

广百股份(002187)

百货业务逐步好转 后续盈利增长点较多

——广百股份 2009 年中报点评

刘冰 许娟娟
 021-38676703 021-38676545
 liubing@gtjas.com xujuanjuan@gtjas.com

中报业绩符合预期，百货业务经营逐步好转，公司后续盈利增长点较多。

本报告导读：

投资要点：

- 公司 09 年上半年实现营业收入 18.12 亿元，同比增长 12.15%；营业利润 1.08 亿元，同比下降 14.8%；归属于母公司所有者的净利润 0.79 亿元，同比下降 12.5%；扣除非经常性损益后归属母公司净利润 0.79 亿元，同比下降 13.6%；全面摊薄后每股收益为 0.5 元，符合我们的预期；净资产收益率为 8.47%，比上年同期下降 2.04 个百分点。
- 家电业务毛利率较低、拖累综合毛利率，百货业务毛利率有所提升：公司于 09 年 5 月全资收购广州市华宇声电器有限公司和广州市华宇力电器有限公司 100% 股权，该部分业务计入主营业务中的批发业务，其毛利率远远低于百货零售，从而综合毛利率有所下降。
- 尽管公司的综合毛利率有所下降，但百货业务的毛利率有所提升：09 年上半年百货业务毛利率为 19%，比上年同期提升 0.8 个百分点，符合百货业务毛利率逐步好转的判断。
- 会计核算方式改变，导致管理费用提升：09 年上半年，公司的管理费用为 4700 万元，同比提升 36%。管理费大幅提升的原因是 09 年开始公司的人员费用、装修费、房产税采取逐季核算，与 08 年相比，季报业绩将表现较为平稳。
- 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。
- 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 30 倍市盈率，目标价 28.8 元，“谨慎增持”。

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,805	3,232	4,355	5,038	5,858
(+/-)%	38	15	35	16	16
经营利润 (EBIT)	149	177	208	261	346
(+/-)%	32	19	18	25	33
净利润	109.74	142.03	153.95	191.00	254.90
(+/-)%	52	29	8	24	33
每股净收益 (元)	0.69	0.89	0.96	1.19	1.59
每股股利 (元)	0.30	0.35	0.38	0.47	0.63

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	5.3	5.5	4.8	5.2	5.9
净资产收益率 (%)	13.4	15.5	15.3	17.0	20.0
投入资本回报率 (%)	77.8	23.5	10.2	11.7	13.9
EV/EBITDA	17.4	13.3	12.0	9.8	7.7
市盈率	29.0	22.4	20.7	16.7	12.5
股息率 (%)	1.5	1.8	1.9	2.4	3.2

评级：谨慎增持
 上次评级：谨慎增持
 目标价格：¥28.80
 上次预测：¥27.00
 当前价格：¥28.08
 2009.08.07

交易数据

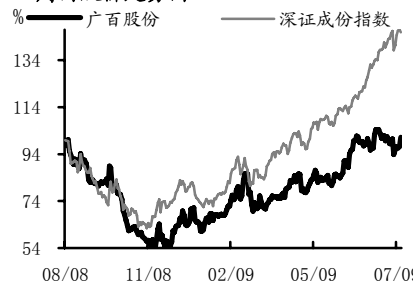
52 周内股价区间 (元)	13.92 ~ 28.96
总市值 (百万元)	4,382
总股本/流通 A 股 (百万股)	160/58
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.36
日均成交量 (百万股)	1.5
日均成交值 (百万元)	31.0

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	925.94
每股净资产	5.71
市净率	3.5
净现金 (百万元)	-377.81

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.30	0.31
Q2	0.26	0.18
Q3	0.13	0.25
Q4	0.19	0.22
全年	0.89	0.96

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5.6	18.9	3.6
相对指数	-4.7	-16.9	-48.8

相关报告

内外增长并举 确保今明两年盈利
 (09.07.06)
 业绩符合预期 09 增速放缓
 (09.03.03)

模型更新时间: 2009.08.07

股票研究

批零贸易业
批发零售业

广百股份(002187)

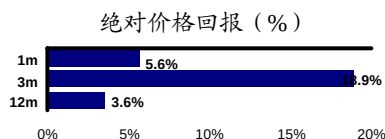
评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥28.80

上次预测: ¥27.00

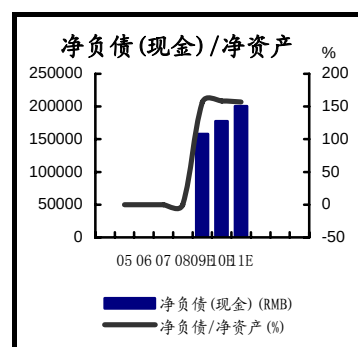
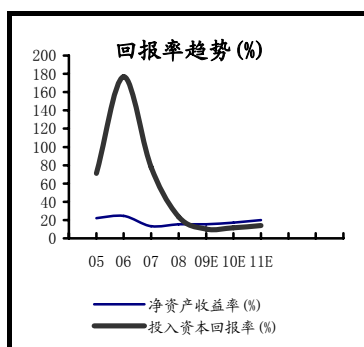
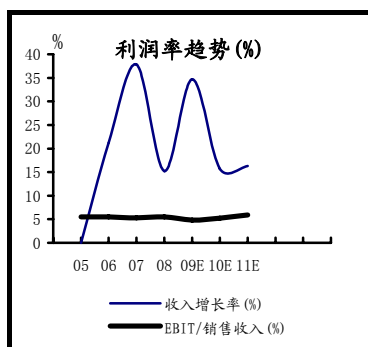
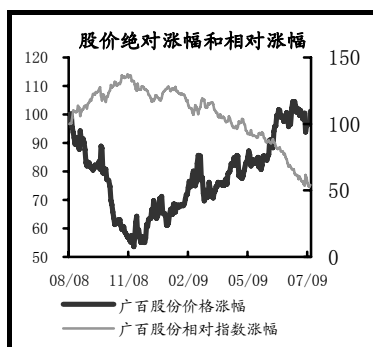
当前价格: ¥28.08



52 周价格范围 13.92~28.96
市值 (百万) 4,382

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,805	3,232	4,355	5,038	5,858
主营业务成本	2,170	2,525	3,449	3,971	4,575
税金及附加	36	39	53	62	72
主营业务利润	599	668	853	1,006	1,212
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	364	400	548	634	737
管理费用	87	91	97	112	129
EBIT	149	177	208	261	346
财务费用	9	6	0	0	0
营业利润	146	195	211	261	346
所得税	38	49	53	65	86
少数股东损益	3	3	3	3	3
净利润	110	142	154	191	255
资产负债表					
货币资金、短期投资	666	378	1,034	1,196	1,391
其他流动资产	934	675	1,343	1,552	1,801
长期投资	21	4	48	48	48
固定资产合计	501	981	1,119	1,251	1,413
无形及其他资产	136	130	111	96	84
资产合计	1,649	1,845	2,682	3,009	3,411
流动负债	817	914	1,654	1,862	2,106
长期负债	0	0	0	0	0
股东权益	820	914	1,007	1,123	1,277
投入资本(IC)					
投入资本(IC)	143	548	1,523	1,678	1,868
现金流量表					
NOPLAT	111	129	156	196	260
折旧与摊销	42	56	75	90	99
流动资金增量	142	68	(856)	(38)	(40)
资本支出	(281)	(529)	(194)	(207)	(249)
自由现金流	14	(276)	(819)	41	70
经营现金流	299	251	(627)	246	317
投资现金流	(279)	(488)	(234)	(207)	(249)
融资现金流	(60)	(62)	1,518	123	127
现金流净增加额	(39)	(299)	656	162	195
财务指标					
成长性					
收入增长率	37.8%	15.2%	34.7%	15.7%	16.3%
EBIT 增长率	32.3%	18.7%	17.5%	25.3%	32.8%
净利润增长率	52.3%	29.4%	8.4%	24.1%	33.5%
利润率					
毛利率	22.6%	21.9%	20.8%	21.2%	21.9%
EBIT 率	5.3%	5.5%	4.8%	5.2%	5.9%
净利润率	3.9%	4.4%	3.5%	3.8%	4.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.4%	15.5%	15.3%	17.0%	20.0%
总资产收益率(ROA)	6.7%	7.7%	5.7%	6.4%	7.5%
投入资本回报率	77.8%	23.5%	10.2%	11.7%	13.9%
运营能力					
存货周转天数	11.61	12.27	10.37	10.64	10.50
应收账款周转天数	2.00	2.30	1.82	1.87	1.86
总资产周转率	166.44	197.31	189.71	206.16	200.00
净利润现金含量	272.80	177.06	(407.14)	128.92	124.25
资本支出/收入	-1003%	-1635%	-445%	-412%	-425%
偿债能力					
资产负债率	49.7%	49.8%	61.8%	62.0%	61.9%
净负债率	0.0%	0.0%	156.7%	158.2%	156.9%
估值比率					
PE	29.0	22.4	20.7	16.7	12.5
PB	3.9	3.5	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	17.4	13.3	12.0	9.8	7.7
P/S	1.14	0.99	0.73	0.63	0.54
股息率	1.5%	1.8%	1.9%	2.4%	3.2%



公司 09 年上半年实现营业收入 18.12 亿元，同比增长 12.15%；营业利润 1.08 亿元，同比下降 14.8%；归属于母公司所有者的净利润 0.79 亿元，同比下降 12.5%；扣除非经常性损益后归属母公司净利润 0.79 亿元，同比下降 13.6%；全面摊薄后每股收益为 0.5 元，符合我们的预期；净资产收益率为 8.47%，比上年同期下降 2.04 个百分点。

1. 业绩下滑源于管理费用增加、综合毛利率下滑

1.1. 家电业务毛利率较低、拖累综合毛利率，百货业务毛利率有所提升

公司 09 年上半年综合毛利率为 20.7%，比上年同期下降 1.7 个百分点，毛利率下降导致营业利润同比下降 15%。

综合毛利率下降的原因是公司于 09 年 5 月全资收购广州市华宇声电器有限公司和广州市华宇力电器有限公司 100% 股权，该部分业务计入主营业务中的批发业务，其毛利率远远低于百货零售，从而综合毛利率有所下降，09 年上半年批发和百货零售业务的毛利率分别为 1.35%、19.03%。

表 1：毛利率变化

	2008H	2009H	2009 年变化
百货零售	18.19%	19.0%	0.8%
批发		1.4%	
主营业务毛利率	18.2%	17.4%	-0.8%
其他毛利率	86.1%	88.4%	
综合毛利率	22.3%	20.7%	-1.7%

数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

尽管公司的综合毛利率有所下降，但百货业务的毛利率有所提升，09 年上半年百货业务毛利率为 19%，比上年同期提升 0.8 个百分点，符合百货业务毛利率逐步好转的判断。

1.2. 会计核算方式改变，导致管理费用提升

09 年上半年，公司的营业收入同比提升 12.15%，主要来自公司原有门店的内生增长，子公司广百电器公司 09 年收购的广州市华宇声电器有限公司和广州市华宇力五金交电有限公司，以及 08 年新开业广百佳润商贸有限公司。（具体营业收入情况，参照调研报告《内外增长并举 确保今明两年盈利》）

09 年上半年，公司的管理费用为 4700 万元，同比提升 36%。管理费大幅提升的原因是 09 年开始公司的人员费用、装修费、房产税采取逐季核算，与 08 年相比，季报业绩将表现较为平稳。

2. 09 年下半年，盈利情况将继续好转

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 万平米扩充至 1.85 万平米，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 2：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

3. 盈利预测和投资建议

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。

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