall，34家超市，已构建形成立足省会、辐射全省的连锁网络体系。报告期公司通过费用控制盈利有所提升，但收入端仍未有较大改善。由于宏观经济增速不及预期，实体零售复苏缓慢、渠道竞争日趋激烈等问题，行业发展趋缓态势仍未得到明显扭转。且湖北省内的竞争状况依然十分激烈，公司外延扩张受到竞争对手一定制约，未来在省内的扩张存在压力，业绩尚难以有较大改善。

◆维持盈利预测，维持中性评级

公司因政府征收资产预计存在4.4亿征收补偿款，可能会对本年度净利润有较大影响。由于确认存在不确定性，我们暂未调整盈利预测。维持对公司2017-2019年全面摊薄EPS的预测，分别为0.12/0.12/0.13元，维持“中性”评级。

◆风险提示：

居民消费需求增速未达预期，CPI增速未达预期压制超市业绩。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,408	4,011	3,839	3,783	3,798
营业收入增长率	-1.08%	-9.00%	-4.29%	-1.46%	0.41%
净利润(百万元)	-48	2	30	31	32
净利润增长率	-283.81%	-104.25%	1347.25%	3.62%	4.89%
EPS(元)	-0.19	0.01	0.12	0.12	0.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.21%	0.26%	3.67%	3.67%	3.70%
P/E	-57	1,350	93	90	86
P/B	4	4	3	3	3

中性(维持)

当前价：10.97元

分析师

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

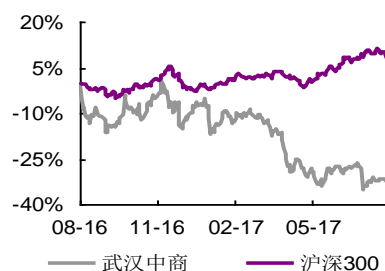
联系人

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

市场数据

总股本(亿股)：2.51
总市值(亿元)：27.56
一年最低/最高(元)：9.87/15.83
近3月换手率：57.87%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.73	-3.21	-32.84
绝对	5.78	5.68	-18.13

相关研报

业绩超预期，成本控制带来盈利改善
.....2017-04-27
业绩低于预期，经营压力犹存
.....2017-03-18
业绩低于预期，成本控制协助实现业绩扭亏
.....2017-01-16

图表 1: 公司 2Q2017 净利润同比增长 38.66%

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	97460.72	1.61	77080.51	20.91	-457.91	NA
4Q2014	127346.09	8.85	102264.46	19.70	105.47	-86.38
1Q2015	121218.35	-0.54	98697.60	18.58	1185.88	-41.11
2Q2015	104080.66	5.24	82207.50	21.02	1175.04	23.79
3Q2015	97687.46	0.23	78152.00	20.00	-1613.25	NA
4Q2015	117772.08	-7.52	95281.39	19.10	-5546.21	NA
1Q2016	112590.98	-7.12	89838.10	20.21	1647.24	38.90
2Q2016	93597.43	-10.07	71711.86	23.38	1737.02	47.83
3Q2016	83202.18	-14.83	65157.68	21.69	-1529.78	NA
4Q2016	111690.68	-5.16	90102.27	19.33	-1650.36	NA
1Q2017	107452.72	-4.56	85697.89	20.25	2039.47	23.81
2Q2017	94348.93	0.80	73302.71	22.31	2408.56	38.66

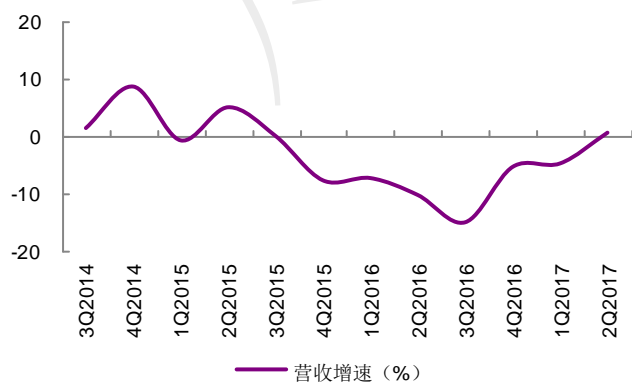
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2Q2017 期间费用率较上年同期下降 2.71 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	18601.77	19.09	1185.78	1.22	16191.02	16.61	1224.97	1.26
4Q2014	22001.75	17.28	2513.88	1.97	18411.94	14.46	1075.94	0.84
1Q2015	18821.67	15.53	1706.94	1.41	15690.04	12.94	1424.68	1.18
2Q2015	18550.93	17.82	1128.71	1.08	16539.06	15.89	883.16	0.85
3Q2015	19656.96	20.12	1247.59	1.28	17204.71	17.61	1204.67	1.23
4Q2015	23322.20	19.80	2629.31	2.23	19563.38	16.61	1129.52	0.96
1Q2016	18444.98	16.38	1216.48	1.08	16139.71	14.33	1088.79	0.97
2Q2016	17804.85	19.02	975.42	1.04	15830.47	16.91	998.96	1.07
3Q2016	17563.22	21.11	1029.79	1.24	15556.14	18.70	977.28	1.17
4Q2016	18201.71	16.30	1853.73	1.66	15317.97	13.71	1030.00	0.92
1Q2017	16304.62	15.17	921.40	0.86	14482.28	13.48	900.94	0.84
2Q2017	15394.27	16.32	910.47	0.96	13631.74	14.45	852.06	0.90

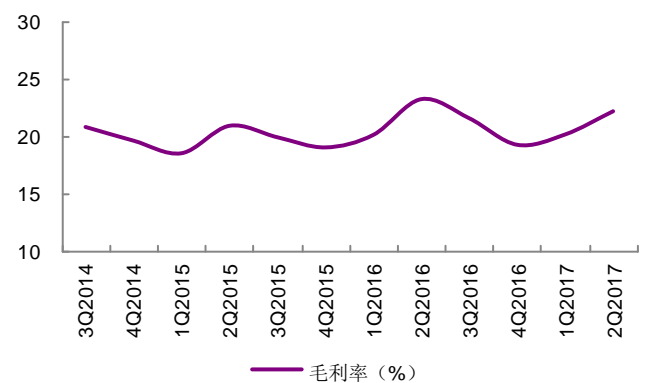
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司营收增速 (3Q2014-2Q2017)



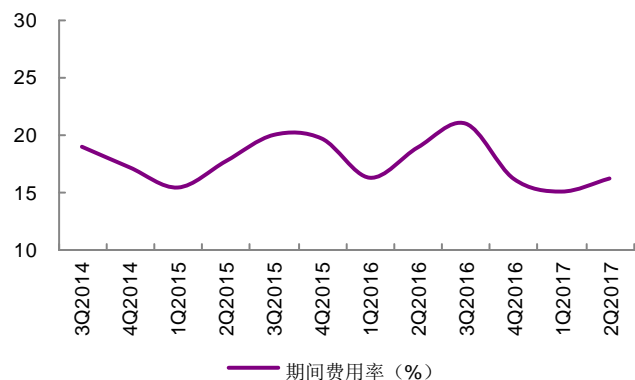
资料来源: 公司公告

图表 4: 公司的毛利率 (3Q2014-2Q2017)



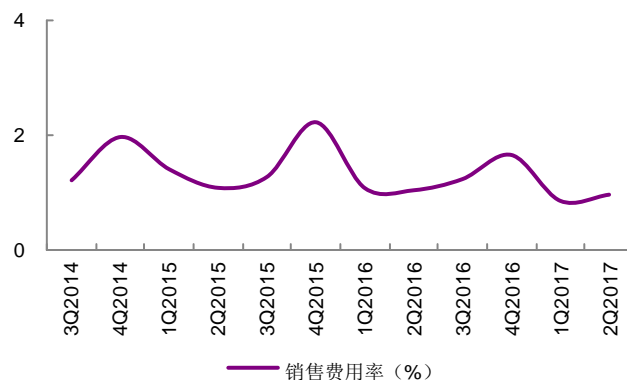
资料来源: 公司公告

图表 5: 公司的期间费用率 (3Q2014-2Q2017)



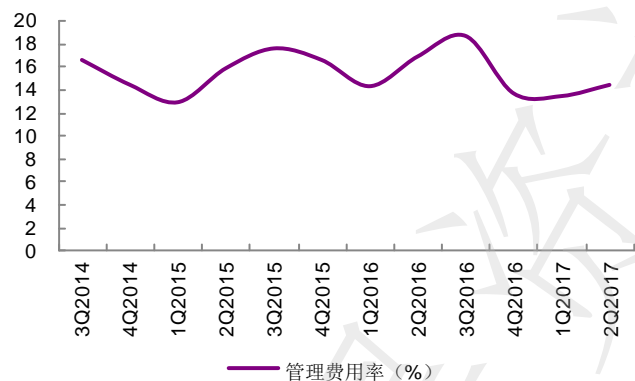
资料来源: 公司公告

图表 6: 公司的销售费用率 (3Q2014-2Q2017)



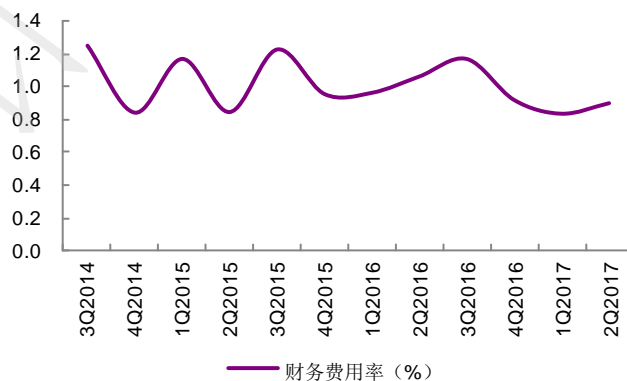
资料来源: 公司公告

图表 7: 公司的管理费用率 (3Q2014-2Q2017)

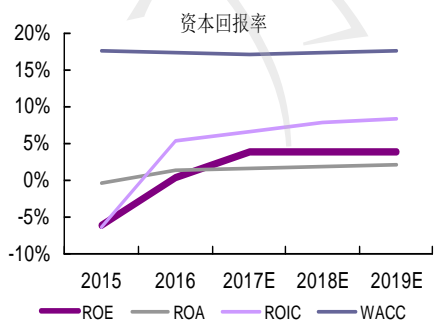
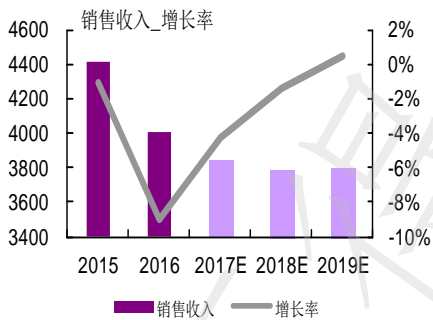
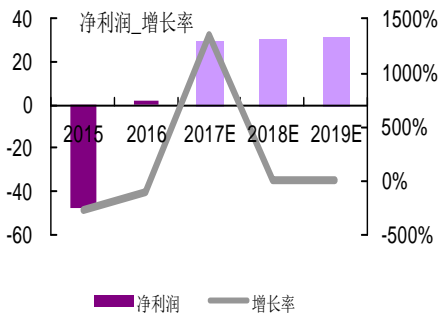
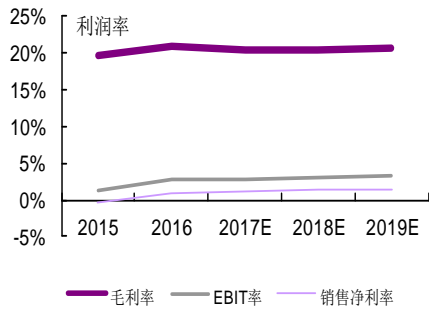


资料来源: 公司公告

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	4,408	4,011	3,839	3,783	3,798
营业成本	3,543	3,168	3,055	3,005	3,014
折旧和摊销	0	0	115	122	131
营业税费	53	53	46	45	46
销售费用	67	51	46	45	46
管理费用	690	628	576	567	570
财务费用	46	41	55	62	57
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	2	10	10	10
营业利润	15	72	59	67	76
利润总额	12	69	59	67	76
少数股东损益	32	35	15	20	25
归属母公司净利润	-47.99	2.04	29.54	30.61	32.10

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	2,637	2,867	2,953	2,919	2,942
流动资产	879	1,226	1,260	1,246	1,250
货币资金	448	460	461	454	456
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	37	45	12	11	11
应收票据	2	0	0	0	0
其他应收款	61	41	65	64	65
存货	272	276	306	301	301
可供出售投资	20	20	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	2	3	4	5
固定资产	776	712	692	666	679
无形资产	44	44	43	42	41
总负债	1,730	1,955	1,996	1,911	1,877
无息负债	1,016	1,221	1,157	1,157	1,190
有息负债	713	733	840	755	687
股东权益	908	912	957	1,008	1,065
股本	251	251	251	251	251
公积金	287	287	287	287	287
未分配利润	235	237	266	297	329
少数股东权益	135	137	152	172	197

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	155	229	107	231	268
净利润	-48	2	30	31	32
折旧摊销	0	0	115	122	131
净营运资金增加	87	83	77	-13	-30
其他	116	145	-114	91	134
投资活动产生现金流	-104	-169	-158	-91	-141
净资本支出	137	-155	100	100	150
长期投资变化	3	2	-1	-1	-1
其他资产变化	-244	-16	-257	-190	-290
融资活动现金流	-145	-48	51	-147	-125
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-48	20	106	-85	-67
无息负债变化	-133	205	-65	0	33
净现金流	-93	12	0	-7	2

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	-1.08%	-9.00%	-4.29%	-1.46%	0.41%
净利润增长率	-283.81%	-104.25%	1347.25%	3.62%	4.89%
EBITDA/EBITDA 增长率	-21.69%	22.88%	97.82%	10.26%	5.31%
EBIT/EBIT 增长率	-56.14%	106.34%	-6.14%	14.84%	3.30%
估值指标					
PE	-57	1,350	93	90	86
PB	4	4	3	3	3
EV/EBITDA	61	29	15	13	13
EV/EBIT	61	29	32	27	26
EV/NOPLAT	-44	54	42	36	35
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	19.61%	21.01%	20.41%	20.56%	20.65%
EBITDA 率	4.79%	6.46%	5.72%	6.40%	6.71%
EBIT 率	1.22%	2.77%	2.71%	3.16%	3.25%
税前净利润率	0.26%	1.72%	1.55%	1.78%	2.00%
税后净利润率 (归属母公司)	-1.09%	0.05%	0.77%	0.81%	0.85%
ROA	-0.60%	1.29%	1.51%	1.73%	1.94%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-6.21%	0.26%	3.67%	3.67%	3.70%
经营性 ROIC	-6.46%	5.32%	6.60%	7.81%	8.15%
偿债能力					
流动比率	0.70	0.75	0.80	0.90	1.00
速动比率	0.49	0.58	0.61	0.68	0.76
归属母公司权益/有息债务	1.08	1.06	0.96	1.11	1.26
有形资产/有息债务	3.43	3.71	3.35	3.68	4.08
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.19	0.01	0.12	0.12	0.13
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.62	0.91	0.43	0.92	1.07
每股自由现金流(FCFF)	-0.56	1.12	0.11	0.50	0.41
每股净资产	3.08	3.08	3.20	3.32	3.45
每股销售收入	17.54	15.97	15.28	15.06	15.12

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	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		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	lixiao1@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	
	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	