

业绩超预期，降费减亏效果显现

公司简报

◆1H2017 营收同比下降 6%，归母净利润同比增长 30%

8月26日，公司公布2017年半年报，1H2017实现营业收入25.29亿元，同比减少6.08%，实现归母净利润0.59亿元，折合成全面摊薄EPS为0.11元，同比增长30.13%，实现扣非归母净利润0.58亿元，同比增长43.37%，业绩超预期。单季度拆分来看，公司2Q2017实现营业收入11.73亿元，同比减少5.85%，降幅小于1Q2017下降的6.28%。2Q2017实现归母净利润0.21亿元，同比增长99.99%，增幅大于1Q2017增长的8.74%。营业收入下降主要原因是清河店终止经营，剔除清河店闭店因素后同比下降2.31%。公司业绩增幅较大的主要原因是：1) 业绩基数低，1H2016公司归母净利润同比下降40.10%，2) 亏损多年的清河店关闭、大成路店开业装修费摊销期结束。

◆综合毛利率下降 0.29 个百分点，期间费用率下降 1.65 个百分点

2017年1月3日起清河店租赁合同解除并终止经营，公司百货门店数量下降为7家，建筑面积共计40.26万平方米，其中自有物业19.4万平米，租赁物业20.86万平米。1H2017公司主营业务收入为24.66亿元，同比下降5.81%，分业态来看，公司商品销售/租赁业务的营业收入分别是24.13/0.53亿元，同比分别减少5.53%/16.73%。1H2017公司综合毛利率为19.88%，较上年同期下降0.29个百分点。分业态来看，公司商品销售/租赁业务的毛利率分别是17.79%/41.39%，较上年同期分别变化0.01/-2.34个百分点。1H2017公司期间费用率为15.53%，较上年同期下降1.65个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为12.05%/3.41%/0.07%，较上年同期分别下降1.02/0.46/0.17个百分点。

◆降费减亏效果显现，中高端消费有复苏迹象

公司深耕北京零售市场，1H2017继续推进经营结构、布局及品牌调整，开展牡丹园店、大成路店、翠微店商装调整，大成路店新零售业态“盒马鲜生”引进开业，清河店闭店相关合同解约、商户及人员安置工作实施完成，降费减亏效果显现。当代商城1H2017实现营业收入5.58亿元，同比下降0.40%，实现净利润1424.47万元，同比增长43.75%。此外，公司近年来尝试通过投资向教育、文化、旅游等服务消费领域延伸。2016年7月，公司与北京市海淀区国有资产投资经营有限公司、北京道勤投资管理有限公司等签署《合作办学协议》，共同投资设立北京海淀国际教育投资有限公司，持股比例为15%，有利于公司盘活资金。

◆调升盈利预测，维持“增持”评级

公司2016年全年的归母净利润同比下降32.51%，业绩基数较低。公司通过关闭亏损门店等方式有效地降费减亏，我们调升对公司2017-2019年全面摊薄EPS的预测，分别为0.29/0.31/0.33元（之前为0.23/0.24/0.25元），市盈率有望进入可操作区间，维持“增持”评级。

◆风险提示：门店调整效果未达预期，中高端消费复苏未达预期

增持（维持）

当前价：8.61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)：5.24
 总市值(亿元)：45.71
 一年最低/最高(元)：7.92/11.96
 近3月换手率：26.89%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.26	-8.74	-27.29
绝对	2.70	0.32	-12.51

相关研报

业绩超预期，关闭亏损门店实现费用下降
2017-04-28
 业绩低于预期，中高端消费仍旧疲软
2017-04-21

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5761	5380	5096	5196	5494
营业收入增长率	-6.20%	-6.62%	-5.28%	1.97%	5.72%
净利润 (百万元)	166	112	150	164	175
净利润增长率	0.00%	-32.51%	33.91%	9.45%	6.38%
EPS (元)	0.32	0.21	0.29	0.31	0.33
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.76%	3.82%	4.97%	5.26%	5.41%
P/E	28	41	30	28	26
P/B	2	2	2	1	1

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 1: 公司商品销售业务收入同比下降 6%

主营业务	营业收入 1H2017(亿元)	营业收入 1H2016(亿元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 1H2017 (%)	毛利率 1H2016 (%)	毛利率 变动 (百分点)
商品销售	24.13	25.54	-5.53	17.79	17.78	0.01
租赁业务	0.53	0.64	-16.73	41.39	43.73	-2.34
合计	24.66	26.18	-5.81	18.31	18.43	-0.12

资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2Q2017 归母净利润同比增长 100%

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	138636.09	48.45	108721.77	21.58	1989.67	76.64
4Q2014	166685.20	-51.76	131142.39	21.32	6362.85	-26.89
1Q2015	161191.43	-4.07	128701.14	20.16	4934.83	-2.76
2Q2015	135616.30	-3.69	107242.90	20.92	2371.08	-25.48
3Q2015	123216.17	-11.12	97272.02	21.06	2002.70	0.65
4Q2015	156080.27	-6.36	121807.85	21.96	7300.94	14.74
1Q2016	144738.89	-10.21	115470.04	20.22	3486.28	-29.35
2Q2016	124543.47	-8.16	99510.68	20.10	1067.35	-54.98
3Q2016	119156.00	-3.30	95639.49	19.74	1143.96	-42.88
4Q2016	149521.91	-4.20	119062.11	20.37	5512.98	-24.49
1Q2017	135642.30	-6.28	109371.59	19.37	3791.13	8.74
2Q2017	117262.36	-5.85	93258.54	20.47	2134.57	99.99

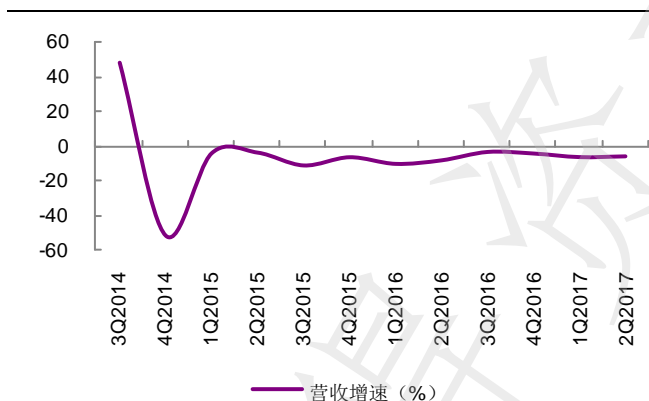
资料来源: 公司公告

图表 3：公司 2Q2017 期间费用率较上年同期下降 1.23 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	26028.58	18.77	20134.23	14.52	5890.33	4.25	4.02	0.00
4Q2014	29603.05	17.76	22798.80	13.68	6932.36	4.16	-128.11	-0.08
1Q2015	24284.60	15.07	19096.47	11.85	5409.52	3.36	-221.38	-0.14
2Q2015	24265.98	17.89	19137.65	14.11	5373.26	3.96	-244.94	-0.18
3Q2015	22665.51	18.39	17827.65	14.47	4786.74	3.88	51.12	0.04
4Q2015	24690.99	15.82	18378.98	11.78	6219.68	3.98	92.33	0.06
1Q2016	23506.19	16.24	17635.31	12.18	5528.96	3.82	341.92	0.24
2Q2016	22754.59	18.27	17544.25	14.09	4899.08	3.93	311.27	0.25
3Q2016	21673.22	18.19	16213.99	13.61	5026.07	4.22	433.16	0.36
4Q2016	24578.43	16.44	19712.35	13.18	4889.96	3.27	-23.87	-0.02
1Q2017	19288.54	14.22	15040.87	11.09	4116.26	3.03	131.41	0.10
2Q2017	19979.46	17.04	15424.50	13.15	4502.69	3.84	52.28	0.04

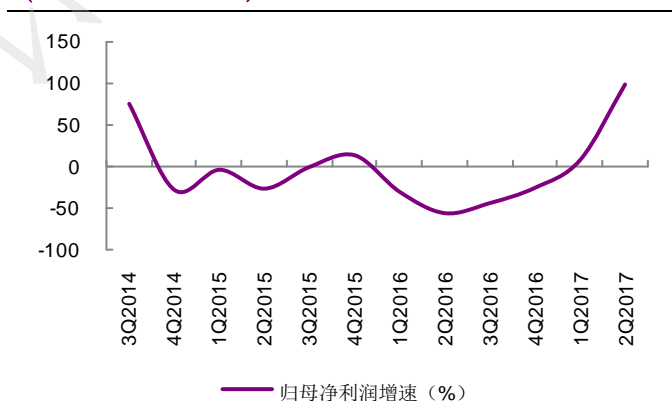
资料来源：公司公告

图表 4：公司的单季度营收增速 (3Q2014-2Q2017)



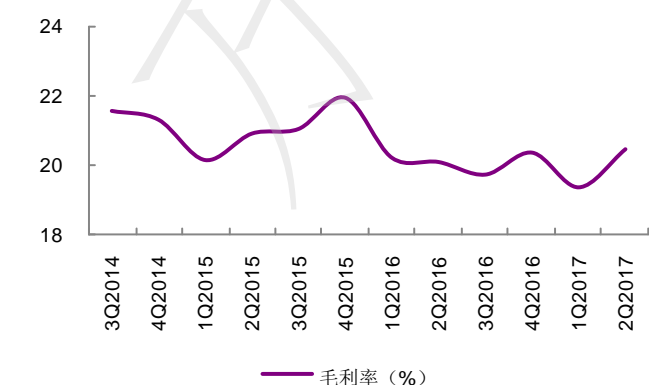
资料来源：公司公告

图表 5：公司的单季度归母净利润增速 (3Q2014-2Q2017)



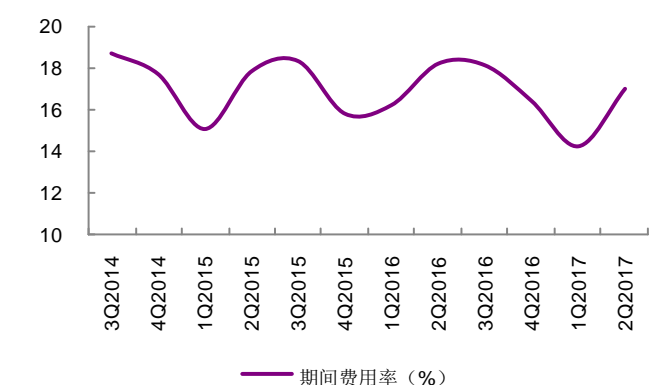
资料来源：公司公告

图表 6：公司的单季度毛利率 (3Q2014-2Q2017)

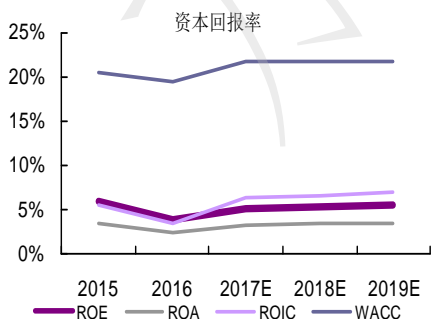
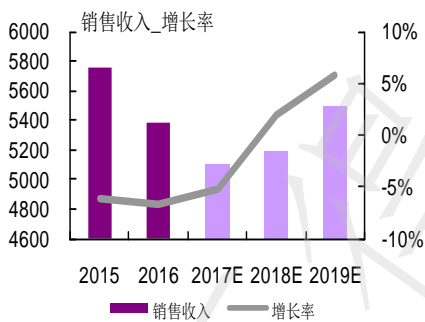
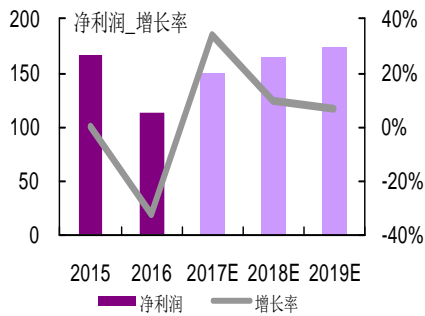
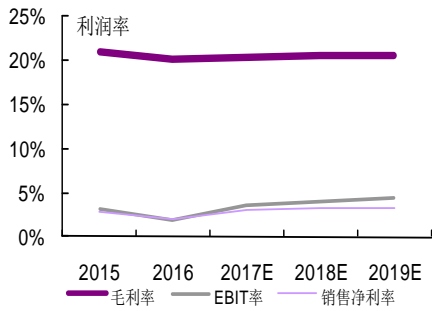


资料来源：公司公告

图表 7：公司的单季度期间费用率 (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	5761	5380	5096	5196	5494
营业成本	4550	4297	4052	4131	4365
折旧和摊销	239	186	172	187	204
营业税费	69	67	51	52	55
销售费用	744	711	647	644	670
管理费用	218	203	163	161	165
财务费用	-3	11	-20	-18	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	31	56	0	0	0
营业利润	214	147	205	226	241
利润总额	225	152	205	226	241
少数股东损益	1	1	4	5	6
归属母公司净利润	166.10	112.11	150.12	164.32	174.79

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	4900	5137	4946	5081	5287
流动资产	1999	1877	2185	2108	2118
货币资金	1618	1515	1802	1719	1713
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	35	48	25	25	27
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	10	10	10	10	11
存货	105	87	122	124	131
可供出售投资	203	708	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2152	2037	2200	2362	2518
无形资产	304	295	280	266	253
总负债	2004	2190	1907	1935	2028
无息负债	1704	1644	1907	1935	2028
有息负债	300	546	0	0	0
股东权益	2896	2947	3039	3146	3259
股本	524	524	524	524	524
公积金	1838	1867	1882	1898	1916
未分配利润	520	544	616	702	792
少数股东权益	13	13	17	22	28

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	239	215	576	361	459
净利润	166	112	150	164	175
折旧摊销	239	186	172	187	204
净营运资金增加	105	-32	-298	-2	-18
其他	-271	-51	553	11	99
投资活动产生现金流	-240	-411	299	-400	-400
净资本支出	57	38	400	400	400
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-297	-449	-101	-800	-800
融资活动现金流	209	165	-588	-44	-65
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	297	246	-546	0	0
无息负债变化	-178	-60	263	27	94
净现金流	209	-31	287	-83	-6

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	-6.20%	-6.62%	-5.28%	1.97%	5.72%
净利润增长率	0.00%	-32.51%	33.91%	9.45%	6.38%
EBITDA 增长率	2.40%	-31.27%	24.01%	10.83%	11.76%
EBIT 增长率	19.44%	-43.40%	82.06%	12.43%	14.50%
估值指标					
PE	28	41	30	28	26
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	10	14	11	10	9
EV/EBIT	23	39	21	19	17
EV/NOPLAT	32	53	27	25	22
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	21.02%	20.13%	20.48%	20.51%	20.54%
EBITDA 率	7.27%	5.35%	7.00%	7.61%	8.05%
EBIT 率	3.12%	1.89%	3.63%	4.01%	4.34%
税前净利润率	3.90%	2.83%	4.03%	4.34%	4.39%
税后净利润率 (归属母公司)	2.88%	2.08%	2.95%	3.16%	3.18%
ROA	3.42%	2.19%	3.12%	3.33%	3.42%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.76%	3.82%	4.97%	5.26%	5.41%
经营性 ROIC	5.32%	3.23%	6.21%	6.38%	6.81%
偿债能力					
流动比率	1.00	1.15	1.15	1.10	1.05
速动比率	0.95	1.10	1.09	1.03	0.99
归属母公司权益/有息债务	9.61	5.38	-	-	-
有形资产/有息债务	14.68	8.54	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.32	0.21	0.29	0.31	0.33
每股红利	0.14	0.12	0.12	0.13	0.14
每股经营现金流	0.46	0.41	1.10	0.69	0.88
每股自由现金流(FCFF)	0.40	0.49	0.39	-0.10	0.00
每股净资产	5.50	5.60	5.77	5.96	6.17
每股销售收入	10.99	10.26	9.72	9.91	10.48

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。2017年“天眼”中国最佳证券分析师商贸零售业最佳选股分析师第一名，最佳独立见解分析师第五名。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
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@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
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
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixyl@ebscn.com
深圳	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