

兰州民百(600738)

——塞上商业百货明珠

研究报告

公司介绍

兰州民百(集团)股份有限公司是 1992 年经兰州市人民政府兰政批准,在原兰州民主西路百货大楼整体改制的基础上,由原兰州民主西路百货大楼、兰州第三产业集团公司和南京呈元建筑装饰有限公司等三家发起人发起,以定向募集方式设立的股份有限公司,1996 年在上海证券交易所上市交易。由于公司在 2001 年、2002 年出现了亏损,2003 年引入了浙江红楼集团,目前公司第一大股东是红楼集团有限公司,持股比例为 24.64%。

预计 2010 年净利润同比增长 30%

公司的主营业收入来自百货、超市和酒店等。1-9 月公司营业收入 6.52 亿元,同比增长 22.6%;归属于上市公司股东的净利润 2815 万元,同比增长 27.61%,每股收益 0.107 元。第三季度营业收入 2.14 亿元,同比增长 28.1%,净利润 557.7 万元,同比下降 22.19%,每股收益 0.021 元。第三季度公司的净利润增速低于营业收入的增长,主要是由于销售费用和管理费用比去年同期增长了 47.8%,而投资收益和营业外收入减少了。公司整体处置了民百大楼,确认亏损 1130 万元,实现公司资产结构调整目标。亚欧大酒店 2010 年 5 月 1 日开业,毗邻中心黄金商圈-张掖路步行街,客房 139 间,酒店收入将成为公司新的利润的增长点。公司主营业务增长稳定,预计 2010 年公司净利润同比增长 30%左右。

亚欧商厦是公司收入主要来源

1992 年,兰州民百(集团)开始投资兴建西北最大的综合性商厦——亚欧商厦,亚欧商厦被美誉为“陇原商厦第一楼”。亚欧商厦占地面积 1.36 公顷,设计为 11 层,建筑面积达 8 万余平方米,营业面积 3.6 万平方米。亚欧商厦在西北地区百货零售行业中创造了许多令人瞩目的成绩:亚欧商厦开业不到三个月,销售就突破亿元大关,创造了西北商界的一项纪录。

兰州是西北地区的要塞,零售业竞争激烈,西单商场、新世界、王府井、百盛等大型的百货公司进驻兰州,抢占零售市场份额。兰州现已形成了主要的三大商圈:西关商圈、东方红广场商圈和南关商圈。西关商圈以亚欧商厦为代表,东方红广场以国芳百货为主,南关商圈以南

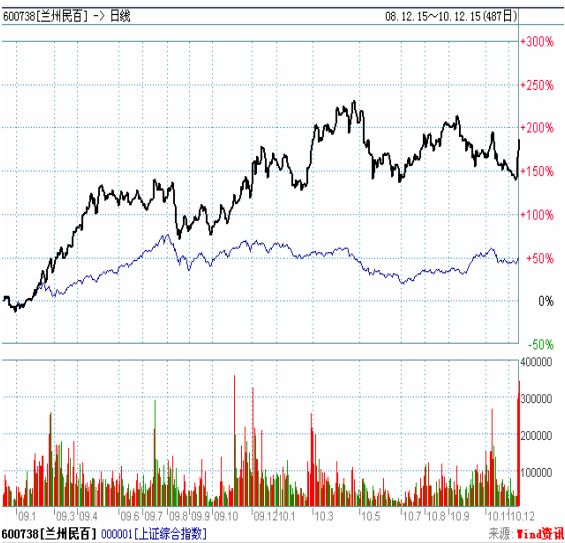
沪市主板 商业贸易- 百货	收盘价	9.42 元
	总市值	24.7 亿元
	流通市值	20.8 亿元
	主要股东	红楼集团(24.64%)

表 1 基础数据(百万)

	2008	2009	1H2010	2010Q3
收入	622	729	437	652
同比增速	13.79	17.05	20.02	22.6
毛利率	24.05	21.77	21.39	21.89
净利率	4.47	3.38	5.16	4.32
净利	27.8	24.6	22.5	28.1
同比增速	78.59	-11.3	51.58	27.61
销售费率	5.68	5.15	4.24	5.35
管理费费率	9.49	8.07	7.17	7.64
财务费率	4.31	2.16	0.87	1.1
EPS	0.1	0.09	0.086	0.107
PE	PB	PS	总股本	流通盘
52	6.3	2.85	2.63	20.8

资料来源:国信证券泰九投资研究中心

图 1: 行情走势图



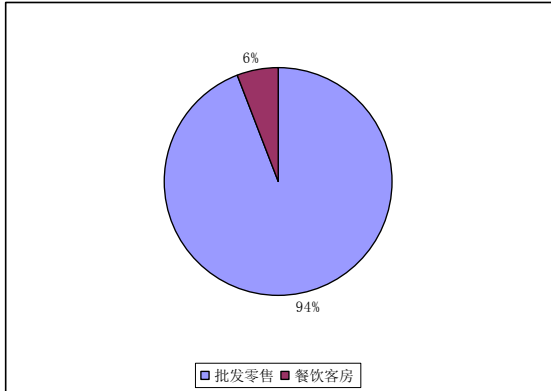
关百货大楼为中心。

亚欧商厦地处西关商圈，毗邻张掖路商业步行街，是兰州民百的主要收入来源，销售额所占比重为 85-90%。亚欧商厦在兰州的定位在中高端，2010 年引入 OMEGA、TOMMY HILFIGER，已经拥有了十多个知名品牌。良好的购物环境吸引了众多白领的消费。

红楼时代广场项目

公司通过将浙江富春江旅游公司36.2%的股权置换兰州红楼房地产的股权，并最终获得兰州红楼房地产的100%的股权。红楼时代广场位于南关什字东南角，属于南关商圈，是兰百大楼旧址新建项目。已全面通过市政府相关规划审核，规划建筑设计方案初步通过，项目规划总占地面积9578平方米，总建筑面积为建筑规模127552.6平方米，容积率11.1，建筑密度40%，绿地率25%，预计总投资5-6亿元。建筑主体高246.2 米，55 层：地下3层为汽车库，地下2层为设备用房，地下1层为商场、桑拿、自行车库，裙楼1-7层为商场，8-9层为餐饮区，10层为游泳、足浴、健身区，11—14层为酒店区，15层为KTV，16层为棋牌室，17层以上则以酒店和办公为主，54-55层为高层观光区，是集商场、餐饮娱乐、宾馆及办公为一体的综合性大厦。项目建成后将成为兰州市乃至甘肃省商业地标性建筑，该项目预计2011年动工。

图 2：兰州民百业务构成



资料来源：公司公告 国信证券泰九投资研究中心

受让兰州银行 2500 万股

兰州民百拟受让兰州市国有资产经营有限公司持有的兰州银行 2500 万股股份，受让股价为 2.38 元/股，总计 5950 万元。兰州银行是在原兰州市 56 家城市信用社基础上进行股份制改造和资产重组，1998 年 8 月更名为兰州市商业银行。2008 年 6 月 23 日正式更名为兰州银行。兰州银行 2009 年度总资产为 440 亿元，总股本为 19.68 亿元，净资产 24.9 亿元, 净利润：1.63 亿元，净资产收益率 7.90%，每股收益：0.11 元。每股净资产为 1.62 元。兰州银行上市正在计划进行中，如果兰州银行上市成功，假设 PB 给 2.5 倍，则每股合计 4 元，兰州银行股权投资收益将达到 68.06%，约增厚每股收益 0.15 元。

期间费用呈下降趋势 但管理费用率偏高

红楼集团入主后，公司的各项业务取得了明显的进展。2008年期间费用率为19.48%，2009年为15.38%，2010年三季度下降到14.09%。公司的管理费用率偏高，三季度末达到7.64%，高于行业的平均水平。公司未来将整合资源、优化结构来提升管理水平和经营效率。

估值分析及投资建议

公司是兰州的百货龙头之一，亚欧酒店开业、红楼时代广场项目均是公司未来利润新的增长点。国家对西部地区政策的特殊扶持及大股东红楼集团的支持，我们预计 2011 年公司业绩将有明显改善，预期 2010 年、2011 年和 2012 年公司的每股收益分别为 0.122 元、0.18 元和 0.22 元，对应的 2010 年、2011 年和 2012 年的 PE 分别为 77X、52X 和 42X，考虑到公司未来业绩改善明显，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示

- 宏观经济风险
- 红楼时代广场项目未能按计划顺利进行

表 2：盈利预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	729	904	1112	1401
收入增速	17.05%	24.00%	23.00%	26.00%
营业成本	570	709	872	1110
营业税金及附加	10	11	14	18
销售费用	38	50	61	77
管理费用	59	70	85	105
财务费用	16	7	15	12
销售费用率	5.15%	5.50%	5.50%	5.50%
管理费用率	8.07%	7.70%	7.60%	7.50%
财务费用率	2.16%	0.77%	1.35%	0.86%
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	0	-11	1	0
营业利润	37	46	66	79
营业外净收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	34	43	63	76
所得税费用	9	11	16	19
所得税率	27.00%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	25	32	47	57
净利润增速	-11.33%	30.00%	46.88%	21.28%
EPS	0.09	0.12	0.18	0.22
PE	104	77	52	42

资料来源：招股说明书、国信证券泰九投资研究中心

表 3:财务预测

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	194	186	165	178	营业收入	729	904	1112	1401
应收款项	6	7	9	12	营业成本	570	709	872	1110
存货净额	35	43	65	75	营业税金及附加	10	11	14	18
其他流动资产	2	2	3	3	销售费用	38	50	61	77
流动资产合计	237	238	242	268	管理费用	59	70	85	105
固定资产	459	367	470	563	财务费用	16	7	15	12

无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)
					资产减值及公允价				
投资性房地产	66	66	66	66	值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	172	198	225	252	其他收入	0	(11)	1	0
资产总计	933	869	1003	1149	营业利润	37	46	66	79
短期借款及交易性金									
融负债	180	0	0	0	营业外净收支	(3)	(3)	(3)	(3)
应付款项	65	79	97	122	利润总额	34	43	63	76
其他流动负债	262	319	391	493	所得税费用	9	11	16	19
流动负债合计	507	398	489	615	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
					归属于母公司净利				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	润	25	32	47	57
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	2	2	2	2	现金流（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	509	400	491	617	净利润	25	32	47	57
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	(0)	0	0
股东权益	424	469	512	532	折旧摊销	48	75	92	128
负债和股东权益总计	933	869	1003	1149	公允价值变动损失	0	11	0	0
					财务费用	16	7	15	12
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	91	472	692	943
每股收益	0.09	0.12	0.18	0.22	其它	0	1	1	1
每股红利	0.05	0.12	0.17	0.21	经营活动现金流	163	590	831	1128
每股净资产	1.61	1.78	1.95	2.02	资本开支	(41)	0	(129)	(129)
ROIC	8%	13%	13%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	7%	9%	11%	投资活动现金流	(68)	0	(129)	(129)
毛利率	22%	22%	22%	21%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(14)	(30)	(45)	(54)
收入增长	17%	24%	23%	26%	其它融资现金流	(26)	(202)	(156)	(161)
净利润增长率	-11%	30%	47%	21%	融资活动现金流	(53)	(232)	(201)	(215)
资产负债率	55%	46%	49%	54%	现金净变动	42	(8)	(21)	13
					货币资金的期初余				
息率	0.5%	1.2%	1.8%	2.1%	额	151	194	186	165
					货币资金的期末余				
P/E	103.3	79.5	53.9	44.1	额	194	186	165	178
P/B	6.0	5.4	5.0	4.8	企业自由现金流	150	467	716	1010
EV/EBITDA	30.5	21.2	17.6	14.5	权益自由现金流	124	634	1025	1409

资料来源：招股说明书、国信证券泰九投资研究中心。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，国信证券股份有限公司不对投资者买卖有

关公司股份而产生的盈亏承担责任。本公司的销售人员，交易人员和其它专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。本报告的版权归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

公司投资评级说明

买入 (Buy)

预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有 (Hold)

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 (Sell)

预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

行业投资评级说明

买入 (Buy)

预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有 (Hold)

预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出 (Sell)

预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。