

广百股份新股定价报告

具有规模优势，但经营成本较高的区域零售商

欧亚菲 零售业 首席研究员

电话: 020-87555888 - 641

eMail: oyf@gf.com.cn

在广东省具有规模优势

公司以广州为中心，不断向广东省内外拓展连锁网点，目前公司拥有 10 家百货门店、5 家加盟店，营业面积超过 21 万平方米，为广州地区最大的百货连锁零售企业。

经营成本偏高，影响公司经营业绩

公司的主力门店均位于广州，但自有物业比重较低，仅北京路总店有约 4.3 万平米为自有，未来具备较大增长潜力的天河店租金水平较高，将影响公司未来的经营业绩增长

募集资金项目短期难以大幅贡献利润

公司的募集资金项目主要投向广州新一城店、北京路总店改造和信息系统平台升级。我们认为北京路总店改造可在 08 年为公司新增约 400 万净利润，但新一城店预计需要 2 年的时间，到 09 年可以盈利。

投资建议

我们预计公司 07-09 年的 EPS 分别为 0.71、0.88、0.97 元。目前国内大部分区域型百货零售公司估值为 08 年 30-35 倍，与公司可比性较强的同区域公司广州友谊目前 08 年估值为 35 倍，广百的经营质量低于广州友谊，但考虑到目前新股的 PE 普遍高于同比上市公司，我们给与公司 35-40x2008EPS 的估值，合理价格为 25-28 元，建议投资者积极申购，上市首日价格超过 30 元可减持。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(万元)	167,889.7	203,504	264555	317466	380959
EBITDA(万元)	9,203.27	11,031.62	18025	20683	22715
净利润(万元)	5,910.69	7,207.37	11374	14062	15586
净利润增长率	44.48%	21.94%	58%	24%	11%
每股收益(元)	0.49	0.60	0.71	0.88	0.97
市盈率	24	19.5	16.5	13.3	12
市净率	2.04	2.5	2.78	2.83	2.98
EV/EBITDA	9.89	10.76	11.25	12.34	13.23
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源: 广州市广百股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	11.68 元
上市价格	30.00 元

股票数据

总股本(万股)	12,000.00
流通股本(万股)	4000.00
主要股东:	
广州百货企业集团有限公司	
主要股东持股比例	60.00%
流通 A 股比例	25.00%

财务比率

ROE	24.60%
ROA	7.93%
资产负债率	66.98%
每股净资产(元)	2.50

2006 年报数据

发行信息:

发行价格(元)	11.68
主承销商:	广州证券
发行市盈率	19.47

目录索引

公司概况.....	3
公司经营分析.....	3
确立时尚精品百货连锁发展策略.....	3
公司主要门店经营分析	4
北京路总店-公司收入和利润的主要来源	5
广百天河店-未来公司业绩增长的主要来源	5
广百新一城-江南西商圈购物中心主力店	6
扩张能力强而经营质量低于广州友谊	7
公司财务状况分析.....	8
盈利能力持续提升	8
公司营运指标分析	8
募集资金投资项目分析	9
盈利预测.....	10
盈利预测假设	10
投资建议	10
风险分析.....	11
日趋激烈的市场竞争的风险.....	11
经营业务相对集中的风险.....	11

图表索引

图1: 广百股份广东省现有门店和规划中门店分布图.....	4
图2: 广百股份北京路店2002-2007中期主营业务收入..	5
图3: 新一城店地理位置与内部功能图.....	7
图4: 公司营业收入、净利润及主要盈利指标.....	8
表1: 广百股份经营的百货门店基本情况.....	4
表2: 广百股份与广州友谊规模与经营质量对比.....	7
表3: 公司营运指标.....	8
表4: 广百股份募集资金项目概况.....	9
表5: 2007-2009盈利预测表.....	10

公司概况

广百股份以广州为中心，不断向广东省内外拓展连锁网点，目前公司拥有 10 家百货门店、5 家加盟店，营业面积超过 21 万平方米，2006 年营业总收入突破 20 亿元，成为广州地区最大的百货连锁零售企业。2002 年 12 月，公司被广东省人民政府认定为首批广东省流通龙头企业；2006 年公司在《中国零售企业百强排名》中位居第 65 位；2006 年公司旗舰店---北京路店连续 14 年蝉联广州市百货单店销售额榜首。

广百股份前身为 1990 年 8 月 27 日成立的广州百货大厦，2002 年 4 月由广州百货集团有限公司作为主发起人，联合粤泰集团有限公司、广州市东方宾馆股份有限公司、广州市汽车贸易有限公司、广州市广之旅房地产开发有限公司和广州轻出集团有限公司共同发起设立广州市广百股份有限公司，股本总额 12,000 万元。目前，广百股份的控股股东为广百集团，直接持股 9,600 万股，占发行前总股本的 80%；此外，广百集团持有广州市汽车贸易有限公司 24.62% 的股权，而后者持有公司 600 万股，占发行前总股本的 5%。公司此次发行 4,000 万股，占发行后总股本的 25%。

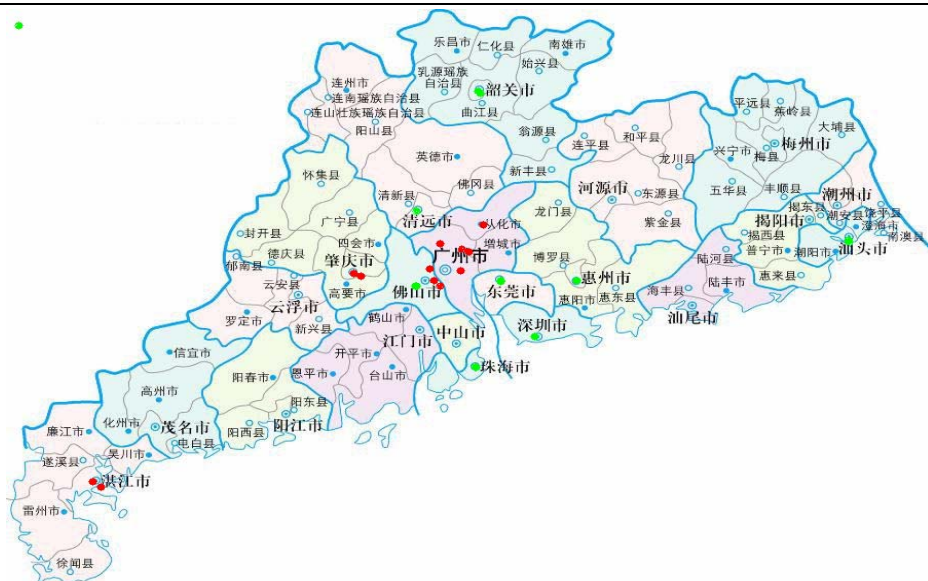
公司经营分析

确立时尚精品百货连锁发展策略

广百股份的总体战略是“一业为本，连锁经营，区域做强”，重点发展连锁百货，大力开拓购物中心，成为华南百货零售服务业的市场引领者。公司已确立了逐步成为一家经营规模化、管理现代化、决策科学化、主业特色鲜明、业绩突出的国内一流的百货零售企业的发展目标。”

随着广州市经济水平的快速提升，区域商业不断中心化，广百股份未来还将在越秀区的环市东商圈、黄埔区的大沙地商圈、番禺区的市桥商圈、白云区的白云新城以及南沙、罗岗等新拓区域开设连锁门店，进一步完善广州市内零售网络。同时，公司计划在佛山、惠州、东莞、汕头、珠海、深圳、清远、韶关等城市择机布点，完善公司在省内的零售网络，加速占领市场，拓宽经营网络，获取新的利润增长点。公司计划在未来 2-3 年内增加门店 3-5 家，争取在广东省内的连锁网点规模达到 15 家，实现公司外生性快速增长。对日趋细分的市场竞争，公司着力把传统百货提升为时尚精品百货，从而提高公司的综合竞争力，实现内生性增长，使公司始终保持竞争优势。

图 1: 广百股份在广东省现有门店和规划中的门店分布图



数据来源：公司招股说明书 注：上图中红点为已开门店，绿点为规划中的门店

公司主要门店经营分析

公司主要门店北京路店、天河店和新一城店均位于广州主要商业中心，且单店经营面积均在四万平方米以上，处北京路店有 16 年的经营历史，其他两店均只有一年左右的经营时间，未来具有较大的增长潜力，但天河店租金水平过高，对公司利润贡献将较为有限。

表 1: 广百股份经营的百货门店基本情况

门店名称	开业日期	所处商圈	经营面积 (m ²)	物业类型
广百北京路店	1991-02-08	广州北京路	66,311	自有 43781m ² ，租赁 22530m ²
广百江南店	2002-09-01	广州海珠区	6,987	租赁
广百棠溪店	2002-12-25	广州	2,550	租赁
广百花都店	2003-01-22	广州花都区	5,335	租赁
广百新市店	2004-10-28	广州白云区	13,171	租赁
广百天河店	2006-09-29	广州天河商圈	49,599	租赁
广百新一城	2006-12-28	广州海珠区	49,469	租赁
广百肇庆店	2005-09-30	广东肇庆市	10,581	租赁
广百湛江店	1995-03-28	广东湛江市	3,650	租赁
广百从化店	1998-12-28	广东从化市	3,570	自有 1112m ² ，租赁 2458m ²
合 计	-		211,223	

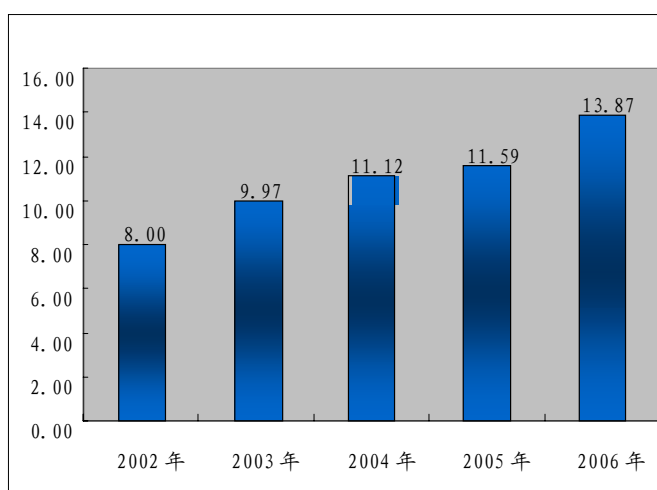
数据来源：公司招股说明书、广发证券股份有限公司

北京路总店-公司收入和利润的主要来源

公司总店北京路店位于广州北京路商圈。该商圈位于广州市传统城市中轴线上，属于市级商业中心区，是商业网点、人流最密集的地区之一。该店于 1991 年 2 月 8 日开业，是广百百货旗舰店。2002 年 5 月 1 日，与广百大厦层层连通的广百新翼落成新张，构建成一间集购物、饮食、娱乐、展示于一体大型购物中心。广场一至九层由广百股份公司统一布局、统一策划、统一管理，建有全市百货公司中规模最大的高科技家电会展中心、运动城、珠宝城、名鞋之都、“现代街市”形式的大型超市、高档食府，国内第一个空中停车场等设施，连续荣获广州市单间零售大店销售第一。广百北京路店历年为公司贡献了主要的营业收入和利润来源。2007 年上半年北京路店实现营业收入 7.17 亿元，占公司营业收入的 53.71%，平销额为 21600 元/平米。实现净利润 4500 万元，占公司净利润的 62%，对公司经营业绩有重要影响。

北京路门店定位为时尚精品百货，与一些具有实力的品牌形成了长期的合作关系，同时新的募集资金项目计划对北京路门店进行升级改造，将提升该门店的盈利能力，使得该门店具有较强的内生增长能力。我们预计公司未来三年可保持 15% 的销售收入复合增长率和 25% 的净利润复合增长率。

图 2：广百股份北京路店 2002-2007 中期主营业务收入



数据来源：公司招股说明书

广百天河店-未来公司业绩增长的主要来源

广州市天河商圈是广州甚至华南地区最大的商圈，也是大型购物中心与零售百货最为集中的路段。天河区经贸局制定的《未来 10 年商贸业发展规划》中明确指出，天河商圈被称作“广州新中轴线核心商圈”，即以天河城—正佳广场—广百天

河店为龙头的环体育中心中央零售区、珠江新城中央商务区、天河北金融商务区和电脑专业市场区。广百天河店是天河区目前规模最大的单体精品时尚百货公司，是天河商圈唯一一间独立于 MALL 之外的大型百货公司。该店于 2006 年 9 月 29 日开业，经营面积近 5 万平方米。该门店定位与北京路总店基本一致，但更偏向于年轻时尚。该店引入了 MI-TU、卡尔丹顿女装、FANCL、LANCOME 等多个国内外知名品牌，并设有超市、折扣店等专业店和星巴克、肯德基等多家知名餐饮店。天河店因应精品时尚百货的定位，针对 CBD（中心商务区）区域，以中高端消费群体为目标，创新推出带有个人彩照的钻石卡。同时，推出服饰搭配推介、导购触摸屏、各类自助设施、英语翻译导购等各类商务服务，还设立了华南地区首次有婴儿独立料理空间的“母婴室”，服务品质较总店有较大的改善。

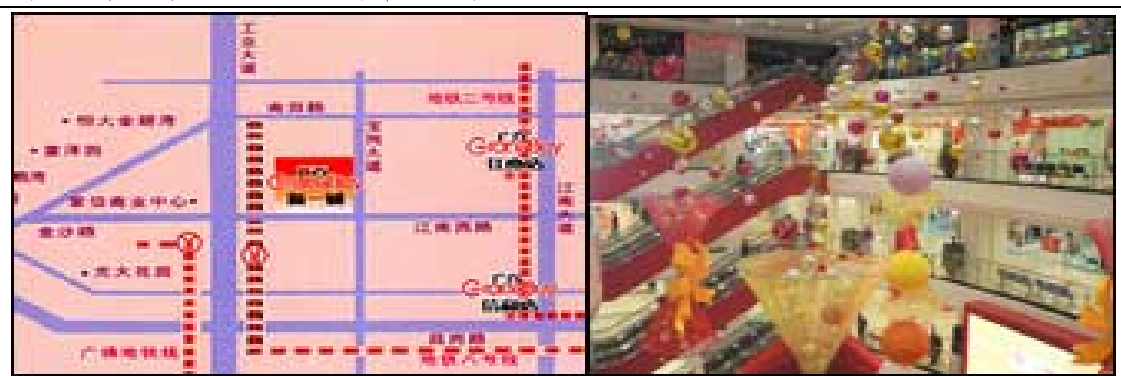
该门店 07 年中期实现主营业务收入 2.76 亿元，占公司营业收入的 20.8%，平销额为 11400 元/平米，为广百路总店的一半。实现主营业务利润 6993 万元，占公司主营业务利润的 22%。由于该门店商圈位置较好，且门店定位符合消费者的需求，我们预计该门店未来三年内主营业务收入可保持 30% 的复合增长率，但由于该门店为租赁经营，租金价格昂贵，租金价格约在 1 亿元左右，预计 07 年该门店约有 1000 万左右的亏损，到 08 年可持平。

广百新一城-江南西商圈购物中心主力店

广百新一城购物中心处于海珠区主干道之一的宝岗大道，建筑面积达 7.3 万平方米，是海珠区目前规模最大的商业物业。目前海珠区的商业规划已经基本完成正在审批，海珠区政府将在政策允许范围内大力推进“住改商”的工作，江南大道、宝岗大道的过街通道将打通，接江南西地铁站的江南西地下商城“江南新地”，其二期开通后可直接连通至广百新一城，将整个江南西商圈由地下连通起来，形成集聚效应，其中广百新一城为该商圈中心的区域商品品牌中心。公司不仅在新一城开设了主力百货店，同时负责其他物业部分的招商和物业管理工作。广百股份根据广州市和海珠区的商业规划，将新一城定位为海珠区首个“地标式的区域时尚购物中心”，组合百货主力店、现代超市，以电影院、餐饮、康体、娱乐为功能性配套项目，体现“触感时尚·欢乐体验”的消费文化定位。在项目档次定位上以中高档为主，其中高档消费品比例约占 10%，中档消费品比例约占 70%，基础消费品比例约占 20%，与海珠区其他购物场所形成错位经营。新一城项目内配套购物、餐饮、娱乐、康体等潮流消费项目，使消费者进行购物之余，能轻松地体验休闲娱乐的时尚生活，体现一站式消费和服务。2007 年上半年该门店实现主营业务收入 9347 万元，平销额为 3738 元/平米，占公司主营业务收入比例为 7%。由于该门店所在商圈仍

在培育中，我们预计该门店未来三年主营业务收入的复合增长率为 20%，预计到 09 年可盈利。

图 3：新一城店地理位置与内部功能图



扩张能力强而经营质量低于广州友谊

与广州本土的商业企业相比，以门店数量、销售规模来讲，广百股份具有明显优势，广百股份自营和加盟共拥有 15 家门店，而广州友谊只有 4 家门店。但公司的经营质量与广州友谊仍有较大的差距。

表2：广百股份与广州友谊规模与经营质量对比

	广百股份	广州友谊
营业面积	06年21万平方米，加盟店5.4万平方米	06年5.76万平方米
管理模式	自营、托管、品牌输出	门店自营
门店数量	自营店10家，加盟店5家 北京路总店（1991年，6.6万平米）	现有4家 环市东路店（1978年，扩建后2.36万平米）
主力店	新市百信店（2004年，1.3万平米） 天河中怡店（2006年，4.9万平米） 新一城购物中心（2006年底，4.9万平米）	时代店（1999年，1.6万平米） 正佳店（2005年，1.8万平米） 广西南宁店（2007年，1.3万平米）
大股东	市国资委下属广百集团，该集团从事市政府授权的国有资产管理	市国资委
整体定位	主力店为时尚百货，所有门店客单价在400元左右	精品高档百货，所有门店平均客单价在850元左右
物业性质	约4.38万平米自有物业，资产较轻	10.36万平米自有物业，重资产公司
经营优势	门店多，销售收入较高，涉足超市、购物中心多种类型业态	主营业务突出，公司净利润率为百货类上市公司第一，过去三年净利润复合增长率为25%
07中营业收入（万元）	134,132	107,514
07中综合毛利率	24.01%	24.87%

07中净利润率	5%	8.44%
07年中ROE	23%	10.44%

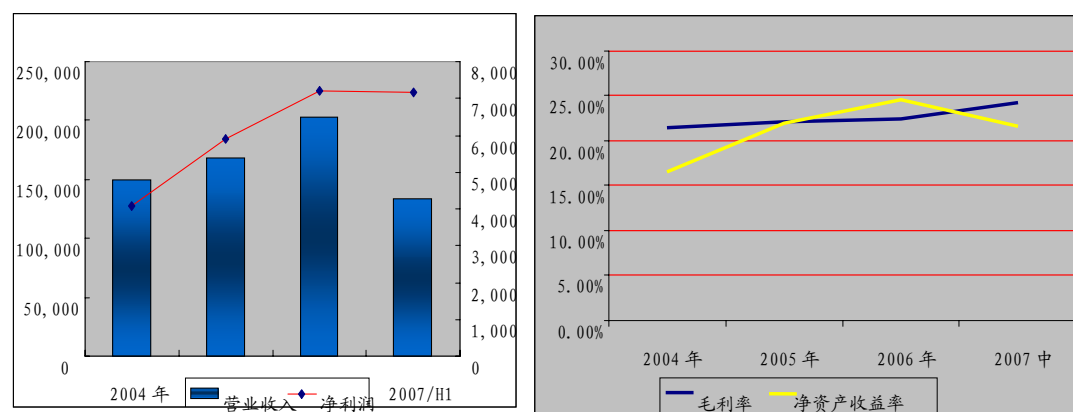
资料来源：广发证券发展研究中心

公司财务状况分析

盈利能力持续提升

受益于国内消费能力的持续提高和广百股份通过提高门店管理水平和扩大经营规模，公司近几年主营业务收入呈持续增长态势，2005 年和 2006 年分别同比增长 11.12%和 21.54%，年复合增长率达到 18%；2005 年和 2006 年净利润分别同比增长 44.5%和 21.9%，年复合增长率达到 33%，净利润增长率高于营业收入增长率。三年来毛利率保持平稳上升的态势，但净资产收益率略有下降。

图 4：公司营业收入、净利润及主要盈利指标



数据来源：公司招股说明书

公司营运指标分析

公司经营主要采用联销经营模式，由公司统一收取货款，其后再与供应商结算货款，因此账面货币资金充裕。公司应收账款余额主要以半年以内的应收账款为主，风险较低；公司存货主要为购销经营模式下采购的电器、自选商场商品等。

表 3：公司营运指标

	2004	2005	2006	2007z
存货周转率 (%)	26.1	32.4	31.24	18.96
应收帐款周转率 (%)	163.4	154.33	172.86	191.8

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

募集资金投资项目分析

公司本次募集资金主要投向广百新一城项目、北京路店升级改造项目和广百信息化平台升级项目。

表4：广百股份募集资金项目概况

序号	项目	投资金额 (万元)	建设期	预计年均 营业收入(万元)	预计年均 净利润(万元)
1	租购结合创建广百新一城广场项目	27,743	6个月	28,540	3,007
2	广百北京路店升级改造工程项目	3,000	9个月	7,380	418
3	广百信息化平台升级改造项目	2,800	12个月		
	合 计	33,543	—		

资料来源：招股说明书

广百新一城项目是海珠区首个大型综合商业项目。项目分拆为主力百货店与出租商铺组合经营。一方面购置新一城广场南面首层至五层部分物业共计 16,915 平米，另一方面租赁首层至五层部分商铺共计 32,553 平米后转租给商户。通过购买与租赁结合的方式，既可通过主力店经营提升商铺价值，获取较高的租金收益，也可通过租户自行装修商铺、自负盈亏经营，减少项目投资初期的资金压力。同时随通胀趋势延续，预计物业价格将持续上涨，以较低的价格购入部分物业，可规避租赁期满后租金上涨的压力，增强项目的竞争力，从而降低项目运作期的整体运营风险。对该门店的收入和利润分析请参照前公司主力门店分析。公司将结合门店现状及《金鼎百货店规范》的标准进行升级改造，结合北京路商圈客源逐步趋向年轻与时尚的特点，引入更多时尚和高端品牌，增加北京路店的经营面积，改善购物环境和经营档次，以巩固北京路店在广州百货零售市场单体销售第一的领先地位。随着公司连锁发展和经营业务的不断扩充，加强总体控制、降低成本、提高服务质量和营运效率已成为公司进一步扩展必须要面对的问题，而这一切问题的解决均离不开公司信息化平台的支撑。公司目前的 ERP 系统解决了企业内部业务流程自动化的问题，但并未涉及企业内部管理流程的变革。因此，对现有的信息化平台进行升级改造，通过成本控制、系统数据的进一步挖掘、分析和整合、对信息系统的两端（供应商和客户）延伸进一步开发，为公司扩大连锁经营规模提供坚实的基础。

此次 IPO 募集资金到位后，预计广百股份的总资产将达到 13 亿元，净资产总额将超过 6.8 亿元，资产负债率下降到 48.24%，每股净资产将超过 4 元，公司的经营规模和实力将大幅增加，进而大大增强公司持续融资能力和抗风险能力。

盈利预测

盈利预测假设

- 1、2007-2009 主营业务收入复合增长率为 21%。
- 2、预计 2007-2009 年毛利率稳中有下降,分别为 22.5%、22%和 21.5%。
- 3、公司上市后,财务费用将有所降低;营业费用率和管理费用率持平。
- 4、2008 年起公司所得税率为 25%。

表 5: 2007-2009 盈利预测表

	2007E	2008E	2009E
营业收入	264555.1	317466.2	380959.4
营业成本	(205030.2)	(247623.6)	(299053.1)
营业税金及附加	(3439.2)	(4127.1)	(4952.5)
销售费用	(29101.1)	(34921.3)	(41905.5)
管理费用	(9259.4)	(11111.3)	(13333.6)
财务费用	(300.0)	(500.0)	(500.0)
资产减值损失			
公允价值变动收益			
投资收益	100.0	100.0	100.0
营业利润	17525.2	19282.9	21314.7
营业外收入	100.0	100.0	100.0
营业外支出	(500.0)	(500.0)	(500.0)
利润总额	17125.19	18882.90	20914.69
所得税	(5651.31)	(4720.73)	(5228.67)
净利润	11473.88	14162.18	15686.01
归属于母公司的净利润	11373.88	14062.18	15586.01
少数股东损益	100	100	100
摊薄后每股收益(元)	0.71	0.88	0.97
净利率	4.34%	4.46%	4.12%
净利润增长率	57.81%	23.64%	10.84%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

投资建议

我们预计公司07-09 年的EPS 分别为0.71、0.88、0.97 元。目前国内大部分区域型百货零售公司估值为08年30-35 倍,与公司可比性较强的同区域公司广州友谊目前08年估值为35倍,广百的经营质量低于广州友谊,但考虑到目前新股的PE普遍高于同比上市公司,我们给与公司 35-40x2008EPS 的估值,合理价格为25-28元,建议投资者

积极申购，上市首日价格超过30元可减持。

风险分析

日趋激烈的市场竞争的风险

广百股份主要服务市场广州市作为中国著名的商埠、华南经济中心，百货零售业较为发达，目前已有广州友谊、天河城百货、新大新公司等多家本地中高档百货商店，近年来又有王府井、宾友赛特、华联商厦、百盛百货等外地零售企业在广州开设门店。虽然公司在当地消费者中拥有较高的知名度和美誉度，但如果行业竞争进一步加剧，公司的市场占有率和盈利能力可能存在下降的风险。

经营业务相对集中的风险

北京路店在公司经营中占据重要的市场和战略地位。2006 年该店实现营业收入 13.87 亿元，占公司营业总收入的 68.16%，是公司主要收入利润来源。如果北京路店的经营出现波动，将可能对公司的经营业绩产生较大影响。

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。