光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

业绩符合预期，期待改造后主力店表现

——百联股份（600827.SH）2018 年三季报点评

公司简报

◆1-3Q2018 营收同比增长 1.94%，归母净利润同比增长 3.04%

10 月 30 日晚，公司公布 2018 年三季报：1-3Q2018 实现营业收入 357.71 亿元，同比增长 1.94%；实现归母净利润 7.00 亿元，同比增长 3.04%，折合全面摊薄 EPS 0.39 元；实现扣非归母净利润 6.23 亿元，同比增长 3.86%，业绩符合预期。

单季度拆分来看，公司 3Q2018 实现营业收入 109.35 亿元，同比增长 4.60%，增幅大于 2Q2018 的同增 0.12%；实现归母净利润 1.10 亿元，同比增长 132.60%，增幅大于 2Q2018 的同增 3.61%。

◆综合毛利率下降 0.14 个百分点，期间费用率下降 0.42 个百分点

1-3Q2018 公司综合毛利率为 21.44%，同比下降 0.14 个百分点。1-3Q2018 公司期间费用率为 17.92%，同比下降 0.42 个百分点，其中，销售/ 管理/ 财务费用率分别为 13.33%/ 4.77%/ -0.18%，同比分别变化-0.68/ 0.13/ 0.13 个百分点。

◆奥莱、购物中心提供收入增长动力，期待改造后主力店表现

报告期内公司传统百货与大型综超两大业态收入端延续同降趋势，但降幅较 1H2018 有所收窄：传统百货营收同降 6.08%，大型综超同降 3.05% 公司收入端增长动力依旧来自奥莱与购物中心，报告期内上述两业态营收分别同增 12.24%/ 7.12%。随着公司在南京路商业街的一系列主力店完成改造重开，收入端增速有望进一步恢复。

此外公司对超市和便利店两个业态进行了较大幅度门店调整，3Q2018 新开超市/便利店 99/ 56 家，关闭门店 68/ 90 家，预计公司商超相关业态调整改造进程短期仍将延续。

◆上调盈利预测，维持“买入”评级

公司防御价值明显，预计主力店改造完成重开后经营情况将得到进一步改善，我们上调对公司 18-20 年全面摊薄 EPS 的预测至 0.48/ 0.51/ 0.55 元（之前为 0.46/ 0.47/ 0.49 元），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。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	47,077	47,181	48,205	49,810	52,278
营业收入增长率	-4.35%	0.22%	2.17%	3.33%	4.95%
净利润（百万元）	900	847	854	917	981
净利润增长率	-29.41%	-5.92%	0.77%	7.39%	7.02%
EPS（元）	0.50	0.47	0.48	0.51	0.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.43%	5.09%	4.97%	5.12%	5.25%
P/E	16	17	17	16	15
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 10 月 30 日

买入（维持）

当前价：8.14 元

分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM
(执业证书编号：S0930516050001)
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

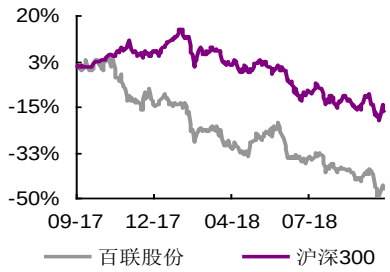
孙路 (执业证书编号：S0930518060005)
021-52523868
sunlu@ebscn.com

邬亮 (执业证书编号：S0930518040003)
010-58452047
wuliang16@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 17.84
总市值(亿元)：145.23
一年最低/最高(元)：7.57/16.19
近 3 月换手率：14.37%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.26	-7.89	-24.70
绝对	-11.82	-19.56	-47.37

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，购物中心、奥莱表现良好——百联股份（600827.SH）2018 年半年报点评 ……2018-08-27

17 年业绩符合预期，业态调整进程延续——百联股份（600827.SH）2017 年报及 2018 一季报点评 ……2018-04-29

图表 1：公司 3Q2018 归母净利润同比增长 132.6%

	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（%）	全面摊薄 EPS（元）	全面摊薄扣非 EPS（元）
4Q2015	1224880.00	-10.35	969655.51	20.84	6936.26	-66.75	0.04	0.44
1Q2016	1413895.13	-2.14	1115633.89	21.10	40618.24	-47.81	0.23	0.22
2Q2016	1099580.63	-3.13	835516.63	24.01	28388.94	-16.26	0.16	0.37
3Q2016	1037144.54	-7.15	810362.36	21.87	5457.24	-33.50	0.03	0.39
4Q2016	1157103.36	-5.53	945713.89	18.27	15401.79	122.05	0.09	0.38
1Q2017	1337174.03	-5.43	1060987.69	20.65	36052.06	-11.24	0.20	0.20
2Q2017	1126429.67	2.44	872164.51	22.57	27212.53	-4.14	0.15	0.34
3Q2017	1045340.11	0.79	818450.58	21.70	4714.57	-13.61	0.03	0.34
4Q2017	1209168.33	4.50	964237.24	20.26	16725.65	8.60	0.09	0.36
1Q2018	1355829.89	1.40	1079377.68	20.39	30888.72	-14.32	0.17	0.17
2Q2018	1127782.01	0.12	874409.40	22.47	28194.15	3.61	0.16	0.14
3Q2018	1093468.31	4.60	856296.62	21.69	10965.98	132.60	0.06	0.04

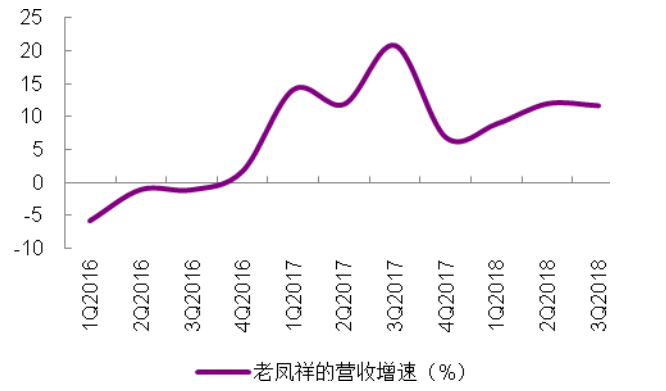
资料来源：公司公告

图表 2：公司 3Q2018 期间费用率较上年同期下降 0.14 个百分点

	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（%）
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
3Q2017	222295.38	21.27	166531.32	15.93	58465.67	5.59	-2701.61	-0.26
4Q2017	235423.52	19.47	177633.74	14.69	57534.64	4.76	255.14	0.02
1Q2018	215187.78	15.87	157943.61	11.65	60070.39	4.43	-2826.23	-0.21
2Q2018	204740.52	18.15	153996.75	13.65	52865.42	4.69	-2121.65	-0.19
3Q2018	221108.90	20.22	164820.16	15.07	57823.93	5.29	-1535.19	-0.14

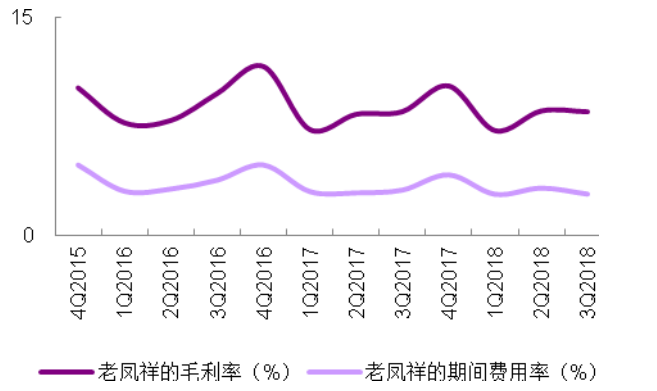
资料来源：公司公告

图表 3：公司的单季度营收同比增速（4Q2015-3Q2018）

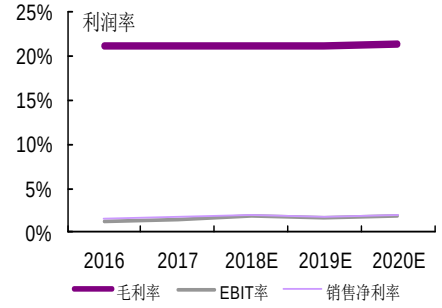


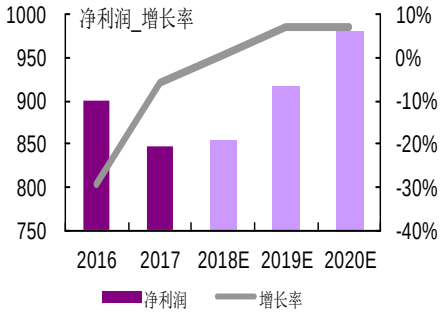
资料来源：公司公告

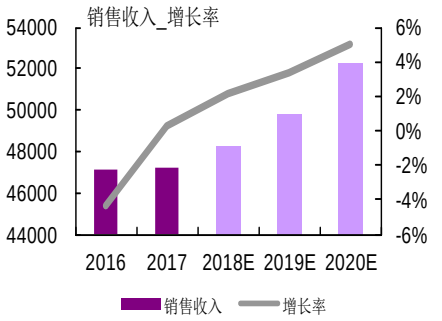
图表 4：公司的毛利率与期间费用率（4Q2015-3Q2018）

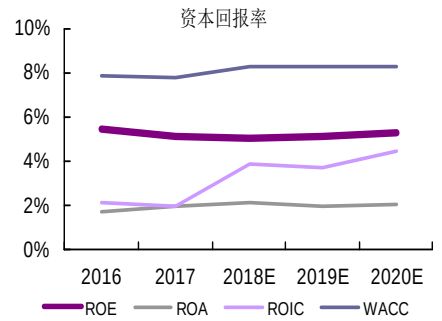


资料来源：公司公告









利润表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**47,077**	**47,181**	**48,205**	**49,810**	**52,278**
营业成本	37,072	37,158	37,983	39,252	41,088
折旧和摊销	1,149	1,220	1,500	1,701	1,896
营业税费	407	360	482	498	523
销售费用	7,046	6,692	6,691	6,998	7,371
管理费用	1,980	2,205	2,121	2,192	2,274
财务费用	-202	-108	-142	-107	-111
公允价值变动损益	-6	0	0	0	0
投资收益	277	643	310	300	300
营业利润	**1,020**	**1,577**	**1,383**	**1,277**	**1,432**
利润总额	1,249	1,598	1,623	1,517	1,672
少数股东损益	-133	11	153	24	56
归属母公司净利润	**900**	**847**	**854**	**917**	**981**

资产负债表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	**45,610**	**44,671**	**48,823**	**50,126**	**51,909**
流动资产	19,092	17,554	23,345	24,820	26,968
货币资金	11,554	9,620	14,240	15,537	17,427
交易型金融资产	3	3	0	0	0
应收帐款	395	560	178	184	193
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	183	174	337	349	366
存货	3,530	2,855	4,158	4,298	4,500
可供出售投资	5,200	4,568	2,000	2,000	2,000
持有到期金融资产	0	0	800	800	800
长期投资	1,074	1,131	1,162	1,192	1,222
固定资产	13,088	13,795	14,268	14,456	14,388
无形资产	2,750	3,607	3,424	3,253	3,090
总负债	**25,583**	**24,350**	**27,818**	**28,381**	**29,315**
无息负债	23,368	21,655	27,471	28,035	28,969
有息负债	2,215	2,695	346	346	346
股东权益	**20,026**	**20,320**	**21,005**	**21,745**	**22,593**
股本	1,784	1,784	1,784	1,784	1,784
公积金	4,188	4,266	4,367	4,461	4,565
未分配利润	7,161	7,604	8,036	8,657	9,347
少数股东权益	3,441	3,670	3,823	3,847	3,902

现金流量表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	**1,685**	**2,133**	**6,622**	**2,621**	**3,197**
净利润	900	847	854	917	981
折旧摊销	1,149	1,220	1,500	1,701	1,896
净营运资金增加	-162	2,005	-4,931	15	-59
其他	-203	-1,939	9,199	-12	379
投资活动产生现金流	**-3,257**	**-2,382**	**526**	**-1,230**	**-1,230**
净资本支出	1,667	1,189	1,500	1,500	1,500
长期投资变化	1,074	1,131	-31	-30	-30
其他资产变化	-5,999	-4,701	-943	-2,700	-2,700
融资活动现金流	**1,093**	**-1,937**	**-2,528**	**-94**	**-77**
股本变化	62	0	0	0	0
债务净变化	870	480	-2,349	0	0
无息负债变化	1,790	-1,713	5,816	564	934
净现金流	**-479**	**-2,186**	**4,620**	**1,297**	**1,890**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	-4.35%	0.22%	2.17%	3.33%	4.95%
净利润增长率	-29.41%	-5.92%	0.77%	7.39%	7.02%
EBITDA 增长率	-15.94%	13.26%	26.53%	5.76%	13.47%
EBIT 增长率	-31.78%	28.09%	32.85%	-6.61%	17.45%
估值指标					
PE	16	17	17	16	15
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	11	7	6	5
EV/EBIT	32	30	17	18	14
EV/NOPLAT	52	55	28	28	22
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力（%）					
毛利率	21.25%	21.24%	21.20%	21.20%	21.41%
EBITDA 率	3.60%	4.07%	5.04%	5.16%	5.58%
EBIT 率	1.16%	1.49%	1.93%	1.75%	1.95%
税前净利润率	2.65%	3.39%	3.37%	3.05%	3.20%
税后净利润率（归属母公司）	1.91%	1.80%	1.77%	1.84%	1.88%
ROA	1.68%	1.92%	2.06%	1.88%	2.00%
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.43%	5.09%	4.97%	5.12%	5.25%
经营性 ROIC	2.10%	1.95%	3.85%	3.64%	4.41%
偿债能力					
流动比率	0.82	0.78	0.88	0.92	0.97
速动比率	0.67	0.66	0.73	0.76	0.81
归属母公司权益/有息债务	7.49	6.18	49.60	51.67	53.96
有形资产/有息债务	18.73	14.76	127.15	131.41	137.03
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.50	0.47	0.48	0.51	0.55
每股红利	0.18	0.18	0.11	0.11	0.12
每股经营现金流	0.94	1.20	3.71	1.47	1.79
每股自由现金流(FCFF)	0.00	-0.86	3.09	0.41	0.61
每股净资产	9.30	9.33	9.63	10.03	10.48
每股销售收入	26.39	26.44	27.02	27.92	29.30

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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且不予通知。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做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议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，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

万得资讯

光大证券股份有限公司

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

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@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
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixy1@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
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com