

买入(上调)

目标价格:

38.0-38.4 元

当前价格:

26.6 元

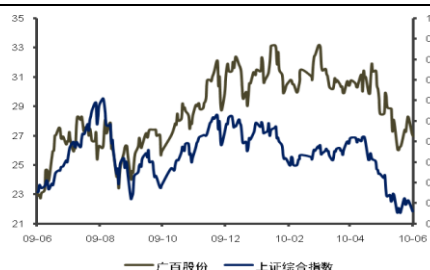
市场数据

商业零售指数	3377
三个月涨跌幅	-15.6%
上证综合指数	2568
沪深 300 指数	2744

基础数据

每股净资产(元)	7.28
资产负债率(%)	55.7%
总股本(百万)	169
流通股(百万)	58

相对股价表现



相关研究

研究员:

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华(联系人)

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26

楼,200122,

http://www.tebon.com.cn

疾风知劲草

报告摘要:

广百股份是目前广州及周边地区规模最大的百货零售商,旗下共有零售门店 20 家,其中百货店 19 家,钟表店 1 家,经营面积达到 36.4 万 m²。

2009 年公司实现销售收入 46.3 亿元,三年复合增长率达 28.4%;归属于母公司所有者的净利润为 16552 万元,三年复合增长率为 22.8%;同期 EPS (摊薄) 为 0.98 元。

成长性分析: 公司是国内为数不多的、具有快速成长能力的连锁百货运营商。09 年收购新大新后,公司销售规模迅速扩大,进一步巩固了其在广州区域的领导地位。在未来三年内,公司计划以每年新开两家百货店的速度继续扩张,预计至 2012 年底,公司门店总数将达到 26 家,经营面积超过 57 万 m²,销售规模接近 70 亿元。

盈利性分析: 与广州友谊相比,公司销售毛利率和净利率均偏低,但略高于行业平均水平。从历年数据来看,公司目前销售费用率居于行业前列,仅次于鄂武商 A,主要原因在于公司因每年新开门店所导致门店租金、人工费、水电费等大幅增加。费用控制是公司未来业绩释放的关键。

盈利预测及估值分析: 我们预计 2010-2012 年公司分别实现收入 55.37 亿元/64.92 亿元/73.84 亿元,同比分别增长 19.6%、17.3%和 13.7%;归属于母公司所有者的净利润分别为 2.16 亿元/2.42 亿元/2.66 亿元,同比分别增长 30.6%、11.8%、10.3%;EPS 分别为 1.28 元/1.43 元/1.58 元。以目前股价计算,公司估值严重低于行业同类上市公司,因此具有较高的投资安全边际。根据 DCF 和 PE 估值法,公司目标价格为 38.0-38.4 元/股,对应 10/11/12 年 PE 分别为 30 倍/26 倍/24 倍。给予“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	2805	3201	4631	5537	6492	7384
(+/-,%)	37.8%	14.1%	44.7%	19.6%	17.3%	13.7%
净利润	110	143	166	216	242	266
(+/-,%)	52.3%	30.4%	15.6%	30.6%	11.8%	10.3%
毛利率(%)	22.6%	22.1%	20.7%	21.7%	21.9%	22.1%
ROE(%)	13.4%	15.6%	14.1%	16.3%	16.2%	15.9%
EPS(摊薄)	0.65	0.85	0.98	1.28	1.43	1.58

目 录

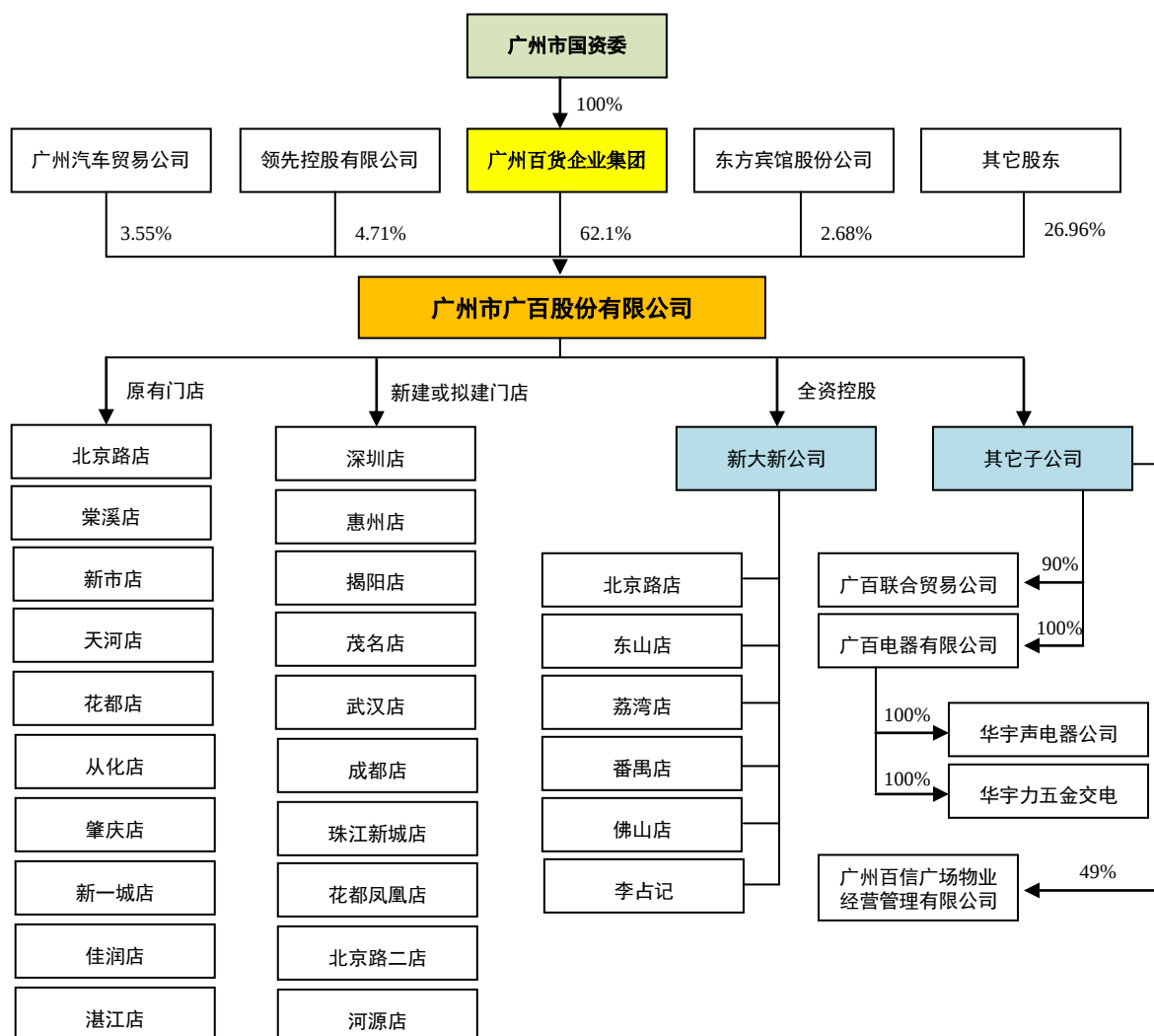
1.公司基本介绍	1
2.公司具备持续快速的扩张能力	2
2.1 较强的业务专注性	2
2.2 连锁经营造就公司非凡的成长能力	3
2.3 持续扩张进一步巩固了公司在区域市场的地位	4
3.老门店盈利稳定,新门店进入收获期	5
3.1 公司大多门店占据核心商圈,地理位置比较优越	5
3.2 老门店: 盈利贡献依然集中于几家主力门店	6
3.3 新门店: 2010 年开始将逐渐进入收获期	10
3.4 电器业务: 规模持续扩大, 但盈利能力有待提高	10
4.收入结构与盈利能力的比较分析	11
4.1 百货占据公司收入结构中的绝对比例	11
4.2 盈利能力低于广州友谊但高于行业均值	11
5.公司业绩释放的空间关键在于费用控制	12
5.1 物业租赁是公司当前及今后对外扩张的主要方式	12
5.2 门店租金-销售费用的大幅上扬增加公司业绩释放的压力	14
6.公司受益广州亚运会,当前估值明显偏低	16
7.公司盈利预测	17
8.估值分析	19

1. 公司基本介绍

公司第一大股东是广州百货企业集团,广百集团目前持有公司 62.1% 股权。广百集团是广州市国资委旗下的全资控股公司。2009 年,公司通过收购广百集团持有的新大新公司 99% 股权而新增 6 家门店,其中 5 家百货店和 1 家钟表公司,净增经营面积 5.87 万 m²。我们认为,大股东对上市公司的扶持力度是非常大的,这一点无疑将保证公司未来的发展战略具有持续性和稳定性。

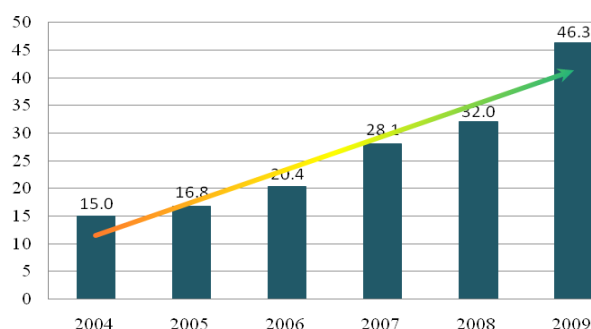
公司目前拥有 20 家零售门店,其中百货店 19 家,湛江店由于门店扩建目前正处于歇业状态中。2010 年公司计划开店 2 家,均位于广东省外,其中武汉店将于今年上半年开业,而成都店也有望在下半年正式投入运营。此外,公司旗下还有一家广百电器有限公司,其中包括从广百集团手中收购的华宇声电器公司和华宇力五金交电有限公司。

公司股权结构及主要门店

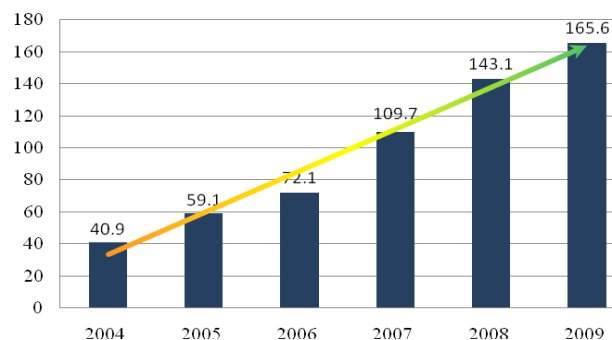


公司 09 年实现营业收入 46.3 亿元,同比增长 44.7%;实现净利润 1.65 亿元,同比增长 15.6%。与以往年度比较,2009 年公司收入增幅明显加大,主要因为公司当年收购新大新公司而增加了门店收入。2007-2009 年公司净利润同比分别增长 52.1%、30.4%和 15.6%,增幅有所回落(尤其是在 09 年,若以包括新大新公司之后的调整口径计算,净利润同比增幅仅为 2.05%),其主要原因在于公司在 08 年处置了“家广超市”25%的股权而获得了 4000 万元的一次性收益,若剔除这一因素,公司 09 年净利润同比增幅将达 46.3%。我们认为,相对于公司当前的经营规模,其盈利能力存在着很大的挖掘空间。

公司营业收入持续增长(亿元)



公司净利润额持续扩大(百万元)



资料来源:德邦研究

2. 公司具备持续快速的扩张能力

对于零售企业核心价值的判别,我们通常寻求于在盈利性和成长性之间找到一个合适的平衡点,但是从整个行业的发展轨迹来看,扩张依然是目前大多数零售企业取得更大经营优势的关键因素。我们认为,广百股份具有一种持续、快速的扩张能力,这也许就是保证公司能够在未来几年内显著超越竞争对手最大的竞争优势。

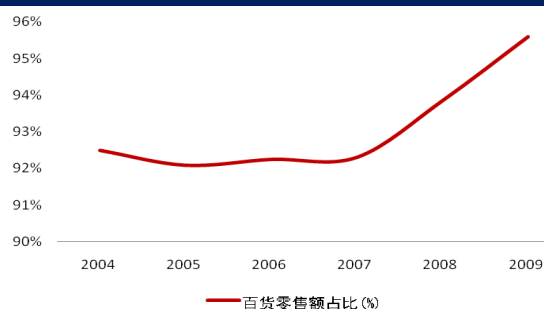
2.1 较强的业务专注性

公司坚持“一业为本”的发展模式,百货店是公司目前唯一的核心理主。从历年的经营数据来看,百货店销售收入始终占到公司营业收入的 92%以上。2008 年 6 月底,公司以 4000 万元的价格向荷兰家乐福出售了一直经营不佳的家广超市 25%的股权。我们认为,退出家广超市将使得公司未来的发展轨迹变得更为清晰和明确。公司将继续坚持围绕以百货店为中心,把主业做强做大。

公司百货销售规模持续扩大



公司百货占总收入的比例在上升



资料来源:德邦研究

2.2 连锁经营造就公司非凡的成长能力

持续的外延扩张是公司一直坚持的战略方针,也是当前公司最大的投资亮点。1991年,公司在广州市最繁华的北京路商圈开设了第一家百货门店。1995年,公司又踏上了异地扩张的步伐。此后,公司以年均净增1家百货门店的速度进行扩张,截至2009年,公司正常营业的百货店数量达到18家,经营面积累计超过36万m²。

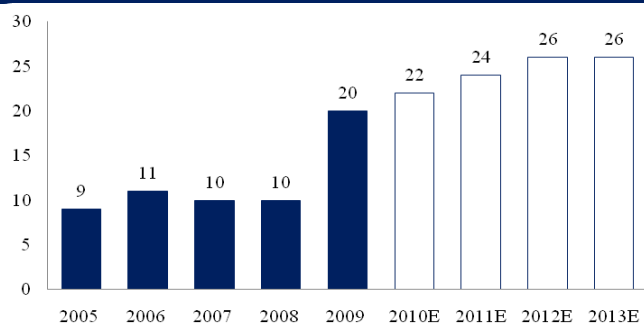
2009年是公司外延扩张显著加快的一年。1) 公司新开门店4家,包括惠州店、揭阳店、茂名店和深圳店,净增经营面积近8万m²; 2) 2009年7月,公司对肇庆店进行了扩场,增加营业面积4139m²; 3) 通过收购新大新公司股权,公司增加北京路店、东山店、荔湾店、番禺店和佛山店等5家百货店和1家李占记钟表公司; 4) 公司购买广州广百电器49%股权; 5) 公司向广百集团购买了华宇声60%股权和华宇力58.58%股权。

公司历年门店扩张情况

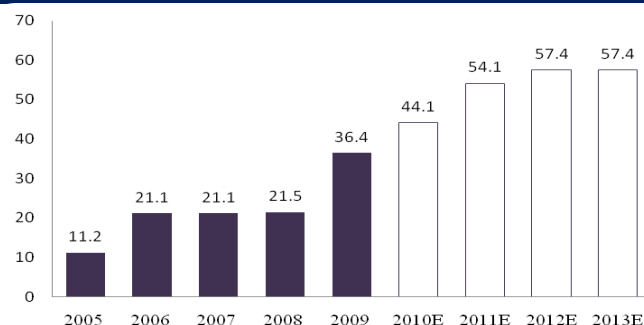
1991年2月	公司开设第一家百货门店—北京路店,经营面积达到66311m ² 。
1995年3月	公司进行省内异地扩张,新开湛江店,经营面积3650m ² 。
1998年12月	公司新开从化店,新增经营面积3570m ² 。
2002年9月	公司新开江南店,增加经营面积6987m ² 。
2002年12月	公司新开棠溪店,增加经营面积2550m ² 。
2003年1月	公司新开花都店,增加经营面积5335m ² 。
2004年10月	公司新开新市店,增加经营面积13171m ² 。
2005年9月	公司新开肇庆店,增加经营面积10581m ² 。
2006年9月	公司新开天河店,增加经营面积49599m ² 。
2006年12月	公司新开第一家购物中心—新一城店,增加经营面积49469m ² 。
2008年9月	公司新开佳润店,增加经营面积14086m ² 。
2009年9月	公司新开惠州店,增加经营面积16500m ² 。
2009年12月	公司新开揭阳店、茂名店、深圳店,增加经营2.5万m ² 、1.2万m ² 和2.6万m ² 。
2009年底	公司购买新大新99%股权,新增5家百货店和1家钟表店,经营面积58746m ² 。

资料来源:德邦研究

公司门店数量快速增加(家)



公司经营面积不断扩大(万m²)



资料来源:德邦研究

公司一直在寻找优质的商业物业,目前已签下的经营物业主要包括武汉、成都、珠江新城、花都凤凰和北京路等地。武汉店预计将在今年上半年正式开业,成都店则争取在下半年能够顺利完成。我们以此判断,公司在未来几年内的开店重心尽管依然会放在广东省内,但省外扩张的战略意图已经非常明确,公司要做的并非是一个纯粹的区域零售商。

依据公司目前已经签订的租赁物业及新门店的进展情况,我们认为在未来三年内公司年均开店数应在2家左右,其中2010年为武汉店和成都店,2011年为珠江新城店和花都凤凰店,2012年则为北京路二店和河源店(尚未签订物业)。预计2010-2012年公司新增经营面积分别为7.68万m²、10万m²和3.34万m²,同比增长21.1%、22.7%和6.2%。由于计划新开门店经营体量大多较大,公司收入规模增长空间将会体现得相对明显,但同时也增大公司费用支出上升的压力,外延扩张所导致的经营风险将有所增加。

2.3 持续扩张进一步巩固了公司在区域市场的地位

广州百货市场竞争激烈。目前,活跃在广州地区的大型百货零售商主要有广百股份、广州友谊、天河城百货和摩登百货等。在众多百货零售商中,公司在当地的市场份额最高,2009年公司包括新大新在内的营业收入约占地区零售额的1.27%。比较来看,广州友谊的市场份额在近年略有下降,其与广百股份的差距进一步拉大。

公司经营规模及在当地的市场份额

年份	广州市	新大新公司		广百股份		广州友谊	
	零售额(亿元)	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)
2006	2182.8	6.9	0.32%	20.4	0.93%	18.9	0.86%
2007	2595.0	7.2	0.28%	28.1	1.08%	22.9	0.88%
2008	3140.1	7.7	0.25%	32.0	1.02%	26.2	0.83%
2009	3647.8	-	-	46.3	1.27%	29.6	0.81%

3.老门店盈利稳定,新门店进入收获期

3.1 公司大多门店占据核心商圈,地理位置比较优越

目前来看,公司大部分收入依然来自广州市内。广州是国内零售业发展得比较成熟的城市之一,这里商圈林立,具体包括北京路商圈、环市东路商圈、东山口商圈、天河商圈及新市商圈等,商业分布已呈现多中心发展格局。

广州市传统的商圈是北京路,这里分布着广百北京路店、天河城百货(2008年9月开业)、新大新总店及华联商厦等著名百货店。由于地处市中心,北京路客流量丰富,具有经营现代百货业的区位优势。收购新大新公司之后,公司把广百总店和新大新总店相互协调、错位经营,进一步增强了公司在商圈内的影响力和品牌优势。两家门店目前合计经营面积超过8.37万m²。

天河商圈是广州市新兴商圈的代表。随着广州市“南拓北优、东进西联”城市空间发展布局构想逐步实施,老城区作为商业中心的传统地位已经受到冲击和削弱,而天河等新兴商圈正在迅速崛起。目前入驻天河商圈的百货店主要包括天河城百货、友谊正佳店、广百中怡店和维多利亚广场等。尽管竞争激烈,但各门店依托于商圈内丰富的客流资源,依然获得了快速成长。除北京路和天河商圈之外,环市东路、江南西、东山口及新市商圈等也是广州境内比较有名的商业中心。

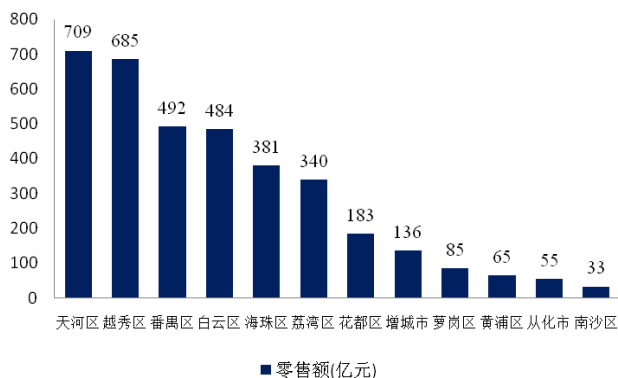
由于百货店的经营业绩在很大程度上取决于门店所处商圈的位置,商圈的人气和客流量是判断零售店经营状况的关键指标。一份市场研究公司的调查结果显示,当前广州市居民购物客流量主要集中在北京路、上下九和天河商圈,尤其是北京路依然是消费者首选的购物场所。天河商圈的零售业在近几年发展最快。从广州辖下各区、县的实际经营情况来看,天河区和越秀区分别占据着年零售额排名的前两位。以天河城百货为例,每年客流量达到1.2亿人次,这在全国范围内也屈指可数的。

从门店分布情况来看,公司的主体门店多数坐落于广州市或其他城市的黄金地段,占据着当地主要的核心商圈:若算上新大新公司门店,公司目前已在广州6大商圈中占据了其中4个。此外,公司门店物业一般是通过10年以上长期租约租用或使用自有物业。

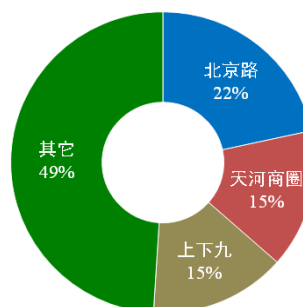
商圈名称	商圈定位	主要零售企业	商圈特色
北京路步行街	中高档	广百北京路店、新大新总店、天河城百货和华联商厦	地处市中心,客流量丰富,具有独特历史文化底蕴
天河商圈	中高档	广百天河中怡店、广州友谊正佳店、天河城百货、吉之岛	交通便利,周边中高档写字楼众多
环市东路	中高档	广州友谊总店、新大新东山广场店	依托周边高星级宾馆和写字楼发展
江南西南圈	中档	广百新一城购物中心和摩登百货海购店	广州市海珠区传统购物区域

东山口商圈	中档	广州王府井百货和东山百货	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

2009 年广州市内各区的零售额



北京路、天河和上下九是广州主要购物选择地



资料来源:德邦研究

3.2 老门店: 盈利贡献依然集中于几家主力门店

广百北京路店:位于北京路步行街,是公司历史最长、知名度最高、经营面积最大的旗舰店,在公司经营中占据着重要的市场和战略地位。该门店原有自有物业面积为 38953 m², 2008 年 11 月和 2009 年 5 月,公司分别以 4.65 亿元、1305 万元的价格购买了广百新翼大厦 3-8 层、10-12 层及负三层 32929 m²和 3648 m²的物业,从而进一步提高了经营面积中自有物业的比例,并使得商场实际经营面积由原来的 66311 m²扩大至 69911 m²,净增面积 3600 m²。我们预计,通过收购,公司每年可节省租赁费用达 6000 万元左右。2009 年,北京路店实现收入已超过 17 亿元,占公司营业总收入的 36.7%,是公司当前最主要的收入利润来源之一。北京路店已连续十几年荣获广州市单体零售店的销售冠军。

北京路上商业竞争氛围较浓,公司收购新大新使得两家总店(广百北京路店和新大新北京路店)可以相互协调、错位经营,更有利于抵抗区域内的竞争对手。目前,北京路店的主要竞争者是天河城百货,该门店位于步行街中心的名盛广场,与广百总店仅一街之隔,建筑面积在 10 万 m²左右,于 2008 年 9 月正式开业。我们认为,天河城百货在广州当地具有较强的品牌优势和市场影响力,随着该门店逐渐进入成熟期,势必会对广百的经营产生一定影响。预计在未来几年内广百北京路店增长将逐渐步入平稳期,年均销售增幅会维持在 4%左右。

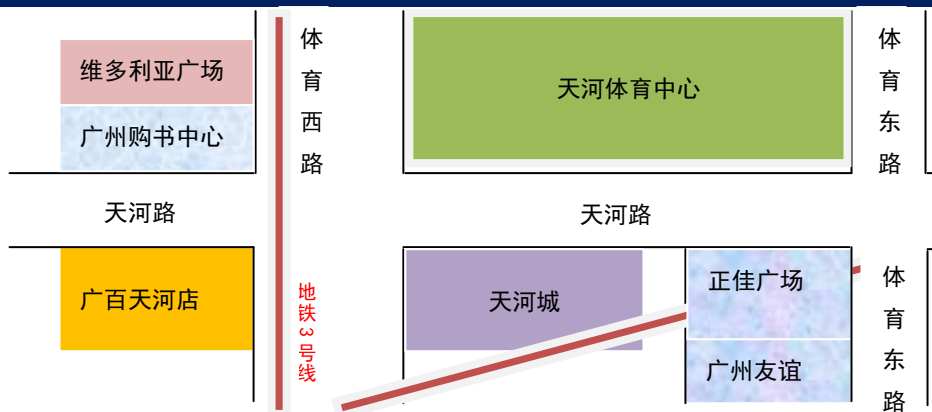
天河中怡店:位于广州天河路与体育西路的交汇处,是公司近年来利润的最大增长点。2005 年广百与王府井等零售公司进行激烈竞争,最终公司以年均近 1 亿元的租金支付夺

得了位于天河路 200 号中怡时尚坊共计 49599 m² 的物业,该门店在 2006 年 9 月底正式开业。从地理位置来看,广百中怡店紧邻天河城,其主要竞争对手包括天河城百货、广州友谊正佳店及维多利亚广场等。天河城百货于 1996 年 2 月正式开业,实际经营面积为 3 万 m²,约占天河城大厦的 1/3,是广州市最具代表性的现代化购物中心,其产品主要定位于中高档百货,年销售额超过 15 亿元。天河城在广州具有很强的知名度,据了解,它一直被称之为外地游客前往广州购物的必选之地。位于天河城的另一侧是正佳广场。正佳广场总建筑面积达到 30 万 m²,其中广州友谊百货位于正佳广场的南侧,实际经营面积为 2.1 万 m²,产品定位于精品百货,于 2005 年正式开业。

目前来看,天河商圈基本上已形成了以“天河城”为中心、两侧扩展的商业格局。这里交通便利(地铁 1 号线和 3 号线),日客流量超过 30 万人次,是百货经营的理想场所。由于三家百货店均为大体量门店并且布局紧凑,因此竞争较为激烈。与其它两家相比,广百股份进入时间较晚,但所处位置绝佳,尤其是近期地铁 3 号支线的开通更是为该门店的发展提供了额外的竞争筹码。自开业以来,中怡店的经营状况一直表现不错,年均收入维持着两位数的增长,这也证实了当年公司管理层独到的魄力和眼光。

我们认为,天河商圈尽管竞争激烈,但商圈内庞大的客流资源将继续支撑公司中怡店在未来几年内维持快速增长,该门店依旧是公司近年盈利规模增长的主要看点,预计 2010-2012 年收入同比增幅分别可达 20%、13%和 10%。

优越的地理位置和庞大的客流量将支撑天河店业绩继续快速增长



广百新市店: 位于广州市白云区商圈中心百信广场,经营面积 13171 m²,于 2004 年 10 月底正式开业。新市店汇聚了众多国内外知名品牌,经营商品品类达数万种,是白云商圈内唯一的中高档百货公司,处于核心地位。

新市店经过短暂的市场培育,目前已成为一家发展相对稳健的成熟门店,2005-2009 年门店销售年复合增长率达 18%。我们预计,未来三年新市店依然可以维持 7%-9%左右的年均增长。

广百新一城店:新一城店于 2006 年底正式开业,经营面积为 49469 m²,原来全部为租赁物业,2007 年 11 月公司以部分募集资金购得其中的 16673 m²,从而增加了经营面积中自有物业的比重。

新一城购物广场被定位为海珠区首个“地标式的区域时尚购物中心”,其所在的江南西商圈在经过多年的发展后目前已形成具有多元商业形态、相对发展规模的商业区。目前来看,公司在该商圈的主要竞争对手包括新一佳购物广场、信和广场和家信广场。公司入驻该商圈之后,大大提升了商圈内的品牌形象与消费档次。

广百新一城店在开业当年仅有亏损 145 万元,第二年便开始实现了盈利。2007-2009 年,该门店分别实现销售收入为 17900 万元、22941 万元及 25593 万元,同比增长 8355%、28.2%和 11.6%;分别实现净利润 1674 万元、2025 万元及 2292 万元,占到公司净利润总额的 15.3%、14.1%及 13.8%。我们认为,新一城店在区域内具有较大的竞争优势,预计未来几年依然可以维持 10%-15%左右的销售增长。

门店名称	门店距离	经营面积	门店特点	市场定位
广百新一城广场	-	49469 m ²	时尚购物中心	中高档时尚品牌
新一佳购物广场	800 m ²	26000 m ²	“百货+大卖场”模式	低档商品
信和广场	1000 m ²	20000 m ²	裙楼商场	中低档商品
家信广场	900 m ²	52000 m ²	新型购物中心	定位 30-40 岁中青年

其他门店:公司其他门店如棠溪店、花都店、从化店、肇庆店、湛江店等目前收入和盈利规模均相对较小。以 2009 年的经营数量来看,大多数门店的销售收入一般在 4000-5000 万元左右,其中肇庆店体量稍大,销售额达 1 亿元;湛江店由于门店改造,08 年以来一直处于歇业状态中,因此没有产生任何收入。从各家门店的盈利情况来看,其净利润额普遍没有超过 300 万元,部分门店还处于亏损状态中。

新大新公司:公司在 09 年以定向增发的形式向广百集团购买了其持有的新大新公司 99% 的股权,目前公司持有新大新 100% 股权。新大新公司旗下有 5 家百货店和 1 家钟表店,经营面积 58746 m²,其中大部分为成熟门店。2007-2009 年,新大新公司分别实现收入 7.20 亿元、7.71 亿元、7.74 亿元,实现净利润 1398.3 万元、1766.5 万元、2020.1 万元,分别占到 09 年公司收入、净利润的 16.7%和 12.2%。

新大新北京路店位于北京路与中山五路交汇处,距广百总店仅 200 米,经营面积 13795 m²,是新大新公司的旗舰店,于 1967 年开业。由于所处的北京路商圈竞争较为激烈,加上天河城百货的入驻,该门店的销售境况势必会受到一定影响,预计未来几年该店不会出现明显或大幅的增长。**东山广场店**定位于中高档百货、超市及家居用品,经营面积 12550 m²,2005 年 12 月正式开业。作为一家成熟门店,东山店一直分享着所在商圈的高端消费力,尽管周边不断有百货店涌现,但预计该门店在未来依然能够保持较为稳定

的增长。2009 年，新大新北京路店和东山店合计实现收入 5.31 亿元，占新大新公司部分的 68.6%；实现净利润 2215 万元，同比增长 37.2%。

番禺易发店在 2005 年 9 月开业，原有经营面积 9200 m²，2010 年 5 月公司在原有门店的基础上扩大租赁面积近 1 万 m²。2009 年，番禺易发店的收入和净利分别为 14217 万元和 239 万元，约占新大新公司的 18.4%和 11.8%。考虑到实际经营面积比原来扩大超过一倍，预计该门店 2010 年和 2010 年收入有望大幅增长，增长率分别可达 36.2%和 26.6%。**荔湾店**定位于具有综合配套功能的社区百货模式，于 2004 年 3 月正式开业，经营面积 7402 m²，2009 年收入和净利分别为 4453 万元和 2 万元，净利同比下降 83.3%。我们预计，门店在未来可实现 6%左右的年均增长。**佛山店**以经营中档商品为主，兼营部分高档品牌，于 2008 年 10 月开业，目前正处于成长期，预计 2010-2012 年收入增幅分别为 35%、25%和 15%。此外，**钟表公司李占记**经营规模偏小，未来增长较为稳定。

控股子公司	持股比例	主要业务	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年		
			收入额 (万元)	净利润 (万元)	收入额 (万元)	净利润 (万元)	收入额 (万元)	净利润 (万元)	收入额 (万元)	净利润 (万元)	净资产 (万元)
湛江广百	100%	百货零售	5,791	271	4,768	384	51	(69)	52	(34)	679
从化广百	90%	百货零售	3,058	160	3,664	174	4,677	223	4,341	121	733
花都广百	90%	百货零售	4,642	149	5,474	214	6,304	150	5,588	212	590
广百新一城	100%	百货零售	212	(145)	17,900	1,674	22,941	2,025	25,593	2,292	30,089
肇庆广百	51%	百货零售	5,305	160	6,001	180	8,869	178	10,195	57	593
广百电器	100%	家电销售	-	8	53,421	383	57,838	432	75,953	469	2,044
广百贸易	100%	品牌代理	-	9	1,713	24	1,913	47	1,934	106	290
广百佳润	100%	百货零售					2,667	(220)	9,116	(159)	121
新大新公司	100%	百货零售						1,614	53,073	2,215	17,299
新大新番禺	100%	百货零售						181	14,217	239	631
新大新荔湾	100%	百货零售						14	4,453	2	416
佛山新大新	100%	百货零售						(84)	5,407	(443)	(226)
李占记钟表	90%	钟表零批						45	1,371	46	308
华宇声电器	100%	家电安维					14,800	26	23,322	46	303
华宇力五交	100%	家电安维					18,400	115	14,134	47	379
茂名广百	100%	百货零售							310	(122)	378
揭阳广百	100%	百货零售							416	(270)	230
惠州广百	100%	百货零售							1,312	(552)	(52)
深圳广百	100%	百货零售							117	(242)	258

资料来源：公司公告，德邦研究

3.3 新门店：2010 年开始将逐渐进入收获期

广百佳润店：坐落于广州大道北佳润广场 1-3 层，经营面积 14086 万元，于 2008 年 9 月正式开业。佳润广场是广州市地铁沿线商业，3 号线、5 号线出口近在咫尺，交通十分便利。2008-2009 年，佳润店分别实现收入 2667 万元和 9116 万元，净利润-220 万元和-159 万元。我们认为，该门店经过一年多时间的市场培育将逐渐进入成熟期，预计未来三年销售年均增幅在 20%左右，且 2010 年基本能够扭亏为盈。

惠州、揭阳、茂名、深圳四店：公司于 2009 年 9 月和 12 月分别开设惠州店、揭阳店、茂名店和深圳店，净增经营面积 16513 m²、24815 m²、12000 m²和 26000 m²。由于这四家门店均属新店，经营时间很短，因此难以在开业当年充分体现收入和业绩，09 年四家门店分别实现收入 1312 万元、416 万元、310 万元和 117 万元，在计入各项开店费用的情况下，各家门店在同期均发生了亏损，亏损额分别为 552 万元、270 万元、122 万元和 242 万元。

我们认为，作为年底新开门店在当年发生亏损尚属正常，况且四家门店的体量比较公司原有门店均有所扩大，开办费、折旧、租金以及其它人工费用等均是导致门店出现亏损的直接原因。我们判断，这四家店在今年的销售收入将会出现大幅度的增长，部分门店还将产生一定的盈利。

武汉店、成都店：武汉店和成都店是公司省外扩张的第一步，这两家门店将在今年相继开业，尤其是武汉店，基本定于 6 月底之前开业。武汉店经营面积 35000 m²，位于武汉市汉阳区龙阳大道的“武汉摩尔城”；成都店经营面积 20825 m²，位于成都市青羊区上西顺城街的富力天汇 MALL。两家门店均属租赁物业，由于门店体量较大，年租金费用偏高，分别为 3360 万元/年和 2787 万元/年。

3.4 电器业务：规模持续扩大，但盈利能力有待提高

广百电器有限公司于 2002 年 9 月成立，主营业务为电器销售。公司最初持股 51%，2009 年 1 月公司以 837 万元的价格分别向广百集团和广州商业储运公司购买其持有的 40%和 9%的股权。目前公司持有广百电器有限公司 100%的股权，广百电器为公司全资子公司。07-09 年，广百电器销售收入分别为 5.34 亿元、5.78 亿元和 7.60 亿元，净利润分别为 370.6 万元、432.1 万元和 468.9 万元，销售净利率为 0.69%、0.75%、0.62%，净利率水平相对较低。

2009 年 4 月底，广百电器分别以 152.25 万元和 197.24 万元的价格购买了广百集团持有的华宇声电器 60%股权和华宇力五金交电 58.58%股权。通过此次收购，广百电器直接持有两家公司 100%的股权。2009 年，华宇声电器收入 2.33 亿元，净利润 46 万元；华宇力五金交电收入 1.41 亿元，净利润 46 万元。

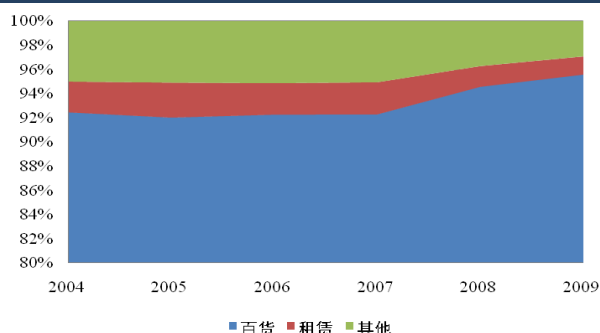
4. 收入结构与盈利能力的比较分析

4.1 百货占据公司收入结构中的绝对比例

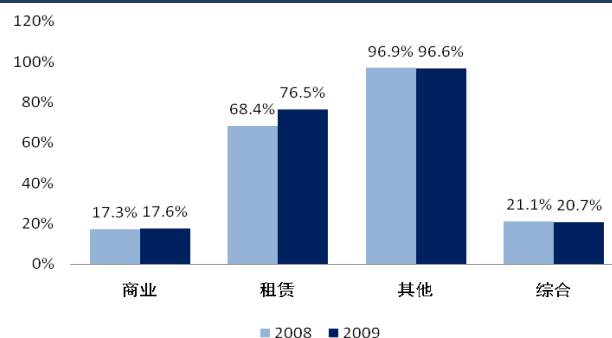
公司收入结构中,百货业务的比重不断提高,已从 04 年的 92.5% 上升至 09 年 95.6%,尤其是在 08 年公司处理“家广超市”之后,百货的核心地位越加明显。

此外,公司有部分收入来自物业租赁,租赁收入约占公司营业收入的 1.5%,比例偏低且较前些年有所下降。在租赁收入中,07-09 年来自母公司部分分别占到 79%、68%、57%,逐年有所回落。与百货相比,租赁业务的毛利率较高,09 年达到 76.5%。

公司的收入结构



公司各项业务的毛利率



	2004	2005	2006	2007	2008	2009
租赁收入(万元)	3,851	4,896	5,335	7,503	7,335	7,003
占营业收入(%)	2.56%	2.92%	2.62%	2.67%	1.72%	1.51%
母公司租赁收入(万元)	3,851	4,896	5,335	5,928	4,986	4,036
占租赁收入(%)	100%	100%	100%	79%	68%	57%
其他业务收入(万元)	7,478	8,493	10,391	14,111	15,714	13,397
占营业收入(%)	4.97%	5.06%	5.11%	5.03%	3.69%	2.89%
其中:管理费收入(万元)	4,770	5,516	6,605	14,111	-	-

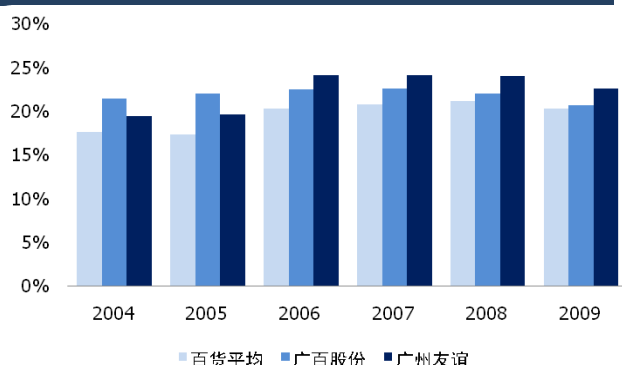
资料来源:德邦研究

4.2 盈利能力低于广州友谊但高于行业均值

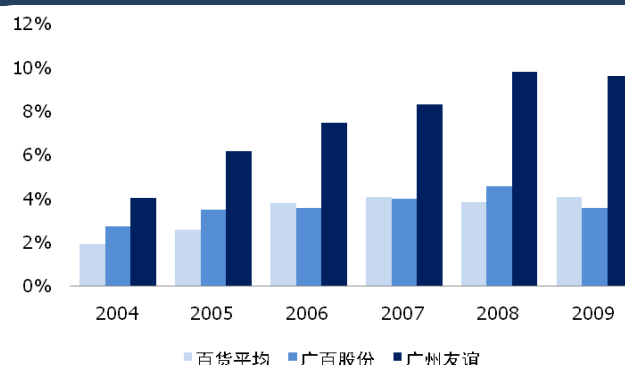
公司的综合毛利率水平通常介于 22%-23% 之间,09 年下降幅度明显,为 20.7%,主要原因在于:其一,受国内外宏观经济的影响,2009 年行业整体盈利水平有所下滑;其二,09 年公司加大扩张步伐,包括新开门店、收购新大新且增加了很多家电业务,一定程度上拉低了公司的综合毛利率。我们预计,2010 年广百的综合毛利率将快速回升至 22% 左右的正常水平。

下图表明,与广州友谊相比,公司毛利率水平偏低,但要高于同期国内百货行业平均水平。从净利率来看,广百与友谊之间的差距更大,09 年广百的销售净利率为 3.6%,而同期友谊的净利率达到 9.6%,友谊要比广百高出近 6 个百分点。友谊 09 年销售收入接近 30 个亿,实现的净利润就达 2.85 亿元。相比之下,广百 09 年 46 亿元销售中,净利润仅 1.65 亿元。我们认为,从当前的综合盈利能力来看,友谊要明显强于广百,但另一方面也说明公司存在着释放业绩的更大空间。

公司综合毛利率高于行业平均水平



公司销售净利率与行业平均水平接近



资料来源:德邦研究

5. 公司业绩释放的空间关键在于费用控制

5.1 物业租赁是公司当前及今后对外扩张的主要方式

公司取得物业的方式主要以租赁为主。目前公司除在广百北京路店、从化店、新一城店及新大新总店拥有部分或全部自有物业外,其余经营场所均为租赁物业。截至 2009 年底,公司自有物业和租赁物业面积分别为 11.4 万平方米和 28.5 万平方米,两者比例为 1:2.5。

门店名称	取得时间	自有物业	物业用途	物业面积	取得方式	取得成本
1 广百北京路店	2002-02	广州市越秀区西湖路 12 号负二层至八层	百货商场	26,203 m²	注入	-
	2007-04	广州市西湖路广百新翼大厦首层、夹、二层、九层和十二层停车场部分	商场及停车场	12,750 m²	注入	-
	2008-11	广州市越秀区西湖路广百新翼大厦 3-8 层及 10-12 层	商场及停车场	32,929 m²	购买	4.65 亿元
	2009-05	广州市越秀区西湖路广百新翼大厦负三层	百货商场	3,648 m²	购买	1,305 万元
2 从化店	2004-08	广东省从化市街口街东城路 68 号	百货商场	1,112 m²	购买	1,000 万元
3 广百新一城店	2007-11	广州市海珠区宝岗大道 498 号新一城广场南面首至五层局部	百货商场	16,673 m²	购买	25427 万元
4 新大新北京路店		广州市越秀区中山五路四号	商场及办公楼	20,746 m²	购买	-

资料来源:德邦研究

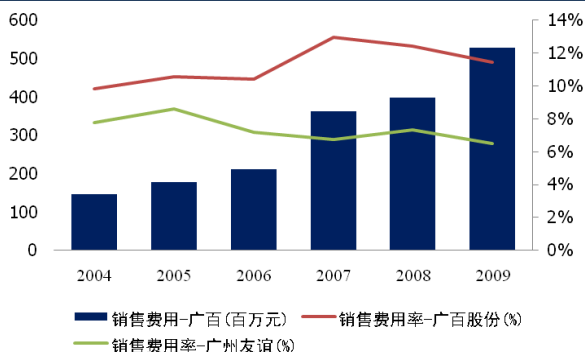
	门店名称	租赁时间	租赁物业	物业用途	租赁面积	租赁期限
1	花都店	2002-11	广州市花都区秀全大道 39 号首层内部及二层局部	商场	5,677 m²	10 年
2	从化店	2009-07	广东省从化市街口街东成路 68 号新世纪广场首层局部	商场	1,004 m²	5 年
		2009-07	广东省从化市街口街东成路 68 号新世纪广场地下室	仓库	514 m²	0.5 年
		2009-12	广东省从化市街口街东成路 68 号五层局部	仓库	846 m²	不定期
		2009-10	广东省从化市街口街东成路 68 号六楼局部	办公	400 m²	5 年
		2009-08	广东省从化市街口街东成路 68 号新世纪广场首层局部	商场	2,458 m²	-
3	肇庆店	2005-10	广东省肇庆市端州五路二号时代广场首层至三层局部	商场	8,546 m²	10 年
		2009-07	广东省肇庆市端州五路二号时代广场二层局部	商场	4,139 m²	20 年
		2005-10	广东省肇庆市端州五路二号时代广场三层局部	商场	2,105 m²	10 年
4	新一城店	2006-04	广州市海珠区宝岗大道 498 号新一城广场首至五层局部	商场	32,796 m²	12.5 年
5	新市店	2004-10	广州市广花五路 173 号百信广场首层至三层	商场	13,171 m²	10 年
6	棠溪店	2006-07	广州市白云区三元里大道 1228 号首、二层	商场	2,550 m²	6.5 年
		2008-12	广州市白云区三元里大道 1228 号三至八层	商场	11,002 m²	20 年
7	北京路店	2006-09	广州市越秀区西湖路 12 号 9 层	商场	2,414 m²	5 年
		2007-12	广州市越秀区西湖路 12 号 10 至 11 层	写字楼	4,828 m²	5 年
		2008-01	广州市越秀区西湖路 12 号 12 层	仓库	2,414 m²	5 年
8	天河店	2006-12	广州市天河区天河路 200 号中怡时尚坊	商场	49,599 m²	15 年
9	佳润店	2008-04	广州市广州大道北 1419 号佳润广场首层至三层	商场	14,086 m²	15 年
10	揭阳店	2010-10	广东省揭阳市金城广场首至四层	商场	24,815 m²	20 年
11	惠州店	2009-12	广东省惠州市惠城区下铺路 9 号时代广场首至四层	商场	16,513 m²	14.5 年
12	茂名店	2009-09	广东省茂名市双山三路 99 号茂名富丽广场一至四层	商场	12,000 m²	15.5 年
13	深圳店	2009-10	广东省深圳市宝能城市广场首层至三层	商场	26,000 m²	15 年
14	湛江店	2011 年	广东省湛江市人民大道南 45 号负一层至六层	商场	34,000 m²	15 年
15	成都店	2010H2	四川省成都市青羊区上西顺城街 289 号成都富力天汇 MALL 二至四层	商场	20,825 m²	15 年
16	武汉店	2010-05	湖北省武汉市汉阳区龙阳大道特 6 号武汉摩尔城 A 栋一至五层	商场	29,000 m²	15 年
		2010-05	湖北省武汉市汉阳区龙阳大道特 6 号武汉摩尔城 A 栋六层	商场	6,000 m²	15 年
17	河源店	未签物业	广东省河源市建设大道以北、大同路以西大地广场首至四层商业裙楼	商场	19,000 m²	20 年
18	珠江新城店	2011H2	广州市天河区珠江新城太阳城广场首至六层	商场	26,000 m²	15 年
19	花都凤凰店	2011H2	广州市花都区凤凰北路以西、龙珠路以北交界处凤凰广场项目首至六层部分	商场	40,000 m²	15 年
20	北京路二店	2012	广州市北京路复建商场负一至五层、北京路 328 号四至五层、北京路 326 号	商场	14,353 m²	10 年
21	东山店	2006-04	广州市越秀区先烈中路 63 号裙楼 1-4 层	商场	12,550 m²	5.5 年
22	番禺店	2005-03	广州市番禺区市桥街繁华路易发商业街商业中心首至三层	商场	9,200 m²	10.5 年
		2010-05	广州市番禺区市桥街禺山大道 42 号易发东宝商业楼首至四层、易发商业街商业中心第四层部分商场以及东宝商业楼与商业中心首至四层的连廊部分	商场	10,000 m²	10 年
23	佛山店	2009-01	广东省佛山市三水区张边路 9 号	商场	15,306 m²	15 年
24	荔湾店	2007-07	广州市荔湾区荔湾路 100 号首层、夹层及二层	商场	7,402 m²	5 年
25	李占记	-	广州市越秀区中山四路 344 号至 346 号地下、二楼、阁楼及 348 号地下	商场	422 m²	-

资料来源：德邦研究

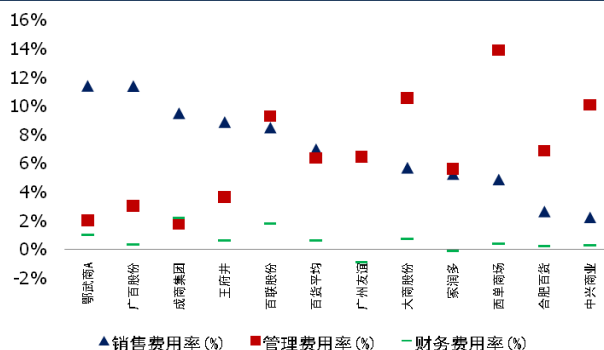
5.2 门店租金-销售费用的大幅上扬增加公司业绩释放的压力

2007-2009 年公司销售费用分别为 3.63 亿元、3.99 亿元及 5.29 亿元,年复合增长 20.7%。09 年公司的销售费用率达 11.4%,高于同城百货店广州友谊(6.5%),也高于行业平均水平,在 A 股市场百货公司中处于前列(如下表)。销售费用逐年大幅增加是公司近年业绩释放面临的主要压力。

公司销售费用率明显高于广州友谊



公司期间费用率与行业均值接近



公司销售费用逐年大幅递增,其主要原因在于新开门店所带来的租赁费、水电费及人工费等费用的增加。门店租金约占公司销售费用的 30%,近年来公司通过签约租赁物业的方式持续新开门店,租金费用快速增加,目前已成为公司销售费用中的最大组成部分。

2007-2009 年公司支付的租赁费用分别为 10690 万元、14961 万元和 15434 万元,占同期销售费用的 29.4%、37.5%和 29.2%,占公司营业收入的 3.8%、4.7%和 3.3%。考虑到公司目前诸多储备项目及未来几年的开店计划,预计 2010-2012 年公司门店租赁费用将分别达 22664 万元、30375 万元和 37158 万元,同比增长 46.8%、34%和 22.3%,其增速将远远超过公司主营业收入的增速。

在公司当前各家门店中,天河店、肇庆店和新一城店的租金成本相对较高,其中天河店由于所处天河城黄金商圈,且门店经营体量较大,租赁费用最高,我们粗略估算,该门店年均租赁费用约在 1 个亿左右;此外,肇庆店由于扩大了物业租赁面积,2009 年门店租金约为 3668 万元,预计 2010 年可达 4268 万元;新一城店是公司募集资金项目之一,2007 年 11 月公司通过购置方式增加了 16673 m²的自有物业从而减少了租赁物业以缓解租金压力,当前该门店实际租赁面积为 32796 m²,公司年均支付租金约为 3000 万元;公司北京路总店尽管经营面积接近 7 万 m²,是目前公司最大百货门店,但由于 2008 年和 2009 年公司相继购买了 32929 m²和 3648 m²的经营物业,其实际租赁物业仅为 9656 m²,年租金费用也就 1000 多万元左右。我们判断,公司在未来几年内存在着较大租金支付压力,若不考虑 2010 年及之后新增的物业情况,仅 2009 年新开的四家门店及收购新大新所增加实际租赁面积将使公司每年净增门店租赁费在 8000-9000 万元之间。

		自有物业（㎡）	租赁物业（㎡）							
		2009A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
1	北京路店	75,530	29,772	9,656	9,656	9,656	9,656	9,656	9,656	9,656
2	花都店		5,677	5,677	5,677	5,677	5,677	5,677	5,677	5,677

3	从化店	1,112	2,458	2,458	5,222	5,222	5,222	5,222	5,222	5,222
4	肇庆店		10,581	10,581	17,500	17,500	17,500	17,500	17,500	17,500
5	新一城店	16,673	49,469	32,796	32,796	32,796	32,796	32,796	32,796	32,796
6	新市店		13,171	13,171	13,171	13,171	13,171	13,171	13,171	13,171
7	棠溪店		2,550	2,550	13,552	13,552	13,552	13,552	13,552	13,552
8	天河店		49,599	49,599	49,599	49,599	49,599	49,599	49,599	49,599
9	佳润店			14,086	14,086	14,086	14,086	14,086	14,086	14,086
10	揭阳店			24,815	24,815	24,815	24,815	24,815	24,815	24,815
11	惠州店			16,513	16,513	16,513	16,513	16,513	16,513	16,513
12	茂名店			12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
13	深圳店			26,000	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000
14	湛江店					34,000	34,000	34,000	34,000	34,000
15	成都店				20,825	20,825	20,825	20,825	20,825	20,825
16	武汉店				35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
17	河源店						19,000	19,000	19,000	19,000
18	珠江新城店					26,000	26,000	26,000	26,000	26,000
19	花都凤凰店					40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
20	北京路二店						14,353	14,353	14,353	14,353
21	东山店		12,550	12,550	12,550	12,550	12,550	12,550	12,550	12,550
22	番禺店		9,200	9,200	9,200	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200
23	佛山店			15,306	15,306	15,306	15,306	15,306	15,306	15,306
24	荔湾店		7,402	7,402	7,402	7,402	7,402	7,402	7,402	7,402
25	李占记		493	493	493	493	493	493	493	493
26	新大新总店	20,746								
门店合计		114,061	192,922	170,219	285,538	351,363	451,363	484,716	484,716	484,716

		自有物业 (m²)	租赁物业 (m²)	门店租金(万元)						
		2009A	2009A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
1	北京路店	75,530	9,656	1,068	1,100	1,149	1,182	1,215	1,249	1,283
2	肇庆店		17,500	3,668	4,268	4,268	4,268	4,268	4,268	4,268
3	新一城店	16,673	32,796	2,950	2,950	2,950	2,950	2,950	2,950	2,950
4	天河店		49,599	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
5	佳润店		14,086	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073
6	揭阳店		24,815	0	315	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260
7	茂名店		12,000	0	839	839	839	839	839	839
8	深圳店		26,000	0	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
9	湛江店					500	2,000	2,000	2,000	2,000
10	成都店					2,787	2,787	2,787	2,787	2,787
11	武汉店				1,680	3,360	3,360	3,360	3,360	3,360
12	珠江新城店					1,150	4,600	4,600	4,600	4,600
13	花都凤凰店					600	2,400	2,400	2,400	2,400
14	北京路二店						2,239	4,478	4,478	4,478

我们通过比较以下几家百货公司看到,王府井、鄂武商 A 和广百股份的年租金费用规模相对较高,2009 年分别达到 24234 万元、18719 万元和 15434 万元,而广州友谊、合肥百货和友阿股份在同期仅为 6784 万元、5521 万元和 1602 万元。从租金费用率来看,在几家百货店中广百股份比例最高,近三年分别达到 3.8%、4.7%和 3.3%。

		2006A	2007A	2008A	2009A
广百股份 (002187)	门店租金(万元)		10,690	14,961	15,434
	营业收入(万元)	203,504	280,511	320,100	463,110
	租金占比(%)		3.8%	4.7%	3.3%
广州友谊 (000987)	门店租金(万元)	4,403	4,751	7,358	6,784
	营业收入(万元)	189,161	229,102	261,976	295,920
	租金占比(%)	2.3%	2.1%	2.8%	2.3%
鄂武商 A (000501)	门店租金(万元)	7,888	10,478	14,230	18,719
	营业收入(万元)	466,603	529,713	662,972	793,760
	租金占比(%)	1.7%	2.0%	2.1%	2.4%
王府井 (600859)	门店租金(万元)	13,787	17,417	20,099	24,234
	营业收入(万元)	649,504	893,601	1,017,404	1,109,882
	租金占比(%)	2.1%	1.9%	2.0%	2.2%
友阿股份 (002277)	门店租金(万元)	1,511	1,267	2,079	1,602
	营业收入(万元)	166,469	163,557	221,934	274,657
	租金占比(%)	0.9%	0.8%	0.9%	0.6%
合肥百货 (000417)	门店租金(万元)	2,791	4,071	5,308	5,521
	营业收入(万元)	327,128	396,711	504,374	588,541
	租金占比(%)	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%

资料来源:德邦研究

6.公司受益广州亚运会,当前估值明显偏低

2010 年 11 月,第 16 届亚运会将在中国广州开幕,本次盛会历时达半个月,预计将有来自亚洲 45 个国家和地区的 1.2 万名运动员参加,是近年来广州规模最大的一次体育盛会。亚运会将带来许多国内外游客前往参观,预计参观游客人数总计将超过 100 万人次。

公司目前是广州地区规模最大的连锁零售企业,旗下有 11 家百货门店位于广州境内。亚运会将对广州市内旅游、餐饮和零售等企业带来新的发展机会,广百股份作为区域零售龙头,也将成为此次亚运会主要受益者之一。

目前 A 股市场主要百货公司 09-12 年的平均 PE 分别为 40/29/22/18 倍。公司当前股价为 26.6 元/股,对应 09/10/11/12 年的 PE 分别为 27.1/20.8/18.6/16.8 倍,与同类公司比较,公司当前估值明显偏低。

7.公司盈利预测

假设条件一：在未来三年，公司每年新开门店数为2家，其中10年为武汉店和成都店，11年为珠江新城店和花都凤凰店，12年为北京路二店和河源店。

假设条件二：在未来三年，考虑到老门店的内涵增长及新门店的收入贡献，10-12年公司收入分别为55.37亿元、64.92亿元、73.84亿元，同比分别增长19.6%、17.3%、13.7%。

假设条件三：与2009年相比，公司毛利率水平有所回升，10-12年公司综合毛利率分别为21.7%、21.9%、22.1%。

假设条件四：考虑到新开店产生的各项费用，其中租金支出每年增长较快，假设10-12年公司支付的租赁费分别为22664万元、30375万元、37158万元，同比分别增长46.8%、34%和22.3%。由于租金、人工及水电等费用的增加，公司销售费用也将快速增加，预计10-12年销售费用分别为6.73亿元、8.20亿元、9.60亿元，同比分别增长27.1%、21.9%、17.1%，销售费用率为12.2%、12.6%、13.0%。

盈利预测：在以上假设条件下，我们预计2010-2012年公司归属于母公司所有者的净利润分别为21619万元、24162万元、26649万元，同比增长30.6%、11.8%、10.3%。

		2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
北京路店	面积 (m²)	66,311	66,311	66,311	66,311	69,911	69,911	69,911	69,911	69,911	69,911
1991年2月	收入(万元)	121,745	138,661	151,140	163,836	170,225	177,545	184,647	191,479	198,180	204,720
	Chg.%	4.0%	13.9%	9.0%	8.4%	3.9%	4.3%	4.0%	3.7%	3.5%	3.3%
棠溪店	面积 (m²)	2,550	2,550	2,550	2,550	2,550	13,552	13,552	13,552	13,552	13,552
2002年12月	收入(万元)	4,331	3,985	4,463	4,731	4,305	6,329	7,278	8,006	8,566	9,166
	Chg.%	-22.7%	-8.0%	12.0%	6.0%	-9.0%	47.0%	15.0%	10.0%	7.0%	7.0%
新市店	面积 (m²)	13,171	13,171	13,171	13,171	13,171	13,171	13,171	13,171	13,171	13,171
2004年10月	收入(万元)	13,538	14,606	20,741	24,412	26,365	28,737	30,749	32,594	34,550	36,622
	Chg.%	446.6%	7.9%	42.0%	17.7%	8.0%	9.0%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%
天河店	面积 (m²)		49,599	49,599	49,599	49,599	49,599	49,599	49,599	49,599	49,599
2006年9月	收入(万元)		15,089	64,884	80,715	92,096	110,516	124,883	137,371	151,108	166,219
	Chg.%			330.0%	24.4%	14.1%	20.0%	13.0%	10.0%	10.0%	10.0%
花都店	面积 (m²)	5,335	5,335	5,335	5,335	5,335	5,335	5,335	5,335	5,335	5,335
2003年1月	收入(万元)	3,916	4,642	5,474	6,304	5,588	6,593	7,055	7,478	7,927	8,402
	Chg.%	25.4%	18.6%	17.9%	15.2%	-11.4%	18.0%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%
从化店	面积 (m²)	3,570	3,570	3,570	3,570	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
1998年12月	收入(万元)	2,923	3,058	3,664	4,677	4,341	5,846	6,255	6,568	6,896	7,241
	Chg.%	-3.0%	4.6%	19.8%	27.7%	-7.2%	34.7%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%
肇庆店	面积 (m²)	10,581	10,581	10,581	10,581	17,500	17,500	17,500	17,500	17,500	17,500
2005年9月	收入(万元)	1,266	5,305	6,001	8,869	10,195	12,023	12,865	13,701	14,591	15,540

	Chg.%	319.0%	13.1%	47.8%	15.0%	17.9%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%
新一城店	面积 (m²)	49,469	49,469	49,469	49,469	49,469	49,469	49,469	49,469	49,469
2006 年 12 月	收入(万元)	212	17,900	22,941	25,593	29,432	32,963	36,589	40,248	44,273
	Chg.%		8355%	28.2%	11.6%	15.0%	12.0%	11.0%	10.0%	10.0%
湛江店	面积 (m²)	3,650	3,650	3,650			34,000	34,000	34,000	34,000
1995 年 3 月	收入(万元)	6,738	5,791	4,768	51	52	0	19,420	22,175	25,280
	Chg.%	5.1%	-14.0%	-17.7%	-98.9%	1.4%		14.2%	14.0%	10.0%
江南店	面积 (m²)	6,987	6,987	6,987						
2002 年 9 月	收入(万元)	5,564	5,593	5,593						
	Chg.%	2.9%	0.5%	0.0%						
佳润店	面积 (m²)				14,086	14,086	14,086	14,086	14,086	14,086
2008 年 9 月	收入(万元)				2,667	9,116	11,304	13,565	15,870	18,251
	Chg.%					241.9%	24.0%	20.0%	17.0%	15.0%
惠州店	面积 (m²)					16,513	16,513	16,513	16,513	16,513
2009 年 9 月	收入(万元)					1,312	5,247	6,296	7,556	8,916
	Chg.%						300.0%	20.0%	20.0%	18.0%
揭阳店	面积 (m²)					24,815	24,815	24,815	24,815	24,815
2009 年 12 月	收入(万元)					416	7,150	8,580	10,296	12,355
	Chg.%							20.0%	20.0%	20.0%
茂名店	面积 (m²)					12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
2009 年 12 月	收入(万元)					310	4,800	5,760	6,797	7,816
	Chg.%							20.0%	18.0%	15.0%
深圳店	面积 (m²)					26,000	26,000	26,000	26,000	26,000
2009 年 12 月	收入(万元)					117	19,500	23,985	27,463	31,308
	Chg.%							23.0%	14.5%	14.0%
武汉店	面积 (m²)						35,000	35,000	35,000	35,000
2010 年 6 月	收入(万元)						4,000	17,520	21,900	26,280
	Chg.%							338%	25.0%	20.0%
成都店	面积 (m²)						20,825	20,825	20,825	20,825
2010 年下半年	收入(万元)						1,654	9,245	11,556	13,868
	Chg.%							459%	25.0%	20.0%
河源店	面积 (m²)							19,000	19,000	19,000
未签物业	收入(万元)							7,000	10,000	12,500
	Chg.%								42.9%	25.0%
珠江新城店	面积 (m²)							26,000	26,000	26,000
2011 年下半年	收入(万元)							2,000	9,400	12,032
	Chg.%								370.0%	28.0%
花都凤凰店	面积 (m²)							40,000	40,000	40,000
2011 年下半年	收入(万元)							3,178	12,712	15,254
	Chg.%								300.0%	20.0%
北京路二店	面积 (m²)							14,353	14,353	14,353
2012 年	收入(万元)							8,000	20,000	25,000
	Chg.%								150.0%	25.0%

广百经营面积合计 (m²)	112,155	211,223	211,223	214,672	305,449	372,276	472,276	505,629	505,629	505,629
广百门店收入合计 (万元)	167,508	202,496	278,620	313,724	350,031	430,675	516,244	594,511	663,427	722,534
收入增长 (%)	11.1%	20.9%	37.6%	12.6%	11.6%	23.0%	19.9%	15.2%	11.6%	8.9%
门店坪效 (元/m²)	14,935	9,587	13,191	14,614	11,460	11,569	10,931	11,758	13,121	14,290
新大新公司部分(现拥有 5 家百货店和 1 家李占记钟表公司)										
北京路店	面积 (m²)				13,795	13,795	13,795	13,795	13,795	13,795
1967 年 1 月	收入(万元)				30,729	30,729	30,729	30,729	30,729	30,729
	Chg.%					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
东山店	面积 (m²)				12,550	12,550	12,550	12,550	12,550	12,550
2005 年 12 月	收入(万元)				22,343	24,577	26,298	28,139	29,545	31,023
	Chg.%					10.0%	7.0%	7.0%	5.0%	5.0%
荔湾店	面积 (m²)				7,402	7,402	7,402	7,402	7,402	7,402
2004 年 3 月	收入(万元)				4,453	4,898	5,192	5,503	5,834	6,184
	Chg.%					10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
番禺店	面积 (m²)				9,200	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200
2005 年 9 月	收入(万元)				14,217	19,368	24,517	26,478	28,332	30,032
	Chg.%					36.2%	26.6%	8.0%	7.0%	6.0%
佛山店	面积 (m²)				15,306	15,306	15,306	15,306	15,306	15,306
2008 年 10 月	收入(万元)				5,407	7,299	9,124	10,493	11,542	12,696
	Chg.%					35.0%	25.0%	15.0%	10.0%	10.0%
李占记	面积 (m²)				493	493	493	493	493	493
2004 年 5 月	收入(万元)				1,371	1,412	1,454	1,498	1,543	1,589
	Chg.%					3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
新大新经营面积合计 (m²)				58,746	58,746	68,746	68,746	68,746	68,746	68,746
新大新门店收入合计 (万元)				73,810	78,519	88,283	97,314	102,840	107,525	112,252
收入增长 (%)					6.4%	12.4%	10.2%	5.7%	4.6%	4.4%
门店坪效 (万元/m²)				12,564	13,366	12,842	14,156	14,959	15,641	16,329
门店数量合计 (家)	9	11	10	16	20	22	24	26	26	26
公司经营面积总计 (m²)					364,195	441,022	541,022	574,375	574,375	574,375
公司门店收入总计 (万元)					428,550	518,959	613,557	697,351	770,952	834,787
收入增长 (%)						21.1%	18.2%	13.7%	10.6%	8.3%

8. 估值分析

相对估值法

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.28 元/1.43 元/1.58 元。目前 A 股市场主要百货公司 2009-2012 年平均 PE 分别为 40/29/22/18 倍。我们认为，公司的成长性要远远好于行业内其它上市公司，给予目标价格 38.4 元/股，对应 10 年/11 年/12 年 PE 分别为 30/26/24 倍。

DCF 估值法

根据 DCF 估值模型的计算，公司合理价值为 38.0 元。

估值参数假设	
无风险利率	3.4%
市场溢价	7.5%
Beta	1.05
权益成本 K_e	11.2%
边际税率	25%
债务成本 K_d	4.0%
$E/(E+D)$	80%
WACC	9.79%
永续增长率	2.0%

敏感性分析		WACC				
每股价值	38.0	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%
永续增长率 g	1.0%	39.1	37.0	35.0	33.3	31.8
	1.5%	41.0	38.6	36.4	34.5	32.8
	2.0%	43.1	40.4	38.0	35.9	34.0
	2.5%	45.6	42.5	39.8	37.4	35.4
	3.0%	48.5	44.9	41.8	39.2	36.9

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
流动资产	1,186	1,601	1,913	2,326					
现金	378	880	1,170	1,492					
应收账款	19	77	96	100					
其他应收款	150	177	208	236					
预付款项	44	195	203	230					
存货	88	217	203	230					
其他流动资产	507	55	32	37					
非流动资产	1,451	1,545	1,620	1,669					
长期股权投资	4	2	2	2					
固定资产	875	1,245	1,330	1,406					
无形资产	65	59	56	52					
其他非流动资产	506	240	232	208					
资产总计	2,637	3,147	3,532	3,994					
流动负债	1,416	1,767	1,984	2,261					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	785	1,362	1,535	1,752					
其他流动负债	630	405	449	509					
非流动负债	44	45	45	45					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	44	45	45	45					
负债合计	1,460	1,812	2,028	2,305					
少数股东权益	12	7	10	13					
股本	160	169	169	169					
资本公积	467	601	601	601					
留存收益	289	558	724	906					
归属母公司股东权益	915	1,328	1,494	1,676					
负债和股东权益	2,637	3,147	3,532	3,994					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	168	628	550	589					
净利润	166	219	245	270					
折旧摊销	87	84	92	99					
财务费用	17	15	13	12					
投资损失	-2	-2	-2	-2					
营运资金变动	-81	315	205	210					
其他经营现金流	-20	-3	-2	0					
投资活动现金流	-61	-171	-172	-170					
资本支出	267	149	137	133					
长期投资	-43	1	0	0					
其他投资现金流	163	-22	-35	-37					
筹资活动现金流	-7	-129	-88	-97					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
资本公积增加	0	135	0	0					
其他筹资现金流	-7	-273	-88	-97					
现金净增加额	100	328	290	322					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入	4,631	5,537	6,492	7,384					
营业成本	3,671	4,333	5,070	5,752					
营业税金及附加	50	60	70	80					
营业费用	529	673	820	961					
管理费用	141	166	195	222					
财务费用	17	15	13	12					
资产减值损失	2	0	0	0					
公允价值变动净收益	0	0	0	0					
投资净收益	2	2	2	2					
汇兑净收益	0	0	0	0					
营业利润	223	292	326	360					
营业外净收支	1	0	0	0					
利润总额	224	292	326	360					
所得税	58	73	82	90					
未确认的投资损失	0	0	0	0					
净利润	166	219	245	270					
少数股东损益	1	3	3	3					
归属母公司净利润	166	216	242	266					
EBITDA	328	392	431	471					
EPS (摊薄)	0.98	1.28	1.43	1.58					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入	44.7%	19.6%	17.3%	13.7%					
营业利润	13.3%	30.9%	11.8%	10.3%					
归属于母公司净利润	15.6%	30.6%	11.8%	10.3%					
盈利能力									
毛利率(%)	20.7%	21.7%	21.9%	22.1%					
净利率(%)	3.6%	3.9%	3.7%	3.6%					
ROE(%)	14.1%	16.3%	16.2%	15.9%					
偿债能力									
资产负债率(%)	55.4%	57.6%	57.4%	57.7%					
流动比率	0.84	0.91	0.96	1.03					
速动比率	0.78	0.78	0.86	0.93					
营运能力									
总资产周转率	2.07	1.91	1.94	1.96					
净资产周转率	5.34	4.94	4.60	4.66					
每股指标 (元)									
EPS (摊薄)	0.98	1.28	1.43	1.58					
每股净资产	5.72	7.86	8.85	9.92					
每股经营现金流	1.05	3.72	3.26	3.49					
估值比率									
P/E	27.14	20.78	18.59	16.86					
P/B	4.65	3.33	3.01	2.68					
P/S	0.92	0.81	0.69	0.61					
EV/EBITDA	11.84	9.90	9.01	8.23					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。