

地产业务拖累公司业绩，集团资本运作可期

■营收小幅下降，地产业务拖累致业绩显著下滑。8月18日，公司发布半年报，15H1实现营收34.84亿元，同比下降7.70%（15Q1、Q2增速分别为+6.32%，-21.02%）；归母净利润1.65亿元，同比下降48.98%（15Q1、Q2增速分别为-5.44%，-68.08%）；扣非后归母净利润1.61亿元，同比下降30.64%（15Q1、Q2增速分别为-5.05%，-49.25%），EPS0.14元。15H1商业百货业务归母净利同比增加12%。整体业绩下降主要系：1、去年同期子公司收到拆迁补偿款，确认非经常性损益8280万元；2、公司房地产项目多数处于建设期，地产业务净利同比减少9993万元。

■房地产业务拖累公司整体营收。15H1实现营收34.84亿元，同比下降7.70%。分业态来看，商业收入33.70亿元（营收占比99.69%），同比下降2.47%，公司商业目标是成为城市综合体，特业发展趋势良好，含特业的商业营收同比下降1.32%；房地产收入721.09万元（占比0.10%），同比下降96.92%，主要系公司多数项目处于建设期，未达到确认收入的条件；旅游服务收入331.86万元（占比53.86%），同比下降5.66%。**毛利率下降，期间费用率上升。**公司主营业务毛利率20.84%，同比下降0.40个百分点。其中，商业毛利率18.30%，同比下降1.12个百分点，房地产业、旅游服务业毛利率分别为62.07%、58.30%，同比增加38.96、26.45个百分点。14年公司期间费用率为12.99%，同比增加1.14个百分点，其中，销售费用率4.99%，同比增加1.14个百分点，主要系职工薪酬、业务宣传费、清洁费刚性上涨所致；管理费用率6.78%，同比增加0.69个百分点，主要系办公费、业务招待费同比增长所致；财务费用率1.21%，同比下降0.70个百分点，主要系利率下降至利息支出同比减少所致。15H1公司净利率4.78%，同比下降3.86个百分点。

■携手中信推动资产整合，资本运作可期。公司控股股东雨润集团14年实现销售收入约1500亿元，中国民营企业500强第8位，旗下拥有食品、地产、商业、物流、旅游、金融和建筑等七大产业。15年5月公司携手中信并购基金，后者将凭借自身强大的资源整合能力，协助公司从集团内部及外部进行资产整合，提高资产盈利能力，同时助力探索电商、云管理等新兴商业模式。7月公司收购集团旗下的利安人寿，是集团利用公司作为资产证券化平台的初步体现，未来不排除继续收购利安人寿，并进行其他金融、物流等资产整合的可能，进而打造流通+金融综合性平台。**员工持股+门店证券化，激发公司内生增长动力。公司借助员工持股计划进行大范围实现利益绑定。**

■维持盈利预测，维持买入-A评级。预计公司15-17年EPS为0.95元、0.98元、1.00元，当前股价对应PE为13.7倍、13.4倍、13.1倍。

■风险提示：集团资本运作存在不确定性。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7,318.6	6,871.3	7,421.0	8,014.7	8,575.7
净利润	570.3	407.6	1,095.3	1,124.3	1,148.0
每股收益(元)	0.50	0.35	0.95	0.98	1.00
每股净资产(元)	1.13	1.46	2.50	3.21	3.91

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	26.4	36.9	13.7	13.4	13.1
市净率(倍)	11.6	9.0	5.3	4.1	3.4
净利润率	7.8%	5.9%	14.8%	14.0%	13.4%
净资产收益率	43.9%	24.3%	38.2%	30.5%	25.6%
股息收益率	0.6%	1.0%	2.2%	2.0%	2.3%
ROIC	21.6%	9.0%	17.3%	15.6%	17.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

17.00元

股价(2015-08-31)

13.10元

交易数据

总市值(百万元)	15,043.19
流通市值(百万元)	15,043.19
总股本(百万股)	1,148.33
流通股本(百万股)	1,148.33
12个月价格区间	10.68/40.46元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	34.62	-16.99	-21.95
绝对收益	22.32	-47.85	22.66

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

战略布局落地中，破茧化蝶进行时	2015-07-22
携手中信志四海，战略转型向远方	2015-05-29
牵手多方引战投，谋求转型谱新篇	2015-05-14

营收小幅下降，房地产业务拖累致业绩显著下滑。8月18日，公司发布半年报，15H1实现营收34.84亿元，同比下降7.70%（15Q1、Q2增速分别为+6.32%、-21.02%）；归母净利润1.65亿元，同比下降48.98%（15Q1、Q2增速分别为-5.44%、-68.08%）；扣非后归母净利润1.61亿元，同比下降30.64%（15Q1、Q2增速分别为-5.05%、-49.25%），EPS0.14元。15H1商业百货业务归母净利润同比增加12%。整体业绩下降主要系：1、去年同期子公司收到拆迁补偿款，确认非经常性损益8280万元；2、公司房地产项目多数处于建设期，房地产业务净利同比减少9993万元。

房地产业务拖累公司整体营收。15H1实现营收34.84亿元，同比下降7.70%。分业态来看，商业收入33.70亿元（营收占比99.69%），同比下降2.47%，公司商业目标是成为城市综合体，特业发展趋势良好，含特业的商业营收同比下降1.32%；房地产收入721.09万元（占比0.10%），同比下降96.92%，主要系公司多数项目处于建设期，未达到确认收入的条件；旅游服务收入331.86万元（占比53.86%），同比下降5.66%。分地区来看，江苏地区收入29.43亿元（占比87.05%），同比下降11.04%；山东地区1.42亿元（占比4.19%），同比增长4.81%；河南地区1.44亿元（占比4.27%），同比下降3.19%；湖北地区7145.32万元（2.11%），同比下降2.96%；安徽地区8008.44万元（占比2.37%），同比增长194.90%。

图 1：2010-2015H1 公司营业收入及增长率



数据来源：wind 安信证券研究中心

图 2：2010-2015H1 公司归母净利及增长率



数据来源：wind 安信证券研究中心

毛利率下降，期间费用率上升。公司主营业务毛利率20.84%，同比下降0.40个百分点。其中，商业毛利率18.30%，同比下降1.12个百分点，房地产业务、旅游服务业毛利率分别为62.07%、58.30%，同比增加38.96、26.45个百分点。14年公司期间费用率为12.99%，同比增加1.14个百分点，其中，销售费用率4.99%，同比增加1.14个百分点，主要系职工薪酬、业务宣传费、清洁费刚性上涨所致；管理费用率6.78%，同比增加0.69个百分点，主要系办公费、业务招待费同比增长所致；财务费用率1.21%，同比下降0.70个百分点，主要系利率下降至利息支出同比减少所致。15H1公司净利率4.78%，同比下降3.86个百分点。

图 3：2010-2015H1 公司毛利率、净利率

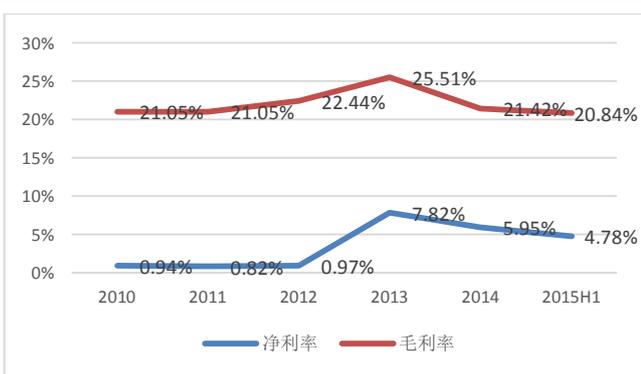


图 4：2010-2015H1 公司期间费用率



携手中信推动资产整合,资本运作可期。公司控股股东雨润集团14年实现销售收入约1500亿元,中国民营企业500强第8位,旗下拥有食品、地产、商业、物流、旅游、金融和建筑等七大产业。15年5月公司携手中信并购基金,后者将凭借自身强大的资源整合能力,协助公司从集团内部及外部进行资产整合,提高资产盈利能力,同时助力探索电商、云管理等新兴商业模式。7月公司收购集团旗下的利安人寿,是集团利用公司作为资产证券化平台的初步体现,未来不排除继续收购利安人寿,并进行其他金融、物流等资产整合的可能,进而打造流通+金融综合性平台。

员工持股+门店证券化,激发公司内生增长动力。公司积极推动员工持股计划,7月公告第一期员工持股计划草案,计划资金总额不超6000万。**公司借助员工持股计划进行大范围实现利益绑定,一方面**通过推动公司股权结构分散化,完善治理结构;**另一方面,溢价增持(较当时股价溢价80%)**彰显管理层对公司未来发展的坚定信心。此外,公司已将12家门店中的4家门店产权及土地使用权(账面价值合计7.6亿)进行资产证券化,**尝试推动重资产向轻资产的过渡,提高资产使用效率,**并为公司战略转型等提供资金支持,从而助力公司向电商、云管理、泛娱乐等新兴产业转型,打造现代化的城市生活中心。

维持盈利预测,维持“买入-A”评级。公司作为雨润集团资产证券化平台,已收购利安人寿股权,实现商业与金融资产结合,未来不排除集团金融、物流、旅游、农产品等优质资产依托公司平台实现证券化的可能。公司自有物业价值丰厚,重估价值近240亿,推行门店证券化,提升经营效率;推行员工持股改善公司治理结构,助推公司长期发展。考虑REITS收益影响,我们预计公司15-17年EPS为0.95元、0.98元、1.00元,当前股价对应PE为13.7倍、13.4倍、13.1倍。给予“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月31日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7,318.6	6,871.3	7,421.0	8,014.7	8,575.7	成长性					
减:营业成本	5,451.9	5,399.5	5,829.2	6,251.5	6,689.1	营业收入增长率	21.4%	-6.1%	8.0%	8.0%	7.0%
营业税费	207.6	109.0	117.7	160.6	148.0	营业利润增长率	622.1%	-39.3%	201.2%	1.7%	1.1%
销售费用	322.4	292.6	326.5	352.6	373.3	净利润增长率	882.6%	-28.5%	168.7%	2.7%	2.1%
管理费用	440.8	462.5	497.2	529.0	566.0	EBITDA 增长率	166.1%	-25.0%	144.8%	2.3%	1.7%
财务费用	133.5	162.5	296.8	312.6	325.9	EBIT 增长率	207.8%	-30.4%	171.1%	2.3%	1.7%
资产减值损失	-5.7	0.6	3.0	-0.7	1.0	NOPLAT 增长率	272.4%	-32.8%	187.6%	2.3%	1.7%
加:公允价值变动收益	13.3	10.2	66.4	22.1	-36.9	投资资本增长率	61.0%	50.1%	13.6%	-10.0%	12.4%
投资和汇兑收益	4.9	22.9	1,022.0	1,032.0	1,044.0	净资产增长率	66.0%	29.1%	70.7%	28.8%	21.6%
营业利润	786.4	477.7	1,438.9	1,463.3	1,479.7	利润率					
加:营业外净收支	-4.7	100.3	27.7	41.1	56.4	毛利率	25.5%	21.4%	21.5%	22.0%	22.0%
利润总额	781.6	578.0	1,466.6	1,504.4	1,536.1	营业利润率	10.7%	7.0%	19.4%	18.3%	17.3%
减:所得税	209.3	169.3	366.7	376.1	384.0	净利润率	7.8%	5.9%	14.8%	14.0%	13.4%
净利润	570.3	407.6	1,095.3	1,124.3	1,148.0	EBITDA/营业收入	13.8%	11.0%	24.9%	23.6%	22.4%
						EBIT/营业收入	12.6%	9.3%	23.4%	22.2%	21.1%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	90	113	106	95	86
货币资金	1,351.2	1,404.0	1,335.8	1,442.6	1,543.6	流动营业资本周转天数	112	216	285	270	257
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	331	458	506	488	477
应收帐款	136.6	138.1	179.9	152.1	209.3	应收帐款周转天数	8	7	8	7	8
应收票据	-	0.2	0.9	0.4	0.4	存货周转天数	235	355	408	398	385
预付帐款	338.3	217.8	365.1	229.6	439.3	总资产周转天数	463	621	662	630	609
存货	5,226.6	8,322.7	8,517.2	9,195.2	9,158.6	投资资本周转天数	200	328	390	364	343
其他流动资产	92.6	244.5	140.7	159.3	181.5	投资回报率					
可供出售金融资产	16.1	29.7	20.8	22.2	24.2	ROE	43.9%	24.3%	38.2%	30.5%	25.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.6%	3.0%	8.0%	7.9%	7.9%
长期股权投资	44.9	16.5	16.5	16.5	16.5	ROIC	21.6%	9.0%	17.3%	15.6%	17.6%
投资性房地产	333.3	404.4	444.8	489.3	538.2	费用率					
固定资产	2,079.0	2,228.7	2,154.4	2,069.2	2,011.4	销售费用率	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
在建工程	67.4	76.8	76.8	76.8	76.8	管理费用率	6.0%	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%
无形资产	235.4	233.7	244.2	254.0	262.9	财务费用率	1.8%	2.4%	4.0%	3.9%	3.8%
其他非流动资产	218.1	246.7	232.6	216.4	204.9	三费/营业收入	12.3%	13.4%	15.1%	14.9%	14.8%
资产总额	10,139.5	13,563.9	13,729.8	14,323.6	14,667.7	偿债能力					
短期债务	3,657.7	5,174.6	5,519.7	5,879.8	6,149.1	资产负债率	87.1%	87.6%	79.0%	74.1%	69.3%
应付帐款	1,366.1	1,450.4	1,325.3	1,688.9	1,610.9	负债权益比	676.3%	704.7%	377.3%	286.5%	225.4%
应付票据	98.0	173.8	164.2	199.6	171.7	流动比率	1.07	1.14	1.24	1.10	1.18
其他流动负债	1,533.6	2,270.5	1,484.5	2,428.2	1,802.5	速动比率	0.29	0.22	0.24	0.19	0.24
长期借款	1,768.4	2,370.6	1,942.6	-	-	利息保障倍数	6.89	3.94	5.85	5.68	5.54
其他非流动负债	409.6	438.3	416.8	421.6	425.6	分红指标					
负债总额	8,833.4	11,878.3	10,853.0	10,618.1	10,159.8	DPS(元)	0.08	0.13	0.29	0.26	0.31
少数股东权益	5.9	7.0	11.4	15.4	19.5	分红比率	15.1%	35.2%	30.0%	26.8%	30.6%
股本	574.2	574.2	1,148.4	1,148.4	1,148.4	股息收益率	0.6%	1.0%	2.2%	2.0%	2.3%
留存收益	726.1	958.7	1,717.0	2,541.8	3,340.0						
股东权益	1,306.1	1,685.7	2,876.8	3,705.6	4,507.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.50	0.35	0.95	0.98	1.00
净利润	572.4	408.7	1,095.3	1,124.3	1,148.0	BVPS(元)	1.13	1.46	2.50	3.21	3.91
加:折旧和摊销	92.3	125.7	113.8	115.5	118.8	PE(X)	26.4	36.9	13.7	13.4	13.1
资产减值准备	-5.7	0.6	-	-	-	PB(X)	11.6	9.0	5.3	4.1	3.4
公允价值变动损失	-13.3	-10.2	66.4	22.1	-36.9	P/FCF	-77.3	77.5	-102.7	34.8	30.9
财务费用	111.2	137.3	296.8	312.6	325.9	P/S	2.1	2.2	2.0	1.9	1.8
投资损失	-4.9	-22.9	-1,022.0	-1,032.0	-1,044.0	EV/EBITDA	11.0	18.7	11.2	10.1	10.0
少数股东损益	2.1	1.1	4.7	4.0	4.0	CAGR(%)	25.4%	41.3%	166.1%	25.4%	41.3%
营运资金的变动	-1,651.0	-2,423.3	-1,135.5	775.1	-955.5	PEG	1.0	0.9	0.1	0.5	0.3
经营活动产生现金流量	-734.0	-1,754.9	-580.5	1,321.6	-439.7	ROIC/WACC	2.8	1.2	2.3	2.0	2.3
投资活动产生现金流量	-391.6	-177.7	940.4	946.1	923.0	REP	0.8	1.6	1.1	1.2	1.0
融资活动产生现金流量	927.9	1,588.7	-428.0	-2,160.9	-382.4						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘章明声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034