

零售

报告原因：深度报告

2011年5月26日

市场数据：2011年5月25日

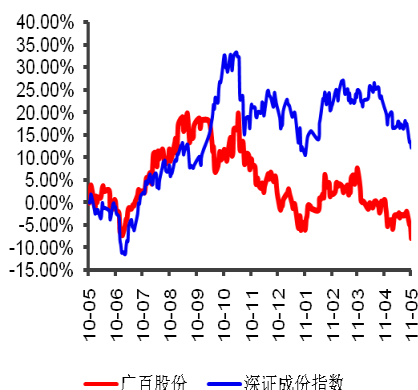
收盘价(元)	16.39
一年内最高/最低(元)	33.25/24.03
市净率	2.6
息率(分红/股价)	1.22%
A股流通市值(亿元)	16.23

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2011年03月31日

每股净资产(元)	9.75
资产负债率%	48.65%
总股本/流通A股(万)	28535/9600
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员：樊慧远

执业证书号 S0760511010008

010-82190307

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

广百股份 (002187)

增持

业绩尚处蛰伏期，释放潜力值得期待

公司研究/深度报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

年度	主营收入	增长率	归属母公司		每股收益	市盈率	市净率
			净利润	增长率			
2009A	4631	8.84	166	2.05	0.58	28	3.98
2010A	5825	25.78	174	5.04	0.61	27	3.63
2011E	7260	24.64	216	24.39	0.76	22	3.19
2012E	8516	17.30	254	17.30	0.89	18	2.72

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 以百货为主业，以广州为阵地。百货是公司唯一的核心主业，公司的主体门店大多坐落于广州市或其他城市的黄金地段。
- 轨道交通带给广州百货业绝佳发展机会。未来随着轨道交通的发展，广州每个地铁连接处都有望形成一个知名的区域性的商圈，同时，广州周边地区将为广州百货业提供更多的选址标的。
- 大浪物流配送中心提升配送能力。该购物中心建成后公司将解决公司目前物流仓库分散的问题，能为公司提供统一的机械化和信息化程度高的多功能物流配送服务。
- 区域性扩张仍是主基调。公司拓展战略是以惠州为桥头堡开拓广东潮汕、江西、湖北、福建等东区市场，以重庆为总部在广西、重庆、四川、贵州、云南等西部地区发力。
- 受高速扩张影响今年仍面临较大业绩压力。2010年公司4家新店及4家次新店均尚处于亏损期，费用率在未来一段时间仍在高位运行，公司毛利率水平也连续四年下滑。
- 内生增长成为2011年业绩目标实现的保证。2011年公司将采取门店调整、加大“直采”力度等措施，实现公司各门店内生性增长和处于培育期的门店全面减亏。随着新门店陆续度过培育期和收购新大新后整合效应的显现，公司将开始进入业绩释放期。
- 投资建议。预计公司预计公司2011年-2013年EPS分别为0.76元、0.89元和1.02元，对应的动态PE分别为27倍、22倍和18倍，我们给予“增持”评级。

目录

1、以百货为主业，以广州为阵地	3
2、轨道交通带给广州百货业绝佳发展机会	3
3、大浪物流配送中心提升配送能力	4
4、区域性扩张仍是主基调	4
5、受高速扩张影响今年仍面临较大业绩压力	5
6、内生增长成为 2011 年业绩目标实现的保证	14
7、投资建议	14
8、风险因素	15

图目录

图表 1:2010 年分地区收入构成 (%)	3
图表 2:区域扩张示意图	4
图表 3:公司门店扩张状况 (个)	8
图表 4:公司门店面积扩张状况 (万平米)	8
图表 5 公司成长能力 (%)	8
图表 6 公司盈利能力 (%)	8
图表 7:龙岗区 VS 深圳市 GDP 增速 (%)	10
图表 8:龙岗区 VS 深圳市社会消费品零售总额增速 (%)	10
图表 9: 河源市年均 GDP 和社会消费品零售总额增速 (%)	11

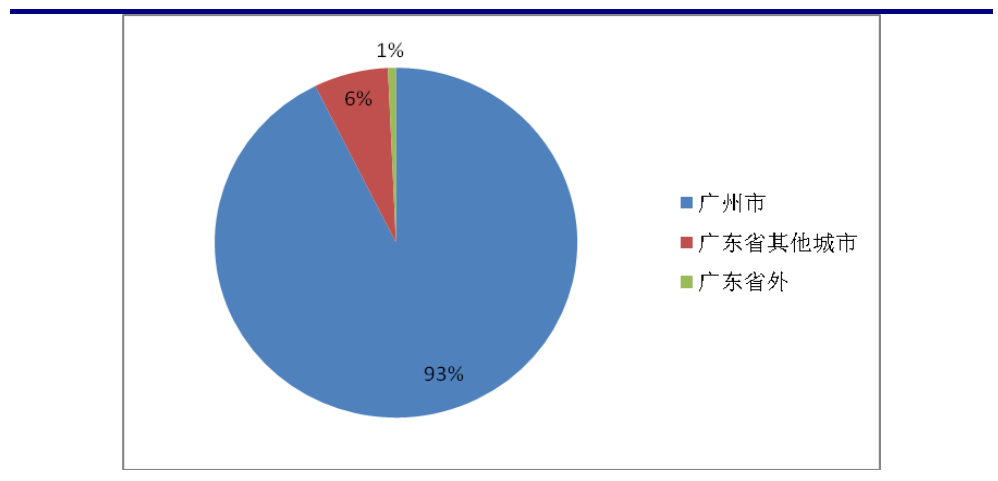
表目录

表格 1: 公司门店概况	5
表格 2: 2009-2010 年公司新开 (签约) 门店投资额及租赁成本	7
表格 3: 盈利预测表	14

1、以百货为主业，以广州为阵地

百货是公司唯一的核心主业，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。公司将继续坚持围绕以百货店为中心，把主业做大做强。公司的主体门店大多坐落于广州市或其他城市的黄金地段，占据着当地的核心商圈。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。广百股份旗下拥有：广百百货，新大新百货，新一城购物中心，GBF 风尚广百，广百电器、广百超市、网上广百十大品牌。公司收购新大新股权在 2009 年内完成并表，公司采用双品牌经营，广百将主要拓展城市核心商圈百货店，新大新将成为社区型连锁百货品牌。收入构成方面，广州市依然是公司收入的主要来源，2010 年占公司总收入的 93.3%。此外，公司目前还经营有 19 家广百电器门店。

图表 1:2010 年分地区收入构成 (%)



资料来源：公司公告、山西证券研究所

2、轨道交通带给广州百货业绝佳发展机会

根据《广州市轨道交通线网规划深化研究》最新方案获悉,连接白云新城的地铁二号线 2003 年已经开通,二号线北延线将于 2010 年开业。花都区地铁九号线已经开工,预计 2012 年开通。广州地铁十三号线西起白云区槎头,经荔湾区、越秀区、天河区、黄埔区,最后到达增城市新塘镇象颈岭,于 2009 年 10 月动工,计划 2012 年开通。广州地铁十四号线又称“从化线”,已被广州市发改委纳入到广州市 2015 年前轨道交通线网建设的安排范围。据初步设想,广从轻轨的主线是从广州流花火车站至嘉禾,经嘉禾到钟落潭,然后进街口,最后延伸至良口新温泉度假

区，首期先建嘉禾至街口段，力争在 2011 年动工，2015 年建成。未来随着轨道交通的发展，每个地铁连接处都有望形成一个知名的区域性的商圈，同时，广州周边地区将为广州百货业提供更多的选址标的，广州百货业的拓展面临前所未有的机会。

3、大浪物流配送中心提升配送能力

公司已将散落在广州各地的仓库“化整为一”，其旗下所有百货门店的货品，都由自有物业“大朗基地”统一配送。该物流中心位于白云区石井，靠近大朗火车站，邻近广深高速、机场高速和环城高速等多条广州主要高速公路出入口，辐射范围可至珠三角、华南各地。大朗仓与市内各主要门店距离较近，利于配送作业的开展，节约运输成本。该购物中心建成后公司将解决公司目前物流仓库分散的问题，能为公司提供统一的机械化和信息化程度高的多功能物流配送服务，一方面有利于提高配送服务的及时性和便捷性，进而提升服务水平，增强企业核心竞争力；另一方面还可以减少物流成本和管理成本，提高公司的利润率。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。

4、区域性扩张仍是主基调

图表 2:区域扩张示意图



资料来源：山西证券研究所

公司拓展战略是以惠州为桥头堡开拓广东潮汕、江西、湖北、福建等东区市场，以重庆为总部在广西、重庆、四川、贵州、云南等西部地区发力，自购物业开店、兼并重组等方式都会尝试。公司在成都和武汉扩张的门店只是外埠扩张的一种准备



性尝试，物业租赁成本较低，公司在近两年仍将以省内扩张为主。在广东发展，各种资源相对更容易到位，适应消费者需求更容易到位，经营成功率更高。而在广东做大做强了，到外地发展的品牌号召力也会更强，应对挑战的能力会更强。我们认为，广州市商业发展趋于饱和的认识较为片面。根据珠三角发展纲要，广州定位为国家中心城市，随着城市化进程的不断演进，广州还将不断涌现出新的商圈环境，广东二、三线城市消费群体崛起带来的消费升级也将提升广东消费环境。

5、受高速扩张影响今年仍面临较大业绩压力

表格 1: 公司门店概况

	门店	经营面积（万平方米）	开业时间	物业性质	位置	股权比例（%）
原有门店	广百北京路店	7	1991-2-8	自有	广州市北京路步行街	100
	广百天河店	4.96	2006-9-29	租赁	广州市天河区天河商圈	100
	广百新市店	1.32	2004-10-28	租赁	广州市白云区新市商圈	100
	广百新一城店	4.95	2006-12-28	自有 1.69 租赁 3.25	广州市海珠区江南西商圈	100
	广百佳润店	1.41	2008-9-30	租赁	广州市白云区	100
	广百花都店	0.53	2003-1-12	租赁	广州市花都区	90
	广百棠溪店	0.26	2002-12-25	租赁	广州市白云区	100
	广百肇庆店	原有面积 1.06 万平米， 2009 年增至 1.47 万平米， 2011 年重开将增至 3.41 万平米	2005 年 9 月 30 日开业， 目前停业，2011 年将重开	租赁	广东省肇庆市	51
	广百从化店	0.45	1998-12-28	自有 0.26 租赁 0.25	广东省从化市	90
	广百湛江店	0.37 万平米，2011 年重开后 增至 3.4 万平米	1995 年 5 月开业，目前 停业，将于 2011 年	租赁	广东省湛江市	100



			5 月重开			
2009 年 新开门店	广百揭阳店	2.5	2009-12-31	租赁	广东省揭阳市东山区金城广场	100
	广百惠州店	1.65	2009-9-19	租赁	广东省惠州 9 号时代广场	100
	广百茂名店	1.2	2009-12-23	租赁	广东省茂名市富丽广场	100
	深圳宝能城市广场门店	2.6	2009-12-30	租赁	广东省深圳市宝能城市广场	100
2010 年 新开门店	武汉摩尔城店	3.5	2010-5-1	租赁	武汉汉阳龙阳大道特武汉摩尔城	100
	河源店	1.87	2010-11-26	租赁	广东省河源市源城区建设大道北与大同路西交汇处	100
	广百成都店	3	2010-11-30	租赁	四川省成都富力天汇 Mall	100
	珠江新城高德置地广场店	1.5	2010-12-30	租赁	广州珠江新城 F1-5 地块的高德置地广场一期	100
2011 年 拟开门店	珠江新城太阳城店	2.6	2011 年上半年	租赁	广州市珠江新城太阳城广场	51
	花都凤凰广场	4	2011 年底	租赁	广州市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	1.43	2011 年	租赁	广州市越秀区中山四路北京路复建商场	
新大新 门店	北京路总店	1.38	1967-1-20	自有	广州	100
	东山广场店	1.26	2005-12-6	租赁	广州	100
	荔湾商厦店	0.74	2004-3-23	租赁	广州	100
	番禺易发店	0.92	2005-9-19	租赁	广州	100



	佛山三水店	1.53	2008-10-20	租赁	佛山	100
	李占记钟表店	0.05	2004-5-1	租赁		90
	番禺店扩场	0.92 万平米, 2010 年 7 月 将扩大到 1.84 万平米	2005-9-19	租赁	广州	100
电器	广百电器					100
	华宇声					100
	华宇力					100

资料来源：公司公告、山西证券研究所

注：红字标注的为母公司门店

表格 2: 2009-2010 年公司新开（签约）门店投资额及租赁成本

门店	投资额（万元）	租金+管理费（万元/年）	租金成本（元/平米/年）	租期（年）
惠州店	2650	约 900	545	15
揭阳店	3200	约 1260	504	20
茂名店	2000			15
龙岗店	1500			15
成都店	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	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	510	4600	1769	15
番禺店扩场店		3370	3370	10
花都凤凰广场店		2400	600	15
复建广场店		4900	3468	10
珠江新城高德置地广场		3300	2200	12
河源店		790	422	20

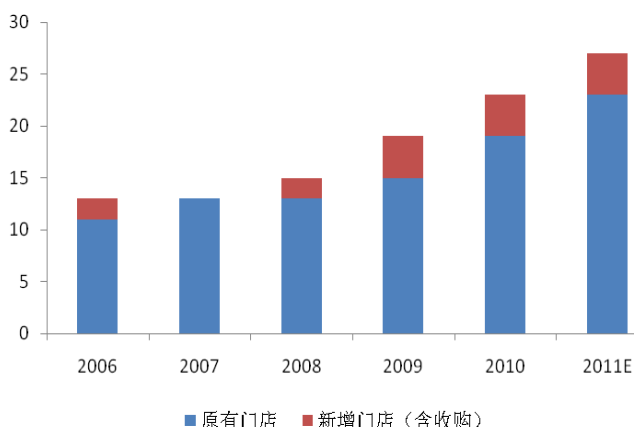
资料来源：公司公告、山西证券研究所

预计到 2011 年底，公司百货门店数将达到 27 家，其中广州市门店 15 家，广东省内广州市以外门店 9 家，省外门店两家，营业面积接近 55 万平米。公司 2009 年新开揭阳店、惠州店、茂名店、和深圳店 4 家门店，新增营业面积超过 8 万平米，

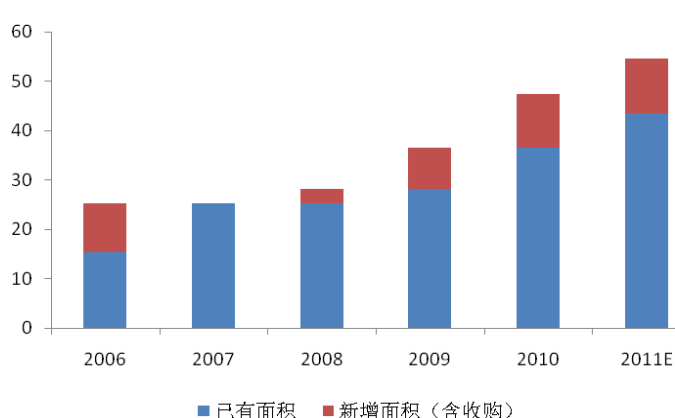


2010 年合计新开业武汉店、成都店、河源店和高德置地广场店共 4 家门店，合计新增营业面积 9.87 万平米，计入新大新番禺扩场增加的 1 万平米经营面积，全年新增营业面积 10.87 万平米。公司计划在 2011 年度再新开四家门店（预计为珠江新城店、花都凤凰广场店、复建广场店和湛江店），同时储备 2012 年、2013 年发展项目（2011 年 3 月，广百集团以 5.36 亿元拍得佛山南海金沙洲一块住宅用地兼批发零售、住宿餐饮、商务金融地块，并计划于 2013 年前开出一家不低于 5 万平方米的广百百货店）。

图表 3:公司门店扩张状况(个)

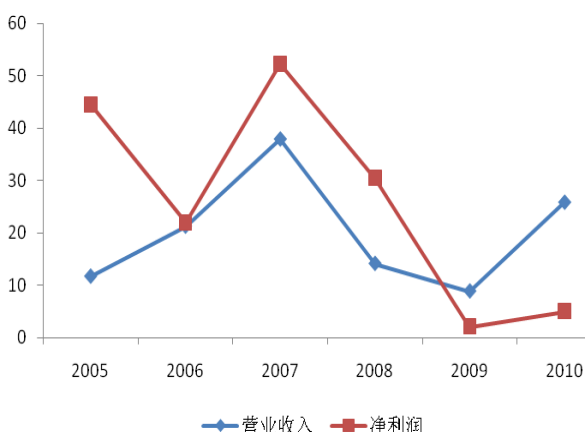


图表 4:公司门店面积扩张状况(万平米)

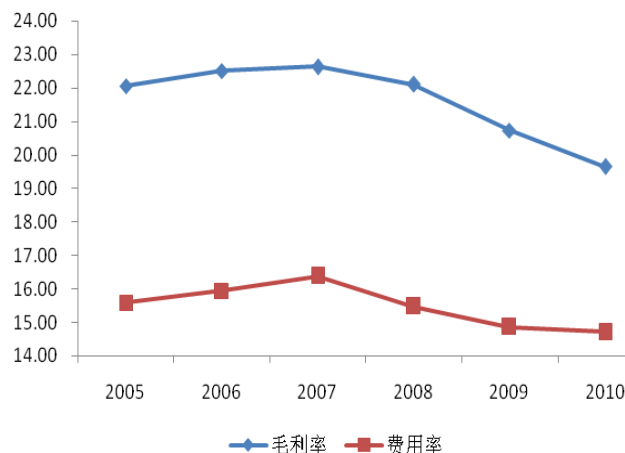


资料来源：公司公告、山西证券研究所

图表 5 公司成长能力(%)



图表 6 公司盈利能力(%)



资料来源：公司公告、山西证券研究所

2010 年公司 4 家新店及 4 家次新店均尚处于亏损期(预计武汉店和成都店 2010

年合计亏损 2000 万), 新门店开办费和培育期门店较高的费用率将导致公司的费用率在未来一段时间仍在高位运行。公司毛利率水平连续四年下滑, 我们认为这可能是由于: 1) 公司低毛利产品(如家电)的销量上升, 导致公司收入构成发生变化; 2) 广东地区百货行业竞争激烈, 商场促销活动增加所致; 3) 公司对销售商品品牌进行调档升级, 导致扣点率有所下降; 4) 新开门店主要处于广东的二三线城市或异地的次商圈, 综合毛利率将比公司成熟门店有所下降。我们将 09 年以来公司计划新开、重装或购买物业门店简介如下:

(1) 广百揭阳店

该门店为广百股份开拓粤东市场的首个门店, 该门店位于揭阳市东山区黄岐山大道与建阳路交会处“黄金区域”的商业中心万业广场。该门店由广百百货、广百电器等主力品牌进驻, 经营面积达 2.5 万平方米, 汇聚 200 多家国际、国内优质品牌供应商, 计划打造成为揭阳首个时尚精品百货。

(2) 广百惠州店

该门店以惠城区为核心, 辐射整个惠州市区。门店坐落于惠州市惠城区下埔路商圈, 经营面积有 1.6 万平方米。门店的定位是时尚百货店, 涵盖了广百百货、广百电器和广百超市等三大广百股份的优质品牌。该店还推出代客订购进口化妆品的特式服务, 顾客无需手续费即可订购兰蔻、香奈儿、CD、SK-II、倩碧、资生堂、兰芝、欧泊莱、ZA 等知名品牌化妆品。

(3) 广百茂名店

茂名的本土零售业以大型超市作为主力店的购物广场为中心, 分散的品牌街铺作补充。由于在当地缺乏本土经营者的品牌竞争, 加上新成长的品牌公司也甚少考虑在茂名这样的三、四线城市直接拓展, 所以出现了消费选择较少, 市场呈现固化在某些当地垄断式品牌的现状。广百揭阳店实施以“时尚、精品”为特色亮点的定位战略, 重点突出作为时尚消费先导者的女性消费的品类, 另一方面以中高端精品品牌, 如名表、金饰、高档男服等带动商场整体定位形象的提升。该门店开业后有望引领起当地新的消费热潮, 更好满足当地消费者消费提档升级的要求。

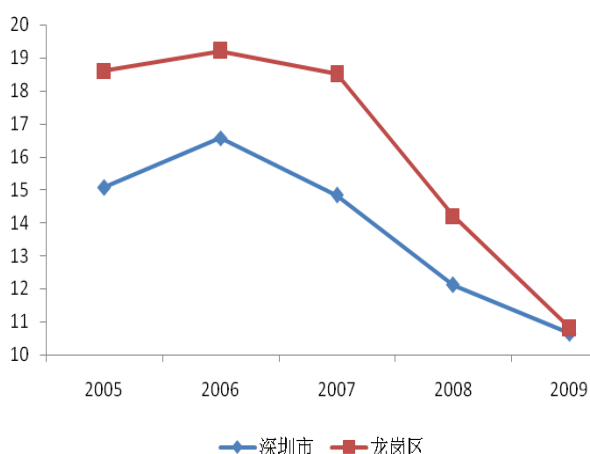
(4) 广百深圳店

龙岗区是深圳政府战略规划发展重点区域, 是深圳城市次中心、国际旅游度假中心, 环境优美, 自然景观和人文景观相得益彰。由于深圳近年经济重心向东北转移, 龙岗经济取得了突飞猛进的发展, GDP 增速和社会消费品零售总额增速近年来都显著高于深圳市。近年来, 政府进一步加速对龙岗建设的投资, 完善片区的公共

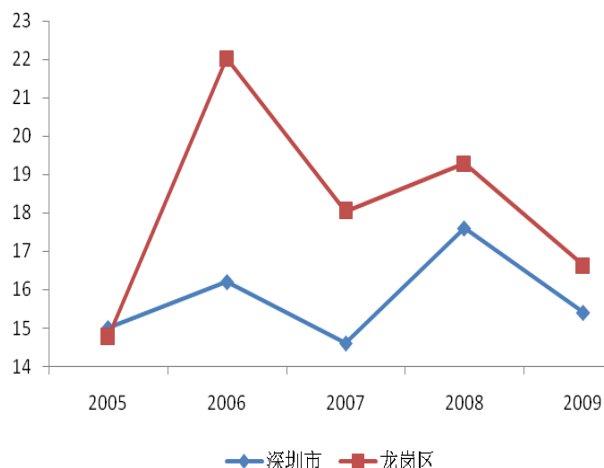
设施，清平高速路一期、深惠路、以及地铁三号线的建设，将把特区和龙岗的距离缩小到最短，为经济的发展注入新的动力。龙城—龙岗商业区已被定位为深圳 4 大次级商业区之一，龙岗中心城的商业在龙岗商业中有引领全局之势。

该门店处于中心城相对核心位置，辐射整个龙岗区乃至惠州西、东莞东大商圈。深圳店是广百股份旗下的全资子公司，位于深圳市龙城—龙岗商业区，建设路、德政路与龙福路交会处，经营面积达 2.6 万平方米，主营高档百货、精品、超市、电器。该广场采用流畅的动线布局的外形设计，整个建筑造型典雅、美观，主体建筑外有环形广场围绕，富有珍珠外形的圆润美，营造出一片舒畅、潮流的氛围。该项目周边有龙福一村、天健花园、城龙花园、城市花园、尚景花园等楼盘，南边为珠江实业待开发的大型商业综合体“珠江广场”。项目周边楼盘都属于比较成熟的社区或中高档楼盘，业主以公务员、事业单位人员、私企老板、个体户、公司白领、本地居民为主，属于中高收入阶层，消费能力强。周边已建有龙城广场、龙岗电子世界、万佳百货、世贸中心、文化中心等商业、市政设施。

图表 7:龙岗区 VS 深圳市 GDP 增速 (%)



图表 8:龙岗区 VS 深圳市社会消费品零售总额增速 (%)



资料来源：山西证券研究所

(5) 武汉摩尔城店

虽然汉阳不是最核心的商圈，但公司门店在汉阳是最核心的地段，该项目位于“黄金走廊”——汉阳区龙阳大道特 6 号，摩尔城总投资 20 亿元(一期 10 亿元)，总建筑面积 30 万平方米(一期 18 万方)，武汉摩尔城建筑群分为地下两层和地上 A、B、C 三栋六层，地下两层和 A、B、C 三栋之间通过宽阔的空中连廊相互连接。A 栋定位为时尚百货，B 栋定位为国际名品街，C 栋定位为休闲娱乐广场。广百武汉店位于武汉摩尔城 A 栋 1 至 6 层，经营面积超 3.6 万平方米，组合时尚百货、中

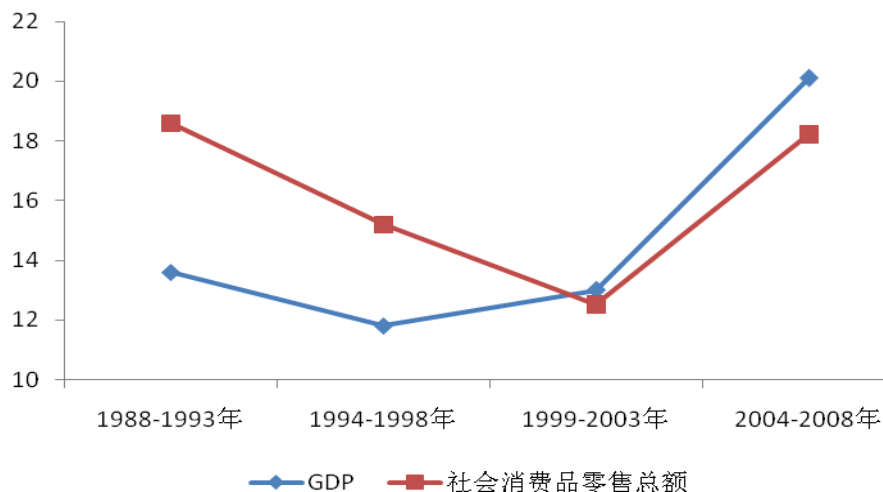


高端家用电器和精品超市三大业态，引进了国际知名化妆品、时尚的粤港、韩日风格的穿戴类品牌，其中粤港、日韩品牌占比将超五成。该商圈同时还有 21 世纪、百盛在经营，银泰进行圈地，商圈未来发展前景较大。

(6) 广百河源店

河源近年来经济发展迅速，是广东省对外联通江西的重要交通节点，同时河源是著名旅游城市，因此该区域将成为粤东北地区经济发展的重点区域。随着近期 5 条高速公路和珠三角城际轻轨延伸至河源项目即将动工建设，河源的发展潜力巨大，这也为河源的区域百货业的发展提供了契机。

图表 9：河源市年均 GDP 和社会消费品零售总额增速（%）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

广百河源店是公司在粤北地区打造的首个购物中心，坐落于河源新市区建设大道与大同路交汇处大地广场 1 至 4 层，项目面积达 1.9 万平方，是集广百百货、广百超市、租户商铺、美食餐饮、儿童乐园等的一站式大型综合性购物中心，我们估算租金约合 1.17 元/（平米*天）。目前为止，河源还没有以穿戴类为主题的时尚百货，该门店的开业，正填补了市内真正时尚购物中心的空白。

(7) 珠江新城高德置地广场店 vs 珠江新城太阳城店

珠江新城商圈目前有包括广州友谊、香港的兰桂坊、新世界、新鸿基等 70 多万平方米的多个商业项目先后开业，一条高档消费商圈路线正在悄然形成。太阳城广场与高德置地珠江新城 Seasons Mall 虽同属珠江新城商圈，但根据项目特点和市场细分，广百启动多品牌战略错位经营：太阳城广场以“广百百货”为进驻品牌，

定位为旗下最高端的百货商场；高德置地广场则采用 GBF (Grandbuy Fashion)，广百首个时尚百货品牌，所经营的品类及组合，彰显年轻化、个性化。我们认为同一商圈实现差异化经营，有利于品牌提高市场占有率，提升公司的品牌效应。

高德置地珠江新城 SeasonsMall 是广州目前最大商业地产项目，位于珠江新城中心轴线，集超甲级写字楼、朱美拉公寓、购物中心、高级酒店等一系列标志性建筑连为一体。项目分别以春、夏、秋、冬为空间主题景观设计，以中轴为界分东、西两区，西区（即一期）将定位为中高端国际时尚购物中心。公司进驻第一期商场“春季”百货项目，首至四层合计约 1.5 万平方米。该门店共汇集了超过 200 个化妆品、服饰、名表、珠宝、皮具品牌，其中不少是广百独家品牌、设计师原创品牌。珠江新城写字楼白领和精英人士是 GBF 的主要消费客群，公司以爱情概念的营销方式是满足商圈白领和商务精英的个性化需求而开展。我们估算该项目租金约合 6.11 元/（平米*天）。

珠江新城店位于珠江新城东面的太阳城广场，紧邻马场美食城。由太阳新天地购物中心和 2 座高级公寓组成。太阳新天地面积约 14.5 万平方米，地面 8 层，地下 4 层，是珠江新城定位高端的唯一集购物、饮食、娱乐、休闲、展览等功能为一体的、引进国际一流商业营运及物业管理的大型高端购物中心。广百进驻太阳新天地 1 至 6 层，项目定位为高档时尚精品百货店，重点主打国际品牌路线。该项目计划 2011 年年中开业。该购物中心拥有 1200 个车位，停车优势十分明显，太阳新天地还将引进电影院、高端超市、餐饮等配套业态。

（8）广百成都店

富力·天汇 Mall 地处成都市 CBD 的核心区和传统三大商圈核心位置的交汇处，成都最有影响力的传统三大商圈：春熙路、盐市口和骡马市从南北两个方向正好把富力·天汇 Mall 围在中心；正面位于成都金融大动脉、城市主干道——顺城大街；北面紧接成都高档家居商圈——西玉龙街；南临成都体育场（未来城市广场）；西面毗邻宽度为 45 米的东华门大街。成都富力·天汇 mall 是成都第一个、唯一位于市中心、真正意义上的，集购物、餐饮、娱乐、游玩、健身、旅游、休闲、度假、体验、居住、商务等综合功能于一体的、超大体验式消费模式的综合性 shopping mall。富力·天汇 MALL 具有涵盖五星级酒店、高档公寓、甲级写字楼等多种物业的多形态优势。与天汇 mall 相邻的 JW 万豪酒店是五星级的酒店，富力·史丹尼公寓是精装酒店式公寓，即将推售的富力华庭则是定位于精品大户的高端物业，再加上顺城街一线的写字楼、商家，这些都是广百开业后最直接的消费者。

（9）新大新番禺店扩场

番禺店是新大新旗下主力门店之一，其销售规模仅次于新大新北京路总店和东山广场店，扩场后随着建筑面积扩大到 1.84 万平方米，将成为新大新子公司下最大的门店。公司店面扩大后经营状况显著改善，小店效应集中体现。

（10）复建广场店

北京路商圈目前拥有广百百货、新大新百货等知名百货公司及购物广场，沿街商铺丰富，业态齐全，但较少主题式购物广场或主题百货公司。公司针对复建商场项目情况以及北京路商圈特点，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。该项目不仅汇聚国内外一线知名女性精品、化妆品、服饰、珠宝首饰、配饰等时尚元素，在功能配置上更突出“一站式新女性主题馆”的概念。复建商场项目为主题式百货定位，加上原有的广百百货北京路店和新大新百货的北京路店，使广百股份在北京路商圈的战略规划更为全面和完善。成本上，该项目年平均租金支出为 4900 万元，约为 3468 元/平米/年。

（11）湛江店

目前，湛江市霞山区已成为湛江市乃至粤、桂、琼交界区域最繁华的对内对外贸易中心。近几年，霞山区陆续建成了一批商业网点和专业市场。以友谊城、国贸大厦、昌大昌、鑫海名城等大型网点为中心、连接民享商业步行街、形成了霞山区独具风格的商业区域。目前霞山区的商圈主要有人民大道南商圈和海滨大道商圈。湛江民大店位于人民大道南南端与人民西五路交汇处，处于湛江市最繁华的商业中心商圈的核心位置，商业氛围浓厚，客流集中。湛江店有望于 2011 年重装开业，将由原来的 3650 平米扩大到 3.4 万平米。公司预计，湛江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。并预计开业前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。运营期内，湛江民大店项目预计实现年均收入 44913.3 万元、年均税后净利润 1146.6 万元，投资利润率 26.4%，财务内部收益率 18%，投资回收期为 6.4 年。

（12）广百新一城店

该门店位于海珠区最繁华地段，是广州市内唯一的“全国放心购物一条街”，聚集了众多大型的商业场所和商业设施。随着地铁线的贯通，该门店有望成为海珠区人气最旺、商业气氛最浓厚的门店。该门店于 2006 年 12 月 28 日开业，公司投入 2.62 亿元购买了新一城广场南面首层至五层部分物业（共计 1.69 万平米，用于开设主力百货店），同时租赁首层至五层部分物业（共计 3.26 万平米，用于转租为

餐饮、休闲、娱乐等业态)。由于该店 2/3 面积用于转租,每年获得租金收入约 2000 万元,07 年当年实现盈利 1674 万元,08、09 年该门店同店增速也在 30%以上,2010 年实现净利润 2400 万左右。该门店租赁物业将于 2018 年到期,公司为规避租金上涨压力,拟投入 3.68 亿元(含交易税费)购买其原租赁的新一城广场部分物业(1.89 万平米,2-4 层),购买成本合 1.95 万元/平米,折旧摊销年限为 35 年,每年摊销金额约为 1000 多万元/年。购买新一城广场部分物业项目预计年均收入 8468.2 万元,年均税后利润 3964.9 万元,所得税后财务内部收益率为 10.2%。

6、内生增长成为 2011 年业绩目标实现的保证

2010 年公司主力门店都取得了不错的内生增长,北京路店营业收入在 20 亿左右,同比增长接近 20%,天河中怡店及新市店增长分别在 30%和 20%左右;新一城、佳润、肇庆等次新及扩场门店均实现了 25%以上的营收增长;新大新公司营业收入同比增长 14.53%。2011 年公司将继续加大力度推进门店的调整改造,通过品牌结构调整、促销策略调整等措施,实现公司各门店内生性增长和处于培育期的门店全面减亏。目前公司已经开始研究一种“直采”模式,即直接从厂家手里买断产品,减少中间环节,将有效提高利润近 20%。同时,代理国外一二线品牌可行性也比较大。我们认为公司主要老门店如北京路店、天河城店、新一城店、新市店 2011 年仍然会有不错的内生增长,可以覆盖新开门店培育期亏损并略有增长,保证公司 2011 年的业绩目标(收入增长 20%,净利润增长 10%)实现。随着新门店陆续度过培育期和收购新大新后整合效应的显现,公司将开始进入业绩释放期。

7、投资建议

预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 0.76 元、0.89 元和 1.02 元,对应的动态 PE 分别为 27 倍、22 倍和 18 倍,我们给予“增持”评级。

表格 3: 盈利预测表

一般企业一简表: 利润表 (单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	3201	4631	5825	7260	8516	9747
二、营业总成本	3028	4410	5601	6975	8181	9364
营业成本	2493	3671	4680	5830	6838	7827
营业税金及附加	39	50	64	80	94	107
销售费用	399	529	703	871	1022	1170
管理费用	91	141	132	167	196	224
财务费用	6	17	22	27	32	36



资产减值损失	(0)	2	0	0	0	0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	24	2	3	4	4	5
汇兑净收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	197	223	226	289	339	388
加：营业外收入	3	3	11	0	0	0
减：营业外支出	4	1	2	0	0	0
五、利润总额	196	224	235	289	339	388
减：所得税	49	58	61	72	85	97
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0	0
六、净利润	147	166	174	217	254	291
减：少数股东损益	3	1	0	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	143	166	174	216	254	290
七、每股收益：	0.50	0.58	0.61	0.76	0.89	1.02

资料来源：公司公告、山西证券研究所

8、风险因素

1、新开店面对业绩带来的影响。2、外延扩张综合效益低于预期。3、租赁物业不确定性对公司的影响。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。