

乘“一带一路”春风 仍需强化区域商业龙头地位

——兰州民百（600738）研究报告

市场数据	2015年5月22日
当前价格（元）	13.32
52周价格区间（元）	4.64-13.6
总市值（亿元）	35.83
流通市值（亿元）	34.90
总股本（亿股）	2.69
流通股（亿股）	2.62
第一大股东	红楼集团有限公司
公司网址	www.chinahonglou.com

华龙证券

研究员：孟洁

执业证书编号：S0230210070008

TEL:0931-4890003

EMAIL:daocaozhu@163.com

经纪业务管理总部

研究部

■ 投资要点：

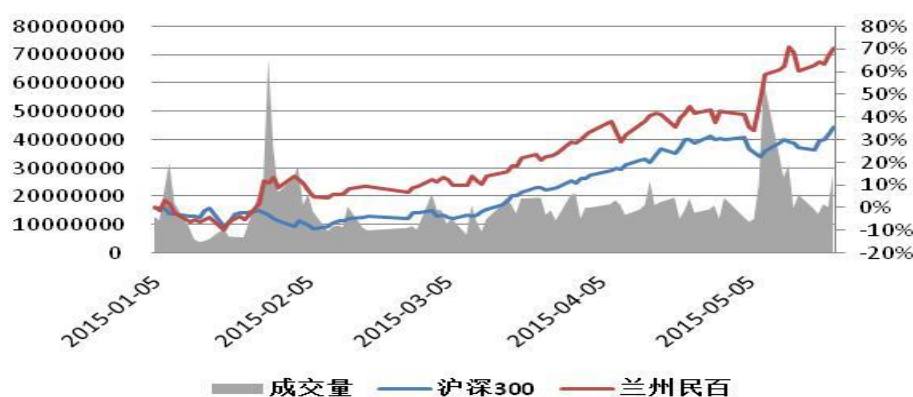
- **2014年业绩小幅下滑。**2014年公司所处行业受国内经济环境影响较大，面对电商冲击和区域同业竞争等诸多困难，2014年公司实现营业收入121,485.26万元，同比降低14.93%；净利润为10,391.68万元，同比降低5.91%。
- **行业题材众多，子行业仍有分化。**商业零售行业受国内经济环境影响较大，面对电商冲击和区域同业竞争等诸多挑战，作为完全竞争性行业，商业零售将持续走在体制改革风口浪尖，跨界转型，存量重塑，以及在特定区域内涨幅相对较弱的龙头可以重点关注。
- **零售百货业态丰富，主营业务增长可期。**公司地处兰州市核心商圈，辐射周边城区，具有地理位置的竞争优势。目前经营百货、批发、零售、餐饮、客户五大业态。
- **引进优势品牌，提升商厦综合实力。**公司百货占据兰州主要西关商圈，致力于走名品加奢侈品路线，着力打造成为甘肃地区的中高端精品百货店。2014年共引进百货类品牌64个，2015年准备入驻化妆品国际品牌，扩大公司影响力。
- **“兰州红楼时代广场”项目正常推进，利润贡献尚需时日。**2015年，公司计划完成“兰州红楼时代广场”项目全部裙楼主体结构及主楼主体结构40层，相应的各项安装等工程同步跟进，同时将主楼外立面幕墙施工至20层。红楼时代广场的建成，将进一步提升公司的整体竞争力。
- **受益“丝绸之路经济带”概念，但仍需公司积极把握。**自“一带一路”规划提出以来，甘肃省积极响应，提出建设丝绸之路黄金段的设想。作为本地商业龙头企业，兰州民百有望受惠相关政策性红利，但从公司公告及市场动向来看，公司目前并无主动拥抱“一带一路”的相关举措。
- **区域市场竞争加剧，盈利难现惊喜：**目前公司主营业务所在地竞争加剧，若能进一步整合内部资源，拓宽经营思路，创新营销渠道，积极应对行业和市场变化，则有望实现业绩稳定，但行业内受电商等因素影响想要实现快速增长难度较大。我们预计公司2015年、2016年EPS为0.34元、0.40元，对应PE为39、33倍，给予公司“中性”评级。

一、 市场表现

1、 年初至今市场表现

2015 年年初至今（截至 2015 年 5 月 22 日），公司股价上涨了 74.08%，表现平平，在 96 家商业贸易上市公司中位列第 57 位。同期沪深 300 上涨了 58.94%，公司跑赢沪深 300 指数 15.14 个百分点。

图 1：2015 年至今市场表现

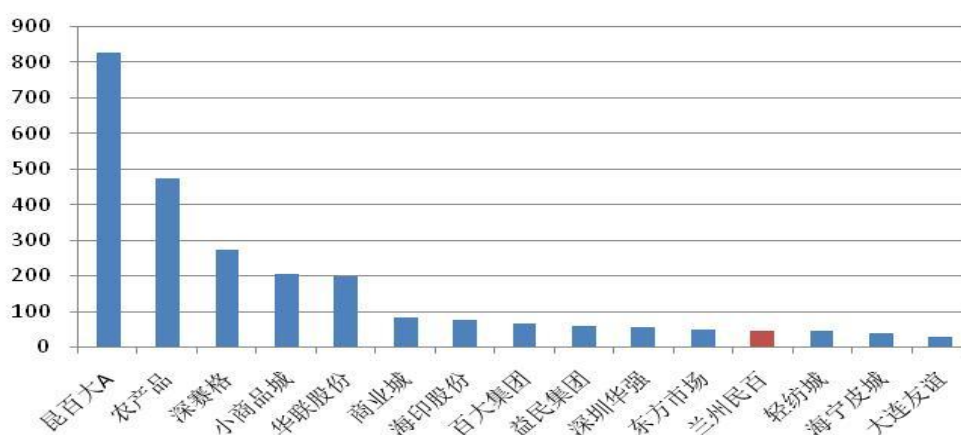


数据来源：Wind、华龙证券

2、 估值情况及同行业对比

截至 2015 年 5 月 25 日，全部 A 股 PE 为 28.8 倍，沪深 300 指数 PE 为 17.75 倍，在申万二级行业商业物业经营中，行业平均 PE 为 95.65 倍，公司最新 PE(TTM) 为 48.79 倍，行业平均 PB 为 9.58，公司 PB 为 4.36。尽管公司目前估值在行业内有一定优势，但比较同期沪深 300 指数及全市场平均估值并无优势。结合行业内其他公司纷纷积极谋求主业变化、拥抱互联网等新业态、整合内部资源，市场给予一定估值溢价在所难免。相比较而言，公司经营变化较小，应对措施较少，在此前提下，目前估值偏高。

图 2: 公司在子行业的估值情况



数据来源: Wind、华龙证券

表 1: 子行业个股估值情况排名 (2015 年 5 月 25 日)

证券代码	证券简称	PE (TTM)	证券代码	证券简称	PB		
1	000679.SZ	大连友谊	31.5998	1	000882.SZ	华联股份	2.7493
2	002344.SZ	海宁皮城	37.6216	2	000679.SZ	大连友谊	3.2103
3	600790.SH	轻纺城	44.2953	3	000301.SZ	东方市场	3.2685
4	000301.SZ	东方市场	47.6030	4	600790.SH	轻纺城	4.0186
5	600738.SH	兰州民百	48.7864	5	600738.SH	兰州民百	4.3596
6	000062.SZ	深圳华强	61.3539	6	000560.SZ	昆百大 A	5.2256
7	600824.SH	益民集团	61.9266	7	600824.SH	益民集团	6.2462
8	600865.SH	百大集团	64.4123	8	600865.SH	百大集团	6.3313
9	000861.SZ	海印股份	79.9494	9	002344.SZ	海宁皮城	6.5868
10	600306.SH	商业城	80.6297	10	000861.SZ	海印股份	7.3611
11	600415.SH	小商品城	203.3312	11	000061.SZ	农产品	8.6549
12	000882.SZ	华联股份	205.7779	12	600415.SH	小商品城	9.7955
13	000058.SZ	深赛格	276.2111	13	000058.SZ	深赛格	9.8903
14	000061.SZ	农产品	468.3015	14	000062.SZ	深圳华强	10.0557
15	000560.SZ	昆百大 A	808.2461	15	600306.SH	商业城	50.6885

数据来源: Wind, 华龙证券

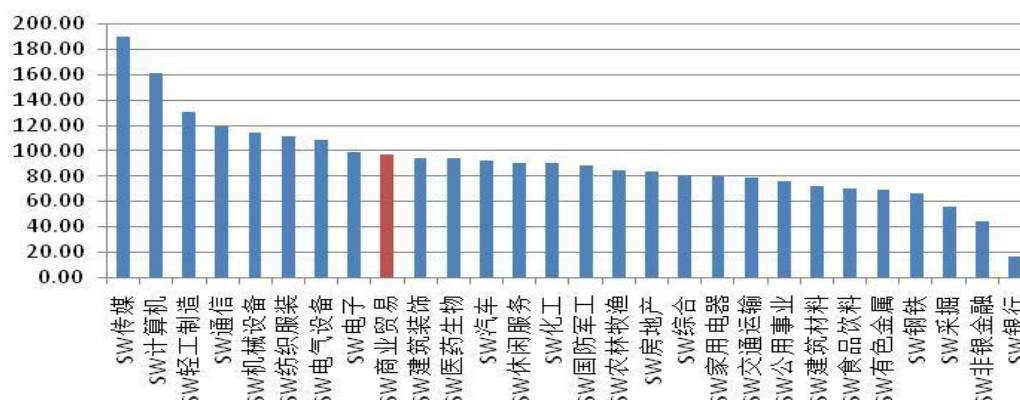
二、行业概况

1、 行业市场表现

2015 年以来申万商业贸易行业在二级市场表现相对较好。截至 2015 年 5 月 22 日，商业贸易板块相比年初上涨 96.6%，沪深 300 指数同期上涨 51.43%，板块跑赢大盘 45.17 个百分点。

上周 (5 月 18 日-5 月 22 日)，申万商业贸易行业整体涨势较好，行业整体上涨幅度为 11.20%，跑赢沪深 300 指数 3.97%，其中一般零售和贸易板块上涨幅度较大，一般零售子板块周涨幅 11.11%，跑赢沪深 300 指数 3.88%，贸易子板块上涨 15.30%，跑赢沪深 300 指数 8.07%。商业贸易行业上周市场表现在所有 28 个申万一级子行业中排名 13。

图 3：年初至今商业贸易在全行业中的表现 (2015.1.5-2015.5.22)



数据来源：Wind、华龙证券

2、 行业估值

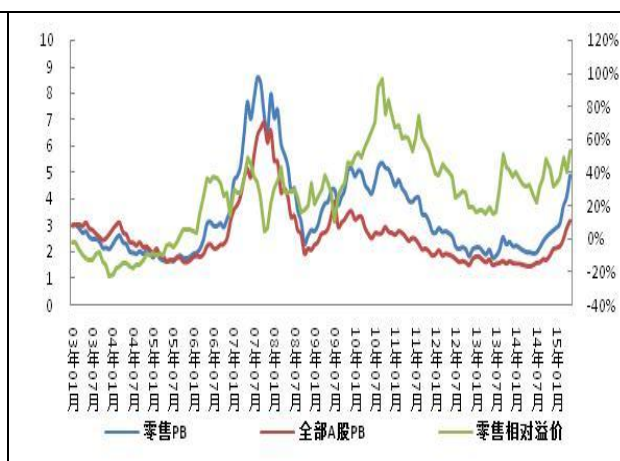
2015 年 5 月 22 日，商业贸易板块 PE 为 61.40 倍 (TBM，整体法)，板块溢价率水平升至 122.25%；PB 为 4.88 倍，高于上周、上月同期水平。估值水平相比 2014 年的历史低位有所回升，随着 A 股整体走高，我们认为行业 2015 年仍有一定的估值压力。

图4：零售行业PE情况



数据来源：公司公告、华龙证券

图5：零售行业PB情况



数据来源：公司公告、华龙证券

3、 行业题材众多，子行业仍有分化

在 2015 年三公预算继续下降的背景下，不利于可选消费品的经营恢复，未来百货店以及高端消费需求可能仍然严冬漫漫。可以看出，商业零售行业受国内经济环境影响较大，面对电商冲击和区域同业竞争等诸多挑战，作为完全竞争性行业的商业零售，将持续走在体制改革风口浪尖，对跨界转型，存量重塑，以及在特定区域内涨幅相对较弱的龙头公司可以重点关注。

三、2014 年兰州民百业绩小幅下滑

2014年公司所处行业受国内经济环境影响较大，面对电商冲击和区域同业竞争等诸多困难，2014年公司实现营业收入121,485.26万元，比上年同期142,800.55万元减少21,315.29万元，同比降低14.93%；归属于上市公司股东的净利润为10,391.68万元，比上年同期11,044.42万元减少652.74万元，同比降低5.91 %；EPS为0.282元，同比减少5.69%。

2015 年一季度公司实现营业收入 33555.26 万元，同比减少 6.64%；归属于上市公司股东的净利润为 3046.56 万元，同比减少 9.52%；EPS 为 0.083 元，同比减少 8.79%。

表 2: 公司 2014 年业绩表现

项目	2013 年	2014 年	同比变动%
营业收入(元)	1,428,005,507.79	1,214,852,555.81	-14.93%
营业利润(元)	139,765,757.21	139,790,447.37	0.0002%
利润总额(元)	139,281,266.87	138,764,372.82	-0.004%
归属于上市公司股东的净利润(元)	110,444,163.39	103,916,778.46	-5.91%
扣非后的净利润(元)	104,459,292.66	104,704,756.56	0.23 %
基本每股收益(元/股)	0.299	0.282	-5.69%
加权平均净资产收益率(%)	11.39	9.85	-1.54%

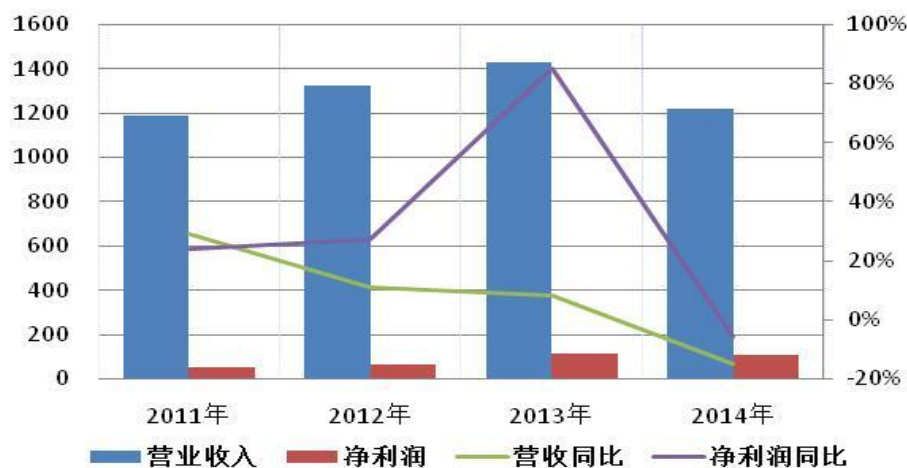
数据来源: 公司公告、华龙证券

表 3: 公司 2015 年一季度业绩表现

项目	2014 年一季度	2015 年一季度	同比变动%
营业收入(元)	359,411,030.98	335,552,584.61	-6.64%
营业利润(元)	44,851,276.20	40,278,554.00	-0.10%
利润总额(元)	44,976,587.49	40,717,881.21	-0.09%
归属于上市公司股东的净利润(元)	33,671,539.68	30,465,635.92	-9.52 %
扣非后的净利润(元)	33,546,228.39	30,026,308.71	-10.49
基本每股收益(元/股)	0.091	0.083	-8.79
加权平均净资产收益率(%)	3.22	2.74	-0.48

数据来源: 公司公告、华龙证券

图 6: 公司营业收入、净利润走势



数据来源: Wind、华龙证券

四、 主营业务增长乏力，在建项目增厚业绩尚需时日

1、 零售百货业态丰富，传统业务经营还需加力

公司是一家从事零售百货业务、专业市场经营业务、餐饮宾馆服务业务的零售百货公司。地处兰州市核心商圈，辐射周边城区，具有地理位置的竞争优势，旗下“亚欧百货”、“民百大楼”、“南京环北市场”和正在建设的“红楼时代广场”，在兰州市乃至全省均具有较高知名度。公司目前经营百货、批发、零售、餐饮、客户业务五大业态。近年来，我国零售百货业态日益丰富，新兴业态和网上购物等多种销售模式不断增加，传统百货备受冲击。2014年公司批发零售业务实现营收106,282.98万元，餐饮客房业务5,442.15万元，专业市场管理6,952.87万元。

公司零售百货业务主要集中在兰州地区和南京地区，其中兰州地区占比超过90%。

表4：公司主营业务构成情况

单位：元

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
批发零售业务	1,062,829,849.66	864,992,021.58	18.61	-16.24	-17.73	1.47
餐饮客房业务	54,421,450.90	37,549,961.31	31.00	17.54	-13.90	-2.92
专业市场管理	69,528,726.68	26,757,624.14	61.52	2.11	9.05	-2.44
合计	1,186,780,027.24	929,299,607.03	21.70	15.41	-17.00	1.50

数据来源：公司年报、华龙证券

表5：公司主营业分地区情况

单位：元

地区	营业收入	营业收入比上年增减 (%)
兰州地区	1,117,251,300.56	-16.30
南京地区	69,528,726.68	2.11
合计	1,186,780,027.24	-15.41

数据来源：公司年报、华龙证券

2、 引进优势品牌入驻，商厦综合实力提升

公司百货占据兰州主要西关商圈，秉承“信誉民百，品牌亚欧”的经营理念，

致力于走名品加奢侈品路线，着力打造成为甘肃地区的中高端精品百货店，与定位于大众时尚的国芳百货形成错位经营。为了持续提高公司的行业竞争地位，提升品牌结构，扩大市场占有率。2014 年公司在拥有 HUGO BOSS、OMEGA、TOMMY HILFIGER、AQUASCUTUM 等十余个知名品牌基础上，又成功引 BOTTEGA VENETA、PRADA、MIU MIU 等国际一线品牌，通过名品进驻能够吸引高端及商务客户，从而促进公司经营业绩的提升。2014 年共引进百货类品牌 64 个，2015 年准备引入兰蔻、碧欧泉等国际品牌，扩大公司影响力。

同时，公司对商厦内部结构进行合理优化布局，超市业务进行了转型调整；通过局部改造商厦七楼餐饮部分区域，引进品牌餐饮，丰富管理业态；对九、十楼宾馆客房扩容改造，优化环境，提升客房入住率。装修改造不仅扩大了营业面积，也有效改善商厦整体购物环境。

3、 “兰州红楼时代广场”项目正常推进，利润贡献尚需时日

截止 2014 年底，红楼时代广场主体结构施工至主楼 12 层，裙楼 8 层。配套水、电、空调、消防等安装工程也同步跟进，管道安装、预埋等工程量已完成总工程量的 60%。地下室内人防、隔墙、防水及配套的管线安装工程基本完成，外围的土方回填及外墙防水工程全面完成。外立面幕墙施工、安装预埋件等准备工作已就绪。2015 年，公司计划完成“兰州红楼时代广场”项目全部裙楼主体结构及主楼主体结构 40 层，相应的各项安装等工程同步跟进，同时将主楼外立面幕墙施工至 20 层。红楼时代广场的建成，将进一步提升公司的整体竞争力。

4、 受益“丝绸之路经济带”，但仍需公司积极把握

由于为国家级战略规划，“一带一路”题材股一直受资本市场热捧。目前丝路基金在去年底已成功设立，资本金为 400 亿美元，直接支持“一带一路”建设。

甘肃省人民政府积极响应“一带一路”战略规划，提出建设丝绸之路黄金段的设想。兰州是“一带一路”重要一站，是西北的重要交通枢纽。作为本地且为区域商业龙头企业，兰州民百有望受惠相关政策性红利，但从公司公告及市场动向来看，公司目前并无主动拥抱“一带一路”的相关举措。

另一方面，在目前证券市场的大背景下，企业资本运营必然会提上日程。牛市环境会提高投资者风险偏好。上市公司本身成长性推动市值成长外，主动资本运作（如市值管理等）有望加速市值增长。高市值有利于上市公司通过股权融资解决资金来源以实现企业跨越式发展，我们认为机制灵活的民营企业比正在改革的国有企业更有可能推出资本运作。目前资本运作方式主要有：退出（卖壳）、借力（引入战略投资者）和亲为（大股东管理层运作）。基于这一思路，我们应当密切关注上市商业公司披露的相关信息，仔细研讨，按照资本运营的逻辑降低选择的不确定性，通过我们的跟踪，目前兰州民百大股东减持的信息公布有可能拉开该股的资本运营管理之路。

表6: 红楼集团有限公司持有兰州民百详情

报告期	持股数量(万股)	增减情况(万股)
2014.06.30	16611.17	不变
2014.07.18	14781.17	-1830
2014.07.24	14766.84	-14.33
2014.09.30	14486.65	-280.19
2014.12.31	14415.13	-71.52
2015.01.07	13415.13	-1000
2015.03.31	13409.14	-5.99
2015.05.21	12922.54	-486.6

数据来源：公司公告、华龙证券

五、 投资建议与盈利预测：

行业内传统业务普遍不振。近年来由于传统百货行业商圈扩容，竞争趋于激

烈，企业成本增加，盈利空间被进一步挤压，此外电商渠道的扩张和物流的飞速发展使传统百货行业受到冲击。

目前公司主营业务所在地竞争加剧，若能进一步整合内部资源，拓宽经营思路，创新营销渠道，积极应对行业和市场变化，则有望实现业绩稳定，但行业内受电商等因素影响想要实现快速增长难度较大。根据目前公司公开信息显示，无论是主营业务业态还是资本市场相关动向方面，公司均相对平静，市场想象空间有限。我们预计公司 2015 年、2016 年 EPS 为 0.34 元、0.4.0 元，对应 PE 为 39、33 倍，给予公司“中性”评级。

六、 风险提示：

1、经济下行风险：全球经济复苏尚不明朗，国内经济增速放缓，消费市场受到冲击，百货零售业发展形式严峻。

2、市场竞争风险：新商圈的不断崛起，原有商圈的扩容升级，电商分流，成本上涨，企业竞争等问题带来的经营压力会越来越大。

华龙证券公司投资评级说明：

推 荐：预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上；

谨慎推荐：预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上；

中 性：预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-5%；

回 避：预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

本报告是华龙证券的研究员通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表华龙证券的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.