

业绩符合预期，经营调整带来盈利能力改善

——茂业商业(600828.SH) 2019 年中报点评

公司简报

◆公司 1H2019 营收同比减少 3.34%，归母净利润同比增长 14.67%

1H2019 实现营业收入 62.20 亿元，同比减少 3.34%；实现归母净利润 6.41 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.37 元，同比增长 14.67%；实现扣非归母净利润 6.25 亿元，同比增长 20.11%，业绩符合预期。

单季度拆分来看，2Q2019 实现营业收入 28.26 亿元，同比减少 1.34%；实现归母净利润 3.04 亿元，同比增长 21.01%；实现扣非归母净利润 2.92 亿元，同比增长 20.89%。

◆综合毛利率上升 1.85 个百分点，期间费用率上升 0.19 个百分点

1H2019 公司综合毛利率为 30.12%，较上年同期上升 1.85 个百分点。毛利率上升主要由于业态调整带来的盈利能力提升，以及毛利率相对较低的超市业务占比下降。

1H2019 公司期间费用率为 14.38%，较上年同期上升 0.19 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 9.48%/2.15%/2.75%，较上年同期分别变化-0.10/0.01/0.28 个百分点。

◆各业态持续推进调整，盈利能力有所改善

报告期内公司无新增/关闭门店，拥有各业态门店 34 家。报告期内公司延续经营业态的调整优化，成都地区综超业务规模持续缩减，同时决定自 7 月 1 日期将呼和浩特、包头的 12 家超市所属资产和门店经营权转交给第三方进行经营管理，以进一步提升公司盈利能力。百货业务方面稳步推进购物中心化改造，依照因地制宜原则进行优化调整，力图提高顾客体验和增加客流。公司在各业态推进的调整工作带来了整体毛利率水平的上行。

◆上调盈利预测，维持“增持”评级

公司盈利能力有所改善，我们上调对公司 19-21 年全面摊薄 EPS 的预测至 0.76/0.80/0.84 元（之前为 0.73/0.76/0.79 元），公司 PE 及 PB 处于业内较低水平，维持“增持”评级。

◆风险提示：

区域经济增速不达预期，收购门店整合不达预期。

业绩预测和估值指标（2018 年业绩未做追溯调整）

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,761	13,105	13,406	13,785	14,191
营业收入增长率	24.92%	11.43%	2.30%	2.83%	2.95%
净利润（百万元）	1,035	1,205	1,311	1,381	1,458
净利润增长率	82.12%	16.43%	8.84%	5.36%	5.54%
EPS（元）	0.60	0.70	0.76	0.80	0.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.85%	21.49%	19.44%	17.60%	16.17%
P/E	8	7	6	6	6
P/B	1.6	1.5	1.2	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 08 月 22 日

增持（维持）

当前价：4.83 元

分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsec.com

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：17.32

总市值(亿元)：83.65

一年最低/最高(元)：4.15/6.58

近 3 月换手率：9.83%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.58	-6.28	-11.13
绝对	0.20	-2.82	2.90

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，主营业务回调拖累收入端表现——茂业商业(600828.SH) 2018 年年报点评

.....2019-03-15
业绩符合预期，经营调整拉低收入端表现——茂业商业(600828.SH) 2018 三季度报点评

.....2018-10-30

图表 1: 公司 2019Q2 归母净利润同增 21.01%，扣非归母净利润同增 20.89%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
1Q2017	20673.86	17.57	0.12	19756.38	229.45	0.11	917.48
2Q2017	18528.14	15.15	0.11	18128.23	14.94	0.10	399.90
3Q2017	18566.78	53.05	0.11	17251.88	44.69	0.10	1314.90
4Q2017	51709.85	370.23	0.30	22930.80	100.45	0.13	28779.05
1Q2018	30799.53	48.98	0.18	27865.14	41.04	0.16	2934.39
2Q2018	25115.53	35.55	0.15	24135.96	33.14	0.14	979.57
3Q2018	20243.78	9.03	0.12	19568.11	13.43	0.11	675.66
4Q2018	46383.27	-10.30	0.27	37732.24	64.55	0.22	8651.03
1Q2019	33725.59	9.50	0.19	33282.76	19.44	0.19	442.83
2Q2019	30391.64	21.01	0.18	29177.57	20.89	0.17	1214.07
TTM	130744.27	3.61	0.75	119760.68	29.92	0.69	10983.59

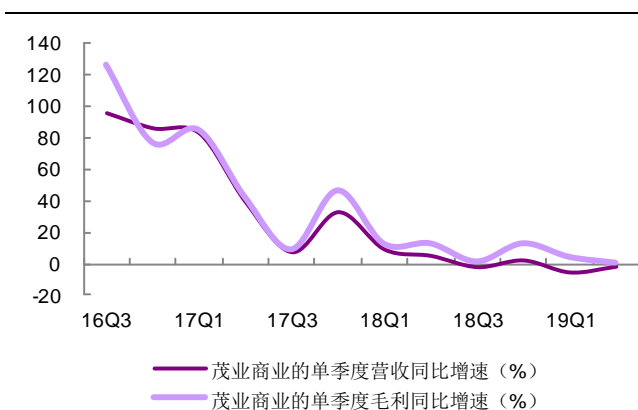
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2019Q2 毛利率较上年同期上升 0.74 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	净利率 (%)	净利率 较上年同期变动 (百分点)	毛利率 (%)	毛利率较上年同 期变动 (百分点)	期间费用率 (%)
1Q2017	326087.19	82.76	6.34	-3.52	25.72	0.37	14.79
2Q2017	271568.59	39.32	6.82	-1.43	28.27	0.67	16.85
3Q2017	254608.44	7.83	7.29	2.15	30.28	0.47	18.08
4Q2017	441720.05	33.07	11.71	8.39	25.65	2.43	12.41
1Q2018	357003.52	9.48	8.63	2.29	26.57	0.85	12.78
2Q2018	286498.27	5.50	8.77	1.94	30.38	2.11	15.94
3Q2018	250584.83	-1.58	8.08	0.79	31.32	1.05	17.92
4Q2018	453319.46	2.63	10.23	-1.47	28.34	2.69	11.81
1Q2019	339344.81	-4.95	9.94	1.31	29.28	2.71	13.16
2Q2019	282647.11	-1.34	10.75	1.99	31.12	0.74	15.84
TTM	1325896.21	-1.04	9.86	0.44	29.74	1.95	14.17

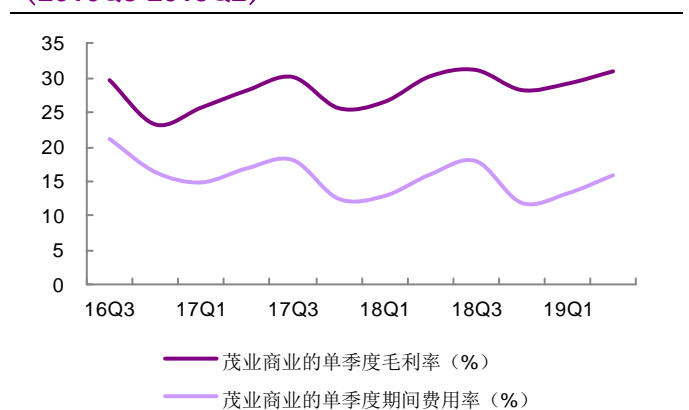
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度归母净利润增速 (2016Q3-2019Q2)

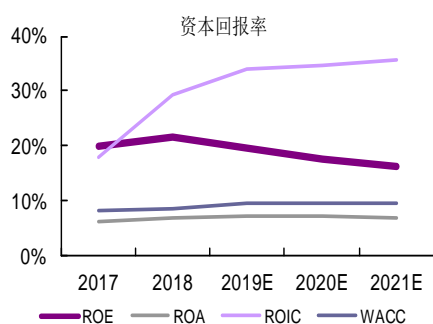
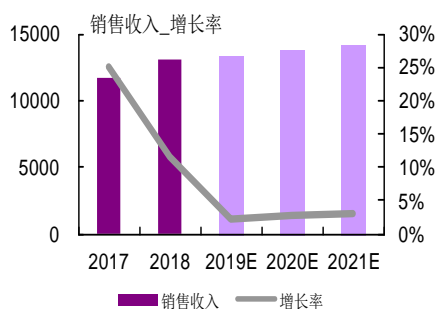
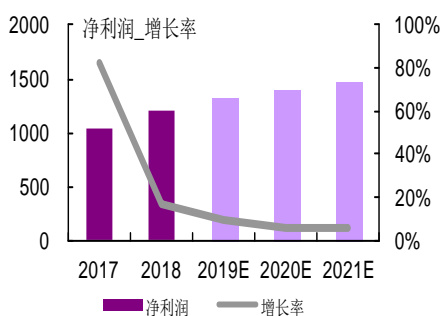
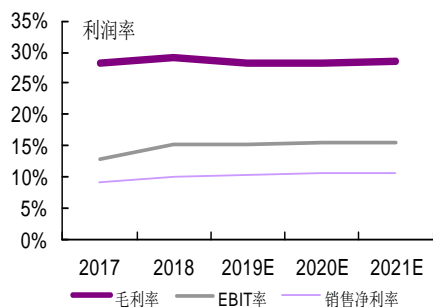


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2016Q3-2019Q2)



资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,761	13,105	13,406	13,785	14,191
营业成本	8,456	9,270	9,614	9,881	10,155
折旧和摊销	211	378	409	416	424
营业税费	180	233	121	110	114
销售费用	1,165	1,197	1,240	1,268	1,306
管理费用	517	473	382	400	397
财务费用	341	331	228	210	203
公允价值变动损益	8	118	0	0	0
投资收益	321	21	20	20	20
营业利润	1,505	1,803	1,841	1,935	2,037
利润总额	1,508	1,762	1,841	1,935	2,037
少数股东损益	53	102	70	70	70
归属母公司净利润	1,035	1,205	1,311	1,381	1,458

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	17,770	19,462	19,242	20,470	21,842
流动资产	3,192	4,024	4,051	5,460	6,953
货币资金	755	1,075	1,310	2,466	3,592
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	106	115	93	96	98
应收票据	0	0	1	1	1
其他应收款	791	1,335	1,341	1,379	1,419
存货	818	900	961	1,186	1,523
可供出售投资	875	730	600	600	600
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	228	230	232	234
固定资产	5,046	4,692	4,575	4,456	4,332
无形资产	1,919	1,932	1,904	1,877	1,851
总负债	11,630	12,822	11,394	11,447	11,581
无息负债	5,843	7,139	7,359	7,452	7,625
有息负债	5,787	5,683	4,036	3,996	3,956
股东权益	6,141	6,640	7,848	9,023	10,261
股本	1,732	1,732	1,732	1,732	1,732
公积金	777	139	270	409	554
未分配利润	1,055	1,633	2,640	3,607	4,629
少数股东权益	930	1,036	1,106	1,176	1,246

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,158	2,672	2,443	1,899	1,941
净利润	1,035	1,205	1,311	1,381	1,458
折旧摊销	211	378	409	416	424
净营运资金增加	1,157	-425	-387	132	223
其他	-1,245	1,514	1,109	-31	-164
投资活动产生现金流	-559	-1,126	-158	-216	-282
净资本支出	102	78	300	300	300
长期投资变化	0	228	-2	-2	-2
其他资产变化	-661	-1,432	-456	-514	-580
融资活动现金流	-349	-1,179	-2,049	-527	-533
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	446	-104	-1,648	-40	-40
无息负债变化	-195	1,296	220	93	174
净现金流	249	367	235	1,156	1,126

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.92%	11.43%	2.30%	2.83%	2.95%
净利润增长率	82.12%	16.43%	8.84%	5.36%	5.54%
EBITDA 增长率	35.20%	21.29%	9.18%	3.39%	4.02%
EBIT 增长率	39.09%	31.45%	9.40%	3.70%	4.44%
估值指标					
PE	8	7	6	6	6
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	4	3	2	2
EV/EBIT	8	5	4	3	2
EV/NOPLAT	9	6	5	4	3
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	28.10%	29.26%	28.29%	28.32%	28.44%
EBITDA 率	17.28%	18.81%	18.34%	18.44%	18.63%
EBIT 率	12.89%	15.20%	15.29%	15.42%	15.64%
税前净利润率	12.83%	13.44%	13.74%	14.04%	14.35%
税后净利润率 (归属母公司)	8.80%	9.19%	9.78%	10.02%	10.27%
ROA	6.12%	6.71%	7.18%	7.09%	7.00%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.85%	21.49%	19.44%	17.60%	16.17%
经营性 ROIC	17.82%	29.26%	34.04%	34.77%	35.55%
偿债能力					
流动比率	0.49	0.51	0.62	0.82	1.01
速动比率	0.37	0.39	0.47	0.64	0.79
归属母公司权益/有息债务	0.90	0.99	1.67	1.96	2.28
有形资产/有息债务	2.45	2.80	3.89	4.25	4.64
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.60	0.70	0.76	0.80	0.84
每股红利	0.15	0.10	0.16	0.17	0.18
每股经营现金流	0.67	1.54	1.41	1.10	1.12
每股自由现金流(FCFF)	0.26	1.36	1.17	0.91	0.90
每股净资产	3.01	3.24	3.89	4.53	5.20
每股销售收入	6.79	7.57	7.74	7.96	8.19

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
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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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，本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，本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。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼