

# 广百股份 (002187.SZ)

## 利润增长平稳，国企改革为14年最大看点

### ● 14Q1 收入因相对高基数而下滑，利润增长平稳

公司 14Q1 实现收入 20.30 亿，同比下降 2.47%，主要因为成都店、武汉店分别于 13 年 2 月、6 月关闭，相对基数较高；预计整体门店仍能实现微增长。实现归属母公司净利 0.68 亿，同比增长 3.00%；扣非净利同比增长 6.10%，基本符合预期。(1) 毛利率同比下降 0.54pp 至 19.15%，主要因为金银珠宝店开业导致毛利率结构变化，以及广东本地百货竞争加剧，预计毛利率将持续承压；(2) 销售管理费用率下降 0.59pp 至 13.39%，主要因为成都店和武汉店关闭；(3) 财务费用和投资收益同比贡献增加 0.14 亿，主要因为小贷公司收益、利息收入增加和理财收入增加，预计收入增长将会持续；(4) 费用率下降幅度超越毛利率以及财务费用、投资收益贡献加大让净利率提升 0.23pp 至 3.24%。

### ● 14 年展望：广东国企改革下做大做强国资平台为最大看点

广东是国企改革省份中几乎是最积极的省份，广东省竞争性行业国企改革在向管资本转变和放开竞争性行业两条主线、控股权转让、资产重组和股权激励三种手段上均有提及，在国有资产证券化、资产重组、做大做强地方国资方面更是给出了明确指标。

作为广东省重点发展的国有大型商业集团，广百集团在商业、会展业和物流业方面有超过 100 亿的物业资源以及对应优秀运营团队。从广东省以国资证券化、资产重组、做大做强地方国有企业思路判断，广百集团旗下非上市公司优质资产很可能持续注入广百股份，以丰富广百股份主业，优化整体资源配置，将大幅提升广百股份的竞争力和盈利能力。

### ● 盈利预测和投资建议

公司作为广东省内零售龙头，近年来面对日益严峻的竞争环境，公司积极调整开店战略，重新聚焦广东省内优势市场，同时积极拓展小额贷款并向移动互联转型，13 年盈利能力有所提升。但由于未来两年公司以门店内部挖潜为主，公司收入、净利增长预计平稳。公司是我们广东国企改革首推标的，乘广东国企改革之风，公司有望获母公司优质资产注入，竞争力与盈利能力将得到提升。维持公司 14-16 年 EPS 预测 0.70、0.76、0.82 元，给予“谨慎增持”评级。

### ● 风险提示：国企改革不达预期、销售大幅下滑。

### 盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	7,349.47	7,760.57	8,174.12	8,591.52	9,026.27
增长率(%)	2.30%	5.59%	5.33%	5.11%	5.06%
EBITDA(百万元)	419.03	429.35	420.49	344.29	371.84
净利润(百万元)	192.79	222.14	239.98	260.16	281.95
增长率(%)	-9.75%	15.22%	8.03%	8.41%	8.37%
EPS(元/股)	0.563	0.649	0.701	0.760	0.823
市盈率(P/E)	13.29	12.90	13.04	12.03	11.10
市净率(P/B)	1.22	1.27	1.26	1.14	1.03
EV/EBITDA	2.11	2.45	1.62	1.67	1.46

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

### 公司评级 谨慎增持

当前价格	9.14 元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2014-04-20

### 相对市场表现



分析师： 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

### 相关研究：

【广发零售-广百股份】2013 年年报点评：业绩增长平稳，资产注入是改革最大看点	2014-03-19
广百股份(002187.sz)：外延扩张下收入符合预期，仍有长期投资价值	2010-08-03
广百股份(002187.sz)	2010-07-26

联系人： 智健 020-87555888-8423

zhijian@gf.com.cn

表1: 广百股份三大百货品牌门店统计

广百百货			
门店	开业年份	面积(万平)	介绍
北京路店	2002	6.63	位于北京路商业街, 是广百旗舰店
天河中怡店	2006	5.00	广州市天河商圈高档精品时尚百货公司
广百新一城购物中心	2006	7.30	海珠区首个集购物、娱乐、餐饮等多元素于一体的购物中心
广百太阳新天地店	2012	3.50	广百在珠江新城 CBD 商圈的重点力作, 是太阳新天地购物中心的主力百货店
广百黄金珠宝大厦	2013	1.60	致力成为华南地区最大、最全、金饰珠宝专业店。
佳润店	2008	1.40	广州大道北佳润广场 1-3 层
新市店	2004	1.30	广州市白云区商圈中心百信广场
东山店	2012	3.60	以中高档精品百货为经营定位
花都店	2003	0.53	广州市花都区友和中心广场
从化店	1998	0.36	从化市街口新世纪广场, 开业至今一直保持“当地第一店”地位
棠溪店	2002	0.26	广州三元里大道 1228 号, 是广百股份有限公司的首家电器专业店
肇庆店	2005	7.30	项目总建筑面积 16 万平方米, 其中商业经营面积达 7.3 万平方米, 是肇庆市首个集零售百货、旅游展贸、餐饮娱乐、休闲配套一体的大型地标建筑
揭阳店	2009	2.48	位于揭阳市市中心的商圈, 是揭阳市唯一一家经营中高档百货、超市、电器为一体的百货中心
惠州店	2009	1.70	坐落于惠城区时代广场, 广百百货、广百电器两大主力品牌进驻
茂名店	2009	1.70	地处茂名市一级零售商圈光华南路, 毗邻当地知名商业广场和电器专门店, 聚集档次较高的品牌街铺, 形成了商圈特色和成熟商业氛围
湛江店	2011	3.60	成为湛江地区规模最大、档次最高的综合精品百货店
广百新一城河源购物广场	2010	1.90	打造河源市乃至粤东北地区首家城市级时尚购物中心
新大新			
北京路店	1914	1.38	店坐落在广州市中心繁华地带——北京路步行街
东山广场店	1997	1.26	位于区庄立交, 毗邻环市东路高级写字楼群, 白领等高消费客源丰富
荔湾店	2004	0.74	位于荔湾路成熟商圈, 区内交通便利, 随着周边房地产发展的开拓和完善, 必将吸引更多的优质消费群体定居
番禺店	2005	1.00	位于番禺区市桥易发商业街
三水店	2008	1.50	以打造三水区龙头百货为目标, 经营面积在新大新中最大
GBF			
珠江新城店	2010	1.50	位于广州中心商务区核心地带——珠江新城高德置地广场 seasons mall 春商城
<b>总计</b>		<b>57.54</b>	

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 2: 2014 年广东国企改革动作频频

时间	进度
2014 年 3 月	《关于进一步深化国有企业改革的意见》、《关于深化省属企业改革的实施方案》进入讨论阶段, 国有企业到 2015 年全面完成公司制改制, 混合所有制企业户数比重计划到 2017 年超过 60%, 到 2020 年超过 80%, 二级及以下竞争性国有企业基本成为混合所有制企业。今年将选择 40-50 家省属企业进行体制机制

创新试点，培育一批有核心竞争力、有核心团队、有发展前景、有资本价值、代表广东水平的优势企业。

2014年2月底 广东省率先引入民间资本超过500亿元，这宣告广东省将切实推进以混合所有制经济发展为牵引的国企改革；推出首批54个项目，计划引入民间资本超过1000亿元，涉及交通运输、建筑建材、冶金矿产、电力、旅游休闲、金融投资、医疗卫生等13个行业。

2014年2月初 广东省新一轮国有企业改革的总动员会议——全省国资国企改革发展工作会议召开。

2014年1月 省属商贸、旅游两大板块资产重组方案正式获省政府批准，随后，新组建的省属商贸控股集团及省属旅游控股集团挂牌成立，标志着广东新一轮国企改革由此拉开序幕。

数据来源：广发证券发展研究中心根据网上整理

表3：广东国企改革具体文件精神

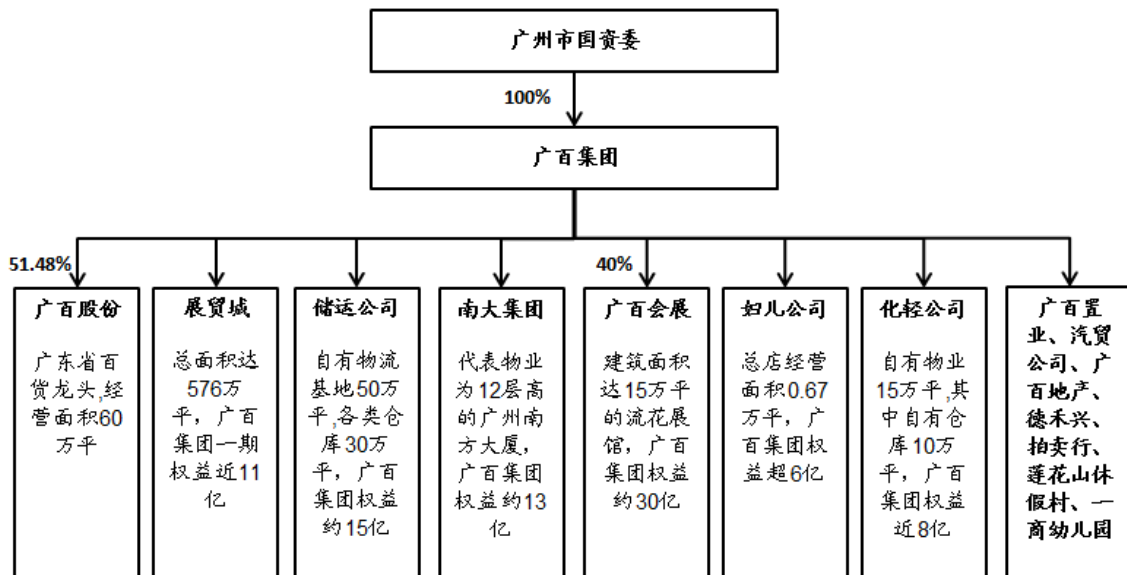
改革项目	具体文件精神	文件来源
<b>竞争性行业国企改革两条主线</b>		
向管资本转变	<p>广东将通过构建功能平台，探索国资监管部门由管资产向管资本为主的有效实现形式。</p> <p>三年内，省属二、三级企业全部都要改成混合所有制，可以有多种方式，包括与其他省份国企的互相参股、国企与民企参股、国企与外资参股等，省属一级企业特别是竞争性比较充分的集团，也要对重组、引入战略投资者等混合所有制改革方面进行积极探索，推动国企由管企业、管资产向管资本、管产权转变。</p>	<p>《关于进一步深化国有企业改革的意见》《关于深化省属企业改革的实施方案》，2014M3</p> <p>广东省副省长徐少华在省属企业与民营企业座谈会上发言，2014M3</p>
放开竞争性行业	<p>市政公益类、垄断行业类、高度竞争行业类等不同领域则应该分别实行“有进有退”的政策，不必一味追求51%的国资控股。对竞争性行业可以全员持股或让民营资本进入交叉持股，对发展前景不明朗的产业可以减少持股比例，而对高增长或战略型新兴产业可以适当提高持股比例。</p>	<p>广东省体制改革研究会副会长彭澎接受《华夏时报》采访，2014M3</p>
<b>竞争性行业国企改革的三种手段</b>		
控股权出让	<p>除承担国家政策性职能、特许专营等极少数国有企业外，其他国有企业均可实施资本混合，国有资本持股比例不设下限。</p> <p>市政公益类、垄断行业类、高度竞争行业类等不同领域则应该分别实行“有进有退”的政策，不必一味追求51%的国资控股。对竞争性行业可以全员持股或让民营资本进入交叉持股，对发展前景不明朗的产业可以减少持股比例，而对高增长或战略型新兴产业可以适当提高持股比例。</p>	<p>《关于进一步深化国有企业改革的意见》《关于深化省属企业改革的实施方案》</p> <p>广东省体制改革研究会副会长彭澎接受《华夏时报》采访，2014M3</p>
资产重组	<p>国有企业到2015年全面完成公司制改制，混合所有制企业户数比重计划到2017年超过60%，到2020年超过80%，二级及以下竞争性国有企业基本成为混合所有制企业，形成30家左右营业收入超千亿元或资产超千亿元的混合所有制企业。</p>	<p>《关于进一步深化国有企业改革的意见》《关于深化省属企业改革的实施方案》</p>
股权激励	<p>将通过增量奖股、虚拟股权、期权期股、岗位分红权等方式，建立健全中长期激励机制。</p> <p>将按照竞争择优原则选拔国有企业管理人员，实现国有企业选人、</p>	<p>《关于进一步深化国有企业改革的意见》《关于深化省属企业改革的实施方案》</p> <p>《关于进一步深化国有企业改革的意</p>

用人的市场化、职业化。力争“十二五”末，省属国有企业高级管理人员半数以上实现市场化选聘和企业化管理。以后国企新提拔的总经理和副总经理，将全部实行任期制，同时实施契约化、市场化管理。

见》，2012 年底

数据来源：《关于进一步深化国有企业改革的意见》、《关于深化省属企业改革的实施方案》、《关于进一步深化国有企业改革的意见》、《华夏时报》、广发证券发展研究中心整理

图1：广百集团旗下成员一览



数据来源：广发证券发展研究中心整理

表4：广百集团（非广百股份）旗下主要物业价值约85亿，整体物业价值在100亿以上

旗下公司	物业	面积(万平)	广百价值(亿)	评估细节
妇儿公司	上下九总店	0.7	5.2	1层 15万/平，高层 5万/平
	天河店	0.1	0.9	1层 15万/平
展贸城	展贸城	27.0	10.8	远期建筑面积 576 万平，总投资 145 亿；一期建筑面积 27 万平，总投资 10 亿，单价 1 万/平，广百股份作为大股东（共 7 个股东，假设按 40% 权益计算）
南大集团	南方大厦	1.6	12.8	8 万/平
广百会展	流花展馆	15.0	30.0	5 万/平，广百集团占 40% 权益
德禾兴	德兴西堤电子城	0.5	2.4	5 万/平
商业储运公司	6 个仓库	30.0	15.0	0.5 万/平
化轻公司	共 15 万平物业	15.0	7.5	0.5 万/平
主要物业价值估算			<b>84.6</b>	
整体物业价值估算（主要物业占 70%）			<b>120.9</b>	
整体物业价值估算（主要物业占 80%）			<b>105.8</b>	

注：集团主要物业大约占整体物业价值 70%-80%，以上计算并没有考虑每个物业的运营及负债情况。

数据来源：广发证券发展研究中心测算

表5: 广百集团(非广百股份)旗下主要子公司简介

广百集团 子公司	子公司简介
妇儿公司	地处繁华的上下九路商业步行街,是目前广州市内唯一主营妇女儿童用品的国有主题百货店。妇儿公司目前有上下九商业步行街总店、天河分店和顺德大良分店三家门店。其中公司总店经营面积达 0.67 万平。
广州国际 商品展贸 城	规划占地约 4800 亩,总投资达 145 亿,总建筑面积达 576 万平方米,将成为世界顶级的展贸交易平台、中心城区批发市场迁移再发展的提升平台、经营的“成本洼地”、区域产业化提升和现代服务业发展的加速引擎。项目一期“广州光谷”由广百集团主导,占地 252 亩,建筑面积 26.6 万平方米,总投资预计超过 10 亿元,定位于全球至大 LED 及照明展贸平台。
南大集团	南方大厦集团有限公司是国内外享有较高知名度的国有老企业,其核心物业南方大厦地处广州沿江路,12 层高的南方大厦是珠江边的标志性建筑之一。
广百会展	流花展馆建筑面积 15 万平方米(9.23 万平方米的流花展馆商贸区、5.6 万平方米的会展区),广百会展占股 40%,是第一大股东。
德禾兴 广州市商 业储运公 司	主要物业德兴西堤电子城共分五层,共 4800 平方米,设独立铺位共 120 多个。 是华南地区最具规模的集商流、物流、信息流、资金流于一体的物流企业之一,自有物流基地面积 50 万平,各类仓库 30 万平,1.72 公里连接京广铁路的双股铁路专用线和可停泊 3,000 吨货轮的专用码头。
化轻公司	广州市化工轻工总公司是一家集商品进出口、经营、储存、运输为一体的综合贸易型公司,公司经营以危险化学品经营项目为主,主要经营的品种包括民爆产品、剧毒化学品、易制毒化学品等,其他兼营的项目包括一般化工原料、塑料、橡胶、炭黑等产品经营业务,酒类批发代理业务,危险化学品、普通货物的储存、运输业务,物业租赁业务等。公司自有物业和可开发物业共 15 万平方米,自有储存仓库 10 万多平方米,其中吉山仓库位于广州黄埔港附近,占地 8 万平方米。
广百置业	广百置业有限公司经营管理物业面积超过十三万平方米,涵盖商业中心、专业市场、商业街铺、写字楼和住宅楼等多种物业形态,每年为集团创造显著的经济效益和现金流。其中较具代表性的有广州眼镜城、中百电子城、大新皮料五金总汇、荔湾商厦、华乐路商业大厦、银华大厦、长堤路华夏大楼、西关楼等。

数据来源:广发证券发展研究中心根据网上资料整理

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	2668	2961	3725	4003	4208
货币资金	1676	1814	2548	2755	2886
应收及预付	715	808	850	894	939
存货	226	301	290	317	345
其他流动资产	51	38	38	38	38
<b>非流动资产</b>	1987	1934	1689	1893	2193
长期股权投资	0	76	76	76	76
固定资产	1153	1098	1074	1254	1527
在建工程	0	0	2	4	6
无形资产	353	291	61	67	72
其他长期资产	481	470	477	492	512
<b>资产总计</b>	4655	4895	5415	5896	6400
<b>流动负债</b>	2472	2556	2741	2869	3000
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2472	2556	2741	2869	3000
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	69	88	190	290	390
长期借款	0	0	100	200	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	69	88	90	90	90
<b>负债合计</b>	2540	2644	2931	3159	3390
股本	342	342	342	342	342
资本公积	931	931	931	931	931
留存收益	827	980	1220	1481	1763
归属母公司股东权	2100	2254	2494	2754	3036
少数股东权益	15	-2	-9	-17	-25
<b>负债和股东权益</b>	4655	4895	5415	5896	6400

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	7349	7761	8174	8592	9026
营业成本	5909	6254	6594	6939	7292
营业税金及附加	97	118	127	133	140
销售费用	951	994	1029	1072	1122
管理费用	124	118	122	127	133
财务费用	19	10	15	15	14
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	-13	5	10	15	20
投资净收益	8	3	5	7	10
<b>营业利润</b>	243	271	303	328	355
营业外收入	13	10	15	17	19
营业外支出	2	2	4	5	6
<b>利润总额</b>	254	280	314	340	368
所得税	63	72	81	87	95
<b>净利润</b>	192	208	233	253	274
少数股东损益	-1	-14	-7	-8	-8
<b>归属母公司净利润</b>	193	222	240	260	282
EBITDA	419	429	420	344	372
EPS (元)	0.56	0.65	0.70	0.76	0.82

**现金流量表**

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	509	397	486	307	332
净利润	192	208	233	253	274
折旧摊销	151	152	118	24	32
营运资金变动	180	35	154	58	57
其它	-13	1	-19	-27	-31
<b>投资活动现金流</b>	-147	-102	150	-193	-289
资本支出	-134	-48	145	-200	-299
投资变动	-13	-54	-5	-8	-10
其他	0	0	10	15	20
<b>筹资活动现金流</b>	-63	-72	98	93	88
银行借款	24	0	100	100	100
债券融资	-34	0	0	0	0
股权融资	7	0	0	0	0
其他	-60	-72	-2	-7	-12
<b>现金净增加额</b>	299	223	734	207	131
<b>期初现金余额</b>	1347	1676	1814	2548	2755
<b>期末现金余额</b>	1646	1899	2548	2755	2886

**主要财务比率**

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	2.3	5.6	5.3	5.1	5.1
营业利润增长	-14.9	11.5	11.6	8.4	8.4
归属母公司净利润增长	-9.8	15.2	8.0	8.4	8.4
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	19.6	19.4	19.3	19.2	19.2
净利率	2.6	2.7	2.9	2.9	3.0
ROE	9.2	9.9	9.6	9.4	9.3
ROIC	---	---	---	---	---
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.6	54.0	54.1	53.6	53.0
净负债比率	-0.8	-0.8	-1.0	-0.9	-0.9
流动比率	1.08	1.16	1.36	1.40	1.40
速动比率	0.89	0.89	1.11	1.15	1.16
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.63	1.63	1.59	1.52	1.47
应收账款周转率	63.71	82.25	81.11	79.35	77.66
存货周转率	26.94	23.74	22.81	22.12	21.47
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.56	0.65	0.70	0.76	0.82
每股经营现金流	1.49	1.16	1.42	0.90	0.97
每股净资产	6.13	6.58	7.28	8.04	8.87
<b>估值比率</b>					
P/E	13.3	12.9	13.0	12.0	11.1
P/B	1.2	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.1	2.5	1.6	1.7	1.5

## 广发零售行业研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2013年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 智健：研究助理，哥伦比亚大学运筹学硕士，浙江大学金融学、自动化双学士，2013年进入广发证券发展研究中心。2013年度新财富批零行业第二名(团队)，金牛分析师第二名(团队)，水晶球奖第一名(团队)，第一财经分析师第一名(团队)。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。