

战略布局落地中，破茧化蝶进行时

■ **拟推行员工持股计划，改善公司治理结构。**7月20日，公司公告第一期员工持股计划草案，计划资金总额不超6000万，参与本次持股计划员工总数不超过1000人，其中董事、监事、高管合计12人。计划委托北京协利投资管理合伙企业管理，全额认购协利增益1号证券投资基金于二级市场增持公司股票，且购买价格不高于18.37元/股。推行员工持股是支持公司长期稳定、健康发展的重要举措：第一、完善治理结构；第二、大范围实现利益绑定；第三、溢价增持彰显信心。

■ **计划推行门店证券化，盘活存量资产，增厚当期业绩。**公司计划以淮安店、济宁店、洛阳店、连云港店4家门店房产权及对应土地使用权（账面价值合计7.6亿）分别出资设立全资子公司，进行资产证券化，推动重资产向轻资产过度，出资价格预计不超30亿。公司门店总数超过12家，此次证券化4家门店，对公司长期发展具有显著意义：首先，门店资产证券化将推动公司向轻资产过度，盘活存量资产，加速资金回流，优化资产负债结构；第二、增厚当期业绩，轻资产运营改善未来盈利质量。

■ **意向收购利安人寿4.9%股权，拉开集团资产证券化序幕。**公司与雨润集团签署《股权合作意向书》，意向收购利安人寿4.9%股权。本次意向收购利安人寿股权，利于上市平台在商业基础上嫁接金融资产，助力店联网战略落地，本次收购若顺利进行，未来不排除继续收购利安人寿及其他金融资产的可能。雨润集团除金融资产外，还拥有物流、旅游、农产品等优质资产存在证券化可能，公司作为雨润集团优质A股上市平台，或将成为集团资产证券化平台。

■ **商业重估价值近240亿，携手战投加速转型布局万店联。**第一、资产重估价值丰厚。公司旗下经营商业资产价值优势显著，公司自有的已经经营商业面积近50万方，广泛分布于江苏所有核心城市的核心商圈，在建城市综合体总面积近300万平（商业80万方、地产220万方），经测算重估价值约240亿（考虑货币资金及有息负债），安全边际较高；第二、牵手中信加速转型。15年5月公司与中信并购基金签署《全面战略合作协议》，双方达成战略合作伙伴关系，中信并购基金将以资本为纽带，以其强大的资源整合能力协助公司共同打造新型商业模式，助力公司转型提速，拓展电商、互联网金融、云管理、泛娱乐等新兴产业，打开未来成长空间；第三、店联网战略正式推出，线上布局持续优化。公司13年开始发力线上业务，组建云中央电子商务公司和电子支付公司，引进电商团队，11月上线“云中央”，12月上线移动端APP。于15年6月公告开启店联网战略，构建“互联网+流通”的采购批发平台优润网、“互联网+便利”的社区综合服务平台优便利，打造2B2C/O2O全渠道流通平台，计划到今年底推进3000个社区店，覆盖南京800万用户，并向北上广深核心地区覆盖，二期将拓展至全江苏省，覆盖8000万人口；三期实现全国异地复制，打造全国线上线网融合的网络。

■ **上调盈利预测，维持买入-A评级。**我们测算本次门店证券化带来业绩增量约10亿，假设未来两年按照4家/年的频率来推进门店证券化，我们预计公司15-17年EPS为0.95元、0.98元、1.00元，当前股价对应PE为12倍、12倍、12倍。维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**资产收购具有不确定性；转型进展不达预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7,318.6	6,871.3	7,421.0	8,014.7	8,575.7
净利润	570.3	407.6	1,095.3	1,124.3	1,148.0
每股收益(元)	0.50	0.35	0.95	0.98	1.00
每股净资产(元)	1.13	1.46	2.50	3.21	3.91

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	21.6	30.2	11.2	10.9	10.7
市净率(倍)	9.5	7.3	4.3	3.3	2.7
净利率	7.8%	5.9%	14.8%	14.0%	13.4%
净资产收益率	43.9%	24.3%	38.2%	30.5%	25.6%
股息收益率	0.7%	1.2%	2.7%	2.4%	2.9%
ROIC	21.6%	9.0%	17.3%	15.6%	17.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

14.20元

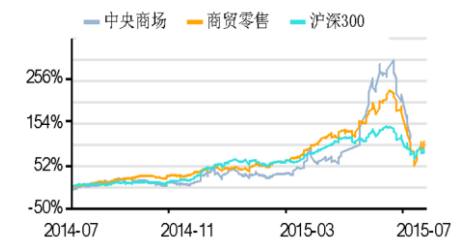
股价(2015-07-20)

10.71元

交易数据

总市值(百万元)	12,298.67
流通市值(百万元)	12,298.67
总股本(百万股)	1,148.33
流通股本(百万股)	1,148.33
12个月价格区间	9.80/40.46元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-61.76	-28.45	-93.18
绝对收益	-72.03	-36.44	-0.93

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

携手中信志四海，战略转型向远方	2015-05-29
牵手多方引战投，谋求转型谱新篇	2015-05-14
14年业绩下滑，风雨过后或现彩虹	2015-04-29

拟推行员工持股计划，改善公司治理结构。7月20日，公司公告第一期员工持股计划草案，计划资金总额不超6000万，参与本次持股计划员工总数不超过1000人，其中董事、监事、高管合计12人。计划委托北京协利投资管理合伙企业管理，全额认购协利增益1号证券投资基金于二级市场增持公司股票，且购买价格不高于18.37元/股。推行员工持股是支持公司长期稳定、健康发展的重要举措：**第一、完善治理结构。**员工持股将推动公司股权结构分散化，有利于长期上加强内部控制、健全规章制度和加强制度执行力；**第二、大范围实现利益绑定。**本次员工持股计划涉及面较广，包括核心管理团队及近千名员工，有利于统一公司业务骨干利益战线，调动核心员工工作积极性，进而激发起公司长期发展潜力；**第三、溢价增持彰显信心。**本次员工持股计划增持价格不高于18.37元/股（公司股票现价10.71元/股），较现价溢价80%，彰显公司管理层对企业未来发展的强劲信心。

计划推行门店证券化，盘活存量资产，增厚当期业绩。公司计划以淮安店、济宁店、洛阳店、连云港店4家门店房产权及对应土地使用权（账面价值合计7.6亿）分别出资设立全资子公司，进行资产证券化，推动重资产向轻资产过度，出资价格预计不超30亿。公司门店总数超过12家，此次拟证券化4家门店，对公司长期发展具有显著意义：**首先，门店资产证券化将推动公司向轻资产过度，盘活存量资产，加速资金回流，优化资产负债结构；第二、增厚当期业绩，轻资产运营改善未来盈利质量。**本次门店证券化将直接增厚公司当期业绩，且公司旗下经营商业资产价值优秀，广泛分布于江苏所有核心城市的核心商圈，价值相对优势显著，未来不排除将继续以其他门店进行证券化。增厚业绩的同时，将现金进行有效投资，从而实现盈利质量的改善。

表1：证券化门店信息

门店	省市	商圈	物业	建筑面积 (万㎡)
淮安店	江苏淮安	淮安广场	自有	5.6
连云港店	江苏连云港	连云港解放中路	自有	3.6
济宁店	山东济宁	济宁太白楼中路	自有	3.2
洛阳店	河南洛阳	洛阳中州路	自有	4.5

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

意向收购利安人寿4.9%股权，或将成为集团资产证券化平台。公司与雨润集团签署《股权合作意向书》，意向收购利安人寿4.9%股权。利安人寿（成立于11年7月14日，雨润集团持股20%为第一大股东）是由保监会批准设立的全国性人身保险公司，经营人寿保险、健康保险、意外伤害保险等人身保险业务。截至14年底，利安人寿在江苏、安徽、河南、北京设立了4家分公司，四川、山东分公司获准筹备，截止15年5月，实现营业收入62.5亿，净利润2.03亿。本次意向收购利安人寿4.9%股权，利于上市平台在商业基础上嫁接金融资产，助力店联网战略落地。若本次收购顺利完成，未来不排除继续收购利安人寿及其他金融资产的可能。公司背靠雨润集团，集团年销售超过1400亿，位列中国500强第112位，中国民营企业500强第8位，拥有食品、地产、商业、物流、旅游、金融及建筑七大产业，金融、物流、旅游、农产品等优质资产存在证券化可能，公司作为雨润集团优质A股上市平台，或将成为集团资产证券化平台。

商业重估价值近240亿，携手战投加速转型布局万店联。第一、资产重估价值丰厚。公司旗下经营商业资产价值优势显著，公司自有的已经经营商业面积近50万方，广泛分布于江苏所有核心城市的核心商圈，在建城市综合体总面积近300万平（商业80万方、地产

220 万方), 经测算重估价值约 240 亿(考虑货币资金及有息负债), 安全边际较高; **第二、牵手中信加速转型。**15 年 5 月公司与中信并购基金签署《全面战略合作协议》, 双方达成战略合作伙伴关系, 中信并购基金将以资本为纽带, 以其强大的资源整合能力协助公司共同打造新型的商业模式, 助力公司转型提速, 拓展电商、互联网金融、云管理、泛娱乐等新兴产业, 打开未来成长空间; **第三、店联网战略正式推出, 线上布局持续优化。**公司 13 年开始发力线上业务, 组建云中央电子商务公司和电子支付公司, 引进电商团队, 11 月上线“云中央”, 12 月上线移动端 APP。于 15 年 6 月公告开启店联网战略, 构建“互联网+流通”的采购批发平台优润网、“互联网+便利”的社区综合服务平台优便利, 打造 2B2C/O2O 全渠道流通平台, 计划到今年底推进 3000 个社区店, 覆盖南京 800 万用户, 并向北上广深核心地区覆盖, 二期将拓展至全江苏省, 覆盖 8000 万人口; 三期实现全国异地复制, 打造全国线上线下融合的网络。**店联网战略对公司长期发展具有显著意义:**一方面, 优润网搭建全国 B2B 采购供应链平台, 发挥雨润集团优势, 整合全国 B 端商户资源, 颠覆传统供应链体系, 未来演化互联网金融, 交易规模及盈利弹性空间打开; 另一方面, 优便利构建社区生活服务 O2O 平台, 独立开放运作, 仅雨润集团终端零售店超过 8600 家, 第三方开放平台终端零售总量有望短期突破 1 万家, 长期预期可覆盖全国近百万终端。未来公司或将拓展第三方支付牌照, 实现对交易流水大数据分析及资金沉淀, 打通 O2O 闭环, 实现盈利模式升级。

上调盈利预测, 维持买入-A 评级。公司自有物业价值丰厚, 重估价值近 240 亿, 依托门店优势, 推行门店证券化, 改善资产负债率、提升经营效率、增厚公司业绩; 推行员工持股改善公司治理结构、实现公司上下利益绑定, 助推公司长期发展; 作为雨润集团资产证券化平台, 本次收购利安人寿股权, 实现商业与金融资产结合, 助力店联网战略落地, 未来不排除集团金融、物流、旅游、农产品等优质资产依托公司平台实现证券化的可能。我们测算本次门店证券化带来业绩增量约 10 亿, 假设未来两年按照 4 家/年的频率来推进门店证券化, 我们预计公司 15-17 年 EPS 为 0.95 元、0.98 元、1.00 元, 当前股价对应 PE 为 12 倍、12 倍、12 倍。维持“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年07月21日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7,318.6	6,871.3	7,421.0	8,014.7	8,575.7	成长性					
减:营业成本	5,451.9	5,399.5	5,829.2	6,251.5	6,689.1	营业收入增长率	21.4%	-6.1%	8.0%	8.0%	7.0%
营业税费	207.6	109.0	117.7	160.6	148.0	营业利润增长率	622.1%	-39.3%	201.2%	1.7%	1.1%
销售费用	322.4	292.6	326.5	352.6	373.3	净利润增长率	882.6%	-28.5%	168.7%	2.7%	2.1%
管理费用	440.8	462.5	497.2	529.0	566.0	EBITDA 增长率	166.1%	-25.0%	144.8%	2.3%	1.7%
财务费用	133.5	162.5	296.8	312.6	325.9	EBIT 增长率	207.8%	-30.4%	171.1%	2.3%	1.7%
资产减值损失	-5.7	0.6	3.0	-0.7	1.0	NOPLAT 增长率	272.4%	-32.8%	187.6%	2.3%	1.7%
加:公允价值变动收益	13.3	10.2	66.4	22.1	-36.9	投资资本增长率	61.0%	50.1%	13.6%	-10.0%	12.4%
投资和汇兑收益	4.9	22.9	1,022.0	1,032.0	1,044.0	净资产增长率	66.0%	29.1%	70.7%	28.8%	21.6%
营业利润	786.4	477.7	1,438.9	1,463.3	1,479.7	利润率					
加:营业外净收支	-4.7	100.3	27.7	41.1	56.4	毛利率	25.5%	21.4%	21.5%	22.0%	22.0%
利润总额	781.6	578.0	1,466.6	1,504.4	1,536.1	营业利润率	10.7%	7.0%	19.4%	18.3%	17.3%
减:所得税	209.3	169.3	366.7	376.1	384.0	净利润率	7.8%	5.9%	14.8%	14.0%	13.4%
净利润	570.3	407.6	1,095.3	1,124.3	1,148.0	EBITDA/营业收入	13.8%	11.0%	24.9%	23.6%	22.4%
						EBIT/营业收入	12.6%	9.3%	23.4%	22.2%	21.1%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	90	113	106	95	86
货币资金	1,351.2	1,404.0	1,335.8	1,442.6	1,543.6	流动营业资本周转天数	112	216	285	270	257
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	331	458	506	488	477
应收帐款	136.6	138.1	179.9	152.1	209.3	应收帐款周转天数	8	7	8	7	8
应收票据	-	0.2	0.9	0.4	0.4	存货周转天数	235	355	408	398	385
预付帐款	338.3	217.8	365.1	229.6	439.3	总资产周转天数	463	621	662	630	609
存货	5,226.6	8,322.7	8,517.2	9,195.2	9,158.6	投资资本周转天数	200	328	390	364	343
其他流动资产	92.6	244.5	140.7	159.3	181.5	投资回报率					
可供出售金融资产	16.1	29.7	20.8	22.2	24.2	ROE	43.9%	24.3%	38.2%	30.5%	25.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.6%	3.0%	8.0%	7.9%	7.9%
长期股权投资	44.9	16.5	16.5	16.5	16.5	ROIC	21.6%	9.0%	17.3%	15.6%	17.6%
投资性房地产	333.3	404.4	444.8	489.3	538.2	费用率					
固定资产	2,079.0	2,228.7	2,154.4	2,069.2	2,011.4	销售费用率	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
在建工程	67.4	76.8	76.8	76.8	76.8	管理费用率	6.0%	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%
无形资产	235.4	233.7	244.2	254.0	262.9	财务费用率	1.8%	2.4%	4.0%	3.9%	3.8%
其他非流动资产	218.1	246.7	232.6	216.4	204.9	三费/营业收入	12.3%	13.4%	15.1%	14.9%	14.8%
资产总额	10,139.5	13,563.9	13,729.8	14,323.6	14,667.7	偿债能力					
短期债务	3,657.7	5,174.6	5,519.7	5,879.8	6,149.1	资产负债率	87.1%	87.6%	79.0%	74.1%	69.3%
应付帐款	1,366.1	1,450.4	1,325.3	1,688.9	1,610.9	负债权益比	676.3%	704.7%	377.3%	286.5%	225.4%
应付票据	98.0	173.8	164.2	199.6	171.7	流动比率	1.07	1.14	1.24	1.10	1.18
其他流动负债	1,533.6	2,270.5	1,484.5	2,428.2	1,802.5	速动比率	0.29	0.22	0.24	0.19	0.24
长期借款	1,768.4	2,370.6	1,942.6	-	-	利息保障倍数	6.89	3.94	5.85	5.68	5.54
其他非流动负债	409.6	438.3	416.8	421.6	425.6	分红指标					
负债总额	8,833.4	11,878.3	10,853.0	10,618.1	10,159.8	DPS(元)	0.08	0.13	0.29	0.26	0.31
少数股东权益	5.9	7.0	11.4	15.4	19.5	分红比率	15.1%	35.2%	30.0%	26.8%	30.6%
股本	574.2	574.2	1,148.4	1,148.4	1,148.4	股息收益率	0.7%	1.2%	2.7%	2.4%	2.9%
留存收益	726.1	958.7	1,717.0	2,541.8	3,340.0						
股东权益	1,306.1	1,685.7	2,876.8	3,705.6	4,507.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.50	0.35	0.95	0.98	1.00
净利润	572.4	408.7	1,095.3	1,124.3	1,148.0	BVPS(元)	1.13	1.46	2.50	3.21	3.91
加:折旧和摊销	92.3	125.7	113.8	115.5	118.8	PE(X)	21.6	30.2	11.2	10.9	10.7
资产减值准备	-5.7	0.6	-	-	-	PB(X)	9.5	7.3	4.3	3.3	2.7
公允价值变动损失	-13.3	-10.2	66.4	22.1	-36.9	P/FCF	-63.2	63.4	-83.9	28.5	25.3
财务费用	111.2	137.3	296.8	312.6	325.9	P/S	1.7	1.8	1.7	1.5	1.4
投资损失	-4.9	-22.9	-1,022.0	-1,032.0	-1,044.0	EV/EBITDA	11.0	18.7	9.7	8.6	8.5
少数股东损益	2.1	1.1	4.7	4.0	4.0	CAGR(%)	25.4%	41.3%	166.1%	25.4%	41.3%
营运资金的变动	-1,651.0	-2,423.3	-1,135.5	775.1	-955.5	PEG	0.8	0.7	0.1	0.4	0.3
经营活动产生现金流量	-734.0	-1,754.9	-580.5	1,321.6	-439.7	ROIC/WACC	3.0	1.2	2.4	2.1	2.4
投资活动产生现金流量	-391.6	-177.7	940.4	946.1	923.0	REP	0.7	1.5	0.9	1.0	0.8
融资活动产生现金流量	927.9	1,588.7	-428.0	-2,160.9	-382.4						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘章明声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

