

业绩符合预期，全渠道营销奠定未来增长基础

公司简报

◆公司 1H2017 营收同降 1.98%，归母净利润同降 8.32%

8月29日晚，公司发布2017年中报：1H2017实现营业收入246.36亿元，同比降低1.98%；实现归母净利润6.33亿元，同比降低8.32%，折合全面摊薄EPS0.35元；实现扣非归母净利润6.02亿元，同比降低9.39%，业绩符合预期。

主营业务拆分看，综合百货/购物中心/奥莱/超市/便利店/大型综超/专业连锁/其他分别实现营收34.45/27.50/29.18/43.75/10.03/89.08/3.51/1.20亿元，同比分别变化-1.11%/4.93%/16.04%/-5.07%/-6.95%/-7.44%/2.03%/48.33%。

单季度拆分看，2Q2017实现营业收入112.64亿元，同比增长2.44%，而1Q2017营收同降5.43%；实现归母净利润2.72亿元，同比降低4.14%，降幅小于1Q2017的同降11.24%。

◆综合毛利率下降 0.84 个百分点，期间费用率降低 0.82 个百分点

1H2017公司综合毛利率为21.53%，较上年同期下降0.84个百分点，其中综合百货/购物中心/奥莱/超市/便利店/大型综超/专业连锁/其他业务毛利率分别为18.24%/20.39%/12.28%/21.92%/21.44%/20.46%/26.66%/55.56%，同比分别变化0.23/-6.28/-0.45/0.27/0.15/0.3/3.43/-14.97个百分点。

1H2017公司期间费用率为17.10%，较上年同期下降0.82个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为13.19%/4.24%/-0.34%，较上年同期分别变化-0.81/-0.08/0.07个百分点。

◆继续推动门店调整，深入试水全渠道营销

继去年完成第一八佰伴和东方商厦旗舰店改造后，本年度公司继续推进多个重点门店转型调整，其中第一百货商业中心将探索线上线下融合经营模式，打造新零售标杆，东方商厦杨浦店将改造为“百联城市奥莱”，试水城市奥莱模式。公司同时推进对全渠道营销的探索，在上海开出首家RISO店探索超市新业态模式。随着控股股东百联集团与阿里的合作深化，公司线上业务及线上线下融合有望取得新进展。

◆维持盈利预测和买入评级

我们维持对公司2017-2019年全面摊薄EPS分别为0.46/0.47/0.48元的预测，考虑到公司是A股零售线上线下融合标杆企业，维持买入评级。

◆风险提示

线上线下融合不达预期，购物中心改造完成后经营不达预期。

买入(维持)

当前价：15.27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)：17.84

总市值(亿元)：272.44

一年最低/最高(元)：12.24/21.51

近3月换手率：55.84%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.49	0.86	-1.19
绝对	4.51	11.04	14.75

相关研报

业绩低于预期，传统门店转型与线上线下融合同步推进

.....2017-04-28
子公司联华超市股权变更，易果网为阿里系参股电商

.....2016-12-23
业绩低于预期，关注国企改革进展.....
.....2016-10-30

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	49,218	47,077	45,142	44,167	43,704
营业收入增长率	-3.80%	-4.35%	-4.11%	-2.16%	-1.05%
净利润 (百万元)	1,275	900	813	833	850
净利润增长率	21.89%	-29.41%	-9.65%	2.46%	2.04%
EPS (元)	0.71	0.50	0.46	0.47	0.48
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.43%	5.43%	4.76%	4.70%	4.62%
P/E	21	30	33	33	32
P/B	2	2	2	2	1

资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 1: 1H2017 公司各地区超商及专业连锁新开及关闭门店一览

	开店	关店
华东	87	112
华北	3	7
东北	6	5
华中	1	0
华南	18	17
合计	115	141

资料来源: 公司公告

图表 2: 公司专业连锁拟新开门店情况

地区	业态	来源	面积 (平方米)	预计开业时间
华东地区	专业连锁	租赁	160	2017.08
		租赁	118	2017.08
		租赁	164.41	2017.12

资料来源: 公司公告

图表 3: 1H2017 公司各业态营收及毛利情况

分行业	营业收入 (亿元)	同比变化 (%)	毛利率 (%)	毛利率变化 (%)
综合百货	34.45	-1.11	18.24	0.23
购物中心	27.50	4.93	20.39	-6.28
奥特莱斯	29.18	16.04	12.28	-0.45
超级市场	43.75	-5.07	21.92	0.27
便利店	10.03	-6.95	21.44	0.15
大型综合超市	89.08	-7.44	20.46	0.3
专业连锁	3.51	2.03	26.66	3.43
其他	1.20	48.33	55.56	-14.97
合计	238.70	-1.99	19.71	-0.62

资料来源: 公司公告

图表 4: 公司 2Q2017 归母净利润同比降低 4.14%

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	1170970.69	-0.44	911111.25	22.19	14058.79	-17.46
4Q2014	1366295.61	5.50	1067679.23	21.86	20862.49	65.64
1Q2015	1444864.99	-2.15	1125366.11	22.11	77831.12	86.74
2Q2015	1135103.56	-3.98	869630.16	23.39	33901.74	5.56
3Q2015	1116967.68	-4.61	860618.19	22.95	8206.90	-41.62
4Q2015	1224880.00	-10.35	969655.51	20.84	6936.26	-66.75
1Q2016	1413895.13	-2.14	1115633.89	21.10	40618.24	-47.81
2Q2016	1099580.63	-3.13	835516.63	24.01	28388.94	-16.26
3Q2016	1037144.54	-7.15	810362.36	21.87	5457.24	-33.50
4Q2016	1157103.36	-5.53	945713.89	18.27	15401.79	122.05
1Q2017	1337174.03	-5.43	1060987.69	20.65	36052.06	-11.24
2Q2017	1126429.67	2.44	872164.51	22.57	27212.53	-4.14

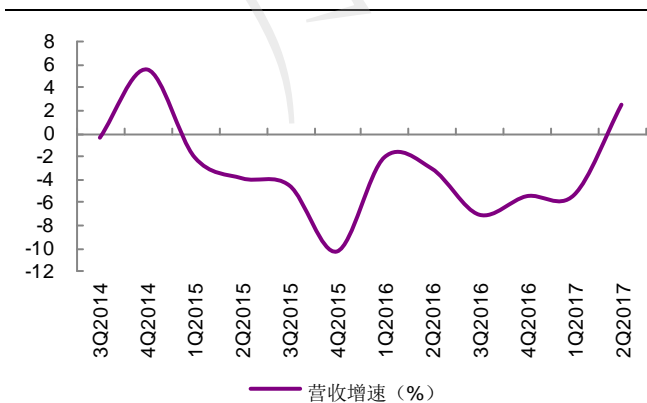
资料来源: 公司公告

图表 5: 公司 2Q2017 期间费用率较上年同期下降 1.76 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	234536.40	20.03	194538.91	16.61	47145.58	4.03	-7148.09	-0.61
4Q2014	264750.37	19.38	199459.90	14.60	74216.97	5.43	-8926.50	-0.65
1Q2015	241722.35	16.73	191809.13	13.28	58230.96	4.03	-8317.75	-0.58
2Q2015	211925.55	18.67	167842.35	14.79	53365.68	4.70	-9282.48	-0.82
3Q2015	235033.62	21.04	186044.55	16.66	56920.09	5.10	-7931.01	-0.71
4Q2015	243847.98	19.91	193277.66	15.78	60690.07	4.95	-10119.75	-0.83
1Q2016	226058.92	15.99	181328.91	12.82	50536.45	3.57	-5806.44	-0.41
2Q2016	224410.26	20.41	170741.20	15.53	58163.35	5.29	-4494.29	-0.41
3Q2016	226176.13	21.81	179369.11	17.29	50688.19	4.89	-3881.18	-0.37
4Q2016	206062.20	17.81	173333.07	14.98	38778.28	3.35	-6049.15	-0.52
1Q2017	211153.98	15.79	164927.59	12.33	51635.93	3.86	-5409.54	-0.40
2Q2017	210067.74	18.65	160087.32	14.21	52896.61	4.70	-2916.19	-0.26

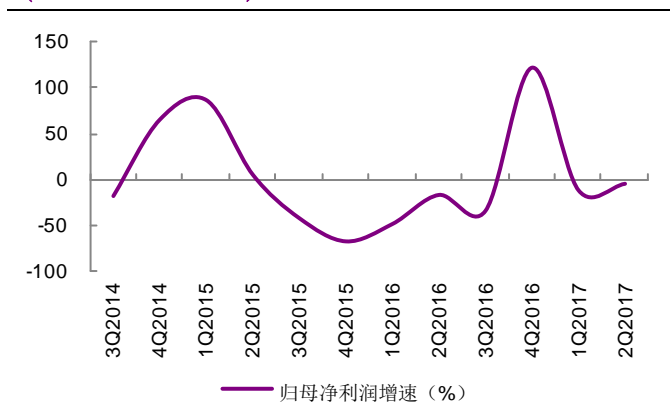
资料来源: 公司公告

图表 6: 公司的单季度营收增速 (3Q2014-2Q2017)

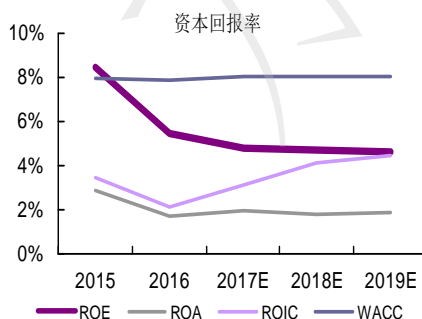
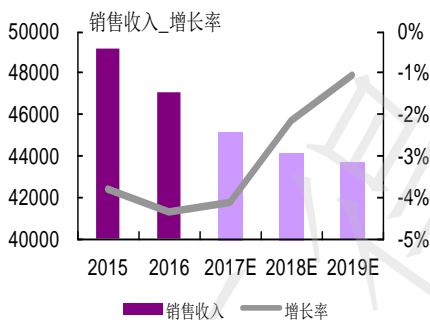
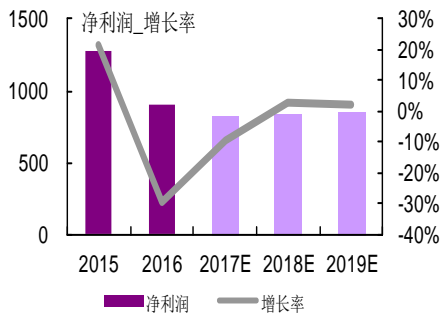
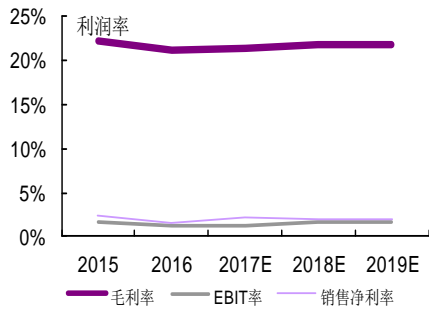


资料来源: 公司公告

图表 7: 公司的单季度归母净利润增速 (3Q2014-2Q2017)



资料来源: 公司公告



	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	49,218	47,077	45,142	44,167	43,704
营业成本	38,253	37,072	35,437	34,561	34,198
折旧和摊销	1,216	1,149	1,420	1,625	1,822
营业税费	487	407	451	442	437
销售费用	7,387	7,046	6,681	6,625	6,556
管理费用	2,282	1,980	1,896	1,811	1,748
财务费用	-357	-202	-91	-113	-156
公允价值变动损益	7	-6	0	0	0
投资收益	556	277	684	300	300
营业利润	1,721	1,020	1,319	1,143	1,222
利润总额	1,926	1,249	1,559	1,383	1,462
少数股东损益	-90	-133	153	24	56
归属母公司净利润	1,275.46	900.36	813.49	833.47	850.45

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	42,236	45,610	49,399	49,537	50,063
流动资产	17,478	19,092	25,158	25,391	26,209
货币资金	12,014	11,554	17,488	17,842	18,710
交易型金融资产	3	3	0	0	0
应收账款	351	395	167	163	161
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款	171	183	294	288	285
存货	3,393	3,530	3,878	3,782	3,742
可供出售投资	5,221	5,200	2,000	2,000	2,000
持有到期金融资产	0	0	800	800	800
长期投资	1,065	1,074	1,135	1,165	1,195
固定资产	12,559	13,088	13,504	13,735	13,705
无形资产	2,742	2,750	2,610	2,480	2,356
总负债	22,923	25,583	28,727	28,202	27,993
无息负债	21,578	23,368	28,053	27,528	27,319
有息负债	1,345	2,215	674	674	674
股东权益	19,312	20,026	20,672	21,336	22,070
股本	1,722	1,784	1,784	1,784	1,784
公积金	3,493	4,188	4,285	4,370	4,461
未分配利润	6,397	7,161	7,557	8,112	8,700
少数股东权益	4,173	3,441	3,594	3,618	3,674

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,600	1,685	6,200	1,664	2,113
净利润	1,275	900	813	833	850
折旧摊销	1,216	1,149	1,420	1,625	1,822
净营运资金增加	2,202	-162	-5,740	161	42
其他	-3,094	-203	9,706	-956	-601
投资活动产生现金流	-420	-3,257	1,505	-1,230	-1,230
净资本支出	1,267	1,667	1,500	1,500	1,500
长期投资变化	1,065	1,074	-68	-30	-30
其他资产变化	-2,751	-5,999	74	-2,700	-2,700
融资活动现金流	-2,123	1,093	-1,771	-80	-15
股本变化	0	62	0	0	0
债务净变化	290	870	-1,541	0	0
无息负债变化	-2,223	1,790	4,685	-525	-209
净现金流	-944	-479	5,934	354	868

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	-3.80%	-4.35%	-4.11%	-2.16%	-1.05%
净利润增长率	21.89%	-29.41%	-9.65%	2.46%	2.04%
EBITDA/EBITDA 增长率	-5.48%	-15.56%	15.27%	19.86%	9.88%
EBIT/EBIT 增长率	-16.60%	-30.82%	-1.95%	34.12%	4.88%
估值指标					
PE	21	30	33	33	32
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	15	18	13	10	9
EV/EBIT	37	54	46	33	30
EV/NOPLAT	60	90	72	53	49
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	22.28%	21.25%	21.50%	21.75%	21.75%
EBITDA 率	4.10%	3.62%	4.35%	5.33%	5.92%
EBIT 率	1.63%	1.18%	1.21%	1.65%	1.75%
税前净利润率	3.91%	2.65%	3.45%	3.13%	3.34%
税后净利润率 (归属母公司)	2.59%	1.91%	1.80%	1.89%	1.95%
ROA	2.81%	1.68%	1.96%	1.73%	1.81%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.43%	5.43%	4.76%	4.70%	4.62%
经营性 ROIC	3.41%	2.10%	3.11%	4.10%	4.41%
偿债能力					
流动比率	0.85	0.82	0.93	0.96	1.00
速动比率	0.68	0.67	0.79	0.82	0.85
归属母公司权益/有息债务	11.26	7.49	25.33	26.28	27.29
有形资产/有息债务	28.32	18.73	67.26	67.66	68.62
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.71	0.50	0.46	0.47	0.48
每股红利	0.00	0.18	0.11	0.10	0.10
每股经营现金流	0.90	0.94	3.47	0.93	1.18
每股自由现金流(FCFF)	-0.98	0.00	3.43	0.23	0.42
每股净资产	8.49	9.30	9.57	9.93	10.31
每股销售收入	27.59	26.39	25.30	24.76	24.50

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

上海市新闸路 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	
	北京	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
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	lixxy1@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	