

买入(维持)

目标价格:

38.00 元

当前价格:

31.23 元

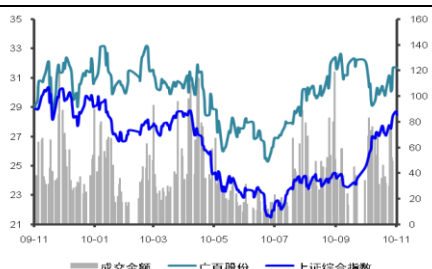
市场数据

商业零售指数	5210
三个月涨跌幅	18.9%
上证综合指数	3135
沪深 300 指数	3523

基础数据

每股净资产(元)	7.35
资产负债率(%)	58.0%
总股本(百万)	169
流通股(百万)	58

相对股价表现



相关研究

《广百股份 (002187): 疾风知劲草》, 2010/6/1

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

报告摘要:

广百股份继续坚持外延扩张为主的基本战略, 近期陆续签下了珠江新城和北京路等物业。2010 年 5 月公司武汉店已经正式开业, 预计年内还将有成都店、河源店、北京路 GBF 和珠江新城春季商场等 4 家新店开业; 公司 11 年开店最低目标是 3 家, 分别为湛江店、花都凤凰店和珠江新城新天地购物中心。

租金上涨压制公司业绩释放: 基于持续扩张带来的租金规模快速上升推动了公司销售费用的增加, 从而使得公司短期业绩释放存在一定压力。

盈利预测: 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 18561 万元、22818 万元、27084 万元, 同比增长 12.1%、22.9%、18.7%。EPS 分别为 1.10 元、1.35 元和 1.60 元。

投资评级: 给予公司目标价 38 元/股, 对应 10/11/12 年 PE 分别为 35/28/24 倍。维持“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	2011E	2012E
营业收入	2805	3201	4631	5843	7074	8140
(+/-, %)	37.8%	14.1%	44.7%	26.2%	21.1%	15.1%
净利润	110	143	166	186	228	271
(+/-, %)	52.3%	30.4%	15.6%	12.1%	22.9%	18.7%
毛利率(%)	22.6%	22.1%	20.7%	19.9%	20.0%	20.0%
ROE(%)	13.4%	15.6%	14.1%	14.3%	15.6%	16.4%
EPS(摊薄)	0.65	0.85	0.98	1.10	1.35	1.60

1. 扩张依然是其基本战略

尽管在与广州友谊的几年角逐过程中，公司盈利规模始终处于劣势地位，但公司内含的那种持续扩张能力则是业内领先的。凭借多年开店经营所积累的品牌美誉度、对区域市场的掌控能力、经验丰富的经营团队以及优质的供应商资源等，公司已占据了华南地区百货市场的竞争优势。2009 年公司加快了开店步伐，陆续收购了广百集团旗下的新大新百货并自行新开惠州、揭阳、茂名和深圳 4 家门店；2010 年 5 月公司又成功开出了第一家异地百货店-武汉店，截至目前公司共计拥有百货门店数 20 家，经营面积接近 40 万平方米。

公司计划未来几年将继续贯彻外延扩张为主的基本战略，继续加大其在广州及周边城市的布店力度，从而加强公司在华南地区百货市场的控制力及影响力。广东是国内经济较为发达的省市，人均 GDP 和居民可支配收入水平均居全国前列；除广州外，省内其它城市居民消费力也非常可观，符合开设现代百货店的前提条件。目前公司已在肇庆、湛江、惠州、茂名等 7 个地级城市开设自有门店。通过不断在这些二线城市的各大商圈布局开店，公司逐步确立了其在华南区域市场的规模优势。

目前公司已确定的储备项目有 7 个，共计营业面积达到 16.9 万平方米，其中成都店、河源店、北京路 GBF 和珠江新城春商场将于今年年底前陆续开业；11 年计划新开的门店主要包括湛江店、新天地购物中心和花都凤凰城。与以往开店情况相比，公司在近期明显加大了大体量百货店的开店比例，且门店模式也呈现多样化之趋势：拟新开的 7 家门店的单店面积达到 2.4 万平方米，比原有门店平均增加 20%；年均租金 2900 万元/家，比原有门店平均增加 10%；除了一般的百货店之外，公司也加大了对购物中心的投入，且今年预计还将增加两家 GBF 店。

图表 1 公司持有若干储备项目

门店名称	开店时间	营业面积(m²)	物业性质	年均租金(万元)	门店类型	门店区域
广百成都店	2010 年 12 月	20,825	租赁	2,787	中高档百货	四川省成都市
广百河源店	2010 年 12 月	18,700	租赁	790	中高档百货	广东省河源市
北京路 GBF	2010 年 12 月	14,353	租赁	4,478	时尚百货 GBF	广东省广州市
珠江新城春商场	2010 年 12 月	15,000	租赁	3,300	时尚百货 GBF	广东省广州市
广百湛江店	2011 上半年	34,134	租赁	2,000	中高档百货	广东省湛江市
珠江新城新天地	2011 年 8 月	26,000	租赁	4,600	高档购物中心	广东省广州市
花都凤凰城	2011 下半年	40,000	租赁	2,400	中高档百货	广东省广州市

资料来源:德邦证券

2. 迈入新兴商圈，机遇与风险并存

珠江新城被规划为广州市未来的 CBD，也是当地目前主要新兴商圈的代表。近期珠江新城吸引了众多零售商的目光，对规划区内有限零售资源的争夺上也表现得非常激烈。

根据规划，珠江新城未来将有 30 万高端白领人群、50 万常居人群及高端商旅人群，消费力庞大，非常适合高端百货和购物中心业态。尽管商家对珠江新城未来成长前景也持十分看好的态度，但由于该商圈在目前处于培育初期，无论是入住率还是客流量均难以达到零售店实现盈利的基本条件。我们判断，珠江新城新店的培育将是一个较为漫长的过程，预计平均周期在 2-3 年左右。零售商进驻该商圈在短期内存在着亏损风险。

图表 2 珠江新城商圈拟建主要商业项目

开业时间	商业项目	经营面积	主要零售商
2010 年 11 月	国际金融中心	4.5 万 m ²	广州友谊
2010 年底	中央广场地下商城	15 万 m ²	香港兰桂坊
2010 年底	高德置地 Seasons Mall	17 万 m ²	广百股份、吉之岛
2011 年 8 月	新天地购物中心	15 万 m ²	广百股份

资料来源:德邦证券

公司正积极在该区域内布局设店，已计划新开两家大体量的主力门店：珠江新城春季商场（2010 年底）和新天地购物中心（2011 年 8 月）。

高德置地广场 Seasons Mall

高德置地广场位于珠江新城中央核心区域，总建筑面积 92 万平方米，汇集商场、写字楼、酒店和公寓等多种功能，是珠江新城乃至广州最大的商业综合体，其中商场 Seasons Mall 规划面积就超过 17 万平方米，将分为春夏秋冬四个主题概念分期开发建设。

公司将进驻广场第一期春季商场，首至 4 层合计面积达到 1.5 万平方米，计划于今年年底前正式开业。春季商场将成为公司首个 Grandbuy Fashion。GBF 所经营的产品品类有别于公司其他的门店，将实行专业年轻时尚品牌组合，在产品定位上更具针对性和灵活性。未来公司将增加 GBF 的数量，公司拟把北京路复建商场改建为其另一家 GBF 店。

珠江新城新天地购物中心

新天地购物中心位于广州市珠江新城的中心区域，由广百与广州百嘉信集团共同投资新建，其中公司持股 51%。该购物中心将定位于高档精品百货，重点打造国际品牌路线，门店营业面积约为 2.6 万 m²，属于租赁物业，年均租金和物业管理费约为 4600 万元。

公司拟把新天地购物中心打造成为其最高端的精品百货店。新天地与高德置地广场尽管同处一个商圈，但两家门店定位存在较大差异，有利于在更大程度上增强广百品牌的集客能力。

我们对于公司积极拼抢珠江新城持有较为谨慎的态度。我们认为，零售商在珠江新城经营至少在短期内是面临风险的。作为一个新兴商圈，珠江新城目前缺乏足够的客流和人气，这一点难以与北京路和天河城等商圈抗衡。基于消费总量有限而门店定位较高，新开门店的培育周期会适当延长。公司拟开的两家门店体量较大，均年租金较高，近期将对公司业绩提升带来一定压力。



3.租金增加抑制公司短期业绩

2010 年前 3 季度，公司营收同比增长 26%，收入增速远远大于净利增速，主要基于：
1)毛利率同比下降明显，10Q3 为 19.9%，比 09 年下降了 0.8 个百分点；2)销售费用继续扩大，销售费用率维持在 12%以上，远远高于国内同类公司的平均水平。我们认为，公司持续快速扩张带来的租金水平上扬是推动其销售费用继续攀升的主因。

图表 3 2008-2010 年公司主要财务数据

	Q108	Q208	Q308	Q408	Q109	Q209	Q309	Q409	Q110	Q210	Q310
营业收入(万元)	96,571	65,007	75,545	82,977	94,624	86,584	86,683	195,218	153,735	119,650	126,481
销售毛利率(%)	20.70%	24.78%	21.27%	22.40%	22.26%	18.93%	20.41%	20.95%	19.90%	20.37%	19.53%
营业成本(万元)	76,576	48,900	59,478	64,391	73,557	70,194	68,990	154,326	123,143	95,283	101,778
销售费用(万元)	10,690	7,385	9,443	12,347	10,019	9,169	10,168	23,573	17,885	15,329	15,396
销售费用率(%)	11.07%	11.36%	12.50%	14.88%	10.59%	10.59%	11.73%	12.08%	11.63%	12.81%	12.17%
管理费用(万元)	1,705	1,771	2,373	3,218	2,576	2,147	2,073	7,332	2,964	3,152	2,766
管理费用率(%)	1.77%	2.73%	3.14%	3.88%	2.72%	2.48%	2.39%	3.76%	1.93%	2.63%	2.19%
财务费用(万元)	271	16	207	129	405	422	337	565	481	401	585
财务费用率(%)	0.28%	0.03%	0.27%	0.16%	0.43%	0.49%	0.39%	0.29%	0.31%	0.33%	0.46%
净利润额(万元)	4,848	4,222	2,114	3,129	5,023	2,913	3,391	5,225	5,744	3,514	3,677
销售净利率(%)	5.02%	6.49%	2.80%	3.77%	5.31%	3.36%	3.91%	2.68%	3.74%	2.94%	2.91%

资料来源:德邦证券

公司的扩张模式是一种持续的外延扩张，而这种扩张更多的是以租赁物业方式进行，租赁物业是公司当前扩张的主要选择。

首先，从自有物业和租赁物业的比例来看，公司的扩张更加倚重于第二种形式。从总量上来看，公司近年也购入或增加了诸多自有物业。当前公司拥有自有物业面积为 11.4

万平方米，加上通过增发拟购置的新一城广场 18910 平方米，公司自有面积可以达 13.3 万平方米。与此相比，租赁物业面积已达 32 万平方米，租赁与自有物业之比为 2.8:1。

其次，根据公司近年已签物业情况来看，单店租金总体具有逐步向上提升的趋势，除了新签物业单位租金屡创新高外，公司也加大了大体量门店的比重，公司销售费用上升压力正在加大。

图表 4 公司自有物业和租赁物业情况

		自有物业 (m²)		租赁物业 (m²)						
		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
11	惠州店				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
13	深圳店				26,000	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000
14	武汉店					35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
15	成都店					20,825	20,825	20,825	20,825	20,825
16	河源店					18,700	18,700	18,700	18,700	18,700
17	北京路 GBF					14,353	14,353	14,353	14,353	14,353
18	珠江新城春商场					15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
19	湛江店						34,000	34,000	34,000	34,000
20	花都凤凰店						40,000	40,000	40,000	40,000
21	珠江新城新天地店						26,000	26,000	26,000	26,000
广百部分合计		93,315	163,277	140,574	240,587	344,465	444,465	444,465	444,465	444,465
22	东山店		12,550	12,550	12,550	12,550	12,550	12,550	12,550	12,550
23	番禺店		9,200	9,200	9,200	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200
24	佛山店				15,306	15,306	15,306	15,306	15,306	15,306
25	荔湾店		7,402	7,402	7,402	7,402	7,402	7,402	7,402	7,402
26	李占记		493	493	493	493	493	493	493	493
27	新大新总店	20,746	0	0	0	0	0	0	0	0
新大新合计		20,746	29,645	29,645	44,951	54,951	54,951	54,951	54,951	54,951
公司合计		114,061	192,922	170,219	285,538	399,416	499,416	499,416	499,416	499,416

资料来源：德邦证券

图表 5 公司主要门店租金费用

		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			3,668	4,268	4,268	4,268	4,268	4,268	4,268

3	新一城店	2,950	2,950	1,236	1,236	1,236	1,236	1,236
4	天河店	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
5	佳润店	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073
6	揭阳店		315	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260
7	惠州店		1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
8	茂名店		839	839	839	839	839	839
9	深圳店		3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
10	武汉店		1,680	3,360	3,360	3,360	3,360	3,360
11	湛江店			1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
12	成都店			2,787	2,787	2,787	2,787	2,787
13	北京路 GBF			4,478	4,478	4,478	4,478	4,478
14	河源店			790	790	790	790	790
15	珠江新城新天地			3,067	4,600	4,600	4,600	4,600
16	花都凤凰店			600	2,400	2,400	2,400	2,400
17	珠江新城春商场			3,300	3,300	3,300	3,300	3,300

资料来源:德邦证券

4.公司盈利预测及投资评级

假设条件: 未来几年公司开店增速分别为: 2010 年 5 家, 分别为武汉店、成都店、河源店、北京路 GBF 和珠江新城春季商场, 新增面积 103878 平方米; 2011 年 3 家, 分别为湛江店、花都凤凰城和珠江新城新天地, 新增面积 100000 平方米; 2012 年及以后年度每年新开 2-3 年左右, 但为了谨慎原则, 这些门店暂不考虑盈利预测。

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 18561 万元、22818 万元、27084 万元, 同比增长 12.1%、22.9%、18.7%。EPS 分别为 1.10 元、1.35 元和 1.60 元。

投资评级: 给予公司目标价 38 元/股, 对应 10/11/12 年 PE 分别为 35/28/24 倍。维持“买入”评级。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
流动资产	1,186	1,799	2,067	2,655					
现金	552	1,020	1,253	1,715					
应收账款	145	89	100	117					
其他应收款	184	187	226	260					
预付款项	144	211	227	260					
存货	143	234	227	260					
其他流动资产	18	58	35	41					
非流动资产	1,451	1,545	1,620	1,669					
长期股权投资	1	2	2	2					
固定资产	1,143	1,245	1,330	1,406					
无形资产	63	59	56	52					
其他非流动资产	245	240	232	208					
资产总计	2,637	3,344	3,687	4,323					
流动负债	1,416	1,997	2,176	2,620					
短期借款	53	0	0	0					
应付账款	1,114	1,560	1,676	2,045					
其他流动负债	249	437	500	575					
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	2,042	2,220	2,665					
少数股东权益	4	5	6	7					
股本	169	169	169	169					
资本公积	601	601	601	601					
留存收益	402	527	690	881					
归属母公司股东权益	1,173	1,297	1,461	1,652					
负债和股东权益	2,637	3,344	3,687	4,323					
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	771	488	730					
净利润	166	186	229	272					
折旧摊销	87	84	92	99					
财务费用	17	19	18	17					
投资损失	-2	-2	-2	-2					
营运资金变动	-81	487	152	344					
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	-21	-35	-37					
筹资活动现金流	-7	-133	-83	-97					
短期借款	53	-53	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
资本公积增加	135	0	0	0					
其他筹资现金流	-203	-80	-83	-97					
现金净增加额	100	467	233	463					
					利润表				
					单位:百万元				
					会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
					营业收入	4,631	5,843	7,074	8,140
					营业成本	3,671	4,680	5,663	6,512
					营业税金及附加	50	61	74	85
					营业费用	529	710	860	985
					管理费用	141	131	159	183
					财务费用	17	19	18	17
					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	243	302	359
					营业外净收支	1	6	3	3
					利润总额	224	248	305	362
					所得税	58	62	76	91
					未确认的投资损失	0	0	0	0
					净利润	166	186	229	272
					少数股东损益	1	1	1	1
					归属母公司净利润	166	186	228	271
					EBITDA	328	346	412	475
					EPS (元)	0.98	1.10	1.35	1.60
					主要财务比率				
					会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
					成长能力				
					营业收入	44.7%	26.2%	21.1%	15.1%
					营业利润	13.3%	9.0%	24.5%	18.9%
					归属于母公司净利润	15.6%	12.1%	22.9%	18.7%
					盈利能力				
					毛利率(%)	20.7%	19.9%	20.0%	20.0%
					净利率(%)	3.6%	3.2%	3.2%	3.3%
					ROE(%)	14.1%	14.3%	15.6%	16.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	55.4%	61.1%	60.2%	61.6%
					流动比率	0.84	0.90	0.95	1.01
					速动比率	0.78	0.78	0.85	0.91
					营运能力				
					总资产周转率	2.07	1.95	2.01	2.03
					净资产周转率	4.44	4.73	5.13	5.23
					每股指标 (元)				
					EPS	0.98	1.10	1.35	1.60
					每股净资产	6.94	7.68	8.65	9.78
					每股经营现金流	0.99	4.56	2.89	4.32
					估值比率				
					P/E	31.87	28.43	23.12	19.48
					P/B	4.50	4.07	3.61	3.19
					P/S	1.08	0.90	0.75	0.65
					EV/EBITDA	14.23	13.46	11.31	9.81

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。