



上市公司季报点评

研究报告
批发和零售贸易-百货

中性 维持

广百股份 (002187)

2010 年 4 月 23 日

一季度毛利率同比下降 1.58 个百分点，净利润增速仅 2.85%

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

潘鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

2010 年 4 月 22 日收盘于 31.91 元
6 个月目标价：33.90 元

公司今日 (2010 年 4 月 23 日) 发布 2010 年一季度报。2010 年一季度公司实现营业总收入 15.37 亿元，同比增长 25.48%；实现利润总额 7747 万元，同比增长 1.51%；实现归属于上市公司股东的净利润 5744 万元，同比增长 2.85%；实现摊薄每股收益 0.34 元；实现每股经营性现金流为 0.57 元，同比增长 11.76%。

简评和投资建议。公司 2010 年一季度收入增速为 25.48%，而同期净利润仅同比增长 2.58%，导致较低的利润增幅的原因主要在于报告期内公司综合毛利率同比下降 1.58 个百分点。

公司一季度 25.48% 的收入增幅，与已披露季报的其他区域百货基本相符 (东百集团 28.56%，欧亚集团 28.03%，新华百货 25.79%，合肥百货 22.32%，大厦股份 19.18%)，体现出与行业较为一致的收入增长趋势。但报告期内，公司综合毛利率为 19.90%，较去年同期的 21.48% 明显下降 1.58 个百分点，由于公司季报披露数据有限，我们暂不清楚毛利率下滑是由于较大力度的打折促销所致，还是公司报告期内各业务 (百货、家电) 或不同百货门店的增长结构发生变化。但考虑到公司 2009 年 9 月-12 月新开四家门店 (惠州店、揭阳店、茂名店和龙岗店)，较低的新门店毛利率可能会一定程度的拉低公司季度综合毛利率。

公司总体期间费用率为 13.87%，较去年同期的 14.02% 略下降 0.17 个百分点。从结构上，销售费用率为 11.63%，同比上升 0.96 个百分点，这与公司有较多新门店开出，需要增量营销费用投入有关；管理费用率为 1.93%，同比 1.02 个百分点，主要是相关的管理费用略有下降，而同期收入有较大幅度增长带动管理费用率下降；财务费用率为 0.31%，与去年同期基本持平。

业绩预测和投资建议：公司在外延扩张 (展店、收购) 方面采取了较为积极的发展战略，为公司未来业绩的持续增长奠定了一定基础，而从这些物业获取的地段和成本看，其租金水平相对还算合理；公司未来需要关注的是基于租赁物业的外延扩张能否及时体现出扩张效益，以及收购新大新后公司的整合能力。

维持盈利预测为：2010-2012 年业绩预测为 1.13 元、1.39 元和 1.75 元，公司目前股价 (20100422 收盘价 31.91 元) 对应的 2010-2012 年的 PE 为 28.33 倍、22.90 倍和 18.25 倍，公司目前相对于整个板块具备一定估值优势，但由于快速外延扩张可能继续压制其短期内的业绩表现，估值难以有实质性提升，维持六个月目标价 33.90 元 (2010 年 EPS 以 30 倍 PE)，维持 “中性” 的投资评级。

但我们认为，结合 2010 年 11 月份在广州举行的亚运会，公司可能面临一些主题性投资机会。

由于公司基于此前的收购事项，追溯调整了 2008 年和 2009 年报数据，相应的季度数据不具有可比性，此处并未对季度数据分列，表 1 是我们对公司 2010-2012 年的合并盈利预测表。表 2-3 是公司在运营和新签约门店体系，以及 2009-2010 年新签约门店的基本情况。

表 1 广百股份损益表盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	425508	463110	559274	663883	752281
同比增长 (%)	51.69	8.84	20.76	18.70	13.32
营业总成本(万元)	405561	441041	533846	632416	712790
营业成本(万元)	335820	367066	444833	529625	598746
营业成本/营业收入 (%)	78.92	79.26	79.54	79.78	79.59
营业税金及附加(万元)	4884	5022	5785	6867	7782
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.15	1.08	1.03	1.03	1.03
销售费用(万元)	50854	52929	64876	75683	84632
销售费用/营业收入 (%)	11.95	11.43	11.60	11.40	11.25
管理费用(万元)	13207	14128	17338	19253	21064
管理费用/营业收入 (%)	3.10	3.05	3.10	2.90	2.80
财务费用(万元)	1149	1730	1014	988	567
资产减值损失(万元)	-353	167	0	0	0
非经营性净收益(万元)	2405	217	0	0	0
营业利润(万元)	22352	22286	25428	31467	39491
同比增长 (%)	52.63	-0.30	14.10	23.75	25.50
营业外收入(万元)	350	250	0	0	0
营业外支出(万元)	536	108	0	0	0
利润总额(万元)	22166	22428	25428	31467	39491
同比增长 (%)	47.10	1.18	13.38	23.75	25.50
所得税费用(万元)	5603	5810	6357	7867	9873
有效所得税率 (%)	25.28	25.90	25.00	25.00	25.00
净利润(万元)	16563	16618	19071	23600	29618
同比增长 (%)	46.76	0.33	14.76	23.75	25.50
净利润率 (%)	3.89	3.59	3.41	3.55	3.94
归属于母公司所有者的净利润(万元)	16220	16552	19021	23530	29528
同比增长 (%)	47.80	2.05	14.92	23.71	25.49
少数股东损益(万元)	343	66	50	70	90
摊薄每股收益(元)	0.960	0.980	1.126	1.393	1.748

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 广百股份门店体系

分类	门店	股权比例	开业时间	店龄 (年)	经营面积 (平方米)	物业	商圈与定位
广百 (原门店)	北京路店	100%	Feb-91	19.1	69959	自有	广州北京路步行街
	天河店	100%	Sep-06	3.4	49599	租赁	广州市天河商圈
	新一城	100%	Dec-06	3.2	49469	自有+租赁	海珠区, 购物中心
	新市店	100%	Oct-04	5.4	13171	租赁	白云区, 新市商圈
	佳润广场店	100%	Sep-08	1.5	14086	租赁	白云区广州大道北
	花都店	90%	Jan-03	7.1	5335	租赁	花都区
	棠溪店	100%	Dec-02	7.2	2550	租赁	广州
	湛江店	100%	Mar-95	15.0	34000	租赁	湛江市
	从化店	90%	Dec-98	11.2	3570	自有+租赁	从化市
新开门店 (09 年)	肇庆店(注)	51%	Sep-05	4.4	14681	租赁	肇庆市
	揭阳店	100%	Dec-09	0.2	25000	租赁	揭阳市东山区金城广场
	惠州店	100%	Sep-09	0.5	16500	租赁	惠州市惠城区下铺路时代广场
	茂名店	100%	Dec-09	0.2	12000	租赁	茂名市双山三路茂名富丽广场
	龙岗店	100%	Dec-09	0.2	26000	租赁	深圳龙岗区宝能城市广场
拟开门店 (10-11 年)	武汉摩尔城店	100%	未开业	0.0	35000	租赁	武汉汉阳龙阳大道特武汉摩尔城
	成都熊猫万国商城店	100%	未开业	0.0	30000	租赁	成都青羊区上西顺城街富力天汇 MALL
	珠江新城店	51%	未开业	0.0	26000	租赁	广州市珠江新城太阳城广场首
合计				5.7	426920		
新大新	北京路店	100%	Jan-67	43.2	13795	自有	广州市
	东山广场店	100%	Dec-05	4.3	12550	租赁	广州市
	荔湾商厦店	100%	Mar-04	6.0	7402	租赁	广州市
	番禺易发店	100%	Sep-05	4.5	9200	租赁	广州市
	佛山三水店	100%	Oct-08	1.4	15306	租赁	佛山市
	李占记钟表店	90%	May-04	5.8	493	租赁	
	番禺店扩场	100%	未开业	0.0	10000	租赁	广州市
合计				11.0	68746		
电器	广百电器	100%	-	-			
	华宇声	100%	-	-			
	华宇力	100%	-	-			

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：湛江店目前停业，将于 2011 年重开，新店面积约 34000 平米，

表 3 广百股份 2009-2010 年新开（签约）门店投资额及租赁成本

门店	开业时间	面积 平米	投资额 (万元)	租金+管理费 (万元/年)	租金成本 (元/m²/年)	租期 年
揭阳店	Dec-09	25000	3200	约 1260	504	20
惠州店	Sep-09	16500	2650	约 900	545	15
茂名店	Dec-09	12000	2000	-	-	15
龙岗店	Dec-09	26000	1500	-	-	15
摩尔城店	2009 年 10 月 22 日签约，未开业	35000	5200	保底租金 3360 万元+销售提成 3.5%-6%	960 元+销售提成	15
成都店	2009 年 7 月 9 日签约，未开业	30000	3440	保底租金 2787 万元+销售提成 4%-6%	929 元+销售提成	15
珠江新城店	2010 年 4 月 15 日签约，未开业	26000	510	4600	1769	15
番禺店扩场	2010 年 4 月 20 日签约，未开业	10000		3370	3370	10

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

广百股份 2009 年报点评：09 年外延扩张加快，短期费用压力大（中性，维持）20100308

广百股份 2009 年业绩快报点评：09 年业绩快报净利润增长近 9%，关注广州亚运会带来的主题投资机会（中性，维持）20100121

广百股份 2009 三季报点评：三季度净利润同比增 60%，费用控制较好（中性，维持）20091023

广百股份 2009 半年报点评：收购扩张提升收入，但上半年净利润仍同比下滑 12.5%（中性，维持）20090806

广百股份公司点评：收购扩张提升二季度收入增幅超过 30%，但单季净利润下滑超过 50%（中性，维持）20090731

广百股份 2009 年一季报点评：2009 一季度营业收入继续负增长，净利润增幅有限（中性，维持）20090418

广百股份 2008 年年报点评：四季度收入负增长，主业利润率有所提升，（中性，维持）20090228

广百股份 2008 年三季报点评：三季度毛利率下滑导致单季净利润微降，（中性，维持）20081025

广百股份 2008 年半年报点评：净利润增长 26.8%符合预期（中性，维持）20080813

广百股份 2008 年半年度业绩快报点评：利润增长超过 20%（中性，维持）20080720

广百股份一季报及股权激励草案简评：预期中的一季报，波澜不惊的期权计划（中性，维持）20080422

广百股份年报简评：净利润增长 52.27%，低于 IPO 时我们预期（中性，维持）20080331

广百股份新股研究报告：广东省连锁百货区域龙头（建议积极申购）20071107

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。