



期待腾飞的广西百货龙头公司

中性 首次

目标价格：5.20 元

投资要点：

- 公司为广西百货行业的本地龙头企业，具有规模优势
- 公司以募投项目的外延扩张有利于规模提升
- 公司南百大楼价值 20 亿元，对公司市值形成支撑

报告摘要：

- 公司是广西百货行业的本地龙头企业。公司是广西规模最大的商业零售企业，以经营百货为主，在南宁、玉林、贵港等地开设了多家百货类直营门店，涉及主题百货、家电、超市三个业态。
- 公司国有股权变革结束，股权结构稳定。公司大股东南宁沛宁资产公司曾计划出售全部公司股权，退出公司经营，带来公司管理动荡。后经股权改制、大股东增持和定向增发，大股东南宁沛宁资产公司重新对公司形成有效控制，稳定了公司经营。
- 公司以募投项目为核心，展开新一轮外延扩张。公司通过募集和自筹资金建设世贸西城购物中心，通过管理输出的方式合作运营贺州远东国际城项目，为公司早日现实“368”战略打下基础。
- 公司毛利率提升和费用控制存在困难，将对净利润形成压力。公司缺乏强势品牌支撑以及家电销售占比过高，导致公司毛利率低于行业中值；公司改制形成的人员负担和竞争带来的销售费率提升，导致费用控制困难。
- 公司南百大楼价值 20 亿元，对公司市值形成支撑。南百大楼的建筑面积 8 万平方米，整体的物业价值在 20 亿元左右。公司目前市值仅为 26.14 亿元，相对物业价值的溢价率仅为 131%，未能充分反映公司经营能力的溢价，存在一定程度的低估。
- 盈利预测和公司估值。公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.12 元、0.14 元、0.15 元，首次给予中性评级，目标价 5.20 元。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013	2014
营业收入(百万)	1857.69	2300.25	2530.27	2808.60	3145.63
增长率(%)	26.14	23.82	10.00	11.00	12.00
归母净利润(百万)	97.60	58.34	66.80	74.46	83.70
增长率(%)	239.46	-40.23	14.50	11.47	12.41
每股收益	0.37	0.17	0.12	0.14	0.15
市盈率	18.78	41.08	37.59	35.48	31.56

中小市值公司研究组

首席分析师：

王风华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

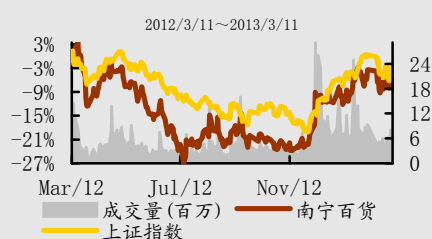
Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关研究

《高送转股交易策略》

2013/3/4

《中小市值周报 20130303：两会大幕拉开，乐观看待后市》

2013/3/4

《中小市值周报 20130203：新年首期，串起珍珠、做成项链》

2013/2/4

目录

一、公司是广西百货行业的本地龙头企业.....	4
（一）大股东从拟退出经营到增持股份，有效增强控制力度	4
（二）公司营业收入规模当地第一，对社消总额占比稳定	4
二、公司以募投项目为核心，展开新一轮外延式扩展.....	5
三、公司在内涵式提升上存在一定难度.....	6
（一）公司经营模式和商品品类导致毛利率不高	6
（二）公司费用控制难度较大	7
四、公司自有物业价值对公司市值形成支撑.....	7
五、盈利预测和估值	8
六、主要风险因素	8

插图

图 1: 公司现在实际控制人为南宁国资委.....	4
图 2 公司营业收入保持与当地社消总额同步快速增长.....	5
图 3 公司营业收入对当地社消总额的比重相对稳定.....	5
图 4: 公司省内店面布局围绕南宁向外扩展.....	6
图 5: 公司南宁店面位于传统商圈, 间隔合理.....	6
图 6 公司毛利增长相对缓慢.....	6
图 7 公司毛利率甚至出现比较明显的下滑.....	6
图 8 公司业务模式主要以联营为主.....	7
图 9 公司百货和家电销售几乎各占半壁江山.....	7
图 10 公司管理费用和销售费用绝对额较大.....	7
图 11 公司管理费用占比下降但销售费用占比上升.....	7
图 12 世贸西城 2011 年 1 月 5 日的评估结果汇总表.....	8
图 13 南百大楼比世贸西城更具地段优势.....	8

表格

表 1: 公司门店列表.....	5
表 2: 公司盈利预测与估值.....	9

一、公司是广西百货行业的本地龙头企业

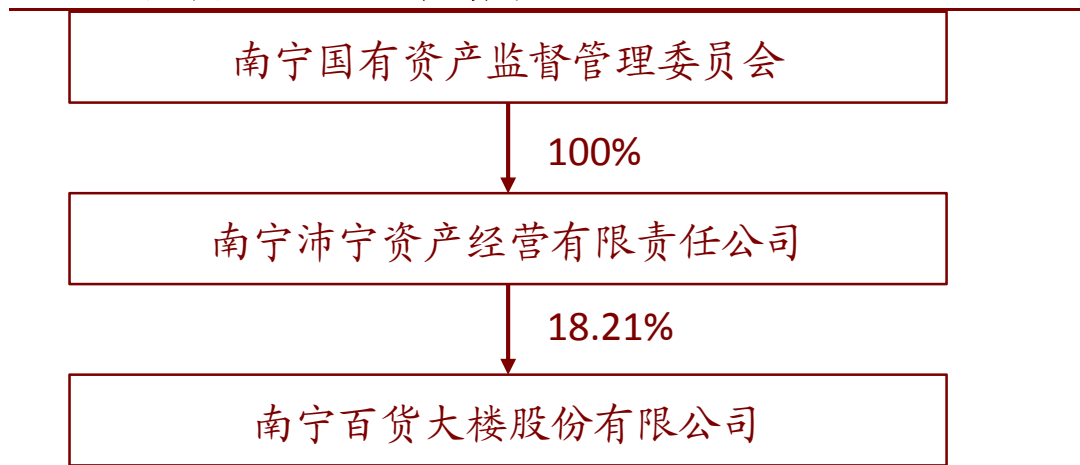
公司成立于 1956 年，经营历史悠久，1996 年成为广西省商业企业第一家上市公司。目前，公司已是广西规模最大的商业零售企业，以经营百货为主，在南宁、玉林、贵港等地开设了多家百货类直营门店，涉及主题百货、家电、超市三个业态。

（一）大股东从拟退出经营到增持股份，有效增强控制力度

公司大股东南宁沛宁资产经营公司，曾在 2006 年拟将所持有的南宁百货 3561.6 万股的国家股股份全部转让给亚奥数码，占南宁百货总股本的 24.62%，转让价格 2.049 元/股，股份转让价款共计人民币 7298 万元，从而退出公司经营。

后来，由于种种原因，该协议未能实施。南宁沛宁资产经营公司所持公司股份比例，经过股改送股、大股东二级市场增持和增发稀释，目前持股比例变化为 18.21%。另外，公司二股东广州东百企业集团持有公司股份 6.99%，与大股东持股比例相差较大。考虑到，公司目前股权相对分散，所以大股东对公司的控制比较有效。

图 1：公司现在实际控制人为南宁国资委

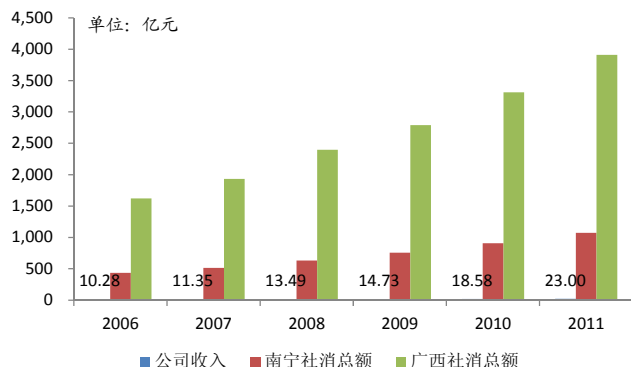


资料来源：公司公告，宏源证券

（二）公司营业收入规模当地第一，对社消总额占比稳定

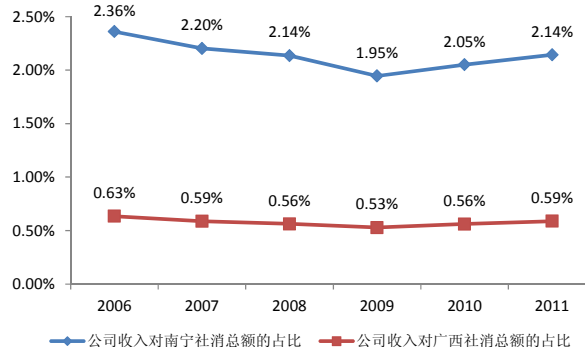
公司股权结构的不稳定，在过去一定程度上影响了公司的发展速度。但是，即使存在国有股权变革时期权责不明的问题，公司营业收入仍然从 2006 年的 10.28 亿元，稳步增长到了 2011 年的 23 亿元，增加 124%，年化复合增速 17.5%，营业收入规模当地第一。截至 2011 年，公司营业收入对南宁、广西社会消费品零售总额的占比维持在 2.14% 和 0.59%，一直保持在较高的水平上。

图 2 公司营业收入保持与当地社消总额同步快速增长



资料来源：宏源证券

图 3 公司营业收入对当地社消总额的比重相对稳定



资料来源：宏源证券

二、公司以募投项目为核心，展开新一轮外延式扩展

公司在理顺股权结构后，于 2010 年提出“368”计划，重塑发展前景：着力发展实体百货、电子商务、商业物业“3”大主业，经过“6”年时间在 2015 年实现年销售额达到“80”亿元，成为区域性的商业龙头企业。

为了尽早实现“368”计划，公司 2011 年完成非公开定向增发募集资金 6.656 亿元，结合部分自有资金，投资 7.06 亿元，打造世贸西城购物中心。该项目建筑面积 4.99 万平方米，位于南宁市西乡塘区大学路 98 号的市建·世贸西城广场，周边高校密集、中高档楼盘众多，交通便利，市场前景广阔。公司将采用“联营+自营”相结合的商业模式运营该项目，提供百货、家电、超市、餐饮娱乐等一站式消费全方位服务。

同时，公司将采用管理输出的合作方式，在贺州市建设远东国际城项目。该项目，由合作伙伴提供物业，公司负责运营和管理，大家利润分成，公司的经营风险较小。

表 1：公司门店列表

门店名称	开业时间	建筑面积	经营面积	物业性质
朝阳店	1956 年	8 万平米	4 万平米	自有
金湖购物中心	2005 年	7 万平米	4 万平米	售后回租
贵港中环商业广场	2008 年	2.5 万平米	1.5 万平米	租赁
玉林店	2010 年	3 万平米	2 万平米	免租金，利润分成
世贸西城购物中心	尚未开业	5 万平米	-	购买
贺州远东国际城项目	尚未开业	-	-	合作，利润分成

资料来源：公司公告，宏源证券

通过世贸西城和远东国际城项目，公司平衡了店面在南宁市内的布局，并把销售网络布置到远离南宁的贺州市，开辟了新的蓝海市场，有利于公司实现销售收入的快速增加。

图 4：公司省内店面布局围绕南宁向外扩展



资料来源：宏源证券

图 5：公司南宁店面位于传统商圈，间隔合理



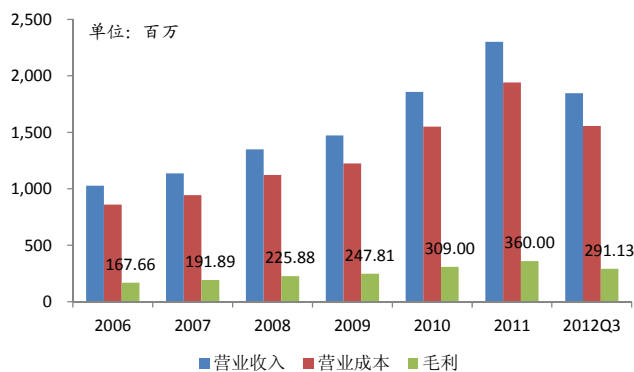
资料来源：宏源证券

三、公司在内涵式提升上存在一定难度

（一）公司经营模式和商品品类导致毛利率不高

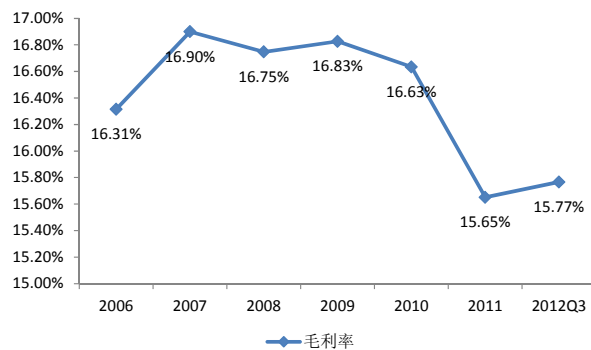
相对收入规模增加而言，公司盈利能力提升显得更加困难。公司毛利从 2006 年 1.68 亿元，增加到 2011 年 3.60 亿元，虽然也实现了 114% 的增长，但是公司的毛利率却从 2006 年的 16.31%，下滑到 2011 年的 15.65%，大幅低于 20% 的行业毛利率的中值。

图 6 公司毛利增长相对缓慢



资料来源：宏源证券

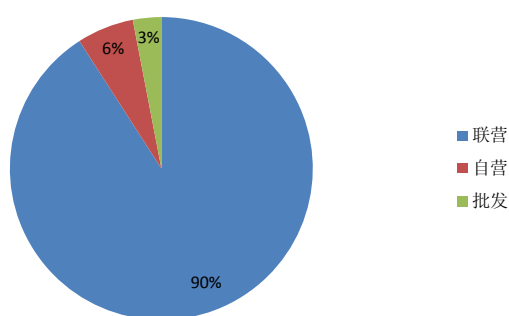
图 7 公司毛利率甚至出现比较明显的下滑



资料来源：宏源证券

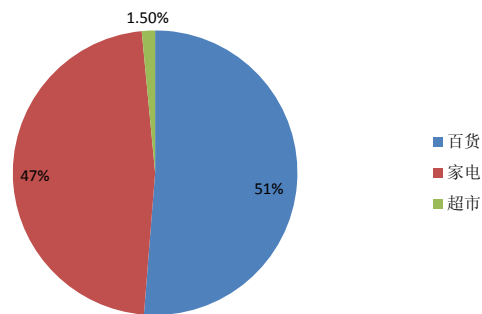
分析公司毛利率相对较低的原因，主要有两个：第一，公司业务以联营扣点为主，在缺乏强势品牌作为支撑的情况下，公司在招商的时候牺牲部分扣点率以吸引商家的入住成为不得已的选择；第二，公司的家电业务占比接近 50%，而近年在电商的冲击下，家电销售业务的盈利能力快速下滑，成为公司拉低公司毛利率的另一个重要原因。

图 8 公司业务模式主要以联营为主



资料来源：宏源证券

图 9 公司百货和家电销售几乎各占半壁江山



资料来源：宏源证券

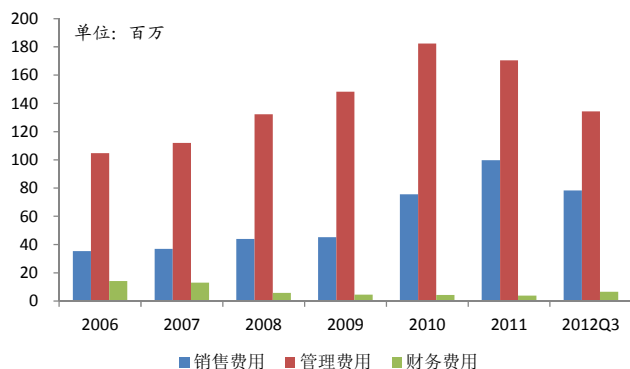
展望未来，公司在提升招商能力和改进商品品类结构上的空间均十分有限，在电商冲击越来越严重的情况下，公司要扭转毛利率下滑的趋势难度较大。

（二）公司费用控制难度较大

公司从老国有企业演变而来，在改制的时候承担了较大的社会责任，背负了 300 多名离退休职工的历史负担以及 1500 名职工的就业问题，每月的人工成本就超过 5000 万元，管理费用的下降非常困难。

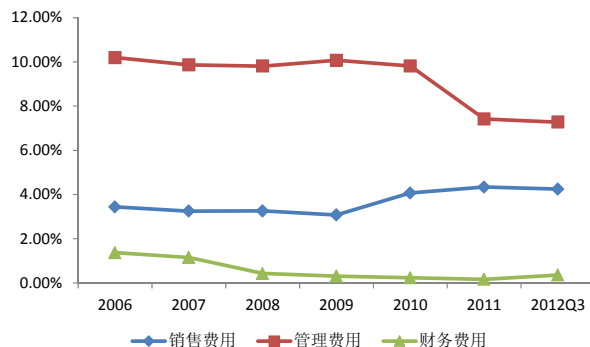
另外，主力核心店日渐老化以及梦之岛、百盛、万象城等竞争对手的强势崛起，让公司不得不适度增加销售人员和促销费用。同时，大型电商对公司实体店和美美购均形成了较大的竞争压力，公司为了销售收入的稳定增长，不得不安排更多的销售费用，导致公司销售费用占比小幅上升。

图 10 公司管理费用和销售费用绝对额较大



资料来源：宏源证券

图 11 公司管理费用占比下降但销售费用占比上升



资料来源：宏源证券

展望未来，公司尚未找到缩减管理费用和控制销售费用的良方，期间费用对公司净利润的压力将长期存在。

四、公司自有物业价值对公司市值形成支撑

公司自有物业南宁百货大楼位于南宁最繁华的朝阳商圈，与万达广场、新朝阳商业广场一起，形成了朝阳商圈的核心。该区域汇聚了南宁百货、百盛百货、沃尔玛超市、国美

电器等众多商家，商业氛围好、人流量大。

公司南宁百货大楼南楼修建于 1956 年，目前已经折旧完毕；北楼 1996 年竣工，已经计提折旧 16 年。这导致南百大楼的账面价值远低于其实际价值。如果考虑到最近十年住宅、商业地产价格大幅上升，则当初成本入账的南百大楼价值低谷的情况更加明显。

根据公司募投项目收购世贸西城的情况来看，在 2011 年 1 月 5 日，世贸西城 A 区和 B 区的每平米均价分别达到了 8983 元和 13740 元。据此可以得出判断：（1）公司整体收购世贸西城能够享受较大的折扣，世贸西城的单价低于一般交易价格；（2）世贸西城 A 区和 B 区的单价价差达到 4756 元，相当于 A 区单价的 53%和 B 区单价的 35%；（3）南百大楼与世贸西城存在较大的地段和商圈差距，其公允价值超出世贸西城至少一倍以上。

图 12 世贸西城 2011 年 1 月 5 日的评估结果汇总表

楼层	各层商场建筑面积 (m²)	各层商场单价 (元/m²)	商场价值 (元)
A 区			
3 层	3,798.72	11,607.00	44,091,743
4 层	2,121.72	7,302.00	15,492,799
5 层	3,825.22	7,302.00	27,931,756
小计	9,745.66		87,516,298
B 区			
1 层	6,554.85	29,647.00	194,331,638
2 层	8,097.67	16,863.00	136,551,009
3 层	8,091.50	11,607.00	93,918,041
4 层	8,694.99	7,302.00	63,490,817
5 层	8,747.78	7,302.00	63,876,290
小计	40,186.79		552,167,795
A 区、B 区合计	49,932.45		639,684,093

资料来源：公司公告，宏源证券

图 13 南百大楼比世贸西城更具地段优势



资料来源：宏源证券

考虑到南百大楼的建筑面积在 8 万平方米左右，我们认为其合理的公允价值大约在 2.5 万/平米，所以南百大楼整体的物业价值即在 20 亿元左右。公司目前市值仅为 26.14 亿元，相对物业价值的溢价率仅为 131%，未能充分反映公司经营能力的溢价，存在一定程度的低估。

五、盈利预测和估值

我们谨慎看好公司未来的发展前景，认为公司募投项目等外延扩张计划有利于早日实现公司“368”战略。主要的关键假设有：（1）2012-2014 年公司营业收入增速分别为 10%、11%、12%；（2）2012-2014 年公司综合毛利率 15.5%、15.3%、15.1%。

目前，公司经营处于再出发的转型阶段，考虑到公司推出的“368”战略和稳步推进的募投项目等扩张计划，我们给予公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.123 元、0.137 元、0.154 元。同时考虑公司业绩增长具有较大弹性和公司物业价值对公司市值的支撑，首次给予中性评级，目标价 5.20 元。

六、主要风险因素

公司新项目扩张失败，招商情况不达预期；广西零售市场竞争加剧，公司盈利水平出现下滑。

表 2: 公司盈利预测与估值

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2300.25	2530.27	2808.60	3145.63	收益率				
减: 营业成本	1940.25	2138.08	2378.88	2670.64	毛利率	15.65%	15.50%	15.30%	15.10%
营业税金及附加	17.25	18.97	21.06	23.58	三费/销售收入	11.92%	11.64%	11.43%	11.22%
营业费用	99.77	108.80	117.96	128.97	EBIT/销售收入	2.77%	3.05%	3.05%	3.05%
管理费用	170.57	187.24	205.03	226.49	EBITDA/销售收入	3.94%	8.77%	8.42%	7.54%
财务费用	3.77	-1.41	-1.93	-2.52	销售净利率	2.54%	2.64%	2.65%	2.66%
资产减值损失	0.95	0.00	0.00	0.00	资本获利率				
加: 投资收益	0.17	0.00	0.00	0.00	ROE	5.66%	6.21%	6.61%	7.07%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.49%	3.89%	4.09%	4.17%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	106.88%	9.56%	13.53%	20.93%
营业利润	67.87	78.58	87.60	98.47	增长率				
加: 其他非经营损益	2.20	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	23.82%	10.00%	11.00%	12.00%
利润总额	70.07	78.58	87.60	98.47	EBIT 增长率	-41.69%	21.34%	11.00%	12.00%
减: 所得税	11.73	11.79	13.14	14.77	EBITDA 增长率	-35.09%	144.80%	6.53%	0.38%
净利润	58.34	66.80	74.46	83.70	净利润增长率	-39.94%	14.50%	11.47%	12.41%
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	72.26%	8.71%	5.67%	9.90%
归属母公司股东净利润	58.34	66.80	74.46	83.70	股东权益增长率	212.39%	4.40%	4.70%	5.05%
					经营营运资本增长率	-13.60%	-14.00%	-7.30%	-15.31%
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	资本结构				
货币资金	459.54	664.59	877.53	1137.46	资产负债率	43.48%	45.72%	46.22%	48.60%
应收和预付款项	75.47	115.79	96.90	141.75	投资资本/总资产	37.63%	27.14%	18.60%	8.84%
存货	122.13	120.39	149.45	153.49	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.86	1.02	1.19	1.31
长期股权投资	21.32	21.32	21.32	21.32	速动比率	0.70	0.89	1.03	1.17
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	0.00%	32.07%	32.07%	32.07%
固定资产和在建工程	1078.26	1013.80	923.34	828.88	收益留存率	100.00%	67.93%	67.93%	67.93%
无形资产和开发支出	40.42	33.59	26.76	19.93	资产管理效率				
其他非流动资产	26.79	13.39	0.00	0.00	总资产周转率	1.26	1.28	1.34	1.37
资产总计	1823.93	1982.87	2095.29	2302.81	固定资产周转率	5.75	2.65	3.18	3.99
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	557.76	1461.24	589.03	1252.46
应付和预收款项	766.15	879.72	941.56	1092.23	存货周转率	15.89	17.76	15.92	17.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
其他负债	26.90	26.90	26.90	26.90	EBIT	63.61	77.18	85.67	95.95
负债合计	793.06	906.63	968.47	1119.13	EBITDA	90.63	221.87	236.36	237.24
股本	340.41	340.41	340.41	340.41	NOPLAT	50.98	65.60	72.82	81.56
资本公积	571.67	571.67	571.67	571.67	净利润	58.34	66.80	74.46	83.70
留存收益	118.79	164.17	214.75	271.60	EPS	0.107	0.123	0.137	0.154
归属母公司股东权益	1030.87	1076.25	1126.83	1183.68	BPS	1.893	1.976	2.069	2.173
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	45.00	39.30	35.26	31.37
股东权益合计	1030.87	1076.25	1126.83	1183.68	PB	2.55	2.44	2.33	2.22
负债和股东权益合计	1823.93	1982.87	2095.29	2302.81	PS	1.14	1.04	0.93	0.83
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	PCF	20.67	9.21	9.55	8.10
经营性现金净流量	127.04	285.07	274.89	324.25	EV/EBIT	20.38	14.29	10.55	6.88
投资性现金净流量	-667.06	-60.00	-40.00	-40.00	EV/EBITDA	14.30	4.97	3.82	2.78
筹资性现金净流量	642.52	-20.02	-21.95	-24.32					
现金流量净额	102.50	205.05	212.94	259.92					

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长,《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源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。