

广百股份 (002187.SZ)

业务结构持续优化，国企改革为最大看点

● 2014上半年业绩回顾：业务优化带来业绩增长

广百股份 2014H1 实现营业收入 39.37 亿，同比下跌 3.01%。在消费疲软、同期关店、门店调整与装修等不利条件下，公司收入仅微降，表现明显优于同业；归属上市公司股东净利润 1.19 亿，同比上涨 7.48%；1) 2014H1 毛利率同比下跌 0.94pp 至 18.44%，主要反映了竞争加剧以及低毛利率金银珠宝销售占比的提升；2) 14H1 销售管理费用率同比下跌 0.84pp 至 13.34%，除职工薪酬刚性增长 5.99%外，租金、折旧摊销、运营费用均因关店和积极调整分别下降 5.00%、25.73%、18.69%，体现了良好的费用控制能力；3) 14H1 新增理财产品、小额贷款共 1000 万收益，有效同比拉升净利率 0.41pp 至 2.96%；4) 14H1 公司对广州市内外 10 家门店进行调整，优化经营；将荔湾店向社区生活店转型，并积极挖掘适合社区经营的项目，同时加速各部门线上线下一体化推进。

● 下半年经营展望：结构优化+国企改革助推新一轮发展

随着下半年终端零售行业企稳，公司门店在积极向购物中心、社区零售业态调整、转型下预计会较快回暖。下半年公司到期理财产品收益近 1000 万，预计小额贷款公司收益仍有增长空间。作为广东国企改革商贸零售排头兵，广百股份大股东广百集团在商业、会展和物流方面有超 100 亿物业资源以及对应优势运营团队。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，优化资源配置，将大幅提升广百股份的竞争力和盈利能力。国企改革将成为未来一段时间内助推广百股份发展的额外动力。

● 盈利预测与投资建议

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 0.70、0.76、0.82 元，给予 14 年 15XPE，合理价值 11 元，维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示：终端零售大幅疲软、国企改革进度不达预期。

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

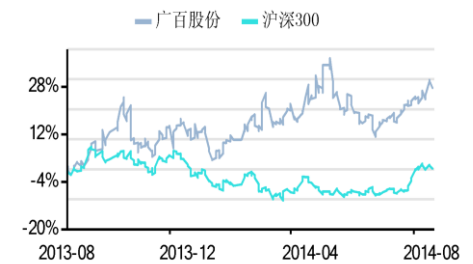
识别风险，发现价值

公司评级

谨慎增持

当前价格	9.35 元
合理价值	11.00 元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2014-08-18

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】14Q1 2014-04-20
 点评：利润增长平稳，国企改革为 14 年最大看点

【广发零售-广百股份】2013 2014-03-19
 年年报点评：业绩增长平稳，资产注入是改革最大看点

广百股份(002187.sz)：外 2010-08-03
 延扩张下收入符合预期，仍有长期投资价值

联系人： 智健 020-87555888-8423

zhijian@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

2014 上半年业绩回顾：业务优化带来业绩增长

广百股份发布2014H1财务报告，2014H1公司实现营业收入39.37亿，同比下跌3.01%。公司分别于13年2月、6月关闭成都店、武汉店，租赁面积超3.5万平，在消费疲软、同期关店、门店调整与装修等不利条件下，公司收入仅微降，表现明显优于同业。主要因为：1) 公司13年开业的GBF北京路黄金珠宝店为销售增长提供明显贡献；2) 太阳新天地、广百新一城等购物中心朝阳业态不断涌现；3) 公司在消费疲软大环境下对市内外10家门店进行积极改造和经营调整，体现了管理层较为出色的经营能力；归属上市公司股东净利润1.19亿，同比上涨7.48%；扣非净利1.13亿，同比上涨2.59%；公司利润正增长主要贡献来自理财产品投资、小额贷款公司半年分别约600、400万收益。报告期内公司：(1) 对广州市内外10家门店进行调整，优化经营；将荔湾店向社区生活店转型，并积极挖掘适合社区经营的项目；(2) 研究制定O2O推进方案，理顺优化各事业部对网购业务的支撑职能，推进广百荟平台上线及系统完善；(3) 通过一店一策、加强营销策划等方式来增强门店盈利能力。

图1：公司2014H1营收略微负增长

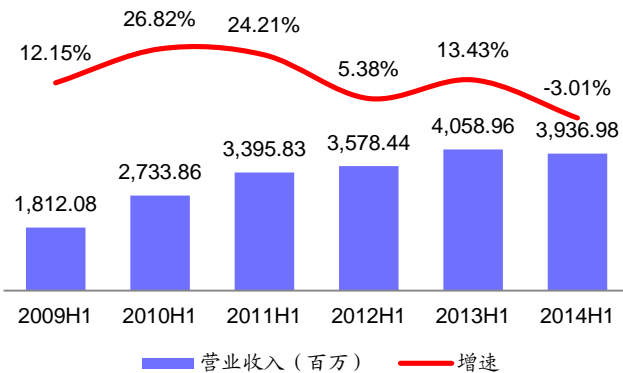
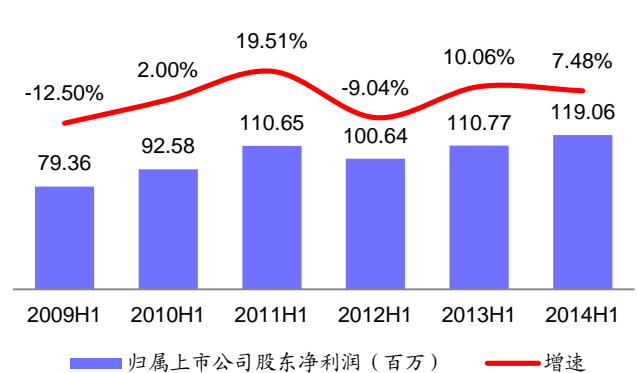


图2：公司2014H1净利在多元业态支撑下稳健增长

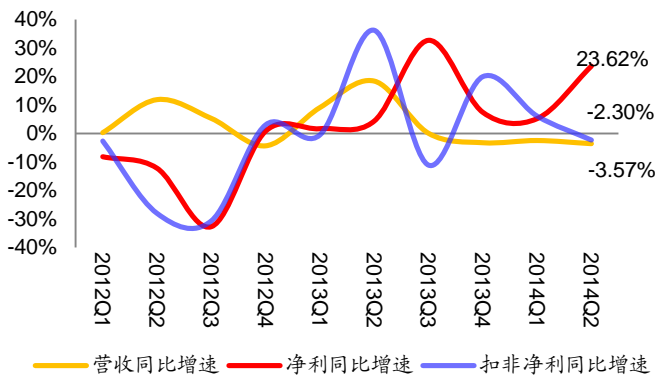


数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

(一) 2014H1 公司费用控制良好，业务结构多元化实现利润正增长

(1) 公司 Q1、Q2 营收同比分别下跌 2.47%和 3.57%，除同期关店基数原因外，消费疲软是造成负增长的主因；(2) Q1、Q2 毛利率同比分别下跌 0.54pp、1.39pp，拉动 2014H1 毛利率同比下跌 0.94pp 至 18.44%，主要反映了竞争加剧以及低毛利率金银珠宝销售占比的提升；(3) 14H1 销售管理费用率同比下跌 0.84pp 至 13.34%，除职工薪酬刚性增长 5.99%外，租金、折旧摊销、运营费用均因关店和积极调整分别下降 5.00%、25.73%、18.69%，体现了良好的费用控制能力；(4) 14H1 新增理财产品、小额贷款共 1000 万收益，有效同比拉升净利率 0.41pp 至 2.96%。

图3: 公司第二季度净利率增长明显



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图4: 收入下滑、竞争加剧导致毛利率下降

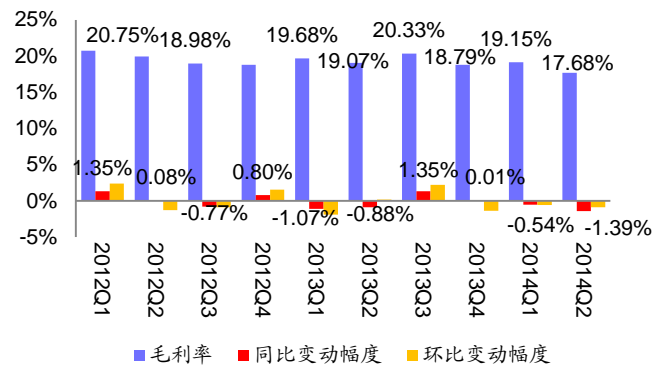
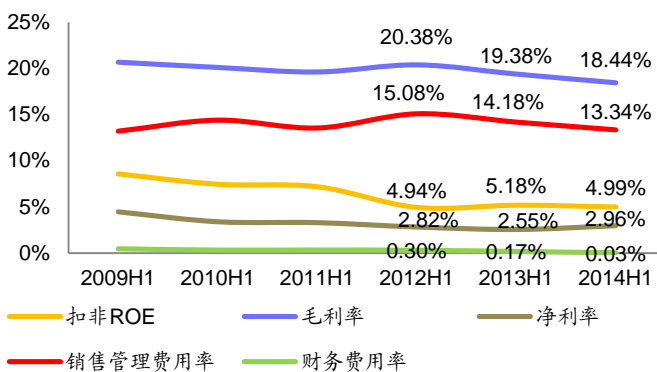


图5: 公司14H1费用率下降、投资收益增加拉升净利率



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图6: 公司14H1工薪支出轻微增加

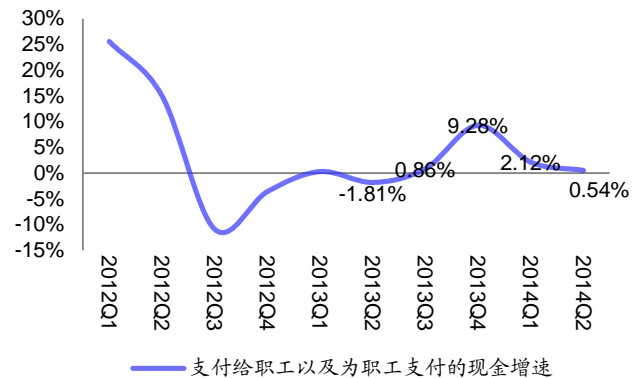


表 1: 除职工费用刚性上涨外其余费用控制良好

	2011H1	2012H1	2013H1	2014H1	2014 费用占比	同比增速		
						2012H1	2013H1	2014H1
职工薪酬	153.26	177.64	167.17	177.19	33.73%	15.90%	-5.89%	5.99%
营收占比	4.51%	4.96%	4.12%	4.50%				
租金	101.43	148.60	164.24	156.03	29.70%	46.50%	10.52%	-5.00%
营收占比	2.99%	4.15%	4.05%	3.96%				
折旧摊销	50.75	58.64	67.26	49.95	9.51%	15.55%	14.69%	-25.73%
营收占比	1.49%	1.64%	1.66%	1.27%				
物业运营	42.73	109.86	118.79	96.58	18.38%	157.09%	8.12%	-18.69%
营收占比	1.26%	3.07%	2.93%	2.45%				
销售管理总费用	459.59	539.64	575.20	525.38		17.42%	6.59%	-8.66%
营收占比	13.53%	15.08%	14.17%	13.34%				

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

(二) 百货增速骤减，湖南地区仍为利润主体

分业态观察，商业业态营收同比下跌3.18%，三年来首次呈现负增长，主要因为同期关店以及消费疲软影响；租赁同比增长9.92%，同样出现放缓；两业态毛利率则同时出现下降。分地区观察，不同地区收入均在下降，但公司已重新聚焦广州市，未来有望通过发挥本地规模优势来提升竞争力。

表2: 分业态分析: 商业负增长，租赁增长良好；各业态毛利率均下降

收入占比	2011H1	2012H1	2013H1	2014H1	增速	2012H1	2013H1	2014H1
商业	98.91%	98.24%	98.26%	98.03%	商业	4.54%	13.70%	-3.18%
租赁	1.09%	1.76%	1.74%	1.97%	租赁	70.13%	12.40%	9.92%
毛利率	2010H1	2011H1	2012H1	2013H1	毛利率变动	2012H1	2013H1	2014H1
商业	17.22%	17.49%	16.64%	15.69%	商业	0.27%	-0.85%	-0.96%
租赁	66.73%	74.50%	74.62%	69.66%	租赁	7.76%	0.12%	-4.96%

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表3: 分地区分析: 各区呈现负增长，广州市地区收入占比提升

收入占比	2011H1	2012H1	2013H1	2014H1	增速	2012H1	2013H1	2014H1
广州市	90.96%	88.80%	89.61%	91.12%	广州市	2.76%	14.72%	-1.32%
广东省其他城市	7.60%	9.55%	9.41%	8.88%	广东省其他城市	32.28%	12.03%	-8.40%
广东省外	1.44%	1.65%	0.98%	-	广东省外	20.15%	-32.53%	-
毛利率	2011H1	2012H1	2013H1	2014H1	毛利率变动	2012H1	2013H1	2014H1
广州市	17.96%	18.73%	17.73%	16.65%	广州市	0.77%	-1.00%	-1.08%
广东省其他城市	16.44%	17.84%	16.28%	17.81%	广东省其他城市	1.40%	-1.57%	1.53%
广东省外	12.31%	9.64%	23.90%	-	广东省外	-2.67%	14.27%	-

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

下半年经营展望: 结构优化+国企改革助推新一轮发展

随着下半年终端零售行业企稳,公司门店在积极向购物中心、社区零售业态调整、转型下预计会较快回暖。同时,下半年公司到期理财产品收益近1000万,预计下半年小额贷款公司投资收益仍有增长空间(小额贷款公司资本金3亿,按照50%杠杆、按照一年20%利率计算最高收入可达0.9亿,对比上半年年化0.6亿收入规模仍有增长空间)。另一方面,作为广东国企改革商贸零售排头兵,广百股份大股东广百集团在商业、会展业和物流业方面有超过100亿的物业资源以及对应优势运营团队。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。国企改革将成为未来一段时间内助推广百股份发展的额外动力。

盈利预测与投资建议

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 0.70、0.76、0.82元，给予14年15XPE，合理价值11元，维持“谨慎增持”评级。

风险提示

终端零售大幅放缓、国企改革进度不达预期。

附录：广东国企改革零售核心标的，资产注入预期强烈

广东是国企改革省份中几乎是最积极的省份，虽然明确改革方案还未出台，但自2013年底开始政府机构便不断出台改革准备方案。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。

表 4：2014 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自理整理

表 5：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
竞争性行业国企改革两条主线		
向管资本转变	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。	《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

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

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。

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

放开竞争性行业

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。

广东省体制改革研究会副会长彭澎接受《华夏时报》采访，2014M3

竞争性行业国企改革的三种手段

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。

《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》

控股权出让

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。

广东省体制改革研究会副会长彭澎接受《华夏时报》采访，2014M3

资产重组

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。

《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》

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。

《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》

股权激励

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、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。

《关于进一步深化国有企业改革的意见》，2012 年底

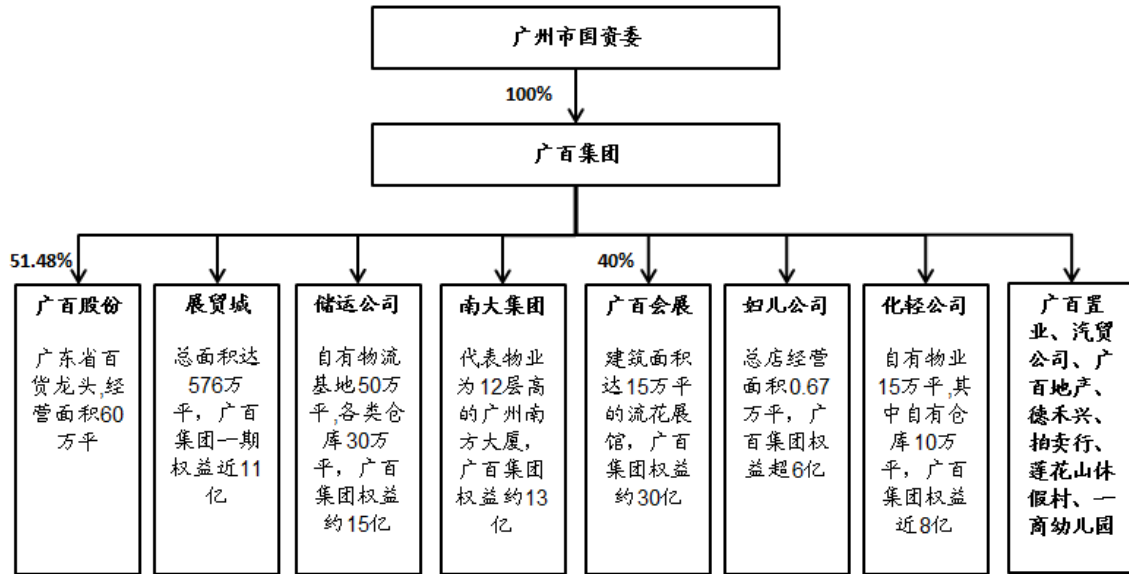
数据来源：《关于进一步深化国有企业改革的意见》、《关于深化省属企业改革的实施方案》、《关于进一步深化国有企业改革的意见》、《华夏时报》、广发证券发展研究中心整理

广百股份实际控制人，广州百货企业集团有（简称广百集团）是广东省、广州市重点发展的国有大型商业集团，位列广东省商业集团第三名。截至2012年，集团资产总额104.5亿元，经营规模217亿元，包括广百股份在内（广百集团持股54.18%）集团拥有二级全资、控参股企业超过17家，形成零售业、展贸业、物流业和配合主业发展的商业地产四大业务板块格局。2012年，三大主业经营面积超过200万平方米。

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势运营团队。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。

图7：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6：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			84.6	
整体物业价值估算（主要物业占 70%）			120.9	
整体物业价值估算（主要物业占 80%）			105.8	

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7：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	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

- 商品展贸城** 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** 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。
- 广州市商业储运公司** 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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	4655	4895	5415	5896	6400
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
归属母公司股东权益	2100	2254	2494	2754	3036
少数股东权益	15	-2	-9	-17	-25
负债和股东权益	4655	4895	5415	5896	6400

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	254	280	314	340	368
所得税	63	72	81	87	95
净利润	192	208	233	253	274
少数股东损益	-1	-14	-7	-8	-8
归属母公司净利润	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
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	299	223	734	207	131
期初现金余额	1347	1676	1814	2548	2755
期末现金余额	1646	1899	2548	2755	2886

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
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
获利能力(%)					
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	---	---	---	---	---
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
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

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

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。
- 洪涛：资深分析师，浙江大学金融学硕士，拥有4年零售行业研究经历，2014年进入广发证券发展研究中心。2012年度新财富批零行业第四名，金牛分析师第四名，水晶球奖第二名，2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 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。