



上市公司公告点评

研究报告
批发和零售贸易-百货

增 持 调 高

广百股份 (002187)

2010 年 5 月 24 日

外延扩张加速,为后期的业绩增长奠定基础

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

SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

2010 年 5 月 21 日收盘于 26.11 元
6 个月目标价: 33.90 元

公司今日 (5月22日) 公告签订北京路复建商场租赁合同。公司与广州市城市复建有限公司就上述复建商场物业签订租赁合同及补充协议, 以约4900万元/年的平均租金租赁越秀区中山四路北京路复建商场负一至五层 (扣除回迁部分)、北京路328号四至五层以及北京路原326号, 合计租赁面积约为14130平方米, 租金自起租日连续计算。

简评和投资建议。公司此次租赁是为了继续开拓广州地区市场, 提升市场占有率, 公司计划将该项目打造成为北京路商圈乃至广州市最鲜明、最时尚的一站式以女性为主要销售对象的购物体。从成本上, 该项目年平均租金支出为 4900 万元, 约为 3468 元/平米/年。我们假设该店开业首年可实现 1.4 亿左右的收入和 2800 万元毛利, 难以覆盖租金成本, 将有一定亏损, 次年以 2 亿左右收入和 4500 万毛利计算, 基本可实现盈亏平衡。

我们对公司 2009 年以来外延扩张的评价。

(1) 外延扩张明显加快, 并尝试异地布局。公司 2008 年共经营 9 家百货门店和约 21.83 万平米经营面积, 而从 2009 年开始, 公司的外延扩张明显加快, 2009 年内公司先后完成: (A) 收购母公司广百集团持有新大新、华宇声公司和华宇力公司三家公司股权, 收购完成后, 上述三家公司成为公司全资子公司, 其中新增 5 家百货门店和 5.83 万平米经营面积; (B) 新开揭阳、惠州、茂名和龙岗等 4 家门店, 新增经营面积 7.95 万平米, 增加租赁肇庆店营业面积 (新增 4100 平米); 上述收购和新开店合计共新增 9 家百货门店和 1 家钟表店, 14.23 万平米经营面积, 占当前总经营面积的约 39.47%。

2009-2010 年 5 月新签约门店: 自 2009 年 7 月至今, 公司先后签约成都店、武汉店及广州 4 家门店, 如果考虑 2011 年重开湛江店 (3.4 万平米), 则合计将为公司 2010-12 年新增 7 家门店 (假设 2010 年新开 3 家门店) 和 18.91 万平米经营面积 (假设 2010 年新增 7.5 万平米面积), 占期末总经营面积的 34.40%。公司 2009 年开始表现出积极的外延扩张举措, 并且在巩固大本营广州的基础上, 加快布局广东省内二三线城市, 并开始尝试异地布局。

(2) 租金成本大部分可控, 但较多新门店费用和培育将对短期业绩带来一定压力。考虑到公司现有及已签约门店情况, 至 2011 年底, 公司有望拥有 25 家百货门店和 54.98 万平米的经营面积 (参见表 1), 我们在表 2 中给出了公司签约门店的租金, 外延扩张总体成本较为合理, 个别门店租金仍以市场化较高水平租得。虽然当前阶段的快速扩张将为后期的业绩增长奠定基础, 但公司 2009 年新开门店较多, 预计 2010 年仍有 3 家门店开出, 较多的新开门店带来增量开办费和装修费摊销, 而且租赁费用 2010 年开始体现, 从而新门店短期内可能的亏损将对公司 2010 年的利润构成一定压力。

更长远地, 我们应关注公司积极的租赁物业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。

业绩预测和投资建议: 维持 2010-2012 年业绩预测为 1.13 元、1.39 元和 1.75 元, 公司目前股价 (20100521 收盘价 26.11 元) 对应的 2010-2012 年的 PE 为 23.18 倍、18.74 倍和 14.93 倍, 由于近期的连续下跌, 已使公司估值显现吸引力, 按照我们此前给出的六个月目标价 33.90 元 (2010 年 EPS 以 30 倍 PE), 已有近 30% 的空间, 调高评级至 “增持”。结合 2010 年 11 月份在广州举行的亚运会, 公司还可能面临主题性投资机会。

表 1 是公司在运营和新签约门店体系, 表 2 是公司 2009 年和 2010 年至今新签约门店的基本情况。表 3 是我们对公司 2010-2012 年的合并盈利预测表。

表 1 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
	肇庆店(注)	51%	Sep-05	4.4	14681	租赁	肇庆市
新开门店 (09 年)	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	武汉汉阳阳大道特武汉摩尔城
	成都熊猫万国商厦店	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
	花都凤凰广场店	-	未开业	0.0	40000	租赁	花都区凤凰北路以西、龙珠路以北交界处的凤凰广场
	复建广场店		未开业	0.0	14310	租赁	广州市越秀区中山四路北京路复建商场
合计				5.7	481050		
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：肇庆店原面积为 10581 平米，2009 年新增 4100 平米至 14681 平米；湛江店目前停业，将于 2011 年重开，新店面积约 34000 平米，

表 2 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/m ² /年)	租期 年
惠州店	2009-09-19	16500	2650	约 900	545	15
揭阳店	2009-12-13	25000	3200	约 1260	504	20
茂名店	2009-12-23	12000	2000	-	-	15
龙岗店	2009-12-31	26000	1500	-	-	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
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
珠江新城店	2010 年 4 月 15 日签约，未开业	26000	510	4600	1769	15
番禺店扩场店	2010 年 4 月 20 日签约，未开业	10000		3370	3370	10
花都凤凰广场店	2010 年 4 月 22 日签约，未开业	40000		约 2400	600	15
复建广场店	2010 年 5 月 19 日签约，未开业	14130		约 4900	3468	10

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 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

相关报告：

广百股份 2009 年一季报点评：一季度毛利率同比下降 1.58 个百分点，净利润增速仅 2.85%，维持中性 20100423

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 年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。