

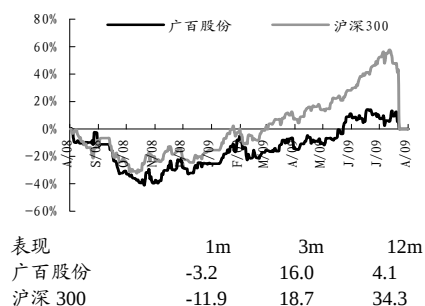
零售业
Retailing

2009 年 8 月 25 日

市场数据	2009 年 8 月 25 日
当前价格 (元)	25.8
52 周价格区间 (元)	14.59
总市值 (百万)	4128
流通市值 (百万)	1496
总股本 (万股)	16000
流通股 (万股)	5800
日均成交额 (百万)	3027
近一月换手 (%)	39.6
Beta (2 年)	n.a
第一大股东	广州百货企业集团有限公司
公司网址	www.grandbuy.com

盈利能力波动

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
毛 利 率	21.27	21.58	22.26	18.93
净 利 率	2.87	3.60	5.45	3.36

一年期收益率比较

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

成长具潜力 估值显优势

—广百股份 (002187) 深度调研报告

评级: 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (万元)	4002.45	4490.73	5097.92	5489.49
净利润 (万元)	159.69	173.28	212.92	249.64
每股收益 (元)	0.95	1.03	1.26	1.48
净利润增长率%	15.23	8.51	22.88	17.25
每股净资产 (元)	5.42	6.16	7.06	8.05
市盈率	27.26	25.12	20.45	17.44
P/EG	1.79	2.95	0.89	1.01
市净率	4.76	4.19	3.66	3.21

资料来源: 世纪证券研究所

■ 公司主营百货零售, 是广州地区最大的百货连锁零售企业。目前拥有 10 家自有门店, 实际在营业的门店有 9 家 (广东省湛江店 07 年 10 月起停业改建), 其中广州地区有 8 家 (含广百棠溪电器专业店), 广东省肇庆市有 1 家。收购新大新 5 家百货门店后, 在营百货门店总数量将达到 13 家, 经营面积达到 29.08 万平方米。加之今年年底前将开业的揭阳金城广场和惠州时代广场 2 家百货门店, 届时公司百货门店总数量将达到 15 家, 总经营面积约 33.23 万平方米。

■ 公司百货零售业务收入和利润贡献主要来自于广州市的百货门店, 其中北京路店和天河店是公司最主要盈利贡献门店, 其收入占总营业收入 80% 左右。而广州作为珠三角经济核心, 商业体系发达且富有活力。据广州市统计局公布, 2009 年上半年广州市社会消费品零售总额 2002.29 亿元, 同比增长 13.1%, 位居北京、上海之后, 处于全国十大城市第三位, 但广州市人均消费支出高于北京和上海, 位居全国之首, 这奠定了公司自身优势下的成长空间较大。

■ 假设公司年底前完成新大新的收购, 预测 09-11 年的每股收益分别为 1.03、1.26、1.48 元。从 PE 估值看, 公司 PE 值低于行业平均水平, 我们认为, 公司目前正处于成长期, 且下半年广佛金秋欢乐购物节及 2010 年广州亚运会都将掀起消费热潮, 加上家电下乡、汽车下乡和家电以旧换新等活动的带动, 公司估值水平有望得到进一步的提升, 我们给予公司 PE 为 27-32 倍, 对应的股价为 27.81-32.96 元; 从 DCF 预测看, 公司每股内在价值为 38.27 元。因此, 维持“增持”投资评级。

公司概况

公司主营百货零售，是广州地区最大的百货连锁零售企业。目前拥有 10 家自有门店，实际在营业的门店有 9 家（广东省湛江店 07 年 10 月起停业改建），其中广州地区有 8 家（含广百棠溪电器专业店），广东省肇庆市有 1 家。收购新大新 5 家百货门店后，在营百货门店总数量将达到 13 家，经营面积达到 29.08 万平方米。加之今年年底前将开业的揭阳金城广场和惠州时代广场 2 家百货门店，届时公司百货门店总数量将达到 15 家，总经营面积约 33.23 万平方米。

除了广东省外，公司今年开始向省外拓展直营百货门店，6 月签订了广西柳州店物业租赁意向书、7 月签订了四川成都店租赁合同。其中，柳州店约 3 万平方米，预计待租赁方的物业产权纠纷解决后，09 年下半年或可营业；成都店需看富力天汇 MALL 招商的进展，预计 2010 年开业。

Figure 1 公司现有门店情况

类型	门店名称	经营面积	开业时间	所处商圈	物业方式/备注
广百（百货）	广百北京路店	69959	1991 年 2 月 8 日	广州市越秀区北京路步行街	自有 65131 平方米 租赁 4828 平方米
	广百天河店	49599	2006 年 9 月 29 日	广州市天河商圈	租赁
	广百新一城	49469	2006 年 12 月 29 日	广州市海珠区江南西商圈	自有 16915 平方米 租赁 32554 平方米
	广百新市店	13171	2004 年 10 月 28 日	广州市白云区商圈中心百信广场	租赁
	广百佳润店	13490	2008 年 9 月 19 日	广州大道北佳润广场 1-3 层	租赁
	广百花都店	5335	2003 年 1 月 22 日	广州花都区友和中心广场	租赁
	广百从化店	3570	1998 年 12 月 28 日	广东省从化市街口新世纪广场	自有 1112 平方米 租赁 2458 平方米
	广百肇庆店	17500	2005 年 9 月 30 日	广东省肇庆市核心商圈时代广场	租赁
广百（电器）	广百湛江店	3650	1995 年 3 月 28 日	广东省湛江市霞山区人民大道西	租赁
	广百棠溪店	2550	2002 年 12 月 31 日	广州市白云区三元里大道	2007 年 10 月停业 预计 2011 年开业 租赁
新大新（百货）	北京路总店	13795	1967 年 1 月 20 日	广州市越秀区北京路与中山五路交界处	自有
	东山广场店	12550	2005 年 12 月 6 日	广州市越秀区先烈中路 63 号 1 房裙楼 2-4 层	租赁
	荔湾商厦店	7402	2004 年 3 月 23 日	广州市荔湾区荔湾路 100 号 1-2 层，含夹层	租赁
	番禺易发店	9200	2005 年 9 月 19 日	广州市番禺区易发商业街商业中心 1-3 层	租赁
新大新（钟表）	佛山三水店	15306	2008 年 10 月 20 日	广东省佛山市三水区张边路 9 号	租赁
	李占记钟表公司	492.68	2004 年 5 月 13 日	广州市越秀区中山四路	租赁

09 年下半年开业	广百揭阳店	25000	2009 年底前开业	广东省揭阳市东山区金城广场 1-4 层	租赁
	广百惠州店	16500	2009 年底前开业	广东省惠州市惠城区下铺路 9 号时代广场 1-4 层	租赁
已签合作协议	广百柳州店	30000	预计 2009 年下半年开业	广西省柳州市温州商贸城 1-3 层	租赁
	广百成都店	n. a	预计 2010 年开业	四川省成都市青羊区上西顺城街富力天汇 MALL2-4 层	租赁
在营加盟店	衡阳天河百货店	20000	2005 年 3 月 28 日	湖南省衡阳市解放路中国名牌大厦 1-3 层	2015 年 1 月到期 终止加盟
	湛江鑫海名店	16000	2005 年 5 月 1 日	广东省湛江市霞山区海滨大道 18 号 1-2 层	2010 年 4 月到期 终止加盟

资料来源：公司公告、公司调研、世纪证券研究所

公司目前还余 2 家加盟店，加盟店是公司发展初期的产物，随着公司发展壮大，加盟店已由上市之初的 5 家缩减至目前的 2 家，其亦随到期而关闭。公司按商定标准向加盟店每年收取固定额度的品牌费，作为使用公司品牌经营的价值回报，目前 2 家加盟店的收入贡献约 40 万元，对公司盈利影响极小。

Figure 2 广州市主要百货零售商店分布情况

商圈名称	商圈定位	主要零售对手	商圈特色
北京路步行街	中高档	广百北京路总店、新大新总店、华联商厦、天河城百货	地处市中心，客流量丰富，具有独特历史文化底蕴
天河商圈	中高档	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	中高档	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	中档	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	中档	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	中档	广百新市店	广州市白云区新兴购物中心

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

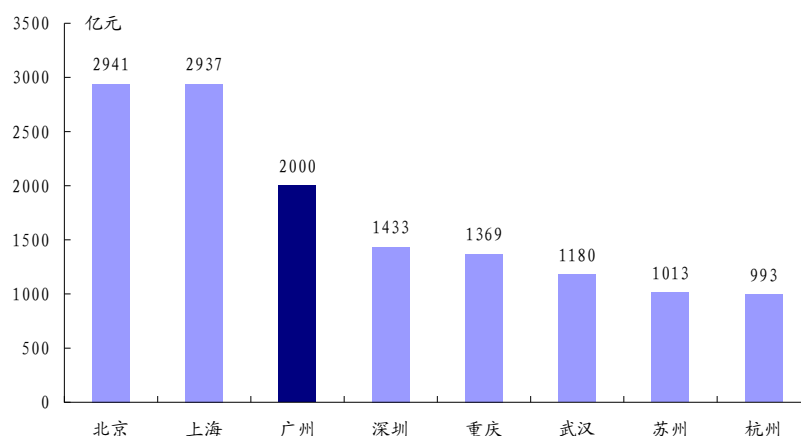
公司控股股东为广百集团，系由广州市第一商业局转制而成的国有独资有限责任公司，主要从事广州市人民政府授权范围的国有资产的经营、管理，拥有资产主要为股权投资。目前其旗下拥有的最优质资产为百货零售资产，全部由公司经营。

广州零售业现状

广州作为拥有 950 万常住人口的大型城市，经济发达且富有活力。广州市居民人均可支配收入和居民人均消费支出居于全国主要城市前列，商业体系发达。据广州市统计局公布，2009 年上半年广州市社会消

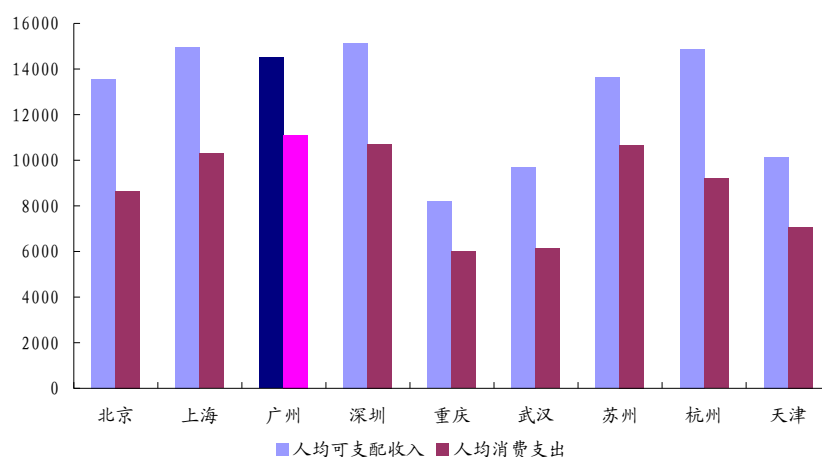
费品零售总额 2002.29 亿元，同比增长 13.1%，位居北京、上海之后，处于全国十大城市第三位。但广州市人均消费支出高于北京和上海。

Figure 3 1-7 月部分城市社会消费品零售总额比较



资料来源：各地统计局网站、世纪证券综合研究所

Figure 4 09 年上半年部分城市人均可支配收入和人均消费支出



资料来源：各地统计局网站、世纪证券综合研究所

二十世纪九十年代以来，广州市零售网点数量大幅增加，购物中心、超市、大型综合超市、专业连锁店等零售业态迅速发展，形成了遍布全市的零售网络。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、江南西四大商业中心。

广州市百货行业竞争态势日趋激烈，百货零售市场主要为本地企业占领，目前活跃在广州地区的大型百货零售主要有广百股份、广州友谊、天河城百货、新大新公司等。2002 年以来，百货门店趋向大型化、综合化的方向发展，主城区新开门店营业面积均超过 2 万平方米，周边城市新开门店营业面积一般在 1 万平方米以上。2002 年以来，先后开设大型门店的有：广百新市店、广百天河店、广百新一城、百盛百货中泰店、

广州友谊正佳店、摩登百货岗顶店、摩登百货东站店、摩登百货海购店、丽特百货岗顶店、新大新维多利店、新大新番禺店、新光百货、华联商厦、中华百货等，遍布越秀区、天河区、荔湾区、白云区及海珠区等主要商业区，营业面积超过 1.5 万平方米的门店有 10 余家。在新的百货门店陆续开设的同时，亦不断有同行业百货门店关门停业，包括摩登百货东站店、新大新维多利店等本地企业门店及百盛百货中泰店、宾友赛特等外地零售企业门店，充分反映了广州市零售行业竞争的激烈程度。

Figure 5 广州市主要百货零售商店分布情况

商圈名称	商圈定位	主要零售企业	商圈特色
北京路步行街	中高档	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	中高档	广百天河店、广州友谊正佳店、天河城百货、吉之岛	交通便利，周边中高档写字楼众多
环市东路	中高档	广州友谊总店、新大新东山广场店	依托周边高星级宾馆和写字楼发展
江南西商圈	中档	广百新一城、广百江南店、摩登百货海购店	广州市海珠区传统购物区域
东山口商圈	中档	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	中档	广百新市店	广州市白云区新兴购物中心

资料来源：公司招股说明书、世纪证券综合研究所

公司总体经营情况分析

公司营业收入包括零售业务和其他业务两部分，而最主要收入和利润则来自百货零售业务，09 年上半年其占营业收入比重达 86.38%，占营业利润比重达 79.5%。其他业务主要包括租赁收入（对外租赁商铺面积）、管理费收入（联销模式下向供应商收取的宣传费、促销费及推销员管理费用等）、宣传费收入，这类收入较为稳定且毛利率较高，09 年上半年占营业收入和营业利润的比重分别为 4.65%、19.91%。

从 09 年上半年公司经营情况看，因受经济危机的影响，收入和利润相较以往表现有所逊色。营业收入增速有所下降，实现营业收入 18.12 亿元，同比增长 12.15%；净利润 7936 万元，同比下降 12.5%，主要原因是：上半年促销力度比往年大，以及低毛利率的华宇升与华宇力并表，导致综合毛利率同比减少了 1.67 个百分点；期间费用增长 13.27%，其中增加人员费用、房产税、装修费等导致管理费用上升 35.87%，费用率上升 0.46 个百分点；购买房产、及增加了华宇声和华宇力两公司的贷款利息导致财务费用增长 187.66%，费用率上升 0.28 个百分点。

公司主力门店经营情况分析预测

公司百货零售业务收入和利润贡献主要来自于广州市的百货门店。其中北京路店和天河店是公司最主要盈利门店，其收入占总营业收入 80% 左右。

北京路店

该店座落于广州市最繁华的北京路步行街商圈，地理位置优越，是公司旗舰店，在公司经营中占据重要的市场和战略地位。近年来北京路店保持了持续、稳定的发展态势，08 年实现营业收入 14.9 亿元，占公司营业总收入 49%；净利润 6412 万元（总部费用计入该门店），占公司净利润 45%。09 年因经济危机的影响，上半年销售收入下滑 1-2%，7 月在 VIP 促销的带动下，销售收入增速回升到约 15%。

公司 08 年 11 月收购了广百新翼大厦 3-8 层和 10-12 层共 32929 平方米房产，预计每年将减少租金支出超过 6000 万元，且新增商场经营面积约 3800 平方米及北京路店配套停车场，09 年 5 月公司又购买了广百新翼负三层 3648 平方米的物业。我们预计受益于经济回暖、租赁费用减少、营业面积新增贡献，北京路店 09 年全年销售收入增速可达 5%，净利润增加 2500 万元。

天河店

该店位于广州市天河商业区核心地段，目前是公司第二大盈利门店，定位高档精品时尚。08 年实现营业收入 7.47 亿元，净利润 1000 万元。09 年上半年销售收入增长 8%，预计全年销售收入同比增长 15%，净利润同比增长 50%。

新一城店

该店目前是海珠区最大的集购物、娱乐、餐饮为一体的购物中心，自有物业 16900 平方米，转租物业 32600 平方米。08 年该店实现营业收入 1.8 亿元，净利润 2025 万元。09 年上半年该店销售收入同比增长 7-8%，出租率接近 100%，租金收入 1800 万元。预计全年销售收入增速约 15%，租金收入 3600 万元。

肇庆店

该店位于广东省的肇庆市广百时代广场内、肇庆市端州五路牌坊广场西侧，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，是肇庆市首个集零售百货、旅游展贸、餐饮娱乐、休闲配套、

地王豪宅于一体的大型地标建筑。09 年 6 月，该店新增 4139 平方米的营业面积，总经营面积达到 17500 平方米。08 年实现营业收入约 8900 亿元，09 年上半年销售收入同比增长 10%，预计下半年增速继续加大，全年收入增速有望达到 15%。

其他门店

因经济危机的影响，公司其他门店 09 年上半年营业收入增长情况并不理想：新市店营业收入增速基本与去年同期持平；棠溪店为电器专业店，规模和竞争实力较苏宁电器和国美电器弱，营业收入增速下降；花都店和从化店都是成熟门店，同店增长均下跌；佳润店尚处培育期。

Figure 6 公司旗下门店收入和平销预测

北京路店				
营业收入（万元）	175,488.72	182,508.26	193,458.76	205,066.29
同比增长	12.00%	4.00%	6.00%	6.00%
营业面积（平方米）	70,111.00	73,759.00	73,759.00	73,759.00
平销（万元/平方米）	2.50	2.47	2.62	2.78
天河店				
营业收入（万元）	79,300.00	88,816.00	106,579.20	127,895.04
同比增长	30.00%	12.00%	20.00%	20.00%
营业面积（平方米）	49,599.00	49,599.00	49,599.00	49,599.00
平销（万元/平方米）	1.60	1.79	2.15	2.58
新一城				
营业收入（万元）	22,941.13	25,235.24	29,777.59	35,137.55
同比增长	20.00%	10.00%	18.00%	18.00%
营业面积（平方米）	49,469.00	49,469.00	49,469.00	49,469.00
平销（万元/平方米）	0.46	0.51	0.60	0.71
新市店				
营业收入（万元）	19,891.73	21,880.90	25,163.04	28,937.49
同比增长	20.00%	10.00%	15.00%	15.00%
营业面积（平方米）	13,171.00	13,171.00	13,171.00	13,171.00
平销（万元/平方米）	1.51	1.66	1.91	2.20
佳润店				
营业收入（万元）	2,667.63	10,670.52	12,804.62	15,365.55
同比增长		330.00%	20.00%	20.00%
营业面积（平方米）	13,490.00	13,490.00	13,490.00	13,490.00
平销（万元/平方米）	0.20	0.79	0.95	1.14
花都店				
营业收入（万元）	6,185.69	6,433.12	6,883.43	7,365.27
同比增长	13.00%	4.00%	7.00%	7.00%
营业面积（平方米）	5,335.00	5,335.00	5,335.00	5,335.00
平销（万元/平方米）	1.16	1.21	1.29	1.38
从化店				

营业收入（万元）	4,176.49	4,510.61	4,961.67	5,457.84
同比增长	14.00%	8.00%	10.00%	10.00%
营业面积（平方米）	3,570.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00
平销（万元/平方米）	1.17	1.00	1.10	1.21
肇庆店				
营业收入（万元）	8,387.76	9,394.29	10,803.43	12,423.94
同比增长	15.00%	12.00%	15.00%	15.00%
营业面积（平方米）	10,581.00	17,500.00	17,500.00	17,500.00
平销（万元/平方米）	0.79	0.54	0.62	0.71
棠溪店				
营业收入（万元）	4,064.75	4,186.69	4,312.29	4,441.66
同比增长	2.00%	3.00%	3.00%	3.00%
营业面积（平方米）	2,550.00	2,550.00	2,550.00	2,550.00
平销（万元/平方米）	1.59	1.64	1.69	1.74
揭阳店和惠州店				
营业收入（万元）		5,000.00	20,000.00	6,000.00
同比增长			300.00%	20.00%

资料来源：世纪证券研究所

收购新大新，实行双品牌错位经营

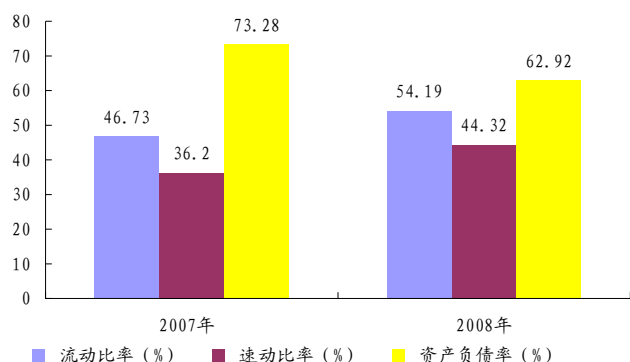
公司 09 年 1 月份与广百集团签订协议，正式托管新大新公司，3 月签订发行股份购买资产协议，以向广百集团定向增发收购新大新公司 99% 的股权，目前已获股东大会通过，待证监会审核。我们预计年底前可完成收购且并表。收购新大新不仅彻底解决了同业竞争问题，而且公司的业务规模和市场占有率将大幅扩张，双方共享供应商资源和销售渠道，有利于降低管理成本，产生产业协同效应，提高公司整体盈利能力。

新大新创建于 1967 年 1 月，现拥有 5 家百货门店，经营面积近 6 万平方米。其中北京路店是广州百货历史最悠久的百货店，是新大新旗舰店，经营具有鲜明特色的精品百货。其他门店也各具经营特色，如东山广场店侧重中高档穿戴类商品及超市、日用家居品；荔湾商厦店采用综合配套功能的社区百货店模式；番禺易发店按地区商业中心的方向发展；佛山三水店以经营中档商品为主，兼营部分高档商品。

新大新近三年的销售收入持续平稳增长，2007、2008 年分别实现主营业务收入 6.95、7.38 亿元，净利润 1398、1766 万元。09 年上半年实现营业收入 3.78 亿元，净利润 1126 万元。与广百相比，新大新的净利润率和平销均低于广百，表明新大新的费用控制能力较弱。预计收购完成后，随着一系列的整合，新大新高费用率的情况将有所改变，整体净利润率有望提升 4%-5% 的水平。依据公司对新大新的盈利预测，按发行后的

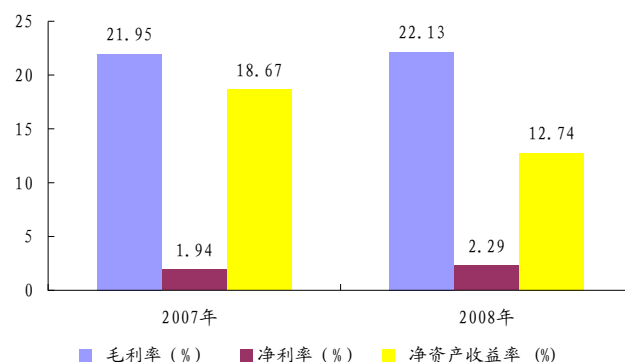
总股本计算，未来三年新大新将年增厚每股收益 0.105 元。

Figure 7 新大新近两年偿债能力情况



资料来源：公司发行股份购买资产报告书、世纪证券研究所

Figure 8 新大新近两年盈利能力情况



资料来源：公司发行股份购买资产报告书、世纪证券研究所

Figure 9 新大新与广百平销对比

项目	2009 年上半年		2008 年		2007 年	
	广百	新大新	广百	新大新	广百	新大新
营业收入 (万元)	181,208.39	37,800.00	323,237.08	77,135.09	280,511.15	72,066.86
净利润 (万元)	7,036.26	1,126.00	18,402.75	1,766.49	10,974.21	1,398.26
营业面积 (含加盟店) (m²)	300,443.00	58,253.00	292,995.00	58,253.00	265,383.00	42,947.00
平销 (万元/m²)	1.66	1.54	0.91	0.76	0.95	0.60

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 10 新大新各门店未来五年营业收入预测

单位：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：公司发行股份购买资产报告书、世纪证券研究所

Figure 11 新大新未来五年盈利预测

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、主营业务收入	78,915.87	81,844.65	85,721.34	88,651.16	90,170.03
减：主营业务成本	63,621.17	66,009.73	69,288.27	71,655.85	72,891.84
主营业务税金及附加	817.78	874.17	926.60	966.90	987.71
二、主营业务利润	14,476.93	14,960.75	15,506.46	16,028.40	16,290.47
加：其他业务利润	3,076.69	3,118.01	3,154.65	3,175.35	3,195.60
减：营业费用	611.40	639.30	673.98	703.13	712.32
管理费用	14,277.95	14,778.88	15,304.47	15,852.51	16,324.19
财务费用	310.26	311.61	311.96	262.32	262.69
三、营业利润	2,354.00	2,348.98	2,370.69	2,385.79	2,186.88
四、利润总额	2,354.00	2,348.98	2,370.69	2,385.79	2,186.88
减：所得税	588.50	587.24	592.67	596.45	546.72
五、净利润	1,765.50	1,761.73	1,778.02	1,789.35	1,640.16

资料来源：公司发行股份购买资产报告书、世纪证券研究所

公司计划收购新大新完成后，实现双品牌扩张、错位经营，每年计划新开店 2 家。“广百”主要拓展城市核心商圈及中高档百货门店，“新大新”则主要以发展社区百货为主，档次稍次于“广百”。我们认为，公司双品牌错位经营战略，有助于公司扩大市场占有率，加速推动公司外延拓展规划：首先在广州地区拓店，把广州市场做深做透；其次考虑省内主要城市拓店，覆盖广东省地级市；最后考虑在邻近省份的主要城市拓店。

收购华宇升与华宇力，完善上下游环节衔接

公司于 09 年 1 月份收购了广百电器 49% 的股权，4 月和 5 月又全资收购了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。广百电器以零售为主，而华宇声和华宇力则以批发、售后服务为主，收购完成后，三家公司将实现上下游环节的衔接，利用该两家公司的广州总代理及销售渠道增强广百电器采购、配送竞争力。公司于 2 月份取得了广东省唯一全国“家电下乡”资格，预计广百电器借“家电下乡”的契机有望成为继百货之后又一新的利润增长点。

盈利预测

- 1、假设 09 年底前完成新大新收购、揭阳店和惠州店开业；
- 2、2010 年和 2011 年分别新开门店 2 家、2011 年湛江店重新开业、不考虑拟新开的柳州店和成都店；
- 3、09-11 年门店经营品种调整因素使综合毛利率提升 22.28%、22.5%、

23%;

4、按拟增发后的总股本 16873.57 万股计算。

Figure 12 盈利预测表

	2008	2009	2010	2011
一、营业收入	400,245.06	449,072.94	509,792.02	548,949.48
减：营业成本	312,421.66	349,007.99	395,088.81	422,691.10
营业税金及附加	4,860.61	5,468.47	6,207.86	6,684.69
销售费用	40,589.39	43,846.77	49,775.28	53,598.55
管理费用	22,156.60	25,064.59	28,453.57	30,639.10
财务费用	964.23	1,385.68	1,573.04	1,693.87
资产减值损失	-333.32	-	-	-
投资收益	2,405.24	-	-	-
二、营业利润	21,991.13	24,299.45	28,693.45	33,642.17
加：营业外收入	347.12	0.40	-	-
减：营业外支出	532.98	12.00	-	-
三、利润总额	21,805.27	24,287.85	28,693.45	33,642.17
减：所得税费用	5,493.40	6,766.84	7,173.36	8,410.54
四、净利润	16,311.87	17,521.01	21,520.09	25,231.62
少数股东权益	342.63	193.46	228.55	267.97
归属于母公司所有者的净利润	15,969.23	17,327.55	21,291.54	24,963.65
总股本	16,873.57	16,873.57	16,873.57	16,873.57
EPS	0.95	1.03	1.26	1.48

资料来源：世纪证券研究所

估值优势较显，维持“增持”投资评级

相对估值

与同行业上市公司的 PE 比较，公司 09、10 年的 PE 值分别为 25、20 倍，低于行业平均水平，估值优势较显。

Figure 13 同行业估值比较

股票代码	股票名称	090824 股价	EPS			P/E		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E
600631	百联股份	13.00	0.32	0.36	0.45	40.63	36.11	28.89
600729	重庆百货	22.54	0.80	0.87	1.04	28.18	25.91	21.67
600858	银座股份	19.58	0.58	0.73	0.93	33.76	26.82	21.05
000417	合肥百货	9.83	0.33	0.35	0.42	29.79	28.09	23.40
600785	新华百货	19.22	0.63	0.74	0.84	30.51	25.97	22.88
600693	东百集团	7.74	0.37	0.35	0.45	20.92	22.11	17.20
000501	鄂武商 A	11.88	0.36	0.46	0.55	33.00	25.83	21.60
000987	广州友谊	20.58	0.72	0.79	0.91	28.58	26.05	22.62
600697	欧亚集团	18.63	0.67	0.75	0.93	27.81	24.84	20.03

	平均					30.35	26.86	22.15
002187	广百股份	25.80	0.89	1.03	1.26	28.99	25.05	20.48

资料来源：世纪证券研究所

我们认为，公司目前正处于成长期，且下半年广佛金秋欢乐购物节及 2010 年广州亚运会都将掀起消费热潮，加上家电下乡、汽车下乡和家电以旧换新等活动的带动，公司估值水平有望得到进一步的提升。我们给予公司 PE 为 27-32 倍，对应的股价为 27.81-32.96 元。

绝对估值

通过现金流预测，并假设公司永续增长率为 2%，我们计算了公司每股内在价值为 38.27 元。

Figure 14 历史和预测 FCFF

项目 (单位: 百万元)	历史 FCFF			预测 FCFF		
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EBIT	113.65	155.50	201.22	259.63	302.81	353.52
息前税后利润 (NOPLAT)	79.31	116.47	150.85	187.30	227.11	265.14
加: 折旧与摊销	0.00	41.98	46.28	84.67	86.69	86.50
营业现金毛流量	79.31	158.45	197.12	271.97	313.80	351.64
减: 追加营运资本	-12.55	-140.33	-77.92	-181.20	-72.21	-69.70
经营现金净流量	91.86	298.78	275.04	453.17	386.01	421.35
减: 资本支出	-24.75	243.23	480.00	0.00	0.00	0.00
加: 资产减值准备	0.04	0.99	-0.28	-0.75	0.00	0.00
FCFF	116.66	56.54	-205.24	452.42	386.01	421.35

资料来源：世纪证券研究所

Figure 15 WACC 和折现

项目	高速增长阶段	永续增长阶段	债务成本	
贝塔值 (β)	0.875	0.875	债务溢价	2.39%
无风险利率 (%)	3.00%	3.00%	法定所得税税率	25.00%
市场的预期收益率 (%)	10.00%	10.00%	债务成本	3.82%
股权资本成本 (K_e)	9.12%	9.12%	权益、债务比率	
债务成本 K_d (%)	8.00%	8.00%	债务权益比 D/E	17.45%
债务比率 D/(D+E) (%)	0.00%	0.00%	权益比率	85.14%
WACC	9.12%	9.12%	债务比率	14.86%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 16 DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	永续增长率 G_n (%)				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
4.85%	85.29	100.11	121.89	157.09	223.59
5.85%	65.26	73.23	83.75	98.29	119.66

6.85%	53.05	57.98	64.11	71.93	82.26
7.85%	44.82	48.15	52.14	56.98	62.99
8.85%	38.91	41.29	44.07	47.34	51.25
9.85%	34.45	36.23	38.27	40.61	43.34
10.85%	30.97	32.35	33.90	35.65	37.65
11.85%	28.17	29.27	30.48	31.84	33.36
12.85%	25.88	26.77	27.74	28.82	30.01
13.85%	23.97	24.70	25.49	26.36	27.32
14.85%	22.35	22.96	23.62	24.33	25.12
15.85%	20.95	21.47	22.03	22.63	23.28

资料来源：世纪证券研究所

假设公司年底前完成新大新的收购，预测 09-11 年的每股收益分别为 1.03、1.26、1.48 元。综合相对估值和绝对估值，仍维持“增持”投资评级。

风险提示

- 1、公司门店租赁面积占经营总面积比例达到 80%以上，未来成本有上涨风险；
- 2、宏观经济复苏未达预期，导致消费能力下降风险；
- 3、新大新资产收购不能顺利完成。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.