

公司中报点评:销售费用增幅明显快于收入,抑制公司业绩增长

李项峰 SAC 执业证书编号:S0120109030554
Lixf@tebon.com.cn 8621-68761616-8316
刘晓华 Liuxh@tebon.com.cn 8621-68761616-8515

事项:

广百股份(002187)于2010年7月31日公告,公司2010年1-6月份财务数据如下:报告期内公司实现营业收入27.34亿元,同比增长26.82%;实现归属于母公司所有者的净利润9258万元,同比增长16.66%;基本每股收益0.55元。

简评:

2010年上半年公司实现收入27.34亿元,同比增长26.82%,高于我们之前预测(20%);实现净利9258万元,较上年同期调整前净利同比增长16.66%,实现EPS为0.55元,低于我们之前预测(0.70元)。

我们认为,影响公司业绩低于预期的主要原因可以归于以下几个方面:1)公司09年连开惠州、揭阳、茂名和深圳等4家新店,10年5月份又新设了武汉店,净增营业面积11.43万平方米,由于新开门店均处培育期,其在贡献收入的同时并未相应反映利润增长;2)新开门店所带来的开办费、折旧费及租赁费等导致公司销售费用和管理费用大幅增长,尤其是销售费用10年上半年同比增长35.58%,增幅远远大于收入增长,同期公司销售费用率也达到12.15%,较09年全年上升了0.72个百分点。公司销售费用中约有30%来自租赁门店的租金费用,09年底新开的4家门店大约增加公司上半年租赁费超过5000万元;3)与09年同期比较,10年上半年公司综合毛利率水平有所下降,我们判断其主要原因在于:公司毛利率相对较高(约达71%)的租赁业务收入占比下降;新开门店对公司综合毛利率的抑制效应等。

我们认为,公司作为广州地区规模最大的连锁百货企业,其在华南区域的市场控制力正在逐步加强,公司近年加快了在省内省外的扩张步伐,目前已经签下了诸多商业物业,我们预计10年下半年广百成都店将装修完成并对外营业,11年也至少有3-4家新店开业。频繁的开店将大幅提高销售费用和管理费用,从而抑制当年公司业绩增长空间。

盈利预测:

鉴于目前公司销售费用等超预期的增长,我们相应调低公司10-11年EPS的预测值。预计10-14年公司收入分别为55.3/65.1/74.9/83.2/90.6亿元,归属于母公司所有者的净利润分别为2.07/2.42/2.82/3.18/3.54亿元,以当前股本计算,EPS分别为1.23/1.43/1.67/1.88/2.10元。给予目标价35元/股,维持“买入”评级。

表1 2008-2010年公司主要财务数据

	Q108	Q208	Q308	Q408	Q109	Q209	Q309	Q409	Q110	Q210
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
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%
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
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
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%
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
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%
财务费用(万元)	271	16	207	129	405	422	337	565	481	401
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%
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
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%

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,186	1,630	1,938	2,435
现金	552	904	1,186	1,580
应收账款	145	77	97	103
其他应收款	184	177	209	240
预付款项	144	198	207	238
存货	143	220	207	238
其他流动资产	18	55	33	37
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	3,176	3,557	4,103
流动负债	1,416	1,805	2,015	2,360
短期借款	53	0	0	0
应付账款	1,114	1,395	1,558	1,835
其他流动负债	249	410	457	525
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	1,850	2,059	2,405
少数股东权益	4	7	10	13
股本	169	169	169	169
资本公积	601	601	601	601
留存收益	402	549	718	915
归属母公司股东权益	1,173	1,319	1,488	1,685
负债和股东权益	2,637	3,176	3,557	4,103

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	649	536	658
净利润	166	210	244	285

利润表 单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,631	5,537	6,517	7,494
营业成本	3,671	4,391	5,168	5,939
营业税金及附加	50	60	70	81
营业费用	529	672	798	918
管理费用	141	125	147	169
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	5	5	5
汇兑净收益	0	0	0	0
营业利润	223	280	326	380
营业外净收支	1	0	0	0
利润总额	224	280	326	380
所得税	58	70	81	95
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	166	210	244	285
少数股东损益	1	3	3	3
归属母公司净利润	166	207	242	282
EBITDA	328	380	431	491
EPS(元)	0.98	1.23	1.43	1.67

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	44.7%	19.6%	17.7%	15.0%
营业利润	13.3%	25.5%	16.6%	16.6%
归属于母公司净利润	15.6%	25.2%	16.6%	16.6%
盈利能力				
毛利率(%)	20.7%	20.7%	20.7%	20.8%
净利率(%)	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%
ROE(%)	14.1%	15.7%	16.2%	16.7%
ROIC(%)	26.2%	52.5%	84.5%	352.5%

折旧摊销	87	84	92	99	偿债能力				
财务费用	17	15	13	12	资产负债率(%)	55.4%	58.2%	57.9%	58.6%
投资损失	-2	-5	-5	-5	流动比率	0.84	0.90	0.96	1.03
营运资金变动	-81	347	194	266	速动比率	0.78	0.78	0.86	0.93
其他经营现金流	-20	-3	-2	0	营运能力				
投资活动现金流	-61	-168	-169	-167	总资产周转率	2.07	1.91	1.94	1.96
资本支出	267	149	137	133	净资产周转率	4.44	4.44	4.64	4.72
长期投资	-43	1	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	163	-19	-32	-34	EPS	0.98	1.23	1.43	1.67
筹资活动现金流	-7	-129	-85	-97	每股净资产	6.94	7.81	8.81	9.98
短期借款	53	-53	0	0	每股经营现金流	0.99	3.84	3.18	3.89
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	9	0	0	0	P/E	28.76	22.97	19.71	16.90
资本公积增加	135	0	0	0	P/B	4.06	3.61	3.20	2.83
其他筹资现金流	-203	-76	-85	-97	P/S	0.97	0.86	0.73	0.64
现金净增加额	100	351	282	394	EV/EBITDA	12.66	10.92	9.63	8.44

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。