

广百股份 (002187) 百货商店

—寻求外延扩张的广州零售巨头

投资评级 谨慎推荐 公司评级 A 收盘价 26.81 元

投资要点:

- 广百股份现有门店9家（不含湛江店），收购新大新后增加5家门店，总共自营门店14家，经营面积约28万平米，其中自有物业约11万平米，租赁物业17万平米，占比60.7%。预计2009年下半年公司将有两家门店开业，届时门店数量将达到16家，公司另有三家加盟门店，但对公司利润贡献很小。公司门店11家分布在广州市，3家在广东省内。
- 一季度受经济危机影响广百股份销售收入同比下滑2.02%，由于毛利率上升和期间费用率的下降，归属于母公司净利润增长同比3.6%。一季度综合毛利率同比上涨1个百分点，主要是因为：一是低毛利率品类如电器产品的销售下滑，高毛利率类商品比重上升，二是2008年四季度公司促销力度比较大，商家的返利体现在一季度。费用率下降主要是因为一方面公司销售收入规模扩大，而费用支出相对固定，另一方面从2008年开始公司实行了严格的费用预算管理，费用控制比较好。从4月开始销售逐步回暖，从品类上看化妆品、金饰、手表和电器品种表现较好，服饰床上用品等品类略差，五月份后公司的整体促销力度将减小，毛利率水平有望保持平稳。
- 零售企业核心竞争力，我们认为是成本控制下的有效扩张能力，简单说就是零售企业具备“自我复制”的能力，即新开门店能够在较短培育期内实现盈利，而不是长期培育不能带来利润。广百股份基本具备这种核心竞争力，2006年年底开业的广百新一城在2007年就实现盈利，2006年下半年开业的广百天河中怡店在当年也实现盈利，但上述门店均位于广州，目前运营的外地门店经营面积偏小，2009年后新开门店主要是2.5-3万平米左右的标准百货门店，公司在广州市外的运营扩张能力还需要观察。
- 我们预计2009年-2011年广百股份营业收入（假设新大新公司从2009年一季度开始并表）别为44.09亿、49.87亿和54.88亿，同比增长10.14%、13.11%和10.05%，归属于母公司股东净利润分别为1.71亿元、2.07亿元和2.42亿元，同比增长7.3%、21.3%和16.8%，每股收益分别为1.01元、1.23元和1.44元，对应2009年动态PE为26X。考虑到广百股份积极进取的运营风格和门店快速拓展的扩张能力，我们给予公司“谨慎推荐”评级。投资风险在于公司租赁物业比重高存在物业到期不能持续经营的风险，以及宏观经济下行风险。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4003.77	4409.63	4987.58	5488.79
同比增长(%)	13.56%	10.14%	13.11%	10.05%
归属母公司股东净利润	159.69	171.29	207.85	242.68
同比增长(%)	29.07%	7.27%	21.34%	16.76%
每股收益(EPS)	0.95	1.01	1.23	1.44
销售毛利率	21.94%	22.07%	22.16%	22.24%
销售净利率	3.99%	3.88%	4.17%	4.42%
市盈率(P/E)	28.5	26.5	21.7	18.6

2009 年 6 月 25 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	27.54/14.59
上证指数/深圳成指	2892.70/11125.66
50 日均成交额(百万元)	39.40
市净率(倍)	4.69
股息率	1.31%

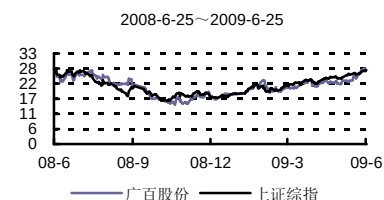
基础数据

流通股(百万股)	58.00
总股本(百万股)	168.88
流通市值(百万元)	1554.98
总市值(百万元)	4289.60
每股净资产(元)	5.71
净资产负债率	100.60%

股东信息

大股东名称	广州百货企业集团有限公司
持股比例	60.00%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 郑建伟
 电 话: 021-51097188-1861
 电 邮: zhengjw@gyzq.com.cn
 联系人: 朱厚中
 电 话: (86-21) 51097188-1853
 电 邮: zhuhouzhong@gyzq.com.cn
 地 址: 中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

目 录

第 1 部分 公司概况.....	3
1.1 广州市场零售巨头.....	3
1.2 公司及门店运营分析	4
第 2 部分 盈利预测.....	7
第 3 部分 投资建议.....	8

图表目录

图表 1 广州零售总额和城市居民可支配收入情况	3
图表 2 广州市商圈情况	3
图表 3 公司现有门店情况.....	4
图表 4 公司运营情况	5
图表 5 广百股份分门店的运营情况.....	6
图表 6 广百股份（不含新大新）利润表	7
图表 7 新大新公司盈利预测	7

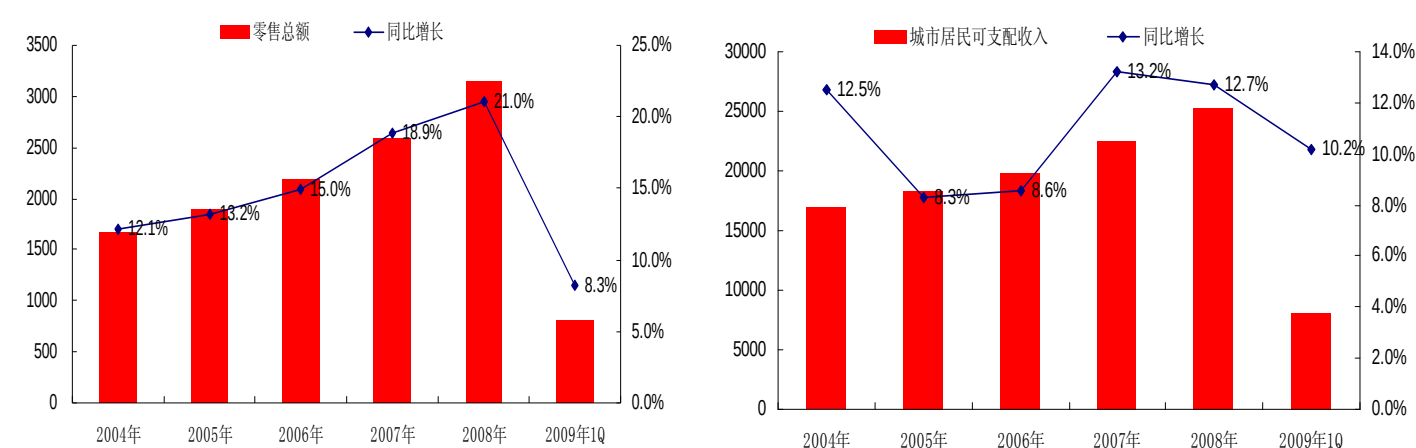
第 1 部分 公司概况

1.1 广州市场零售巨头

2002年3月广百集团作为主发起人，联合粤泰集团有限公司、广州市东方宾馆股份有限公司、广州市汽车贸易有限公司、广州市广之旅房地产开发有限公司和广州轻出集团有限公司共同发起设立股份公司。2007年11月经中国证监会核准，公司在深圳证券交易所向社会公开发行4000万股人民币普通股，首次公开发行后公司总股本变更为16000万股。广百股份是广东省政府认定的重点培育连锁龙头企业，一直是广州市居于领导地位的百货零售企业，据中国工商联合会和中华全国商业信息中心公布的2006 年中国零售企业百强排名，公司名列65 位。

广州市是我国零售总额排名第三的城市，仅次于北京和上海。1999年广州市社会消费品零售总额超1000亿元，2006年突破2000亿元，2008年突破3000亿元。2008年9月以来受金融危机因素的影响，广州市社会消费品零售总额当月增速自呈逐月回落态势，2009年2月份增速回落到最低点，3月份和4月份增速出现回升迹象，4月份广州市社会消费品零售总额达285亿元，比上年同期增长15.3%，增速同比虽下降4.6个百分点，环比增速快5.5个百分点。2000年广州市城镇居民可支配收入为13967，2008年城镇居民可支配收入达到 25317元，几近翻番。

图表 1 广州零售总额和城市居民可支配收入情况



资料来源：国元证券

广州市目前主力商圈有北京路步行街商圈、环市东路商圈和天河商圈，三大商圈辐射全市乃至整个珠三角，江南西商圈、东山口商圈和新市商圈为区域商圈。

图表 2 广州市商圈情况

商圈名称	商圈定位	主要零售企业	商圈特色
北京路步行街	中高端	广百北京路店、新大新总店、华联商厦	地处市中心，客流量丰富，具有独特历史文化底蕴
天河商圈	中高端	广百天河店、广州友谊正佳店、天河城百货	交通便利，周边中高档写字楼众多
环市东路	中高端	广州友谊总店、新大新东山广场店、丽柏广场	依托周边高星级宾馆和写字楼发展
江南西商圈	中端	广百新一城、广百江南店、摩登百货	广州市海珠区传统购物区域
东山口商圈	中端	广州王府井、东山百货 广州市	东山区传统购物中心

新市商圈 中端 广百新市店 广州市白云区新兴购物中心

资料来源：国元证券

广百股份现有门店9家（不含湛江店），收购新大新后增加5家门店，总共自营门店14家，经营面积约28万平米，其中自有物业约11万平米，租赁物业17万平米，占比60.7%。预计2009年下半年公司将有两家门店开业，届时门店数量将达到16家，公司另有三家加盟门店，但对公司利润贡献很小。

公司门店11家分布在广州市，3家在广东省内，广百股份在广州市主要商圈均有门店分布，从实地调研来看，公司门店在主要商圈位置都比较好。

图表 3 公司现有门店情况

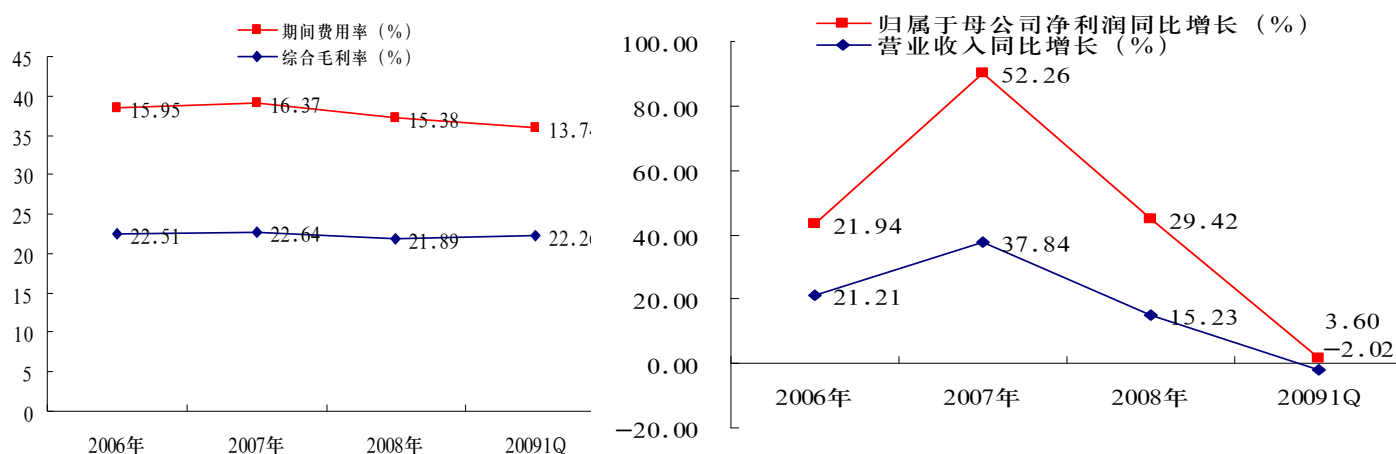
	门店名称	开业时间	所处城市商圈	经营面积	商物业情况
自有门店	广百北京路店（母公司）	1991. 2. 8	北京路步行街商圈	73711	自有
	广百天河中怡店（母公司）	2006. 9. 29	天河商圈	49599	租赁（2021年11月30日到期）
	广百新一城店（子公司）	2006. 12. 28	江南西商圈	49469	租赁（2018年9月30日到期）
	广百新市店（母公司）	2004. 10. 28	新市商圈	13171	租赁（2014年9月30日到期）
	广百从化店（子公司）	1998. 12. 28	从化市	3570	租赁（2007年9月30日到期）
	广百佳润店（子公司）	2008. 9. 28	广州市白云区	13490	租赁
	广百棠溪店（母公司）	2002. 12. 25	广州市	2550	租赁（2012年11月30日到期）
	广百花都店（子公司）	2003. 01. 22	广州市	5335	租赁（2012年11月21日到期）
	广百肇庆店（子公司）	2005. 09. 30	肇庆市	10581	租赁（2015年9月30日到期）
	广百揭阳店（子公司）	09年年底	揭阳市	25000	租赁
	广百湛江店（暂停营业）	1995. 03. 28	湛江市	3650	新店将于2009年年底或2010年初重新开业
新大新	北京路总店	1967. 1. 20	北京路步行街商圈	13795	自有
	东山广场店	2005. 12. 6	环市东路商圈	12550	租赁（2015年9月30日到期）
	荔湾商厦店	2004. 3. 23	广州市	7402	租赁（2015年9月30日到期）
	番禺易发店	2005. 9. 19	广州市	9200	租赁（2015年9月30日到期）
	佛山三水店	2008. 10. 20	佛山市	15306	租赁（2015年9月30日到期）
	李占记钟表公司	2004. 5. 13	广州市	49268	租赁（2015年9月30日到期）
加盟门店	广百鑫海名店	2005. 05. 01	湛江市	16000	
	衡阳天河摩登百货有限公司	2005. 03. 28	湖南省衡阳市	20000	
	肇庆市广百超市有限公司	2005. 09. 30	肇庆市	5000	

资料来源：国元证券

1.2 公司及门店运营分析

从公司 2009 年一季度情况看，一季度受经济危机影响销售收入同比下滑 2.02%，由于毛利率上升和期间费用率的下降，归属于母公司净利润增长同比 3.6%。一季度综合毛利率同比上涨 1 个点，主要是因为：一是低毛利率品类如电器产品的销售下滑，高毛利率类商品比重上升，二是 2008 年四季度公司促销力度比较大，商家的返利体现在一季度。费用率下降主要是因为一方面公司销售收入规模扩大，而费用支出相对固定，另一方面从 2008 年开始公司实行了严格的费用预算管理，费用控制比较好。从 4 月开始销售逐步回暖，从品类上看化妆品、金饰、手表和电器品种表现较好，服饰床上用品等品类略差，五月份后公司的整体促销力度将减小，毛利率水平有望保持平稳。

图表 4 公司运营情况



资料来源：国元证券

广百北京路店：百货大楼总店于1991年开业，位于广州市最繁华商业街北京路步行街，定位中高端，连续15 年获得广州单间零售大店销售第一，北京路店是目前公司主要的收入和利润来源。2008年北京路店营业收入16.3亿元，坪效2.3万/平米。受经济危机影响，2009年一季度北京路店收入下滑，4、5月份开始逐步回暖，五一期间北京路店销售额同比增长30%，预计1-5月销售收入实现小幅正增长或同比持平，全年收入增长5%左右。

广百天河中怡店：2006 年9 月开业位于天河商圈，开业当年就实现盈利，2008年广百天河中怡店坪效1.55万/平米，2009年一季度广百天河中怡店实现小幅正增长。北京路商圈和环市东商圈已经是比较成熟的商圈，相对而言天河城商圈更具发展潜力。

广百新一城店：是目前海珠区规模最大购物、娱乐、餐饮为一体的购物中心，经营面积49469 万平方米，16900 平方米为百货经营（自有物业），其他约32600 平方米面积（租赁物业）用于转租，转租价格为承租价格的2-3 倍，2009年一季度新一城实现两位数正增长。从实地考察的情况看，新一城店附近皆为较新的中高档小区，门店地理位置也很好，我们看好该门店的成长空间。

广百股份其他门店：新市店位于新市商圈，2008年坪效2.03万/平米，2009年新市店销售收入下滑。肇庆店由于面积扩大，一季度实现两位数增长，从化店和花都店是成熟门店，受经济危机影响一季度销售收入下滑。2009年广百股份预计新开门店1-2家，揭阳店有望在国庆节左右开业。

新大新北京路店：北京路总店是新大新旗舰店，定位时尚路线经营具有鲜明特色的精品百货，北京路店文化营销是其特色，2009 年上半年北京路店先后开展了汉服展、粤剧文化营销、真丝和玉器文化营销。新大新被广百股份收购后，北京路店管理层认为对供应商的选择，顾客的信心有所加强，北京路店营业收入 1-5 月份实现小幅增长。

新大新东山店：新大新东山店开业于 2005 年，是新大新公司第二大主力门店，该店位于环市东路商圈，四月开始开始品类调整和门店装修，受其影响 1-5 月份下降东山店销售收入出现两位数下滑。

新大新其他门店：荔湾商厦店是社区百货店，营业收入比较平稳；番禺易发店销售情况比较好，1-5 月份实现小幅正增长；佛山三水店以经营中档商品为主，开业时间不长，

还在培育期。

图表 5 广百股份分门店的运营情况

门店	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
广百北京路店				
营业收入（亿元）	16.11	16.92	17.76	18.65
同比增长（%）	9.20%	5%	5%	5%
坪效（万/平米）	2.30	2.19	2.41	2.53
广百天河中怡店				
营业收入（亿元）	7.69	8.61	9.47	10.42
同比增长（%）	33%	12%	10%	10%
坪效（万/平米）	1.55	1.74	1.91	2.10
广百新市店				
营业收入（亿元）	2.67	2.67	2.80	2.94
同比增长（%）	25%	0	5%	5%
坪效（万/平米）	2.03	2.03	2.13	2.23
广百新一城店				
营业收入（亿元）	1.85	2.22	2.55	2.94
同比增长（%）	33%	20%	15%	15%
坪效（万/平米）	0.37	0.45	0.52	0.59
广百佳润广场店				
营业收入（亿元）	0.27	1.17	1.29	1.42
同比增长（%）		338%	10%	10%
坪效（万/平米）		0.87	0.95	1.05
广百从化店				
营业收入（亿元）	0.47	0.47	0.50	0.53
同比增长（%）	29%	0	6%	6%
坪效（万/平米）	1.32	1.32	1.40	1.48
广百棠溪店				
营业收入（亿元）	0.41	0.46	0.50	0.54
同比增长（%）		12%	8%	8%
坪效（万/平米）	1.61	1.01	1.09	1.18
广百花都店				
营业收入（亿元）	0.63	0.63	0.66	0.69
同比增长（%）	10%	0	5%	5%
坪效（万/平米）	1.18	1.18	1.24	1.30
广百肇庆店				
营业收入（亿元）	0.89	1.02	1.13	1.24
同比增长（%）	50%	15%	10%	10%
坪效（万/平米）	0.84	0.97	1.06	1.17
2009 年新开两家门店		0.8	3.3	3.6
2010 年新开一家门店			0.4	1.6
2011 年新开一家门店				0.4

资料来源：国元证券

第 2 部分 盈利预测

分门店对广百股份2009–2011年销售收入进行预测，并假设公司在2009年四季度新开门店2家，2010和2011年分别新开门店1家，在不考虑新大新并表的情况下，预计2009–2011年公司营业收入分别为36.30亿、41.69亿和46.29亿，同比增长12.32%、14.85%和11.04%，考虑到公司销售规模扩大，议价能力逐步增强而费用支出相对固定，预计2009–2011年综合毛利率提升为22.09%、22.19%和22.29%，2009年广百股份期间费用率分别为15.09%、14.87%和14.67%，预计2009–2011年广百股份归属母公司股东的净利润为1.53亿、1.86亿和2.16亿，对应每股收益0.911元、1.104元和1.285元。

图表 6 广百股份（不含新大新）利润表

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2805.11	3232.37	3630.52	4169.51	4629.82
减：营业成本	2170.17	2524.83	2828.54	3244.30	3597.83
营业税金及附加	35.79	39.47	44.33	50.91	56.53
营业费用	363.53	400.18	442.20	503.68	554.65
管理费用	86.72	90.84	98.02	108.41	115.75
财务费用	9.05	6.23	7.45	7.72	8.88
资产减值损失	-0.30	-0.11	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	6.30	24.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	146.45	194.98	209.98	254.50	296.18
加：其他非经营损益	4.24	-1.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	150.68	193.96	209.98	254.50	296.18
减：所得税	37.82	48.55	52.50	63.63	74.04
净利润	112.86	145.41	157.49	190.88	222.13
减：少数股东损益	3.12	3.38	3.66	4.44	5.17
归属母公司股东净利润	109.74	142.03	153.82	186.44	216.97
每股收益（股本 1.68883291 亿）	0.686	0.888	0.911	1.104	1.285

资料来源：国元证券

新大新公司被广百股份收购之后，新大新品牌以后将更可能作为社区百货出现，2009年一季度新大新公司收入下滑幅度比较大，预计2009年到2011年公司营业收入分别增长1%、5%和5%，2007年和2008年新大新公司期间费用率为18.30%和18.10%，费用率处于比较高的水平，2009年–2011年期间费用率分别下降为18.0%、17.5%和17.0%，2009年–2011年归属母公司股东净利润为0.1747亿元、0.2141亿元和0.2571亿元，为广百股份贡献的每股收益为0.1元、0.13元和0.15元。

图表 7 新大新公司盈利预测

利润表	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	720.67	771.4	779.11	818.07	858.97
同比增长			1%	5%	5%
减：营业成本	562.45	600.66	607.71	638.09	670.00

综合毛利率	21.90%	22.17%	22%	22%	22%
营业税金及附加	7.19	9.14	7.79	8.18	8.59
销售费用	4.83	5.71	6.23	6.54	6.87
管理费用	122.18	130.73	130.89	133.35	135.72
财务费用	5.07	3.41	3.12	3.27	3.44
资产减值损失	0.86	-3.22			
加：投资收益					
公允价值变动损益					
其他经营损益					
营业利润	18.08	24.93	23.37	28.63	34.36
加：其他非经营损益					
利润总额	17.64	24.09	23.37	28.63	34.36
减：所得税	3.64	6.38	5.84	7.16	8.59
净利润	13.99	17.71	17.53	21.47	25.77
减：少数股东损益	0.01	0.05	0.06	0.06	0.06
归属母公司股东净利润	13.98	17.66	17.47	21.41	25.71
每股收益(股本1.68883291亿)			0.10	0.13	0.15

资料来源：国元证券

第3部分 投资建议

零售企业核心竞争力，我们认为是成本控制下的有效扩张能力，简单说就是零售企业具备“自我复制”的能力，即新开门店能够在较短培育期内实现盈利，而不是长期培育不能带来利润。广百股份基本具备这种核心竞争力，2006年年底开业的广百新一城在2007年就实现盈利，2006年下半年开业的广百天河中怡店在当年也实现盈利，但上述门店均位于广州，目前运营的外地门店经营面积偏小，2009年新开门店主要是2.5-3万平方米左右的标准百货门店，公司在广州市外的运营扩张能力还需要观察。

我们预计2009年-2011年广百股份营业收入（假设新大新公司从2009年一季度开始并表）别为44.09亿、49.87亿和54.88亿，同比增长10.14%、13.11%和10.05%，归属于母公司股东净利润分别为1.71亿元、2.07亿元和2.42亿元，同比增长7.3%、21.3%和16.8%，每股收益分别为1.01元、1.23元和1.44元，对应2009年动态PE为26X。考虑到广百股份积极进取的运营风格和门店快速拓展的扩张能力，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

广百股份的投资风险在于公司租赁物业比重偏高为占比60.7%，2008年租金支出1.496亿元，租售比4.63%，公司存在物业到期不能持续经营的风险。宏观经济下行也是公司的投资风险。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn