

广百股份(002187)调研报告

区域商业龙头地位稳固，收购资产锦上添花

首次评级

可选消费/商业贸易

2009 年 8 月 24 日

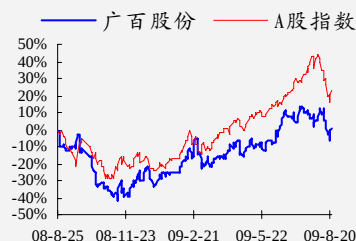
投资要点:

- 广百股份是广东最大的国有商业集团——广州百货企业集团有限公司旗下的核心企业。公司目前拥有 10 家连锁门店，主要分布在广州、湛江和从化等地区。
- 广百北京路店是公司的旗舰店，销售收入和净利润分别占公司主营业务收入和净利润的 50% 和 42%，是公司的成熟门店。今年上半年北京路店实现销售收入近 9 亿元，同比下降 2%，预计全年增长在 4% 左右。
- 广百天河中怡店是公司第二大主力门店，自开业以来一直保持了较快的增速。今年上半年天河店的销售收入同比增长了 8%，预计全年同比增长可达到 10% 以上。随着经济回升以及消费回暖，预计 10 年该门店增速将加快。
- 随着新门店逐步跨越盈亏平衡点，我们预计诸如广百新一城店、家润店、佛山三水店等次新门店将在未来两年内成为公司新的收入和利润的增长点。
- 目前公司计划开店数在 4 家左右，其中揭阳店和惠州店将分别于年底和十一前开业，两家门店的经营面积分别为 2.5 万平和 1.65 万平。由于地处公司具有竞争优势的粤东地区，我们预计经营情况会比较好。
- 从上半年经营情况看，托管后的新大新赢利能力得到了有力的提升，预计收购新大新可为公司带来约 0.12 元的业绩增量。
- 我们估算公司 2009-2011 年的每股收益分别为 1.04、1.25 和 1.40 元。公司作为区域商业龙头地位稳固，首次给予谨慎推荐评级，给予公司 6 个月目标价格为 31.2 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	323,237	15.23	14,203	29.42	0.89	15.70	29.4	
2009E	428,477	32.56	16,569	16.66	1.04	15.83	25.1	
2010E	473,277	10.46	19,981	20.59	1.25	16.48	20.9	
2011E	528,730	11.72	22,322	11.72	1.40	15.81	18.7	

走势图



市场数据

2009-8-24

收盘价:	26.15 元
52 周最高价:	28.98 元
52 周最低价:	13.92 元
平均持仓成本:	26.07 元

基本数据

2009Q2

总股本(万股):	16,000
流通 A 股(万股):	5,800
每股收益(元):	0.50
每股净资产(元):	5.85
每股经营现金流(元):	0.54
市净率:	4.47

分析师: 罗旷怡 吴 雁

TEL: (8621)6336 7000-250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

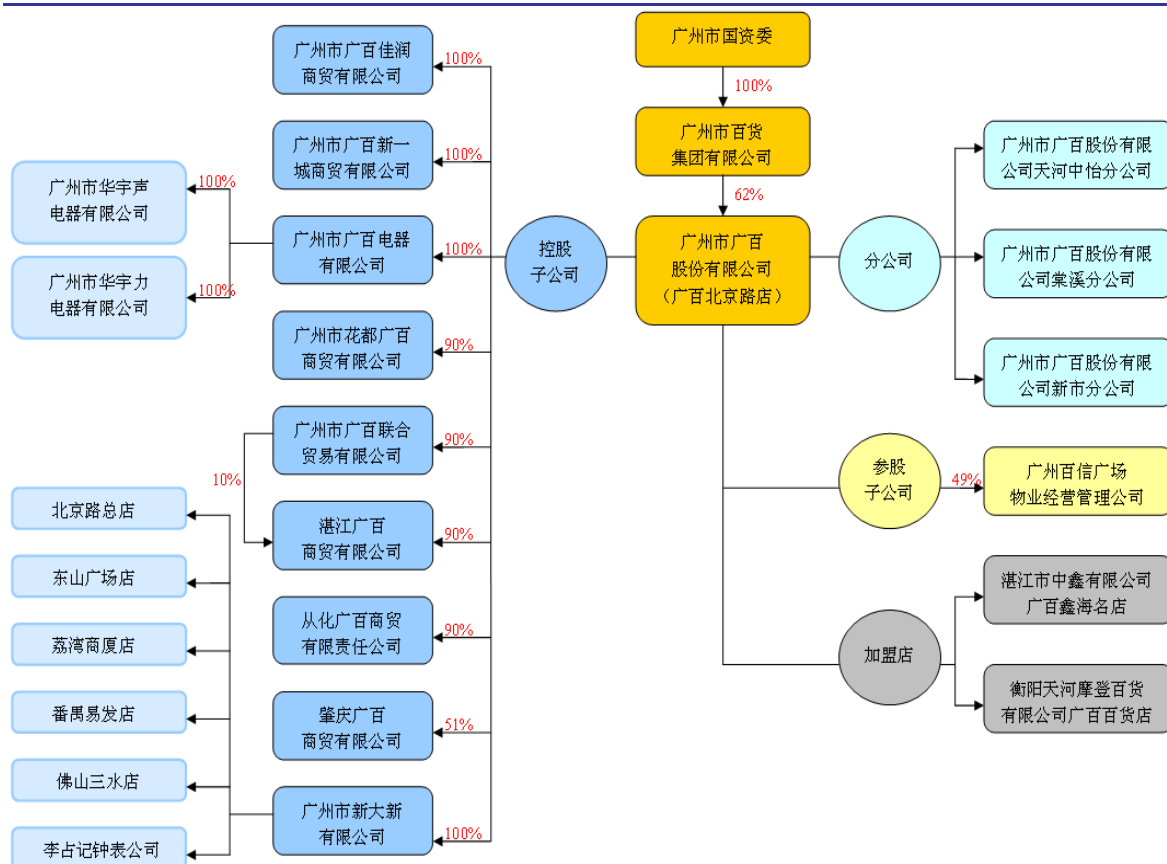
近日，我们拜访了公司，与公司董秘邓华东先生就公司经营现状和发展方向进行了交流。

1、公司简介

广百股份是广东省最大的国有商业集团——广州百货企业集团有限公司旗下的核心企业，其前身为广州百货大厦，在经历了股份制改造以及成功上市之后，公司从原来的国有大型百货零售企业转变为国有控股、多元化投资主体的股份公司，实现了由传统百货公司向现代零售业，由单店经营向连锁经营的转变。公司按照“一业为本，连锁经营，区域做强”的总体战略，以及“立足广州，拓展华南，面向全国”的布局规划，重点发展连锁百货，大力开拓购物中心，成为华南百货零售服务业的市场引领者。

公司目前拥有 10 家连锁门店，主要分布于广州、湛江和从化等地区。公司根据不同区域的经济水平进行适当的定位，但主要以大众百货为主。作为历史遗留，公司在湖南衡阳、广东湛江各有 1 家加盟店，但对公司业绩影响微乎其微。未来公司将不会以加盟模式进行扩张。

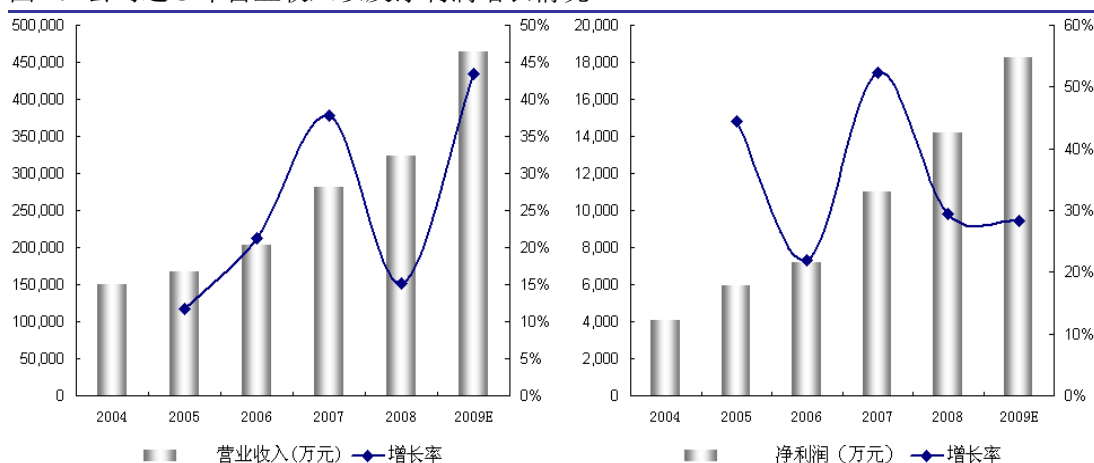
图 1：广百股份主要股权架构（含新大新）



资料来源：东北证券金融与产业研究所

公司近年来一直保持了较快的成长性，06、07 年营业收入增长率分别为 21% 和 38%，归属母公司净利润分别增长 22% 和 52%。08 年受到金融危机的影响，公司营业收入和归属母公司净利润增速都出现明显的放缓，分别同比增长 15% 和 29%。预计 09 年公司仍然受制于消费疲弱的影响，但收购新大新将有效提升公司的业绩增速。

图 2：公司近 5 年营业收入以及净利润增长情况



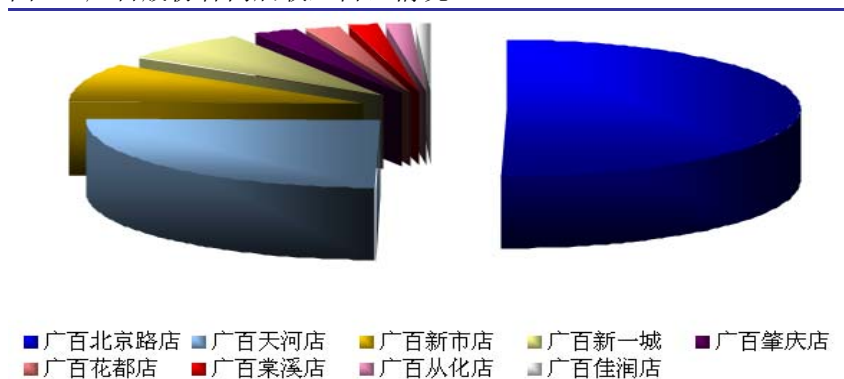
资料来源：公司公告

2、主要门店经营情况

2.1 公司门店概况

公司目前共有 9 家营业中的门店，分别为广百北京路店、广百天河店、广百新市店、广百新一城店、广百棠溪店、广百花都店、广百肇庆店、广百从化店和广百佳润店，其中前 4 家门店贡献了公司大部分的营业收入和经营利润。

图 3：广百股份各门店收入占比情况



资料来源：东北证券金融与产业研究所

除北京路店之外，公司的门店以租赁为主。09 年公司计划新开 4 家门店，分别为揭阳店、惠州店、柳州店和成都店。另外湛江店原本计划 09 年重新开业（业主湛江民大房地产有限公司对该物业实施重建计划，届时面积将扩至 3.4 万平，公司承租 15 年），但由于施工进度较慢，预计要推迟到 2010 年下半年甚至 2011 年。我们从随机访谈中得知，湛江店在当地有比较好的口碑，具备一定的品牌影响力。我们预计重新开业后很快能恢复正常的经营水平。

表 1：广百股份各门店基本情况

	门店	开业时间	经营面积（平米）	位置	物业性质
1	广百北京路店	1991-02-08	69959	广州市 北京路步行街	自有
2	广百天河店	2006-09-29	49599	广州市天河区 天河商圈	租赁
3	广百新市店	2004-10-28	13171	广州市白云区 新市商圈	租赁
4	广百新一城店	2006-12-28	49409	广州市海珠区 江南西商圈	自有 16915 租赁 32494
5	广百佳润店	2008-09-30	13490	广州市白云区	租赁
6	广百花都店	2003-01-12	5335	广州市花都区	租赁
7	广百棠溪店	2002-12-25	2550	广州市白云区	租赁
8	广百肇庆店	2005-09-30	17500	广东省肇庆市	租赁
9	广百从化店	1998-12-28	3570	广东省从化市	自有 1112 租赁 2458
10	广百湛江店	1995-03-28	3650	广东省湛江市	租赁
11	广百揭阳店	2009-10-01	25000	广东省揭阳市	租赁
12	广百惠州店	2009-10-01	16500	广东省惠州市	租赁
13	广百柳州店	2010-05-01	30000	广西省柳州市	租赁
14	广百成都店	2010-05-01	30000	四川省成都市	租赁

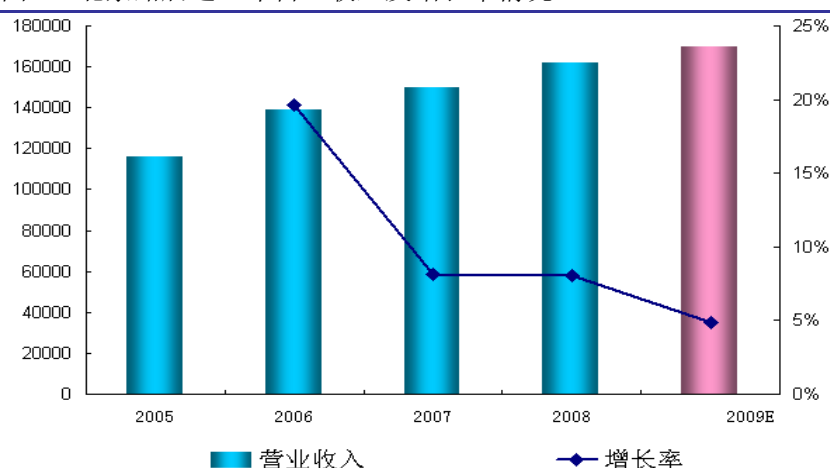
资料来源：公司公告

2.2 经营中的门店情况

2.2.1 广百北京路店

广百北京路店地处广州市繁华的北京路商业街，定位于中高端消费群体，是广百的旗舰门店，连续十多年荣获广州市单店销售额第一。2008 年北京路店实现销售收入 16 个亿左右，净利润 6000 多万，分别占公司主营业务收入和净利润的 50% 和 42%，净利率在 3.75% 左右。作为成熟门店，该门店净利率不高的原因是该店承担了总部费用和部分天河中怡店的费用。

图 4：北京路店近 5 年营业收入及增长率情况



资料来源：东北证券金融与产业研究所

北京路商圈是广州市历史比较悠久的成熟商圈，其本身具备一定的景点性质，通常是外来游客的必到之处，客流量较大，商圈内还有新大新总店、天河城百货及专卖店等竞争对手。从我们现场考察情况来看，新大新总店面积较小，只有 13795 平米，定位中低端消费，人气远不如广百。广百收购新大新后，二者更会减少恶性竞争，形成合力，强化区域优势。天河商城位于广百对面，定位中端年轻化消费，2008 年刚刚开业，品牌进驻尚未完成，所以对广百不构成直接威胁，而且公司已经具有很强的品牌忠诚度，所以竞争优势明显。

表 2：北京路店特点

广百北京路店						
定位	目标人群	所处商圈	商圈特点	圈内同行	竞争优势	销售占比
中高端	中青年	北京路	成熟 客流量大	新大新 天河商城	门店成熟 认知度高 品类齐全	50%左右

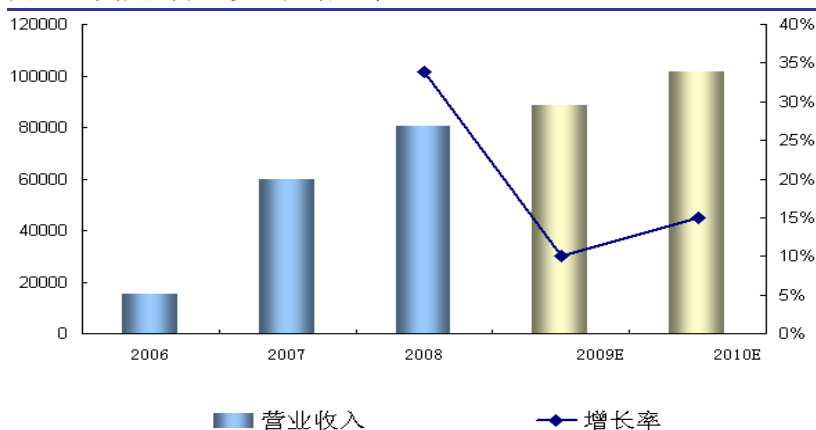
资料来源：东北证券金融与产业研究所

受到经济危机影响，北京路店今年上半年实现销售收入近 9 个亿，同比下降 2%，影响较小。据了解，7 月份数据因促销活动比较理想，增速在百分之十以上。北京路店在 08 年 11 月以 4.65 亿元购买了新翼大厦 3.3 万平的物业，按 35 年摊销，平均每年 1328.57 万元，而原来该部分的物业租金为每年 6000 万元，扣除房产税等费用，也可减少租金成本近 4000 万元。今年 5 月，公司又购置了新翼负三层 3600 平米的房产，进一步扩大经营面积，我们认为成本降低以及营业面积扩大使北京路店仍然可以保持一定的内生增长。

2.2.2 广百天河中怡店

广百天河中怡店位于广州市的天河商圈，2006 年开业，是公司第二大主力门店，定位于高档精品时尚百货。天河中怡店自开业以来一直保持了较快的增速，2008 年实现近 9 个亿的销售收入，今年上半年销售收入也在 4.6-4.7 个亿左右，同比增长了 8%，预计全年增速可以达到 10% 以上。随着经济回升以及消费回暖，预计 10 年该门店增速将加快。

图 5：中怡店营业收入及增长率



资料来源：东北证券金融与产业研究所

中怡店所处的天河商圈可与北京路商圈相提并论，是近几年广州市发展最快的后起之秀，且对珠三角地区的消费者也有较强的吸引力。目前商圈已发展得相对成熟，商圈中正佳广场（内有广州友谊正佳店）、天河城购物中心、广百中怡店一字排开，每家间隔数百米，毗邻地铁口，使得三家商场人气都很旺，其中广州友谊正佳店定位高端，与广百基本形成直接竞争，而天河城购物中心则定位于年轻时尚，与广百和广州友谊形成一定的错位。

表 3：中怡店特点

广百中怡店						
定位	目标人群	所处商圈	商圈特点	圈内同行	竞争优势	销售占比
高档 精品 时尚	有一定 消费能力 的中青年	天河商圈	相对成熟 交通便利 发展速度快	正佳广场 天河城购物中心	位置优越 定位清晰	25%左右

资料来源：东北证券金融与产业研究所

据了解，公司拟将中怡店打造成更高端的百货店，甚至超过广州友谊正佳店，

成为天河商圈内最高端的象征，并想在今年有所突破。从我们实地考察情况看，该店化妆品高端品牌已经比较齐全，但服装上并没有突破，从目前看中怡店的优势在于其为单体百货且两面临街，符合高端品牌所需要的视觉冲击力，但考虑到其高端品牌谈判能力要低于广友，我们认为其提升档次还需要一定时间。

2.2.3 广百新市店

广百新市店位于广州市白云区核心商圈百信广场，营业面积为 13171 平方米，是白云商圈唯一的中高档百货公司。从我们实地观察来看，百信广场所在区域外来务工人员较多，消费水平较低，但居民区比较紧凑，家乐福、苏宁电器、中国移动、麦当劳、肯德基、必胜客等商家的入驻使得商圈功能完整。广场内美特斯邦威、佐丹奴、班尼路等专卖店与广百形成一定的竞争，存在一定的客户分流，但是好的方面是与广百连通的家乐福超市对门店的客流量起到了比较明显的带动作用。为适应当地的消费水平，新市店定位偏向中端，与其相邻的百信时尚街定位于年轻时尚消费群体，目前招商尚未到位，但未来还是会对新市店带来一定的冲击。

表 4：新市店特点

广百新市店						
定位	目标人群	所处商圈	商圈特点	圈内同行	竞争优势	销售占比
中高端	中青年 外来务工人员	新市商圈	白云区 核心商圈 功能齐全 结构紧凑	暂无有明显竞争 优势的同行	商圈内唯一的 中高档百货公司	9%左右

资料来源：东北证券金融与产业研究所

新市店 08 年销售收入 3 亿元左右，净利润 1500-1600 万。今年上半年经营状况与去年基本持平，但考虑到门店刚跨过培育期，其净利润仍有一定的提升空间，估计今年营业收入仍能达到 3 亿左右。

2.2.4 广百新一城店

广百新一城店位于广州市海珠区传统商圈江南西路与宝岗大道交汇处，是海珠区首个集购物、娱乐、餐饮等众多元素于一体的购物中心，也是海珠区目前规模最大的商业物业。新一城总经营面积为 49409 平方米，其中广百百货所占 16915 平方米为公司自有物业，其余 32494 平方米由广百租回用于转租。新一城内汇聚了广百百货、百佳超市、屈臣氏、UME 国际影城等多个知名品牌，以及星巴克、仙踪林、

肯德基等多家时尚餐饮和新华书店、华尔街国际英语国际培训等文化功能，另还配备儿童乐园使其功能模块更加完备。

表 5：新市店特点

广百新一城	商场性质	购物中心
	盈利模式	百货+转租
	主要商户	广百百货、百佳超市、屈臣氏
	配套功能	UME 国际影城、星巴克、仙踪林、肯德基、新华书店、华尔街国际英语国际培训、儿童乐园
	销售占比	约 7%

资料来源：东北证券金融与产业研究所

目前新一城接近满租，且人气渐旺。一方面租户稳定，租金每年有正常增长，另一方面出租率也有所提高。今年上半年，新一城实现租金收入 1800 万左右，同比增长 10%；广百百货业务 08 年约有 5、6 百万元的净利润贡献，今年上半年百货业务营业收入同比增长 7%，预计全年有近 10% 的增长。

2.2.5 其他门店

佳润店：佳润店是公司 08 年 9 月新开的门店，经营面积 13490 平方米，目前尚处于培育期，佳润广场紧邻地铁 3 号线、5 号线，周边配套多条交通线路，交通十分便捷，广场周围居民区比较密集，乐购超市、国美电器、肯德基、麦当劳、必胜客等商户也已进驻，商圈成熟很快。该门店今年上半年实现营业收入近 5000 万元，全年估计可实现 1 个亿左右的营业收入，但费用摊销导致可能略有亏损。

花都店：花都店位于广州市花都区友和中心广场，经营面积 5335 平方米，03 年刚开业时，是花都区最有影响的百货，但由于近年都没有扩张，同时竞争对手相继进入，竞争能力已明显下降。该门店 08 年销售额在 7000 万元左右，对公司总体业绩影响不大。

棠溪店：百货棠溪店是广百首家电器专业店，位于广州市白云区，经营面积 2550 平方米，08 年有 4000 多万的营业收入，表现平平，对公司总体影响不大。

肇庆店：肇庆店位于肇庆广百时代广场内，地处肇庆市核心商圈，是粤西首座超大型旅游商业文化复合地产项目，项目总建筑面积 16 万平方米，其中商业经营面积达 7.3 万平方米，广百占据 1.75 万平。广场内除了肇庆店、广百电器、广百超市外，还组合了更多购物（如品牌商家）、专业服务（如银行等）、休闲娱乐及肇庆

最大规模的时代美食城。该门店今年新增了 4100 平米的经营面积，显示公司对该门店未来发展的信心。肇庆店上半年销售收入同比增长 10%，但由于有扩张、调整费用，利润增速要低于收入增速。

从化店：从化店位于广东省从化市街口新世纪广场，原为 2458 平米的租赁面积，今年又新购置了 1112 平米，总经营面积扩张为 3570 平方米，该店 1998 年开业以来，一直保持着“当地第一店”的地位，经营情况较好，08 年实现营业收入 4600 万。

2.3 公司实施稳健的扩张战略

公司已提上日程的储备门店共有 4 家，其中位于广东省的揭阳店和惠州店将分别于年底和十一前开业，两店的经营面积分别为 25000 和 16500 平米，由于地处广百具有区域优势的粤东地区，发展前景比较乐观，预计今年两店合计会有 4、5 百万不到的亏损。

公司拟租赁的广西省柳州市温州商贸城 1-3 层约 30000 平米的物业，由于业主物业产权上的纠纷问题，已被法院查封，如果意向期内不能解决纠纷，公司则会放弃该项目，因此柳州店的开业存在一定的不确定性。

公司今年 7 月决定投资 3440 万元建设成都门店，进驻富力天汇购物中心 2-4 层，15 年租金 4.18 亿，1、2 两年收取 4%的提成，第 3 年起按 6%提成，由于目前购物中心没有全面启动，且协议约定购物中心 80%以上的面积营业后广百才进驻，所以我们预计今年该门店不会开业。公司已经在做招商计划，该门店中广东品牌会占比较大。该店所处位置并非成都市主流商圈，租金合理，竞争相对缓和，是公司向外省扩张的一次尝试，并不代表公司未来扩张方向。

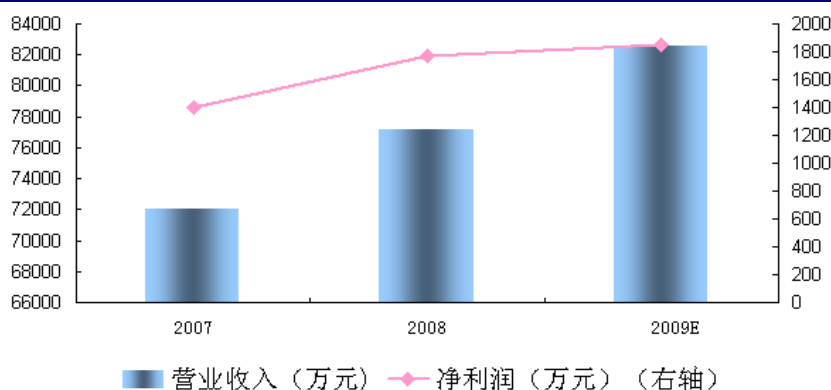
3、电器业务

公司电器业务收入占到公司主营业务收入的 7-8%，主要通过其全资子公司广百电器运营。广百的每家百货门店顶层几乎都经营家电，广百电器相当于公司电器的采购中心。由于电器类商品的毛利空间较小，因此不可能有很大的赢利空间。公司于今年 5 月分别竞得广百集团持有的化宇声家电公司和华宇力五金交电公司 60%和 58.58%的股权，现分别持有两家公司 100%的股权，此举主要因为广百取得了广东省内家电下乡的零售资格，公司本想借此充分利用政策利好，同时减少关联交易，但效果并没有想象得好。华宇力公司是格兰仕广东总代理，可以向各终端零售网点供货，经营情况还可以，而华宇声则有小幅亏损，大概 20 万左右。广百电器每年能贡献公司 400 万左右的净利润。

4、收购新大新对公司业绩的影响

公司3月份公告拟以21.07元/股价格向大股东广百集团发行873.5728万股购买集团持有的新大新公司99%的股权，新大新2007、2008年营业收入和净利润分别72067万元、77135万元和1398万元、1766万元，此次收购市盈率为10.43倍，目前公司已托管新大新公司，今年内可以并表。

图6：新大新营业收入及净利润



资料来源：公司公告

新大新公司创建于1967年，是全国知名的国有控股大型连锁企业，共有5家门店，其中位于北京路步行街的北京路店是广州原址经营历史最悠久的百货店，其余4家分别为东山广场店、荔湾商厦店、番禺易发店和佛山三水店，总经营面积近6万平方米，其中北京路总店大厦为自有物业，总建筑面积20745.98平方米。新大新公司一直实施“一店一策”的发展战略，各门店结合各自商圈和区域市场特点，进行个性化、专业化经营。

表6：新大新各主要门店基本情况

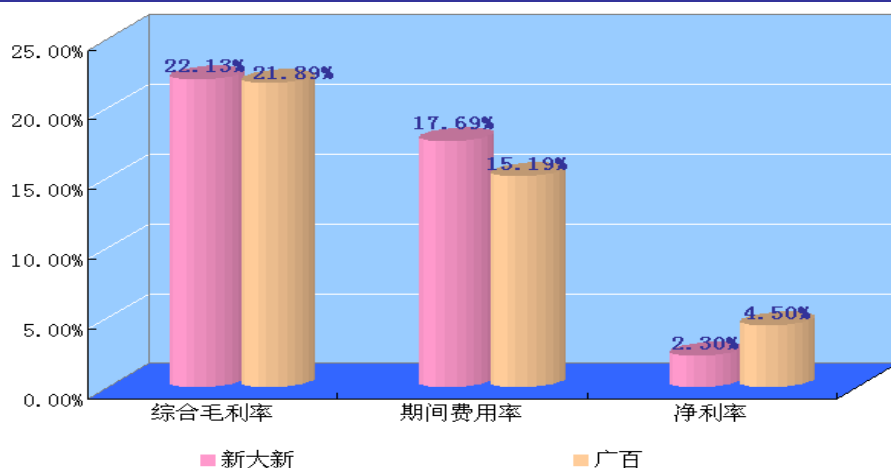
门店名称	开业日期	经营面积 (m ²)	定位
北京路总店	1967-01-20	13795	旗舰店，精品百货
东山广场店	2005-12-06	12550	中高档穿戴类商品及超市、日用家居品
荔湾商厦店	2004-03-23	7402	社区百货店
番禺易发店	2005-09-19	9200	地区商业中心
佛山三水店	2008-10-20	15306	中档商品为主，兼营部分高档商品
李占记钟表公司	2004-05-13	492.68	钟表零售、修理

资料来源：东北证券金融与产业研究所

北京路店所处商圈竞争较为激烈，新进入竞争对手的出现，将对北京路店产生影响，预计其市场销售份额将会略有缩减，影响公司主营业务收入的增长。东山广场店是开业多年的成熟店，一直分享该商圈高端消费力，虽然有周边百货店的竞争，但预计未来仍能保持稳定的收入。番禺易发店经过前几年的快速增长，从 2009 年开始进入成熟期，未来增速将有所放缓，但销售收入仍将会实现一定增长。荔湾商厦店根据过往业务发展情况和历史的收益情况预测未来的收益保持稳定。2008 年底新成立的佛山三水店在近三年内将是成长期，业务收入预计将保持高速增长，到 2012 年将到达成熟期。李占记公司过去三年的收入有所增长，此后收入预计将较为稳定。

新大新综合毛利率略高于广百，但由于其期间费用率较广百高出 2.5 个百分点，导致新大新净利水平远低于广百股份，二者合并后，由广百进行统一管理，在招商和促销方面形成规模效应，并进一步优化内部管理结构，相信新大新的利润水平还有较大的提升空间。

图 7：新大新营业收入及净利润



资料来源：公司公告

表 7：新大新各门店营业收入预测（万元）

门店	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
北京路店	30,769.00	30,153.62	29,852.08	29,852.08	29,852.08
东山广场店	22,393.00	22,169.07	22,390.76	22,390.76	22,390.76
荔湾商厦店	4,274.00	4,188.52	4,188.52	4,188.52	4,188.52
番禺易发店	14,188.00	15,323.04	15,782.73	16,256.21	16,581.34
佛山三水店	5,983.00	8,675.35	12,145.49	14,574.59	15,740.56
李占记	1,308.87	1,335.05	1,361.75	1,388.99	1,416.77
新大新公司合计	78,915.87	81,844.65	85,721.34	88,651.16	90,170.03
增长率	6.91%	3.71%	4.74%	3.42%	1.71%

资料来源：公司公告

从近年上半年情况看，1-6 月新大新实现营业收入 37820 万元，净利润 1126 万元，而 08 年全年新大新的营业收入和净利润分别为 77135 万元和 1771 万元，可见广百托管后，新大新的赢利能力确实得到了有力的提升，预计今年新大新可为广百贡献约 0.12 元的每股收益。

5、投资建议与估值

从广州消费市场的现状来看，公司并没有明显感觉到金融危机的影响，公司总体销售额上升趋势明显，7、8 两月的销售情况也比较理想。另一方面，公司计划保持每年新开两家门店的良性循环，实行有序扩张，立足广州并逐步进军地级市，之后在向华南地区的拓展，实现外生增长。考虑到新大新并表的业绩增厚，我们估算公司 2009-2011 年的每股收益分别为 1.04、1.25 和 1.40 元，动态市盈率 25 倍左右，首次给予公司谨慎推荐评级，给予公司 6 个月目标价位 31.2 元。

表 9：广百股份利润表预测

	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31
营业收入	323,237.08	428,477.31	473,276.86	528,729.47
营业成本	252,483.10	334,687.11	367,314.01	410,351.23
营业税金及附加	3,946.91	5,313.12	5,868.63	6,556.25
主营业务利润	66,807.06	88,477.09	100,094.22	111,821.99
销售费用	40,017.99	53,047.13	58,593.49	65,458.73
管理费用	9,084.02	12,041.62	13,300.63	14,859.03
财务费用	623.17	826.06	912.43	1,019.34
营业利润	19,498.43	22,633.32	27,287.67	30,484.89
营业外收支净额	-102.09	-5.05	0.00	0.00
利润总额	19,396.34	22,628.27	27,287.67	30,484.89
所得税费用	4,855.49	5,664.54	6,830.93	7,631.29
归属母公司净利润	14,202.75	16,569.29	19,981.08	22,322.21
每股收益（元）	0.89	1.04	1.25	1.40

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209