

2014年08月18日

# 广百股份 (002187)

——“小贷+理财”助业绩小幅增长，关注广东国企改革政策落地

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持

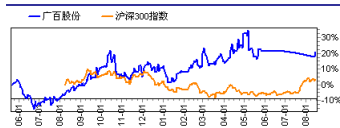
维持

市场数据:	2014年08月15日
收盘价(元)	9.35
一年内最高/最低(元)	10.24/7.17
上证指数/深证成指	2227/7982
市净率	1.4
息率(分红/股价)	3.21
流通A股市值(百万元)	3139

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	6.62
资产负债率%	48.42
总股本/流通A股(百万)	342/336
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《广百股份(002187)年报点评——市外店增速显著高于市内店,未来两年仍处于快速发展期》 2012/04/05

《广百股份调研:市场环境与新店培育使利润短期承压,不掩长期高成长趋势》 2011/12/13

### 证券分析师

刘章明 A0230514040001  
liuzm@swsresearch.com

### 联系人

陆达  
(8621)23297344  
luda@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号  
电话:(8621)23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	7,761	6	222	15	0.65	19.4	9.9	14	3
2014H1	3,937	-3	119	8	0.35	18.4	5.3		
2014E	7,916	2	224	1	0.66	19.5	10.2	14	3
2015E	7,995	1	226	1	0.66	19.6	9.8	14	3
2016E	8,075	1	227	1	0.67	19.4	10.0	14	3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点:

- **业绩基本符合预期。**公司14H1实现营业收入39.37亿，同比下降3.01%；实现归母净利润1.19亿，同比增长7.48%，扣非归母净利润1.13亿，同比增长2.59%；经营活动现金流净额为-1.10亿，同比下降14.53%。半年度EPS为0.35元，加权平均ROE为5.22%，与去年同期持平。
- **“消费低迷+三公限制+电商分流”致收入下滑。**公司14H1实现营业收入39.37亿，同比下降3.01%。上半年消费数据继续下行，百家零售企业销售额同比下降0.2%，较上年同期减少10.90个百分点；同时，政府反腐趋势未减，电商分流加剧，三重效应叠加致公司收入小幅下滑。分业务来看，公司14H1商业经营实现收入37.76亿，同比下降3.18%，毛利率为15.69%，较去年同期减少-0.95%，广百之夜等促销活动增多致毛利率小幅减少；商业物业整租业务实现收入7601万，同比增长9.91%，毛利率为69.66%，较去年同期减少-4.96%。
- **费用控制得力致期间费用率小幅减少。**公司14H1期间费用率为13.37%，较去年同期减少0.97个百分点。其中，销售费用率为11.80%，较去年同期减少0.93个百分点，上半年公司折旧摊销、水电费均实现20%以上下滑，实现良好费用控制；管理费用率为1.54%，较去年同期增加0.09个百分点，一方面管理人员薪资同比大幅增长20.73%，另一方面通过费用控制，致管理费用科目下折旧摊销、税费分别同比下滑15.60%、20.23%；财务费用率为0.03%，较去年同期减少0.17个百分点，14H1实现利息收入1428万，缓解公司财务费用压力。
- **小贷公司经营良好，投资收益助净利率小幅上升。**14H1公司实现投资收益146万，较去年同期增加约140万；实现归母净利润1.19亿，同比增长7.48%，净利率为2.96%，较去年同期增加0.41个百分点，半年度EPS为0.35元。其中，广百小额贷款公司与13年8月正式成立，注册资本3亿元，公司出资25%，14H1公司以权益法核算广百小贷实现收益387万元；同时，14H1购买短期理财产品累计13.4亿，实现投资收益1075万。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](http://compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

- **体外资产丰富，国改直接受益标的。**据媒体报道，“广东国资国企改革意见”近期已经省委、省政府审议，有望正式出台。“改革意见”将构建以清晰界定监管机构与企业权责边界、释放企业活力为目标的监管清单机制，探索与经济增加值紧密挂钩的任期激励和长效激励，健全中长期激励约束机制。公司前身为广州市商业局，现隶属于广百集团，实际控制人为是广州市国资委，旗下拥有储运、房地产、汽贸、拍卖、度假村等资产尚未进入上市公司体内，存在多方面资产整合的可能，是优质的国企改革标的；此外，作为老牌国企，公司经营效率在行业内处于较低水平，具有较大提升空间，未来或通过引入战略投资者、股权激励等方式提升公司效率。我们预计广百将成为广州国企改革直接受益标的，值得关注。
- **维持盈利预测，维持增持。**公司于09年以来快速扩张，在广东省内具有龙头优势，14年公司在传统商业上尝试渠道下沉，将荔湾店试点打造为社区生活店；同时，在传统商业下行的大环境下，公司积极转型O2O，推进广百荟平台和微信平台建设；新成立的广百小贷公司亦将持续为公司带来业绩增量。此外，公司作为广州国企改革直接收益标的，未来或存估值改善空间。**我们预计14-16年EPS为0.66、0.66、0.67元，对应当前股价PE为14、14、14倍，维持“增持”评级。**

**表 1：公司主营业务分行业、分地区拆分（单位：万元）**

分类	项目	本期收入	占比	上期收入	占比	收入同比
分行业	商业	377581.40	98.03%	389971.19	98.26%	-3.18%
	租赁	7600.63	1.97%	6915.46	1.74%	9.91%
分地区	广州市	350958.71	91.12%	355647.03	89.61%	-1.32%
	广东省其他城市	34223.31	8.88%	37361.49	9.41%	-8.40%
	广东省外	0.00	0.00%	3878.13	0.98%	-
	合计	385182.02	100.00%	396886.64	100.00%	-2.95%

资料来源：公司公告，申万研究

**表 2：公司 14H1 销售费用明细（单位：万元）**

项目	本期发生	占比	上期发生	占比	同比增长
职工薪酬	13816.61	3.59%	13484.95	3.40%	2.46%
折旧及摊销	4730.96	1.23%	6412.38	1.62%	-26.22%
水电费	2425.79	0.63%	3285.04	0.83%	-26.16%
租赁费用	15396.04	4.00%	16017.27	4.04%	-3.88%
物业管理费及清洁垃圾费	4661.24	1.21%	5761.38	1.45%	-19.10%
宣传广告非	1213.65	0.32%	1387.64	0.35%	-12.54%
其他	4229.50	1.10%	5303.81	1.34%	-20.26%
合计	46473.78	12.07%	51652.46	13.01%	-10.03%

资料来源：公司公告，申万研究

**表 3：公司 14H1 管理费用明细（单位：万元）**

项目	本期发生额	占比	上期发生额	占比	同比增长
职工薪酬	3901.95	1.01%	3231.85	0.81%	20.73%
折旧及摊销	264.34	0.07%	313.22	0.08%	-15.60%
税费	1027.99	0.27%	1288.74	0.32%	-20.23%
租赁费用	206.95	0.05%	406.95	0.10%	-49.15%
修理费	329.70	0.09%	155.82	0.04%	111.59%
其他	333.03	0.09%	470.58	0.12%	-29.23%
合计	6063.97	1.57%	5867.16	1.48%	3.35%

资料来源：公司公告，申万研究

**表 4：公司各季度收入表（单位：百万元）**

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	946	866	867	1,952	4,631
2010	1,537	1,197	1,265	1,826	5,825
2011	1,902	1,493	1,521	2,268	7,185
2012	1,908	1,671	1,601	2,170	7,349
2013	2,081	1,978	1,602	2,099	7,761
2014	2,030	1,907			

资料来源：公司公告，申万研究

**表 5：公司各季度收入增速表**

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2010	62.5%	38.2%	45.9%	-6.5%	25.8%
2011	23.7%	24.8%	20.2%	24.2%	23.3%
2012	0.3%	11.9%	5.3%	-4.3%	2.3%
2013	9.1%	18.4%	0.1%	-3.2%	5.6%
2014	-2.5%	-3.6%			

资料来源：公司公告，申万研究

**表 6：公司各季度净利润表（单位：百万元）**

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	50	29	34	52	166
2010	57	35	37	45	174
2011	66	45	41	62	214
2012	60	40	28	64	193
2013	66	45	41	71	222
2014	68	51			

资料来源：公司公告，申万研究

**表 7：公司各季度净利润增速表**

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
----	----	----	----	----	----

2010	14.4%	20.6%	8.4%	-14.8%	5.0%
2011	14.5%	27.6%	10.5%	40.0%	22.9%
2012	-8.2%	-10.3%	-30.9%	2.8%	-9.8%
2013	8.8%	12.0%	44.4%	10.6%	15.2%
2014	3.0%	14.0%			

资料来源：公司公告，申万研究

**表 8：公司期间费用率变化表**

期间费用率	14H1	13H1	比上年同期增减 (%)
综合毛利率	18.44%	19.38%	减少 0.94 个百分点
销售费用率	11.80%	12.73%	减少 0.92 个百分点
管理费用率	1.54%	1.45%	增加 0.09 个百分点
财务费用率	0.03%	0.17%	减少 0.14 个百分点
期间费用率合计	13.37%	14.34%	减少 0.97 个百分点

资料来源：公司公告，申万研究

**表 9：公司关键财务指标表（单位：百万元）**

关键财务指标	14H1	13H1	同比增长 (%)
销售费用	465	517	-10.03%
管理费用	61	59	3.35%
财务费用	1	7	-84.61%
期间费用	526	582	-9.56%
营业收入	3,937	4,059	-3.01%
营业成本	3,211	3,272	-1.87%
营业税金及附加	54	66	-18.05%
毛利率	18.44%	19.38%	-0.94%
净利润	119	111	7.48%
净利率	3.02%	2.73%	0.30%

资料来源：公司公告，申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。