

业绩完全符合预期，全国布局不断完善

公司简报

◆业绩完全符合预期，1H2016 净利润为 3.37 亿元

公司公布 2016 年中报：1H2016 实现营业收入 37.34 亿元，同比上升 15.50%（以此次中报调整后数据为基准，下同）；归属于母公司净利润为 3.37 亿元，同比下降 18.35%；扣非归母净利润为 2.18 亿元，折合 EPS 为 0.13 元，同比增长 271.88%，业绩完全符合我们的预期。公司扣非归母净利润大幅增长的主要原因是：本年度非经常性损益中包括华南区 5 家公司 1-2 月净利润，而去年同期为华南区 1-6 月净利润。单季度拆分来看，2Q2016 实现营业收入 19.49 亿元，归属于母公司净利润为 1.61 亿元。

◆主营业务收入同比增长 18.96%，成都地区营收大幅增长是主因

报告期内，公司顺利完成茂业商厦华南区门店、成都仁和集团门店、维多利亚集团门店的并购重组工作，公司业务规模进一步扩大，辐射区域进一步扩展至西北、华北，布局城市覆盖至一、二、三、四线城市。报告期内，公司主营业务收入 34.07 亿元，同比增长 18.96%。分地区来看，成都地区的营业收入为 10.02 亿元，同比增长了 92.84%，南充/ 绵阳/ 菏泽/ 深圳/ 珠海地区的营业收入分别为 1.89/ 1.37/ 0.54/ 16.76/ 1.40 亿元，同比分别下降了 7.92%/ 14.17%/ 6.68%/ 8.75%/ 8.83%，包头/ 乌鲁木齐地区的营业收入分别为 0.33/ 2.12 亿元。成都地区主营业务收入大幅增长的主要原因是合并范围变更，新增仁和和人东店和光华店。

◆毛利率同比上升 4.37 个百分点，期间费用率同比下降 0.42 个百分点

报告期内公司综合毛利率为 26.83%，较上年同期上升了 4.37 个百分点，主营业务毛利率为 20.45%，较上年同期上升了 1.45 个百分点，其中成都/ 南充/ 绵阳/ 菏泽/ 深圳/ 珠海地区的毛利率分别为 20.58%/ 13.77%/ 15.51%/ 17.63%/ 22.03%/ 21.76%，较上年同期分别变化了 2.00 / -1.03/ 0.93/ 2.88/ -0.10/ 0.75 个百分点，包头/ 乌鲁木齐地区的毛利率分别为 30.79%/ 27.71%。报告期内公司期间费用率为 13.37%，较上年同期下降了 0.42 个百分点，其中销售/ 管理/ 财务费用率分别为 10.39%/ 0.97%/ 2.01%，较上年同期分别变化了 -0.25/ -1.05/ 0.87 个百分点。财务费用率上升的主要原因是利息支出增加。

◆控股股东注入资产，全国布局不断完善

2016 年 2 月，公司向茂业商厦等三家公司非公开发行股份 11.62 亿股用于购买和平茂业、深南茂业、东方时代茂业、珠海茂业、华强北茂业的全部股权。增发完成后，公司总股本增加至 17.32 亿股，深圳茂业商厦有限公司成为公司第一大股东，持有公司 85.53% 的股份。根据公司 2016 年 8 月的公告，公司董事会已经审议通过新一轮非公开发行股份的方案，发行对象为不超过十名特定投资者，价格不低于 6.08 元/股，数量不超过 3.73 亿股，预计募集资金总额 22.67 亿元，用于收购秦皇岛茂业、重庆茂业股权并偿还银行借款。预计新一轮增发将继续完善公司全国布局，进一步提升公司的持续盈利能力。

增持（维持）

当前价/目标价：7.52/8.00 元

目标期限：6 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

联系人

邬亮

021-22169125

wuliang16@ebcn.com

孙路

021-22169117

sunlu@ebcn.com

市场数据

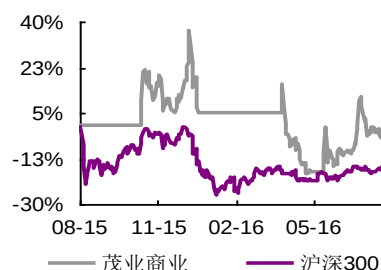
总股本(亿股)：17.32

总市值(亿元)：130.24

一年最低/最高(元)：6.16/10.50

近 3 月换手率：40.51%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.34	11.03	-1.32
绝对	-0.67	19.02	-2.38

◆调整盈利预测，维持增持评级，调整目标价至 8 元

以公司再次增发 3.73 亿股后的总股本（21.05 亿股）为基准，我们调整公司 2016-2018 年全面摊薄 EPS 分别为 0.27/ 0.29/ 0.30 元(之前为 0.30/ 0.31/ 0.33 元)。鉴于公司控股股东注入资产后，全国布局不断完善，给予公司未来六个月 8 元的目标价，对应 2016 年 30X 市盈率，维持增持评级。

◆风险提示：居民收入增速未达预期，公司扩张效果未达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2067	1909	6696	6897	7104
营业收入增长率	-6.57%	-7.62%	250.72%	3.00%	3.00%
净利润（百万元）	194	77	558	610	636
净利润增长率	-5.06%	-60.36%	625.19%	9.26%	4.38%
EPS（元）	0.09	0.04	0.27	0.29	0.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.54%	5.92%	13.72%	13.35%	12.52%
P/E	82	206	28	26	25
P/B	13	12	4	3	3

图表 1：公司 2Q2016 净利润为 1.61 亿元

1Q2014-2Q2016 公司经营情况拆分（历史数据，未作调整）

	营业总收入 (万)	营业总收入增速 (%)	营业成本 (万)	销售毛利率 (%)	净利润 (万)	净利润增速 (%)
1Q2014	63824.86	2.97%	50007.31	21.65%	5148.93	7.20%
2Q2014	49571.86	0.06%	38521.68	22.29%	11346.25	226.62%
3Q2014	42776.92	-19.54%	32375.18	24.32%	1158.29	-89.40%
4Q2014	50498.15	-10.65%	41565.54	17.69%	1762.65	41.07%
1Q2015	58340.95	-8.59%	46015.49	21.13%	3642.16	-29.26%
2Q2015	43239.45	-12.77%	33060.74	23.54%	2566.66	-77.38%
3Q2015	39966.64	-6.57%	29848.37	25.32%	1648.45	42.32%
4Q2015	49377.00	-2.22%	39255.42	20.50%	-161.05	-109.14%
1Q2016	178427.08	NA	133202.42	25.35%	17584.62	NA
2Q2016	194928.60	NA	141120.46	27.60%	16089.95	NA

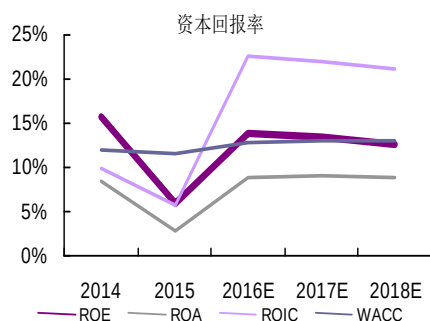
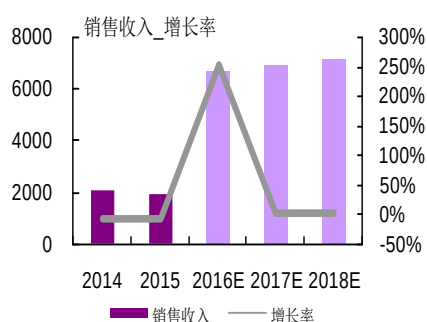
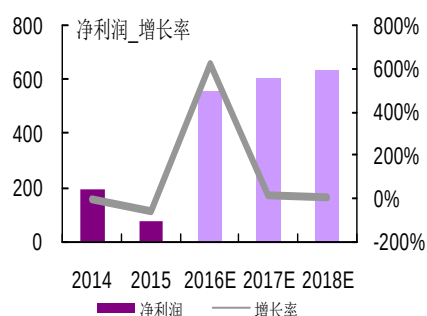
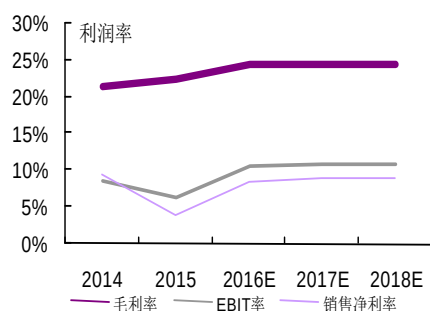
资料来源：公司公告

图表 2：公司 2Q2016 期间费用率为 15.74%

1Q2014-2Q2016 公司费用情况拆分（历史数据，未作调整）

	期间费用 (万)	期间费用率 (%)	销售费用 (万)	销售费用率 (%)	管理费用 (万)	管理费用率 (%)	财务费用 (万)	财务费用率 (%)
1Q2014	6730.79	10.55%	4695.13	7.36%	1390.82	2.18%	644.85	1.01%
2Q2014	7057.35	14.24%	4968.03	10.02%	1355.33	2.73%	734.00	1.48%
3Q2014	7193.86	16.82%	5016.60	11.73%	1333.14	3.12%	844.12	1.97%
4Q2014	4897.59	9.70%	3610.18	7.15%	507.17	1.00%	780.25	1.55%
1Q2015	6863.15	11.76%	5047.46	8.65%	1182.51	2.03%	633.18	1.09%
2Q2015	7153.24	16.54%	5752.62	13.30%	873.31	2.02%	527.31	1.22%
3Q2015	7184.73	17.98%	5050.70	12.64%	1575.69	3.94%	558.35	1.40%
4Q2015	7993.01	16.19%	4487.10	9.09%	2843.45	5.76%	662.46	1.34%
1Q2016	19251.20	10.79%	15324.75	8.59%	1909.88	1.07%	2016.57	1.13%
2Q2016	30681.20	15.74%	23451.97	12.03%	1727.93	0.89%	5501.30	2.82%

资料来源：公司公告



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2067	1909	6696	6897	7104
营业成本	1625	1482	5059	5208	5361
折旧和摊销	0	0	77	90	103
营业税费	38	31	100	103	107
销售费用	183	203	616	628	646
管理费用	66	59	214	221	227
财务费用	30	24	-33	-70	-80
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	118	8	0	0	0
营业利润	262	103	738	807	843
利润总额	255	107	743	812	848
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	194.16	76.96	558.12	609.81	636.50

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	2310	2884	6299	6766	7253
流动资产	378	883	4130	4437	4776
货币资金	90	27	1696	1934	2201
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	12	12	46	48	49
应收票据	0	0	1	1	1
其他应收款	84	643	2009	2069	2131
存货	174	169	506	521	536
可供出售投资	137	140	140	140	140
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	803	803	1044	1254	1440
无形资产	389	338	322	305	290
总负债	1044	1567	2215	2184	2156
无息负债	594	982	1966	2015	2068
有息负债	450	585	249	169	89
股东权益	1266	1317	4084	4582	5096
股本	570	570	2105	2105	2105
公积金	181	193	982	1043	1107
未分配利润	498	534	979	1417	1868
少数股东权益	16	16	15	15	14

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	196	68	12	609	639
净利润	194	77	558	610	636
折旧摊销	0	0	77	90	103
净营运资金增加	151	572	690	25	24
其他	-149	-581	-1313	-116	-125
投资活动产生现金流	10	-666	-249	-250	-250
净资本支出	103	181	250	250	250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-93	-847	-499	-500	-500
融资活动现金流	-194	536	1906	-121	-122
股本变化	0	0	1534	0	0
债务净变化	47	136	-337	-80	-80
无息负债变化	-170	388	984	49	52
净现金流	13	-63	1669	237	267

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-6.57%	-7.62%	250.72%	3.00%	3.00%
净利润增长率	-5.06%	-60.36%	625.19%	9.26%	4.38%
EBITDA 增长率	-26.84%	-26.55%	529.83%	5.70%	4.57%
EBIT 增长率	-31.84%	-32.37%	467.69%	4.47%	3.45%
估值指标					
PE	82	206	28	26	25
PB	13	12	4	3	3
EV/EBITDA	28	36	18	17	16
EV/EBIT	28	36	20	19	18
EV/NOPLAT	33	53	27	25	24
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	3	3	6	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	21.39%	22.39%	24.44%	24.49%	24.54%
EBITDA 率	11.65%	9.26%	11.69%	12.00%	12.18%
EBIT 率	8.46%	6.19%	10.54%	10.69%	10.74%
税前净利润率	12.36%	5.59%	11.10%	11.78%	11.94%
税后净利润率 (归属母公司)	9.39%	4.03%	8.34%	8.84%	8.96%
ROA	8.38%	2.65%	8.85%	9.01%	8.77%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.54%	5.92%	13.72%	13.35%	12.52%
经营性 ROIC	9.81%	5.64%	22.42%	21.73%	21.06%
偿债能力					
流动比率	0.47	0.89	2.40	2.50	2.62
速动比率	0.26	0.72	2.10	2.21	2.33
归属母公司权益/有息债务	2.78	2.22	16.36	27.07	57.27
有形资产/有息债务	4.12	4.27	23.86	38.04	77.99
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.09	0.04	0.27	0.29	0.30
每股红利	0.01	0.03	0.05	0.06	0.06
每股经营现金流	0.09	0.03	0.01	0.29	0.30
每股自由现金流(FCFF)	-0.03	-0.28	-0.16	0.18	0.19
每股净资产	0.59	0.62	1.93	2.17	2.41
每股销售收入	0.98	0.91	3.18	3.28	3.38

资料来源：光大证券、上市公司

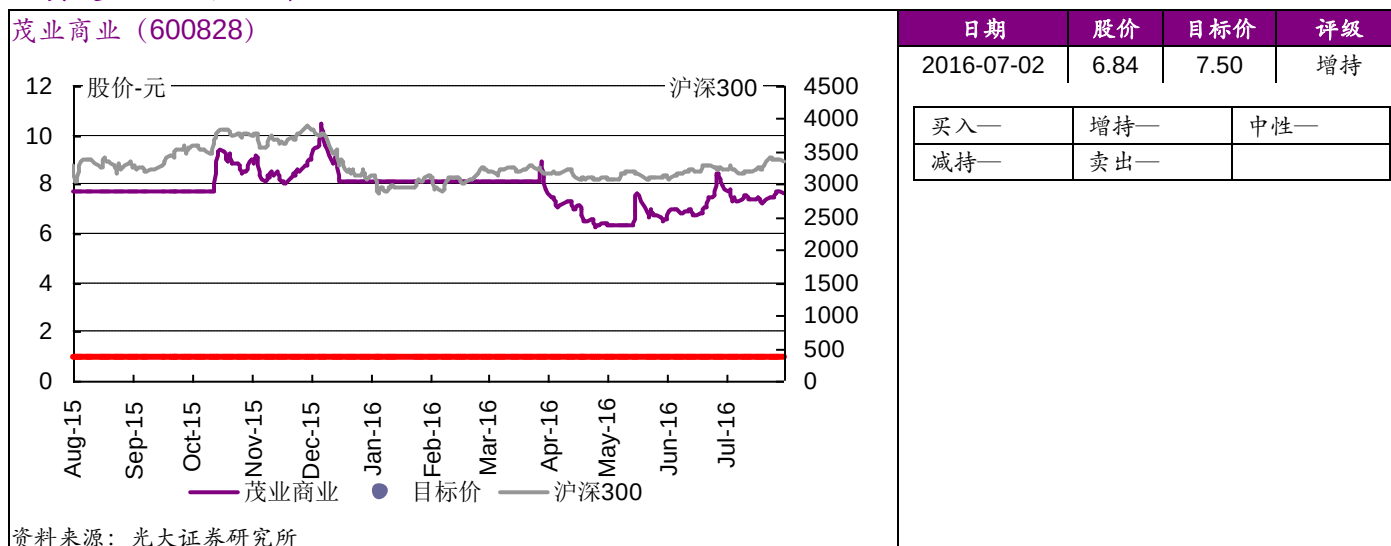
分析师声明

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学士，上海外国语大学日语系学士，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。2010-2015 年新财富最佳分析师零售行业第 10/6/5/5/6/6 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，2014/2015 慧眼识券商行业分析师零售组荐股能力第 1 名/第 3 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。

投资建议历史表现图



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見不构成任何投资、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	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	吕程	021-22169152	18616981623	lvch@ebsecn.com
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	杜婧瑶	010-58452038	13910115588	dujy@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	牟俊宇		13606938932	moujy@ebsecn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
国际业务	戚德文	021-22169491	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com