

广百股份 (002187) 2014 年业绩快报点评

业绩符合预期，关注国企改革

2015 年 1 月 20 日

投资要点

- 2014 年收入/归属净利润 76.5/2.4 亿元，同比-1.5%/+7.5%，EPS0.70 元基本符合预期。**受百货景气下行、广州区域竞争激烈影响，2014 年公司收入-1.5%符合预期。其中 2014Q4 收入/归属净利润分别+5.1%/+4.9%，增速环比 14Q3+11.3/-7.2pcts。估计 2014 年仅新开 1 家省内开平店（12 月），2014 年 11 月关闭了亏损千万左右的广东惠州店。扩张节奏放缓符合当前行业趋势，利于公司集中资源开展创新业务及提升内部管理效率。
- 预计 15 年收入增速延续低个位数负增长，主业进入内生提效期。**扩张放缓及门店调整趋势下，预判收入增速 2015 年将延续低个位数负增长。主业未来 2 年进入内生提效期。我们预计，目前广百 25 家门店中有 7 家左右亏损，主要的次新店东山店、太阳新天地目前培育较为顺利，有望逐年实现较大减亏。预计毛利率自 12 年的 17.4%高位下降至 14 年约 16.5%的水平，费用管控部分对冲毛利率下滑影响（销售费率由 2012 年的 12.9%降至 2014 年的预计 12.4%；管理费率稳定在 1.5%左右水平），预计经营利润率（Ebit%）2015-16 年将略有回升（2014：约 5%）。
- 依托零售积极拓展衍生业务，预计金融业务是未来利润主要增量。**公司依托零售拓展金融业务，2013 年 9 月开展小额贷款业务，预计 2014 年实现净利润约 3000 万元。同时公司良好现金流带来高额理财收入。我们预计小额贷款、金融理财收益占公司 2014-16 年经营业绩比将超 10%，是拉动利润增长主要增量。
- 集团资产可观，改革背景下的整体上市及机制改善值得期待。**广百集团是广东国资大型现代服务业航母，旗下除广百股份外，拥有汽贸、仓储物流、专业市场等资产，集团非上市部分 13 年销售收入 40 亿元，是广百股份的 51%，非上市部分归属净利润 4.6 亿元，剔除一次性事件影响后的净利润约 3.0 亿元，故非上市部分净利润大约是广百股份的 140%。假设整体上市能够完成，则上市公司的备考收入及利润将达约 120 亿、5.2 亿元，增长显著。长期看，集团资产整体上市有助上市公司做大做强，形成商业零售、仓储物流、专业市场、汽车贸易一体化龙头企业。另一层面，改革可能带来上市公司机制改善，公司 2014 年净利率预计 3.3%，我们敏感性测算毛利率/期间费用率每变动 0.2pct，对 2015 年 EPS 影响约 5%。
- 风险提示。**一线城市百货毛利率超预期下行，国企改革进展低于预期。
- 盈利预测、估值及投资评级。**不考虑未来可能的集团资产注入，维持公司 2015-16 年盈利预测 EPS0.76/0.81 元，分别同比+9.5%、+6.5%。当前股价对应 15 年 16x PE，处于同行平均水平，NAV 折价 20%提供安全边际。考虑 15 年广州国企改革进入落地期，公司作为广百集团唯一上市平台有望受益集团整体上市进程，维持 15.2 元目标价，维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	7185	7761	7646	7399	7357
增长率 YoY%	23.3	8.0	-1.5	-1.9	-0.6
净利润 (百万元)	214	222	239	261	278
增长率 YoY%	22.9	4.0	7.5	9.5	6.5
每股收益 EPS (基本) (元)	0.62	0.65	0.70	0.76	0.81
净资产收益率 ROE%	10.9	9.9	10.4	10.4	10.5
PE	19	18	17	16	15
PB	2.1	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	11	14	13	12	11

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 19 日收盘价


买入 (维持)

当前价：11.92 元

目标价：15.20 元

中信证券研究部

赵雪芹

电话：021-20262131

邮件：zxq@citics.com

执业证书编号：S1010510120001

周羽

电话：021-20262125

邮件：yu_zhou@citics.com

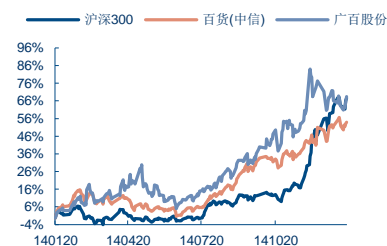
执业证书编号：S1010513070005

联系人：边潇男

电话：010-60836722

邮件：bianxiaonan@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3635.15 点
总股本/流通股本	342.4/335.7 百万股
近 12 月最高/最低价	13.91 元/7.8 元
近 1 月绝对涨幅	-5.09%
近 6 月绝对涨幅	46.33%
今年以来绝对涨幅	1.33%
12 个月日均成交额	43.81 百万元

相关研究

- 广百股份投资价值分析报告-广州商业龙头，国企改革有望受益...2014-12-1

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,185	7,761	7,646	7,399	7,357
营业成本	5,811	6,254	6,113	5,992	5,925
毛利率	19.12%	19.42%	18.92%	19.03%	19.48%
营业税金及附加	90	118	98	96	96
营业费用	826	994	935	918	920
营业费用率	11.49%	12.80%	12.40%	12.40%	12.50%
管理费用	144	118	113	111	110
管理费用率	2.01%	1.52%	1.50%	1.50%	1.50%
财务费用	24	10	3	-5	-8
财务费用率	0.34%	0.13%	0.04%	-0.07%	-0.10%
投资收益	-4	3	38	43	47
营业利润	286	271	325	339	366
营业利润率	3.98%	3.49%	4.32%	4.58%	4.98%
营业外收入	7	10	0	6	5
营业外支出	3	2	0	0	0
利润总额	290	280	325	345	371
所得税	75	72	81	86	93
所得税率	25.75%	25.67%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	2	-14	-2	-3	0
归属于母公司股东的净利润	214	222	239	261	278
净利率	2.97%	2.86%	3.27%	3.53%	3.78%
每股收益(元)(摊薄)	0.62	0.65	0.70	0.76	0.81

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	214	222	247	261	278
少数股东损益	-1	-14	-2	-3	0
折旧和摊销	151	152	147	79	81
营运资金变动	180	35	29	-29	-19
其他	-34	1	-45	-56	-59
经营现金流	509	397	375	253	281
资本支出	-135	-49	-22	-32	-32
投资收益	0	0	38	43	47
资产变卖	2	1	0	0	0
其他	-13	-54	7	8	4
投资现金流	-147	-102	23	20	20
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-10	0	0	0	0
股息支出	-60	-72	-123	-131	-139
其他	7	0	-3	5	8
融资现金流	-63	-72	-126	-126	-132
现金净增加额	299	223	272	147	169

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,347	1,814	2,086	2,233	2,402
存货	213	301	305	299	296
应收账款	126	84	75	73	73
其他流动资产	660	763	721	708	702
流动资产	2,346	2,961	3,186	3,312	3,472
固定资产	1,214	1,098	1,057	1,024	990
长期股权投资	0	76	76	76	76
无形资产	57	57	57	57	57
其他长期资产	719	703	618	604	589
非流动资产	1,990	1,934	1,808	1,761	1,711
资产总计	4,336	4,895	4,995	5,073	5,184
短期借款	10	0	0	0	0
应付账款	1,925	2,109	2,140	2,097	2,074
其他流动负债	365	447	395	388	383
流动负债	2,300	2,556	2,535	2,485	2,457
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	88	88	88	88
非流动性负债	60	88	88	88	88
负债合计	2,359	2,644	2,622	2,573	2,544
股本	285	342	342	342	342
资本公积	988	931	931	931	931
股东权益合计	1,964	2,254	2,377	2,508	2,647
少数股东权益	12	-2	-5	-7	-7
负债股东权益总计	4,336	4,895	4,995	5,073	5,184

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	23.3	8.0	-2.8	-1.9	-0.6
营业利润	26.3	-5.1	20.0	4.2	8.0
净利润	22.9	4.0	11.0	6.0	6.5
利润率 (%)					
毛利率	19.1	19.4	18.9	19.0	19.5
EBITMargin	4.4	3.6	3.7	3.8	4.2
EBITDAMargin	6.5	5.5	5.7	4.9	5.3
净利率	3.0	2.9	3.3	3.5	3.8
回报率 (%)					
净资产收益率	10.9	9.9	10.4	10.4	10.5
总资产收益率	4.9	4.5	4.9	5.1	5.4
其他 (%)					
资产负债率	54.4	54.0	52.5	50.7	49.1
所得税率	25.7	25.7	25.0	25.0	25.0
股利支付率	26.5	49.4	50.5	50.5	50.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。