

广百股份(002187)

内外增长并举 确保今明两年盈利

评级: **谨慎增持**

上次评级: 中性

目标价格: **¥27.00**

上次预测: ¥21.00

当前价格: **¥26.71**

2009.07.06

刘冰

021-38676703

liubing@gtjas.com

许娟娟

021-38676545

xujuanjuan@gtjas.com

本报告导读:

- 公司09、10年增长主要来自三家主力店的内省增长,新店进入成熟期,以及收购的新大新公司。

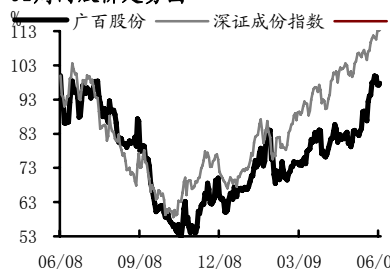
事件:

- 近日,我们调研了广百股份,与公司副总经理邓总以及证券事务相关人员就公司发展现状和前景进行了交流。

交易数据

52周内股价区间(元)	13.92~28.96
总市值(百万元)	4,274
总股本/流通A股(百万股)	160/58
流通B股/H股	
流通股比例	36.3%
日均成交量(百万股)	1.4
日均成交值(百万元)	29.9

52周内股价走势图



相关报告

业绩符合预期 09 增速放缓

(09.03.03)

摘要:

- 公司主要百货包括8家自营百货,1家超市,以及2家加盟店。8家自营百货门店中,6家位于广州市内,其中2006-2008年,北京路店、天河店、新市店、新一城店的收入占百货业务收入的90%左右,2008年北京路店、天河城店、新一城店的净利润占公司净利润的85%。
- 09年初至今,公司销售回暖迅速,同店增速恢复较快。其中,北京路店平销和净利润较高;天河店较高租金影响净利润,因而平销高盈利能力弱;新一城店的购物中心模式决定其平销低、净利润率较高。
- 公司09年盈利主要来自:1)北京路总店09年收购新翼物业后,带来的租金节省,业务改为经营百货百货,部分百货业务由联营改自营;2)09年初公告的收购新大新公司事宜,第四季度有望通过审批,该店费用控制有较大改善空间,是公司今后的盈利增长点。公司2010年及以后的盈利主要来自收购的新大新公司,部分现有门店的面积扩充,肇庆店2010年面积将由原来的1.06万平方米扩充至1.85万平方米,以及每年新开门店。
- 公司09年计划新开三家门店(分布于广东省和广西省),未来每年保证新增两家门店,单店面积1万平方米以上。
- 盈利预测及投资建议:考虑新大新全年并表,预计公司09、10年收入增速分别为35%、15%,净利润增速分别为8%、24%,每股收益分别为0.96、1.19元,建议按照行业平均估值给予09年28倍市盈率,目标价27元,建议“谨慎增持”。

1. 公司业务结构

公司营业收入来自百货零售业务和其他业务两部分,08年两块业务分别占营业总收入的94%、6%。其他业

务收入包括租赁收入（转租）和管理费收入（联销模式下向供应商收取的宣传费、促销费及推销管理费），该部分业务毛利率较高，收入较稳定，但占比较低。

公司经营总面积为 28 万平米，其中自有物业 7.9 万平米、占总经营面积的 30%。公司自营门店包括 8 家百货，1 家超市，另有 2 家加盟店。8 家自营百货门店中，6 家位于广州市内，其中 2006-2008 年，北京路店、天河店、新市店、新一城店的收入占百货业务收入的 90%左右，08 年北京路店、天河城店、新一城店的净利润占公司净利润的 85%。

表 1：公司主力门店（截止 2009 年 6 月）

类型	门店	城市	开业时间	物业性质	面积（平米）	说明
主力店	北京路店	广州市	1991-2-1	租赁	4830	
				自有	61470	
	天河店	广州市	2009-6-9	租赁	49600	
	新一城店	广州市	2009-6-12	自有	16900	
				租赁	32600	
	佳润店	广州市	2009-8-9	租赁	14000	
非主力店	新市店	广州市	2009-4-10	租赁	13170	
	从化店	从化市	1998-12-1	租赁	2458	
				自有	1112	
	花都店	广州市	2009-3-1	租赁	5340	
	肇庆店	肇庆市	2009-5-9	租赁	10580	
	湛江店	湛江市	1995-3-1	租赁	3650	07 年 9 月停业，2011 年重新营业
收购门店	江南店	广州市	2009-2-9	租赁	6990	07 年底关店
	北京路店	广州市		自有	13795	
	荔湾店	广州市		租赁	7402	
	番禺店	广州市		租赁	9200	
	佛山三水店	佛山		租赁	15306	
	东山广场店	广州市		租赁	12550	
非百货	棠溪店	广州市	2009-2-12	租赁	2550	电器
加盟店	鑫海名店	湛江市	2009-5-5			百货
	天河摩登百货	衡阳	2009-5-3			超市

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2. 主力门店经营情况分析

广州大型百货门店主要集中于北京路步行街、天河商圈、环市东路、江南西四大传统商圈，近年来随着新城区的形成，涌现出部分副商圈。

2.1. 北京路店——平销和净利润较高

北京路店是公司的旗舰店，开始经营于 1991 年，位于北京路步行街商圈，该商圈定位中档。2009 年 5 月 1 日，与广百大厦层层连通的广百新翼落成新张，成为了集购物、饮食于一体的现代百货公司，百货经营面积扩大至 6.63 万平方米，其中 6.15 万平米物业自有，0.48 万平米向母公司租赁，租金较低。

该店 08 年实现营业收入 14.9 亿元，占公司百货业务收入的 49%，净利润 9000 万元，占公司净利润的 63%，

由于 08 年总部费用计入该门店，扣减费用后净利润约 6000 万元。

表 2: 北京路店经营情况

	2006A	2007A	2008A	2009E
营业收入	138661	148000	149400	156870
YOY		6.7%	0.95%	5%
经营面积	62500	62500	66300	66300
平销	2.22	2.37	2.25	2.37
营业收入/百货业务收入	74%	57%	49%	
净利润			9000	11500
净利润率			6%	7.3%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

该店的盈利前景：1) 公司于 2008 年 11 月收购了广百新翼大厦 3-8 层和 10-12 层房产后，原有的 3-8 层物业由租赁转自有，且新增商场经营面积约 3800 平方米及北京路店配套停车场，预计该部分提升 09 年净利润 2000-2500 万元（租金-折旧-财务费用-其他）。2) 公司预备将新翼大厦的 9 楼改为百货，且将出租改为自营，同时调整品牌。预计北京路店 09 年收入增速为 5%，净利润增加 2500 万元。

2.2. 天河店——较高租金影响净利润，平销高盈利能力弱

天河店位于天河商圈，该商圈定位中高档。该店 06 年开始营业，经营面积 4.96 万平米，均采取租赁的经营方式，年租金较高，约 1 亿元，租金以 06 年为基期每年增加 3%，租期 15 年。目前该店是公司的第二大主力盈利门店，公司期望该店未来能够替代北京路店，成为最大的主力盈利门店。

该店 2008 年实现营业收入 7.47 亿元，净利润 1000 万元。截止 2009 年 6 月，该店营业收入同比增长 8%，预计该店全年营业收入同比增长 10%，净利润增加 500 万元。

天河店地理位置较好，在广百的广州市所有门店中，该店定位最高、购物环境最好、地理位置最佳——目前该店地下有广州地铁 2 号线，2008 年该店平销达 1.66 万，仅次于北京路店。但由于该店租金高达 1 亿元/年，从而该店净利润率较低，2008、2009 年该店净利润率分别为 1%、3%，远低于其他两家主力门店。

表 3: 天河店经营情况

	2006A	2007A	2008A	2009E
营业收入	15089	61000	74700	82170
YOY		304.27%	22.46%	10%
经营面积	49600	49600	49600	49600
平销	0.30	1.23	1.51	1.66
营业收入/百货业务收入	8%	24%	25%	
净利润			1000	1500
净利润率			1%	2%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2.3. 新一城店——购物中心模式决定平销低、净利润率较高

新一城店位于江南西商圈，于 2006 年 12 月开始营业。新一城购物中心是江南西商圈中规模较大的购物场所，整个购物中心面积共 6.95 万平米，其中 1.69 万平米物业归公司所有，3.26 万平米由公司租赁后转租，2 万平米归业主所有，百家超市进驻其中后，丰富了该购物中心的功能。

08 年该店实现营业收入 1.8 亿元，其中转租收入约 3000 万元，百货营业收入 1.5 亿元，总体物业成本约 1000 万元，净利润 2024 万元。

考虑到该购物中心购物功能较为齐全，包括了百货、超市、专业店、娱乐，公司对转租部分物业和自有物业实行了整体改造后提升了整体营业收入，且该店的租赁成本较低，转租部分利润较为确定，从而该店盈利能力较强，08 年该店净利润率高达 11%，远高于其余门店。但由于该店较大面积以转租方式经营，从而该店平销较低，08 年仅为 3600 元，远低于其余两家主力门店。

表 4：新一城店经营情况

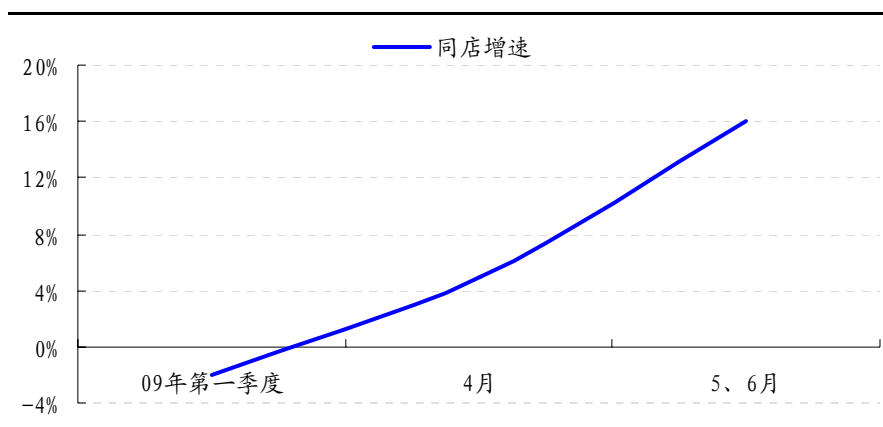
	2007A	2008A
营业收入	17899	18011
YOY		0.63%
经营面积	49500	49500
平销	0.36	0.36
营业收入/百货业务收入	7%	6%
净利润	1674	2024
净利润率	9%	11%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

3. 09 年销售回暖迅速、收购新大新成为新的盈利增长点

09 年至今，公司同店增速快速上升，一季度同店增速为-2%，4 月份为 5%，5 月份同店增速高于 20%，6 月份同店增速略低于 10%（主要由于 5 月份双节因素），5、6 月份同比增速高于 15%。

图 1：公司同店增速（2009 年）



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

公司 09 年盈利主要来自：1）北京路总店 09 年收购新翼物业后，带来的租金节省，以及部分物业由经营非百货业务改为经营百货业务，部分百货业务由联营改自营；2）收购新大新带来的盈利增量。公司 2010 年及以后的盈利主要来自收购的新大新公司，部分现有门店的面积扩充，例如肇庆店 2010 年面积将由原来的 1.06 万平方米扩充至 1.85 万平方米，以及每年新开门店。

公司于 09 年收购了新大新公司，从 07、08 年的经营指标上看，公司的平销低于新大新公司，但净利润率高于新大新，表明新大新的费用控制能力较弱。我们认为，随着公司收购新大新后销售规模的提升，公司

对市场的控制和对供应商的溢价能力将有所增强，表现为毛利率的提升。同时，由于部分费用较为固定，随着销售规模的提升，费用率将有所下降，从而整体净利润率将有所提升。目前公司托管新大新门店，2009年3月底已上报材料，证监会尚未批，预计09年第三季度末、第四季度初该收购项目有望通过审批。

表 5：新大新公司与广百股份经营情况对比

	2007		2008	
	新大新	广百股份	新大新	广百股份
营业收入	72,067	280,511	77,135	323,237
YOY			7%	15%
归属母公司所有者净利润	1,398	10,974	1,766	14,203
营业面积	58263	269503	58263	283503
平销	1.24	1.04	1.32	1.14
净利润率	1.9%	3.9%	2.3%	4.4%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

表 6：新大新公司与广百股份费用情况对比（2008 年）

	营业收入	销售费用	管理费用	财务费用	销售+管理费用率	财务费用率
新大新	77,135	571	13,072	341	18%	0.44%
广百股份	323,237	40,018	9,084	623	15%	0.19%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

4. 股权激励确保业绩持续增长

公司于09年4月公告，由于未能同时达到激励计划规定的绩效考核标准，公司将不向激励对象授予股票期权，未授予的期权按作废处理。该股权激励设定初期，国资委对公司提出的行权条件较高，营业收入增速、经营利润增速，净利润增速分别要求达到20%、20%、12%，超出公司能力范围。目前公司正与国资委商议第二期股权激励事宜，尽管该事件尚未提上议事日程，但公司未来必将进行第二次股权激励，我们认为股权激励将确保公司业绩持续增长。

5. 盈利预测及投资建议

公司今后将加大开店步伐，开店选址方面立足广州，加大广州市场份额，利用广东中心城市辐射周边消费群，每年保证两家、单店面积1万平方米以上的开店速度。

09年下半年公司将新开三家百货店，两家位于广东省内，分别位于揭阳和惠州，门店建筑面积为2.5万平方米和1.6万平方米。另外，公司跨省扩张方面，优先考虑开拓广西市场，公司已于2009年6月公告以租赁方式、在广西柳州新开一家3万平方米的百货商场，目前业主房正处理产权问题，约定4个月内解决问题，该店有望于2010年元旦前开出。

表 7：2009 年计划新开门店

门店	省	城市	开业时间	面积	说明
揭阳店	广东	揭阳	09 下半年	25000	选定

惠州店	广东	惠州	09 下半年	16000	选定
柳州店	广西	柳州	10 年元旦	30000	业主房正处理产权问题, 4 个月内解决问题

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

预计北京路店 09 年营业收入增速为 5%, 净利润增加 2500 万元; 天河店 09 年营业收入增速为 10%, 净利润较上年增加 500 万元; 新一城店 09 年营业收入增速为 5%, 净利润同比略有增长; 其余百货门店 09 年营业收入增速为 0%, 净利润同比略有增长; 新大新 09 年营业收入同比增速为 0%, 净利润同比持平。

公司于 2007 年转让家广超市股权, 带来 2000 万元投资收益, 而 08 年无类似转让, 从而 09 年公司投资收益比上年减少 2000 万; 由于 09 年计划新开三家门店, 面积共 7 万平米, 产生开办费及装修费用 1000-1500 万左右。

表 8: 公司收入预测 (2009 年)

	2006	2007	2008	2009
营业总收入	203504	280511	323237	435921
YOY		38%	15%	34.9%
北京路店	138661	148000	149400	156870
YOY		7%	1%	5.0%
天河店	15089	61000	74700	82170
YOY		304%	22%	10.0%
新一城店	0	17899	18011	18912
YOY			1%	5.0%
其他百货店	49754	53612	81126	81126
YOY		8%	51%	0.0%
新大新		72067	77135	77135
YOY			7%	0.0%
其他业务收入	15726	21614	19708	19708
YOY		37%	-9%	0.0%

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

考虑新大新全年并表, 预计公司 09、10 年收入增速分别为 35%、15%, 净利润增速分别为 8%、24%, 每股收益分别为 0.96、1.19 元, 建议按照行业平均估值给予 09 年 28 倍市盈率, 目标价 27 元, 建议“谨慎增持”。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com