



# 非公开增发平滑轻资产外延风险

——广百股份（002187）

2010年7月26日

推荐/维持

广百股份

事件点评

银国宏

S1480207120048

联系人：高坤

零售行业分析师 [gaokun@dxzq.net.cn](mailto:gaokun@dxzq.net.cn) 010-66507320

## 事件：

公司于7月24日公告了非公开发行预案，在中国证券监督管理委员会核准后六个月内选择适当时机向特定对象发行股票。本次非公开发行的股票数量为不超过2500万股（含2500万股），行股票价格不低于23.65元/股，募集的资金主要用于大朗物流配送中心、新一城部分物业购买以及湛江民大店三个项目。

## 观点：

### 1. 及时配套物流或为多业态经营奠定基础。

公司购买大朗仓库房地产后，将建成一个统一的、规模较大的、机械化和信息化程度较高的多功能物流配送中心，不仅解决了公司目前仓库分散、仓库租约到期等难题，还同时完善了公司现时的配送服务，满足了本公司激增的业务需求，从而带动“广百”品牌价值的持续提升。公司计划投资490万购买包括仓库管理系统、GPS车辆管理系统在内的信息管理系统，以及投资932万购买包括货架、电动装卸搬运设备、电动升降平台、配送车辆在内的设施设备，充分体现了物流配送中心的机械化及信息化程度。

公司此次购买大朗仓库房地产形成了与控股股东——广百集团（持有公司62.1%的股份）和集团旗下的宇华配送（广百集团全资子公司）的关联交易。一方面凸显了百货行业整体依托集团或地方政府资源的借力发展趋势；另一方面反映了公司在优化供应链，拓展电器、超市等业态的战略萌芽。供应链管理能力和信息管理水平是公司以广东为根据地进行大举外延扩张的必要条件和首要条件；然而以联营为主要盈利模式的百货，对于存货管理和物流配送方面的要求相对较低，但内嵌其中的配套超市以及去年相继收购的广百电器、华宇声、华宇力电器业态，则会随着百货网点的不断增加和分散，提高对供应链条上各价值节点要求的提高，从而最大程度上发挥与百货的协同效应和范围经济。

大朗物流配送中心项目平均每年可为本公司节约成本费用1286.6万元，新增税后利润964.9万元。

### 2. 适度“从重”战略平滑轻资产外延风险。

从去年开始，公司明显加快了对外扩张的步伐，新开4家广州市以外的门店，新增营业面积近8万平方米，并连签约6个网点，面向全国拓展至华中武汉和西南成都。但从拓展模式来看，全部都是租赁的轻资产模式，随着公司门店网点的铺设速度的不断加快，尤其对于单体面积较大的核心门店，带来了租金“被上涨”的经营风险。

新一城广场位于广州市海珠区发展最成熟、最具有商业气氛和规模的江南西路商圈，在广百新一城广场进驻的强势带动下，以及地铁线的贯通，已经越来越成熟。而新一城广场的租赁合同将于2018年到期，面临着租约到期后无法续租或租金大幅上升的风险；购买新一城店部分物业能在获得合理利润的同时，消除新一城广场在租约到期后租入成本大幅上涨甚至无法续租的巨大风险，巩固广百新一城广场未来在江南西商圈的龙头地位。

公司本次非公开发行募集的部分资金将用于购买广州市凯兴房地产有限公司所有的新一城广场（江南花园二期）群楼部分商铺约1.89 万平方米。上述物业的单价为每平方米18,900 元，暂定购买总价为3.57 亿元（评估价值为3.87 亿元）其中商业裙楼是主题式商场“新一城广场”，商场规模达7.3 万平方米，是海珠区目前规模最大的购物广场，包括目标房产在内的一至五层商铺由新一城商贸于2006 年底开始承租，用于经营“广百新一城”购物中心，租期12 年。

### 3. 延续快速跑马圈地态势。

开设湛江民大项目，有利于广百股份抢占优质网点资源、完善门店布局、提高整体盈利能力。湛江市是我国首批对外开放的沿海城市、广东人口第二大市及全国综合实力百强城市。2009年，湛江市国民经济继续保持平稳快速增长势头，消费品市场一直处于高位运行态势，全年实现社会消费品零售总额571.71亿元，比2008 年增长22.2%，比全省增速高5.9个百分点，标志着湛江市消费品市场规模的发展进入更高层次。

公司在今年延续了去年高速拓展网点的态势，相继又签下了珠江新城高德置地广场春商场、河源店以及北京路复建广场店。但从面积上来看，均小于民大店地下一层至地上六层建筑面积合计约3.4万平米的体量。去年年底的四家非省会二线城市门店和今年广州市和周边核心区域双轨并举的推进进一步巩固了广百品牌在华南根据地中高端百货的垄断地位。

民大店将租赁民大国际商贸大厦地下一层至地上六层建筑面积合计约34,133.60平方米，计划于2011 年中或2011 年下半年开业。预测湛江民大店开业首年含税销售为2.65 亿元，日均含税销售为72.60万元，综合毛利率为16.58%。开业后第二年、第三年销售增长幅度将达到20%以上，之后销售增长速度将逐步趋缓，百货业进入平稳发展态势。预计头三年租金收入可分别达到264.48 万元、277.23 万元和290.59 万元，以后各年租金按3%-5%递增，培育期2年，2013年盈亏平衡或微利，对业绩预测暂不产生影响。

表 1：新、老募投新设项目基本情况汇总（万元）

| 项目名称  | 投资金额（万元）  | 面积       | 年均收入     | 年均利润    |
|-------|-----------|----------|----------|---------|
| 新一城   | 36,835.30 | 18909.8  | 8468.2   | 3964.9  |
| 大朗    | 7,650.20  | —        | —        | 1,286.6 |
| 湛江民大店 | 5,831.60  | 34133.6  | 44,913.3 | 1,146.6 |
| 合计    | 50,317.10 | 53043.40 | 44913.30 | 2433.20 |

资料来源：公司公告

表 2：非公开增发对公司业绩影响预测

| 项目名称      | 2009A     | 2010E    | 2011E     | 2012E     |
|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|
| 增发前收入     | 463109.76 | 578887.2 | 694664.64 | 819704.28 |
| 增发前利润     | 16617.96  | 18763.86 | 23617.83  | 33668.93  |
| 新一城利润增厚   | ---       | ---      | 3964.9    | 3964.9    |
| 大朗费用节约    | ---       | ---      | 1286.6    | 1286.6    |
| 湛江民大店利润增厚 | ---       | ---      | ---       | ---       |
| 合计增厚比例    | ---       | ---      | 22.24%    | 15.60%    |
| 股权摊薄      | ---       | 14.8%    | 14.8%     | 14.8%     |
| 增发前 EPS   | 0.98      | 1.14     | 1.43      | 1.74      |
| 增发后 EPS   | 0.98      | 0.97     | 1.54      | 1.75      |

数据来源：东兴证券研究所

## 结论：

对比欧亚集团、合肥百货等区域性百货，公司的在成都、武汉等商业竞争激烈城市的跨区扩张凸显了公司全国连锁经营战略的前瞻性，但和已经拥有40家门店跨越6个省份的同样以轻资产模式为主的天虹商场相对比，虽然从扩张速度和规模上相形见绌，但公司及时适度从重的战略转变避免了大量轻资产经营带来的长期风险，在高速前行的路上把握了关键的制动因素。我们假设公司此次的非公开发行10年能够完成实施，由于募投项目利润非全年并表，且存在一定不确定性，暂不考虑对今年业绩的影响，摊薄后EPS0.97，后两年考虑到相关项目全年的利润贡献，11-12年的EPS分别为1.54和1.75。对应10-12年PE分别为28倍、18倍和16倍，低于行业平均估值水平，具有一定估值优势。综合考虑亚运会的催化剂因素，我们维持公司“推荐”的投资评级。

## 分析师简介

### 高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~ 15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~ +5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~ +5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。