

经营承压加大门店调整, 推进收购助力双主业落地

■**经营承压, 15H1 归母净利润同比下降 13.78%。**公司发布半年报, 15H1 实现营收 14.02 亿元, 同比下降 17.8% (15Q1 营收 7.57 亿元, -17.65%YOY); 归母净利润 1.11 亿元, 同比下降 13.78% (15Q1 归母净利润 0.64 亿元, -14.71%YOY); EPS0.31 元, 符合预期。公司营收及净利润下降主因正佳商店、佛山商店调整, 传统商业经营承压所致。

■**门店调整, 15H1 营收同比下降 17.8%。**15H1 实现营收 14.02 亿元, 同比下降 17.8% (15Q1 营收 7.57 亿元, -17.65%YOY), 营收下降主因正佳店于 14 年 10 月迁移新址 (经营面积由 3 万平降至 1.6 万平)、佛山店处于诉讼停业 (未来开业前景不甚乐观所致) 等方面原因所致, 如剔除正佳店、佛山店的不可比因素, 广州市内四家门店销售均实现销售基本持平或正增长。分地区来看, 公司业务开展仍以广州为核心, 15H1 广州地区门店贡献营收 12.25 亿 (占商业营收 96%), 同比下降 18.55%, 其他地区门店贡献营收 0.51 亿 (占商业营收 4%), 同比下降 26.4%。

■**加强物业管控, 提升经营效率, 盈利能力有所增强。**15H1 毛利率 25.52%, 同比增加 1.55 个百分点, 毛利率增加主要系公司加强物业经营、创新资金运营所致。15H1 期间费用率 13.21%, 同比增加 0.45 个百分点, 其中销售费用率 12.74%, 同比减少 0.31 个百分点, 主要系佛山店暂停经营、正佳店经营面积减半以及加大成本费用控制力度所致; 财务费用率 -0.95%, 同比增加 0.56 个百分点, 主要系本期加大理财投资力度, 定期存款额度同比下降, 利息收入相应减少; 管理费用率 1.42%, 同比增加 0.20 个百分点。受益毛利率提升, 公司盈利能力有所增强, 15H1 实现净利率 7.91%, 同比增加 0.37 个百分点。

■**夯实商业发展基础, 推进金融资产注入。第一、商业方面, 加大门店调整力度, 夯实商业发展基础。**据联商网的统计显示, 上半年国内百货关店 25 家, 超过了去年全年的 23 家关店数量, 商业经营持续承压, 对此公司积极应对、迎接挑战。时代店加大商品品类调整力度, 充实食品、日用品、烟酒等刚需类商品的经营。国金店未来将缩减百货经营面积, 围绕商务加生活主题, 增加餐饮和生活零售配套业态, 由越秀房托负责运营管理。南宁店实施跨界合作, 引入国美电器经营, 丰富商店客流结构、提升门店坪效产出。正佳店未来将定位购物中心业态, 扩充门店经营面积, 预计未来新增经营面积达 2000 平方米; **第二、金融方面, 推进越秀金控资产注入, 实现业务协同发展。**14 年 12 月公司定增收购越秀金控 100% 股权, 但由于股灾效应, 公司收购越秀金控事项进展有所放缓, 目前修改后材料已提交证监会, 力争在年内完成收购事宜。越秀金控作为金融控股型企业, 目前已经拥有五张金融牌照, 初步形成了以证券、租赁为核心的多元化非银行金融控股集团格局, 在越秀金控母公司越秀集团完成香港创兴银行收购后, 越秀金融板块只差保险牌照就能实现金融全牌照运营目标。公司未来伴随收购完成, 将开启“商业+金融”双主业运营模式, 商业提供丰富现金流 (截至 15H1, 公司账面货币资金达 13.83 亿)、支撑金融业务发展, 金融提供多元化融资渠道、反哺商业, 最终实现商业与金融双轮驱动、协同发展目标。

■**维持盈利预测, 维持增持-A 评级。**考虑定增后的股本摊薄及金融业务贡献业绩增量, 公司 15-17 年 EPS 为 0.67 元、0.73 元、0.79 元, 对应 PE 为 38 倍、35 倍、32 倍。

■**风险提示:** 收购进展不达预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,092.1	3,362.6	5,679.0	5,943.0	6,235.4
净利润	308.9	262.7	956.7	1,036.2	1,127.5
每股收益(元)	0.86	0.73	0.67	0.73	0.79
每股净资产(元)	5.82	6.06	8.70	9.00	9.33
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	29.4	34.5	37.6	34.7	31.9
市净率(倍)	4.3	4.2	2.9	2.8	2.7
净利润率	7.5%	7.8%	16.8%	17.4%	18.1%
净资产收益率	14.8%	12.1%	7.7%	8.1%	8.5%
股息收益率	2.0%	2.0%	1.5%	1.8%	2.0%
ROIC	-27.0%	-55.5%	298.4%	-68.2%	-262.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

维持评级

6 个月目标价

29.00 元

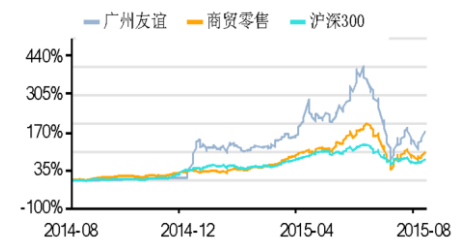
股价 (2015-08-11)

25.27 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,070.87
流通市值 (百万元)	9,063.52
总股本 (百万股)	358.96
流通股本 (百万股)	358.67
12 个月价格区间	9.22/46.70 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	31.29	-4.71	84.62
绝对收益	30.32	-18.01	156.55

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

门店调整致营收下滑, 关注金融资产注入进度	2015-04-30
广州友谊: 下半年业绩略低于预期:——2009 年年报点评	2010-03-29
广州友谊: 第三季销售增长殊无惊喜:——广州友谊三季报点评	2009-10-26

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月11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	4,092.1	3,362.6	5,679.0	5,943.0	6,235.4	成长性					
减:营业成本	3,191.6	2,557.9	3,631.0	3,721.0	3,831.0	营业收入增长率	-8.3%	-17.8%	68.9%	4.6%	4.9%
营业税费	54.5	49.0	75.8	81.7	86.6	营业利润增长率	-19.2%	-14.5%	259.9%	8.4%	8.9%
销售费用	472.0	449.5	647.6	719.2	766.4	净利润增长率	-19.1%	-15.0%	264.2%	8.3%	8.8%
管理费用	50.6	57.7	102.3	94.2	106.0	EBITDA 增长率	-21.4%	-13.8%	287.6%	8.5%	9.1%
财务费用	-49.3	-39.8	-	-	-	EBIT 增长率	-22.5%	-13.8%	305.7%	8.4%	8.9%
资产减值损失	-	1.2	0.5	0.5	0.7	NOPLAT 增长率	-22.2%	-13.8%	310.6%	8.4%	8.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-58.1%	-176.4%	-574.2%	-71.7%	232.6%
投资和汇兑收益	40.3	66.1	49.9	52.1	56.0	净资产增长率	6.6%	4.0%	469.0%	3.5%	3.6%
营业利润	413.0	353.3	1,271.7	1,378.5	1,500.7	利润率					
加:营业外净收支	3.8	1.2	3.7	2.9	2.6	毛利率	22.0%	23.9%	36.1%	37.4%	38.6%
利润总额	416.9	354.6	1,275.4	1,381.4	1,503.3	营业利润率	10.1%	10.5%	22.4%	23.2%	24.1%
减:所得税	108.1	91.8	318.9	345.4	375.8	净利润率	7.5%	7.8%	16.8%	17.4%	18.1%
净利润	308.9	262.7	956.7	1,036.2	1,127.5	EBITDA/营业收入	9.5%	9.9%	22.8%	23.6%	24.5%
						EBIT/营业收入	8.9%	9.3%	22.4%	23.2%	24.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	14	16	9	8	8
						流动营业资本周转天数	-90	-39	-47	-67	-62
						流动资产周转天数	269	303	545	861	853
						应收账款周转天数	4	6	5	5	5
						存货周转天数	17	17	14	14	14
						总资产周转天数	315	378	585	890	880
						投资资本周转天数	-62	-5	-38	-59	-54
						投资回报率					
						ROE	14.8%	12.1%	7.7%	8.1%	8.5%
						ROA	8.6%	7.6%	6.4%	7.2%	7.0%
						ROIC	-27.0%	-55.5%	298.4%	-68.2%	-262.2%
						费用率					
						销售费用率	11.5%	13.4%	11.4%	12.1%	12.3%
						管理费用率	1.2%	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%
						财务费用率	-1.2%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	11.6%	13.9%	13.2%	13.7%	14.0%
						偿债能力					
						资产负债率	42.0%	36.9%	17.6%	10.7%	17.7%
						负债权益比	72.5%	58.4%	21.4%	12.0%	21.5%
						流动比率	1.98	2.12	5.51	9.06	5.50
						速动比率	1.85	2.01	5.40	8.96	5.39
						利息保障倍数	-7.37	-7.87			
						分红指标					
						DPS(元)	0.50	0.50	0.39	0.45	0.50
						分红比率	58.1%	68.3%	57.8%	61.4%	62.5%
						股息收益率	2.0%	2.0%	1.5%	1.8%	2.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	308.8	262.7	956.7	1,036.2	1,127.5	EPS(元)	0.86	0.73	0.67	0.73	0.79
加:折旧和摊销	124.0	54.3	20.6	23.1	28.0	BVPS(元)	5.82	6.06	8.70	9.00	9.33
资产减值准备	-	1.2	-	-	-	PE(X)	29.4	34.5	37.6	34.7	31.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	4.2	2.9	2.8	2.7
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	-33.6	-19.1	12.9	-710.9	16.9
投资损失	-40.3	-66.1	-49.9	-52.1	-56.0	P/S	2.2	2.7	6.3	6.1	5.8
少数股东损益	-0.1	-	-0.1	-0.1	-	EV/EBITDA	2.4	16.2	17.1	16.2	13.9
营运资金的变动	-305.6	-1,064.4	1,867.8	-1,037.3	1,062.8	CAGR(%)	49.7%	62.5%	35.9%	49.7%	62.5%
经营活动产生现金流量	319.6	56.8	2,795.1	-30.2	2,162.2	PEG	0.6	0.6	1.0	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-499.0	-985.8	252.1	-1.6	-28.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-179.5	-179.5	9,246.2	-602.7	-660.0	REP					

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

