

一七年业绩平稳增长，一八年看新疆区域内的稳步扩张与转型升级

核心观点：

1. 事件摘要

公司发布 2017 年年度报告，2017 年公司实现营业收入 30.27 亿元，较上年同期增长 14.06%；实现归属净利润 1.02 亿元，较上年同期增长 5.73%；实现归属扣非净利润 0.97 亿元，较上年同期增长 13.26%。经营现金流量净额为 3.53 亿元，较上年同期增长 735.62%。

2. 我们的分析与判断

（一）扣非后净利增长 13.26%，盈利能力平稳上升

2017 年公司营业收入较 2016 年总体增厚约 3.73 亿元；其中百货贡献近 3.4 亿元营收增量，超市业态贡献剩余近 0.35 亿元营收增量；归属扣非净利较 2016 年增厚 0.11 亿元，主要系 2017 年期间费用率大幅下降所致。

拆分单季度来看，2017 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营业收入 21.43/6.86/9.06 亿元，分别实现 yoy6.35%/12.73%/14.50%/22.27%，全年四个季度均取得增长，除一季度外的三个季度实现两位数增速。其中第四季度增速最快，增量主要来自 10 月份的新开门店。

分业态来看，百货/超市类业态分别实现营业收入 21.43/6.86 亿元，分别实现 yoy17.23%/11.18%，主营商业业务收入占比 93.44%，相比去年的 92.62%保持稳定增长。

分地区来看，乌鲁木齐/昌吉/克拉玛依/库尔勒营收增速保持稳定，分别实现 yoy23.98%/7.01%/9.73%/9.62%，其中乌鲁木齐地区营业收入实现两位数的增长，主要系新开门店乌鲁木齐喀什东路超市提供了销售收入增量。

（二）综合毛利率降低 0.96 个百分点，期间费用率下降 1.18%

公司 2017 年综合毛利率为 16.57%，相比于 2016 年下降 0.96%。百货/超市两大业态毛利率分别为 13.94%/10.70%，相比去年分别下降-0.69/1.38 个百分点。期间综合费用率为 13.48%，相比 2016 年下降 1.18 个百分点，销售/管理/财务费用率变动分别为 -0.23%/-0.38%/-0.57%，基于本期公司银行借款利息支出较上年所同期减少，致使财务费用明显下降。

汇嘉时代 (603101.SH)

推荐 首次评级

分析师

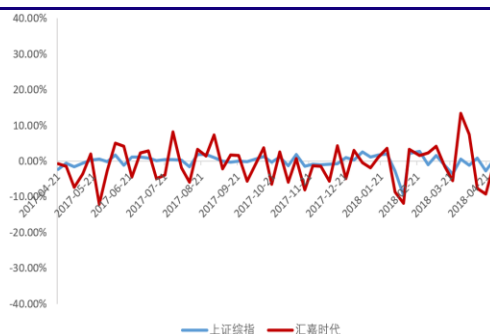
李昂

电话：010-83574538

邮箱：liang_zb@ChinaStock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

行业数据时间 2018.04.27



相关研究

《王府井 2017 年年报跟踪——“一店一策”战略成效明显，一八年将坚守“效益是生命线”》

《策略专题报告——百货转型猜想：借力新零售，能否推动自营比例提升？2018 年 2 月 28 日》

《策略专题报告——新零售引领行业发展新阶段 2018 年 1 月 22 日》

(三) “购物中心+超市集群”的双轮驱动战略

公司现已形成商超连锁网络覆盖全疆 5 个地区的连锁商超企业。2018 年，公司将继续推进传统百货向购物中心转型，在增加餐饮、休闲、娱乐等配套设施比例的同时，利用品类优化组合、增加体验性元素等方式增强门店盈利能力。未来五年，在确保购物中心稳步发展的前提下，着力发展超市业态，通过“连锁做多、抢先布局”的方式，形成“购物中心+超市集群”的区域龙头规模优势，提升企业发展动力。在超市拓展的过程中，坚持因地制宜、多业态布局，通过“大卖场”“标准超市”“社区店”等多业态的错位经营及有机组合，增加门店密度，迅速占领市场。

(四) “内生式增长+外延式扩张”的发展战略

一方面通过对存量店的不断调整和改造，增强“存量资源”的创利能力，促进现有存量店铺提质增效；另一方面积极推进新开门店的扩张，快速占领市场，实现“增量资产”的扩张功能，提高市场占有率。2018 年计划昌吉购物中心开门迎客，并将以北疆区域为重点，完善网点布局，将新增多家标准超市、精品超市并陆续投资运营，以提升公司在区域的市场份额及盈利能力；同时建设并优化供应链体系，加大超市业态直采自营占比，积极推进配送体系和物流配送加工园区建设。

3. 投资建议

公司在积极推进新开门店的扩张同时继续增强存量资源的创利能力，我们结合公司在一七年年报中提出的 2018 年展店计划（2018 年计划昌吉购物中心开门迎客，未来 2-3 年拟重点在新疆乌鲁木齐、伊犁、克拉玛依等地区投资建设 3—4 座适应区域特点的综合购物中心，包括 1 座新疆首家奥特莱斯购物广场），以及公司未来在区域市场的投资布局及供应链重构（用 2-5 年的时间，公司拟投资新建 50 家大、中型标准超市、社区超市，连锁网络覆盖到全疆主要城镇），我们预测公司 2018/2019 实现营收 36.07/41.50 亿元，净利润 1.50/1.65 亿元，对应 PE 19/17 倍，对应 PS 0.77/0.69 倍，给予“推荐评级”

4. 风险提示

业态升级不达预期，新区域拓展及新项目投入的风险等。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 1 盈利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入（单位：百万元）	2741.51	2654.21	3027.29	3607.11	4150.21
增长率(%)		-3.18%	14.06%	19.15%	15.06%
归属母公司股东净利润(单位：百万元)	103.95	96.61	100.84	149.66	165.23
增长率(%)		-7.06%	4.37%	48.42%	10.40%
EPS（元/股）	0.433	0.403	0.420	0.624	0.688
销售毛利率	17.92%	17.53%	16.57%	16.64%	17.34%
净资产收益率(ROE)	16.38%	7.98%	7.80%	10.46%	10.45%
市盈率(P/E)	27	29	28	19	17
市净率(P/B)	4.48	2.35	2.20	1.99	1.80
市销率(P/S)	1.04	1.07	0.94	0.79	0.68

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部整理及预测（股价为 2018 年 4 月 27 日收盘价）

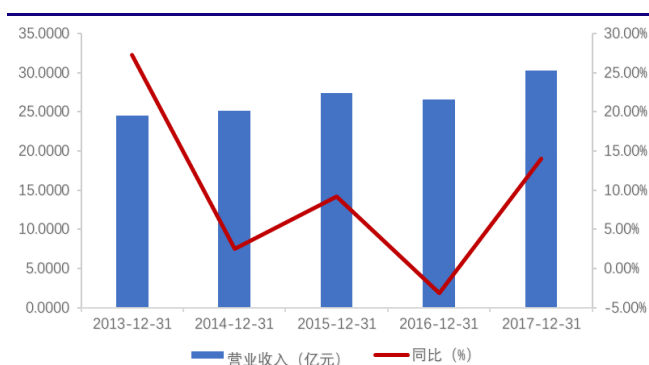
表 2 可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	昆百大 A	南京新百	天虹股份	王府井	鄂武商 A	均值	中位数
PE	227	50	20	17	10	65	35
PB	2	5	3	2	1	2	2
PS	13	2	1	1	1	3	1
境外可比公司							
	梅西百货	伯灵顿百货	柯尔百货	狄乐百货	新世界百货中国	均值	中位数
PE	6	24	12	10	22	15	14
PB	2	107	2	1	0	23	2
PS	0	2	1	0	1	1	1

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部整理

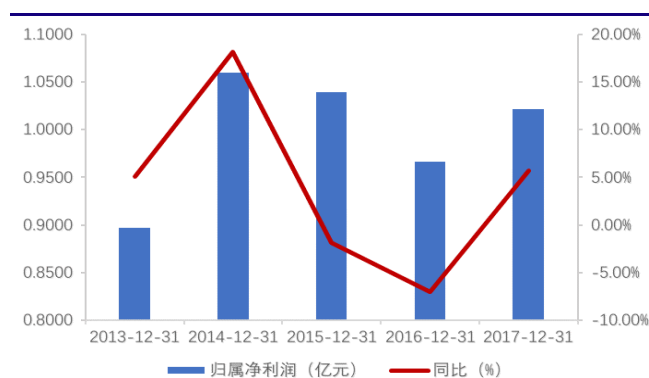
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1 2013-2017 年度营业收入(亿元)及同比(%)



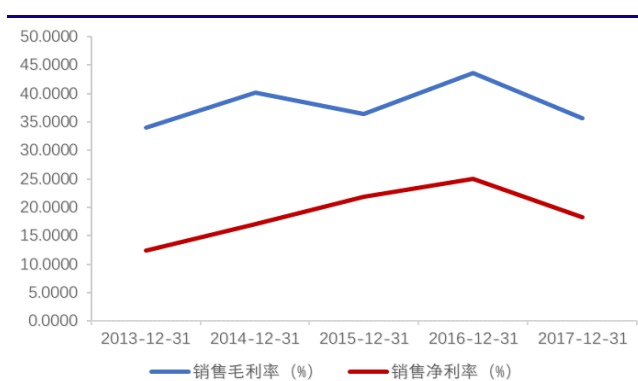
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 2 2013-2017 年度归属净利润(亿元)及同比(%)



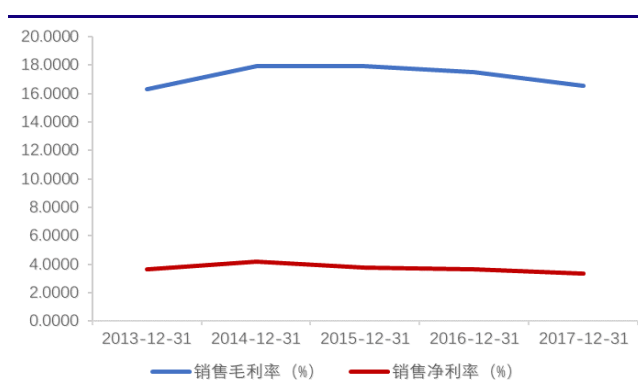
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 3 2013-2017 年度毛利率和净利率变动情况



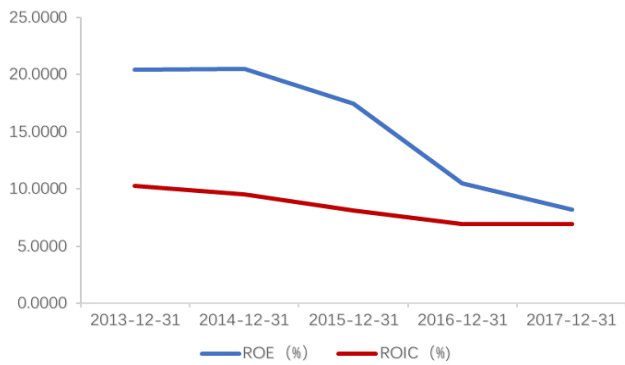
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 4 2013-2017 年度期间费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 5 2013-2017 年度 ROE&ROIC 变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 3 汇嘉时代 2017 年末自有物业、租赁物业的门店数量及建筑面积变化

地区	经营业态	物业状况	2017 年末		2016 年末		门店变动
			门店数量 (家)	建 筑 面 积 (万平米)	门店数量 (家)	建 筑 面 积 (万平米)	
乌鲁木齐	百货、超市	自有			2	9.11	新增
		租赁	1	0.73			
		自有+租赁	2	8.9			
昌吉	百货、超市	租赁	2	7.38	2	6.98	
五家渠	百货、超市	租赁	1	3.24	1	3.24	
克拉玛依	百货、超市	租赁	1	2.36	1	1.77	
库尔勒	百货、超市	自有	1	17.65	2	20.77	
		租赁	1	3.26			
合计			9	43.52	8	41.87	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 4 汇嘉时代营业收入和成本构成

	2017/12/31				2016/12/31			
	营业收入 (单位： 百万元)	占营业收入比重	营业成本 (单位： 百万元)	占营业收入比重	营业收入 (单位： 百万元)	占营业收入比重	营业成本 (单位： 百万元)	占营业收入比重
分行业								
主营商业	2828.81	93.44%	2456.70	97.27%	2458.29	92.62%	2114.15	96.58%
其他业务	198.49	6.56%	68.97	2.73%	195.92	7.38%	74.80	3.42%
合计	3027.29	100.00%	2525.67	100.00%	2654.21	100.00%	2188.95	100.00%
分产品								
百货	2143.05	70.79%	1844.33	73.02%	1828.11	68.88%	1560.70	71.30%
超市	685.76	22.65%	612.37	24.25%	616.82	23.24%	542.32	24.78%
家电					13.36	0.50%	11.13	0.51%
其他业务	198.49	6.56%	68.97	2.73%	195.92	7.38%	74.80	3.42%
合计	3027.29	100.00%	2525.67	100.00%	2654.21	100.00%	2188.95	100.00%
分地区								
乌鲁木齐	1193.87	39.44%	985.10	39.00%	962.92	36.28%	782.85	35.76%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

昌吉	701.45	23.17%	589.60	23.34%	802.61	30.24%	660.75	30.19%
五家渠	157.42	5.20%	128.84	5.10%				
克拉玛依	364.56	12.04%	312.97	12.39%	332.22	12.52%	283.64	12.96%
库尔勒	610.00	20.15%	509.15	20.16%	556.46	20.97%	461.71	21.09%
合计	3027.29	100.00%	2525.67	100.00%	2654.21	100.00%	2188.95	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 5 汇嘉时代主营项目毛利率

(单位：%)	2017/12/31	2016/12/31	(单位：%)	2017/12/31	2016/12/31
分行业			分地区		
主营商业	13.15	14.00	乌鲁木齐	17.49	18.70
其他业务	65.25	61.82	昌吉	15.95	17.67
分产品			五家渠	18.15	
百货	13.94	14.63	克拉玛依	14.15	14.62
超市	10.71	12.08	库尔勒	16.53	17.03
家电		16.70			
其他业务	65.25	61.82			

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 6 汇嘉时代 2018 年和 2017 年经营计划对比

	2018	2017
门店布局	<p>1. 积极抢滩布点。2018 年除筹备运营昌吉区域两家超市以外，以北疆区域为重点，完善网点布局，还将新增多家标准超市、精品超市并陆续投资运营；2. 建设并优化供应链体系，加大超市业态直采自营占比，积极推进配送体系和物流配送加工园区建设；3. 是对现有门店升级改造，优化商品品类及消费体验，巩固公司竞争优势。</p>	<p>公司力争在年内有序推进相关门店的差异化调整，对公司原传统百货门店：乌鲁木齐中山路店、库尔勒店、昌吉店等门店逐步进行差展化的调整改造；对乌鲁木齐北京路购物中心店、库尔勒新区购物中心店继续推进调整升级工作，通过调整使传统百货门店能焕发生机、使购物中心的运营质量和销售实现突破。</p>
业态调整	<p>着眼于消费需求，依据市场趋势调整业态布局。2018 年，公司将继续推进传统百货向购物中心转型，在增加餐饮、休闲、娱乐等配套设施比例的同时，利用品类优化组合、增加体验性元素等方式增强门店盈利能力。在加强区域化管理的基础上，集中区域优势全面试行“一店一策”的差异化经营，提升门店整体盈利水平。2018 年公司将在现有购物中心、百货商场、标准超市业态布局上投资建设奥特莱斯项目、壮大精品超市业态；通过小额贷款公司的扶持和培育重构供应商合作伙伴关系，推进多业态运营、多元化协同，进而促进销售的增长。</p>	
企业提质增效	<p>严格预算管理，合理管控成本费用，带动公司管理水平的整体提升；加强信息化管理，利用大数据分析功能，提升会员服务，挖掘潜在客户，助力营销，为管理赋能；积极拓宽高端人才培养引进渠道，发挥人才的内部培养和外部引进优势互补作用，为公司组建后备人才梯队；稳步推进薪酬绩效体系改革，改善员工福利，促进团队和谐稳定。</p>	<p>公司将 2017 年作为基础管理提升年，通过建立更完善、更稳定、更有效的制度体系，用两到三年的时间打造出更具有竞争优势的内控体系。在坚守传统业务深耕细作的基础上，努力发挥成长业务的增长引领作用。加快提高网络管理水平，着力解决信息鸿沟、数据烟囱，实现信息管理的互联互通；引入全员营销、深度营销的营运理念，快速扩大销售队伍、拓宽销售渠道，加快异业联盟服务的整合，通过新的销售渠道和营销模式提升销售规模；实现会员礼品管理的上线运行，办好会员商城；实现顾客现场体验，办好线上营销，打造数字化的顾客生态圈，努力做到线上线下协同发展。</p>

昌吉新建项目

2018 年公司将着力推进昌吉购物中心开业前的各项筹备工作，保障项目顺利开业运营；针对拟投资新建项目，组织投资预算和可行性分析，论证筹划项目前期各项工作。

1. 做好昌吉购物中心店的装修装饰、各项配套工程设施的施工管理，做好昌吉购物中心店 2018 年招商筹备工作；
2. 做好拟投资新建项目的投资论证、组织筹备、管理人才筹备工作，为公司提高区域市场份额提前谋划准备。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

3. 重大事项进展跟踪

表 7 汇嘉时代 2017 年重大事项进展

子公司注销	经公司第四届董事会第四次会议审议通过，公司拟注销北京汇嘉时代企业管理有限公司。该公司为公司的全资子公司，于 2016 年 10 月 24 日在北京市注册成立，法定代表人为朱翔，注册资本 1000 万元。目前，注销手续正在办理中。
伊宁地块竞拍	公司全资子公司伊犁汇嘉时代百货有限公司于 2018 年 3 月在伊宁市公共资源交易中心举办的国有土地使用权挂牌出让活动中，以人民币 4,286 万元竞得编号 2018-13 地块的国有土地使用权，详见《新疆汇嘉时代百货股份有限公司关于全资子公司竞拍取得土地使用权的公告》（公告编号：2018-012）。目前，伊犁汇嘉时代百货有限公司已与伊宁市国土资源局签订《国有建设用地使用权出让合同》。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 8 汇嘉时代前十大股东情况（更新自公司最新报告）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量 变动 (万 股)	占总股本 比例 (%)	股本性质
1	潘锦海		14974.76	0.00	62.39	境内自然人
2	新疆鑫源汇信股权投资管理合伙企业（有限合伙）		1200.00	0.00	5.00	境内非国有法人
3	潘艺尹		973.25	0.00	4.06	境内自然人
4	乌鲁木齐博瑞尚荣股权投资管理合伙企业（有限合伙）		275.25	0.00	1.15	境内非国有法人
5	新疆金汇佳股权投资管理合伙企业（有限合伙）		270.75	0.00	1.13	境内非国有法人
6	孙妍	新进	40.00	40.00	0.17	境内自然人
7	云南国际信托有限公司—云南信托·聚鑫 32 号集合资金信托计划	新进	39.85	39.85	0.17	其他
8	胡建忠	增持	37.73	0.23	0.16	境内自然人
9	樊文瑞	增持	37.63	0.13	0.16	境内自然人
10	江德骏	新进	35.84	35.84	0.15	境内自然人
合计			17885.05		74.54	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究部从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn