

市场控制力强，毛利率逆势上升

报告关键点：

- 看好公司长期发展前景，随着新大新和相关电器业务的收购，市区和郊县的控制力不断增强。
- 未来两年销售增速13.5%左右，EPS分别为1.03元和1.25元。维持增持—A的投资评级。

报告摘要：

- 一、一季度，广百实现收入9.46亿元，同比下滑2%，净利润5023万元，同比上升3.6%。每股收益0.31元。考虑到08年南方遭受罕见的冰冻雪灾，导致御寒衣物的畅销，抬高了基数，因此，略有下滑基本在预期之内。一季度销售增长的低点。
- 一、一季度毛利率逆势上升，同比提高了1.56个百分点。这表明，作为具有相当强的区域控制力的百货公司，在“客流和销售都非常正常”的情况下，公司并没有采取超以往的促销措施；同时，托管和收购新大新后，公司市内网点达到11家，遍布各个商圈，对整个市场的控制力更强，一方面在与品牌商的谈判中处于优势地位，另一方面，广州整体零售市场竞争趋于缓和，这也保证了公司可以维持较高的毛利率水平。
- 我们注意到，08年二季度的淡季期间，公司净利润达到4222万元，同比增长65%，主要原因在于销售费用的大幅下滑。这使今年二季度利润基数偏高。因此，公司在季报中称“归属于母公司所有者的净利润比上年同期下降幅度小于30%”。同时，由于09年一季度费用较低，二季度的费用压力较大（包括人力成本压力），因此二季度盈利增长将受到影响。
- 电器业务将进一步整合。广百集团持有的广州华宇声电器、华宇力五金交电两家家电销售企业的股权已经在广州产权交易所拍卖。底价分别为145万元、197万元。尽管收购短期内对公司利润贡献不大，但公司作为广州唯一中标的家电下乡的百货渠道，对其门店在二三级城市的扩展、品牌美誉度和市场控制力起着积极作用。
- 我们对全年的盈利增长依然乐观，主要原因在于08年下半年的销售增速已经下滑到10%左右，基数较低。由于新大新并表时间的不确定性，我们没有将新大新并表的增长计算在内。预计公司2009、2010的收入增速均在13-14%之间。收入增长的主要来源是08年9月底开业的佳润广场、天河城和新一城这两家成长期门店依旧将保持20%左右的增速。棠溪店的扩店也将带来爆发性增长（门店收入预测详见3月9日的报告）。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,805.1	3,232.4	3,670.1	4,162.6	4,635.3
Growth(%)	37.8%	15.2%	13.5%	13.4%	11.4%
净利润	109.7	142.0	164.1	199.2	224.3
Growth(%)	52.3%	29.4%	15.5%	21.4%	12.6%
毛利率(%)	22.6%	21.9%	22.0%	22.1%	22.1%
净利润率(%)	3.9%	4.4%	4.5%	4.8%	4.8%
每股收益(元)	0.69	0.89	1.03	1.25	1.40
每股净资产(元)	5.19	5.79	6.63	7.66	8.82
市盈率	29.0	22.4	19.4	16.0	14.2
市净率	3.8	3.4	3.0	2.6	2.3
净资产收益率(%)	13.6%	15.7%	15.9%	16.7%	16.3%
ROIC(%)	-189.9%	356.6%	39.9%	24.8%	27.9%
EV/EBITDA	14.2	13.6	10.4	8.3	7.0
股息收益率	1.1%	1.5%	1.0%	1.3%	1.4%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **26.00 元**

期限： 6个月 上次预测： 23.00 元

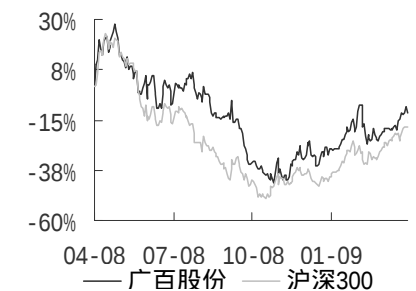
现价： 22.28 元

报告日期： **2009-04-20**

市场数据

总市值(百万元)	3,564.80
流通市值(百万元)	1,292.24
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	58.00
12个月最高/最低	13.92/33.97 元
十大流通股东(%)	49.96%
股东户数	11,801

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.79)	(10.42)	5.84
绝对收益	10.12	22.26	(12.05)

研究员

吴美萍
高级行业分析师

021-68765936

wump@essence.com.cn

前期研究成果

广百股份：积极进取的区域百货龙头

2009-03-09

广百股份：内生增长显著 外延扩张空间大

2007-11-15

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-3-2**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,805.1	3,232.4	3,670.1	4,162.6	4,635.3	成长性					
减: 营业成本	2,170.2	2,524.8	2,863.0	3,244.7	3,613.2	营业收入增长率	37.8%	15.2%	13.5%	13.4%	11.4%
营业税费	35.8	39.5	44.8	50.8	56.6	营业利润增长率	35.3%	33.1%	15.6%	21.3%	12.5%
销售费用	363.5	400.2	423.5	476.6	528.4	净利润增长率	52.3%	29.4%	15.5%	21.4%	12.6%
管理费用	86.7	90.8	96.5	108.6	120.5	EBITDA 增长率	35.1%	17.4%	44.0%	18.6%	11.8%
财务费用	9.1	6.2	7.5	8.1	8.5	EBIT 增长率	32.3%	18.7%	31.5%	20.9%	12.3%
资产减值损失	-0.3	-0.1	9.3	0.2	0.3	NOPLAT 增长率	55.1%	24.4%	14.7%	21.0%	12.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-166.3%	925.2%	94.7%	-0.3%	0.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	176.5%	11.5%	14.6%	15.5%	15.1%
营业利润	146.4	195.0	225.4	273.5	307.8	利润率					
加: 营业外净收支	4.2	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	毛利率	22.6%	21.9%	22.0%	22.1%	22.1%
利润总额	150.7	194.0	224.4	272.5	306.8	营业利润率	5.2%	6.0%	6.1%	6.6%	6.6%
减: 所得税	37.8	48.6	56.1	68.1	76.7	净利率	3.9%	4.4%	4.5%	4.8%	4.8%
净利润	109.7	142.0	164.1	199.2	224.3	EBITDA/营业收入	6.1%	6.2%	7.8%	8.2%	8.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	5.3%	5.5%	6.3%	6.8%	6.8%
货币资金	666.1	377.8	388.7	590.0	804.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	49	83	95	84	78
应收帐款	103.3	169.4	211.2	239.5	266.7	流动营业资本周转天数	-60	-64	-40	-18	-19
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	89	90	70	75	87
预付帐款	89.0	44.2	47.0	50.3	53.9	应收帐款周转天数	2	2	3	5	5
存货	82.1	87.7	94.1	106.7	118.8	存货周转天数	9	10	9	9	9
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	164	195	184	177	181
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-1	27	63	73	66
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	21.0	4.5	4.5	4.5	4.5	ROE	13.6%	15.7%	15.9%	16.7%	16.3%
投资性房地产	48.9	47.3	47.3	47.3	47.3	ROA	6.8%	7.9%	8.8%	9.4%	9.3%
固定资产	501.5	981.5	965.0	987.8	1,018.7	ROIC	-189.9%	356.6%	39.9%	24.8%	27.9%
在建工程	-	-	11.0	18.2	21.6	费用率					
无形资产	63.2	64.9	60.7	56.7	53.0	销售费用率	13.0%	12.4%	11.5%	11.5%	11.4%
其他非流动资产	74.1	68.3	78.0	83.8	89.9	管理费用率	3.1%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%
资产总额	1,649.2	1,845.4	1,907.5	2,184.8	2,478.8	财务费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	16.4%	15.4%	14.4%	14.3%	14.2%
应付帐款	683.8	841.4	800.1	906.7	1,009.7	偿债能力					
应付票据	102.8	35.9	41.6	47.1	52.5	资产负债率	49.7%	49.8%	44.4%	43.9%	43.1%
其他流动负债	30.7	36.5	56.0	61.3	67.3	负债权益比	98.6%	99.3%	79.7%	78.2%	75.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.15	0.74	0.88	1.03	1.17
其他非流动负债	1.7	5.7	4.0	4.0	4.0	速动比率	1.05	0.65	0.77	0.92	1.06
负债总额	819.0	919.5	846.1	958.8	1,067.6	利息保障倍数	16.48	28.43	31.06	34.76	37.21
少数股东权益	10.2	11.9	16.1	21.2	27.0	分红指标					
股本	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	DPS(元)	0.21	0.30	0.21	0.25	0.28
留存收益	660.0	754.1	885.3	1,044.7	1,224.2	分红比率	30.6%	33.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	830.2	925.9	1,061.4	1,225.9	1,411.2	股息收益率	1.1%	1.5%	1.0%	1.3%	1.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	112.9	145.4	164.1	199.2	224.3	EPS(元)	0.69	0.89	1.03	1.25	1.40
加: 折旧和摊销	42.0	46.3	54.0	58.6	64.2	BVPS(元)	5.19	5.79	6.63	7.66	8.82
资产减值准备	-0.3	-0.1	9.3	0.2	0.3	PE(X)	29.0	22.4	19.4	16.0	14.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.4	3.0	2.6	2.3
财务费用	-	1.1	-	7.5	8.1	P/FCF	1,052.0	-12.7	-12.8	15.7	14.4
投资收益	-6.3	-24.1	-	-	-	P/S	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	3.1	3.4	4.2	5.1	5.8	EV/EBITDA	14.2	13.6	10.4	8.3	7.0
营运资金的变动	121.9	126.7	-71.8	68.3	65.8	CAGR(%)	21.9%	16.5%	14.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	278.6	290.4	167.3	339.6	368.9	PEG	1.3	1.4	1.3	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-264.4	-529.0	-60.1	-85.1	-95.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	411.4	-49.7	-	-	-	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

吴美萍，零售、家电行业高级研究员，CPA，毕业于上海财经大学，经济学硕士。2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

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；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

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

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: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034