



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 12 月 10 日

零售行业

研究部

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员

qianbing@cicc.com.cn

推荐

广州友谊(000987.CH)

估值洼地、基本面向好迎来重估契机

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,291	2,620	2,911	3,401	4,208	5,305
(+/-%)	21.1%	14.3%	11.1%	16.8%	23.7%	26.1%
营业利润	284	342	389	486	599	754
(+/-%)	31.6%	20.4%	13.8%	25.0%	23.2%	26.0%
净利润	191	257	293	367	452	569
(+/-%)	35.2%	34.6%	14.1%	25.0%	23.1%	26.0%
每股收益(元)	0.53	0.72	0.82	1.02	1.26	1.58
每股经营现金流(元)	0.93	0.88	1.16	1.40	1.71	2.51
市盈率	51.3	38.1	33.4	26.4	21.7	17.2
市净率	10.0	8.5	7.6	6.6	5.7	4.9
股价/经营现金	29.3	31.1	23.5	19.4	16.0	10.9
净资产收益率(%)	20.8	24.1	24.0	26.4	28.4	30.8
股息收益率(%)	0.9	1.2	1.5	1.9	2.3	2.9

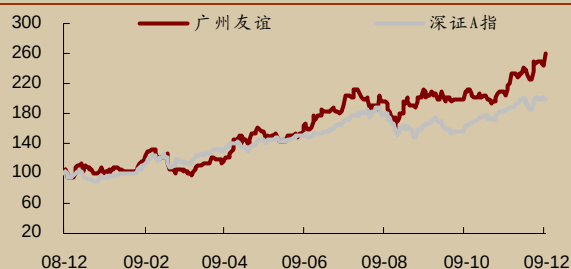
股票信息

当前股价	人民币 27.30
股票代码	000987.CH
日成交量(百万股)	5.3
总市值(百万)	9800
52周最高价/最低价	人民币 27.9 / 9.67
总股数(百万股)	359
其中:流通股(百万股)	358
主要股东(持股比例)	广州市国有资产监督管理委员会(51.90%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
广州友谊	5.4	27.5	24.6	158.0
深证综指	-1.3	7.2	19.9	119.0
零售指数	2.5	13.2	26.4	98.7

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示:

近期零售股普涨, 板块平均 2010 年市盈率达到 32 倍, 在消费零售板块受到关注的同时, 投资者希望寻求估值便宜、基本面扎实的品种。广州友谊 2010 年市盈率只有 26 倍, 主要原因是: 年初以来业绩超预期, 在经济不景气时体现出了稳定增长, 因此盈利预测上调而非估值提升推动了前期股价的上扬。今后, 老门店面积潜在扩大, 平衡短期业绩和长期增长的开店计划, 亚运会临近等有利因素将推动其盈利和估值的提升。如果公司能够达到和板块相同的估值, 那么至少应有 20% 左右的补涨空间, 重申“推荐”评级。

理由: 迎来新的投资契机, 实现价值重估

- 旗舰店面积有望继续扩大、2010 年地铁通车连接, 若能成功业绩提升将立竿见影。环市东店一直在寻求向周边物业拓展机会, 目前来看存在可能性。若老店延伸、和地铁连通能实现, 将有效增加其营业面积。在现有商圈优势支持下, 盈利增厚将很可观。
- 得益于与收入配比的租金安排, 1 年 1 家新店不会拖累短期盈利, 中长期增长空间更加清晰。公司 2010-2012 年将分别新开珠江新城、长隆友谊奥特莱斯以及佛山店, 这些新店区域位置良好, 租金水平将与当期收入配比, 开业当年不太会产生明显的亏损, 且为长期业绩的可持续快速增长打下了基础。
- 2010 年亚运会日益临近, 广友作为广州最好的百货零售商是最典型的受益者和亚运板块的代表之一。

盈利预测:

在我们目前较为保守的盈利预测下, 公司 2010-2012 年的净利润增速已能达到 +25%、+23% (新店影响) 和 +26%, 复合增长率 25%。

若其后续旗舰店面积能够实现有效拓展, 盈利将有较大上调空间。我们下页中的分析显示, 在较高的租金假设下, 环市东面积扩大后仍能够带来很明显的业绩提升。

风险:

由于广友估值较低的情况日益为市场所发现, 其近期股价有所补涨且在市场调整中表现较为抗跌, 但是如果后续大势和板块回调较多可能会对其形成一定压力。

环市东店增长潜力分析

环市东店是广州市高档百货的旗舰，同店增长保持良好水平(图 2)，但由于面积限制众多奢侈品品牌难以进入、或运营面积过小。

公司一直在寻求向周边物业拓展的机会，我们预计存在可能性。若老店延伸、和地铁连通成功，我们认为其营业面积可能增加接近 2 万平米，在现有商圈优势支持下，盈利增厚将非常可观。

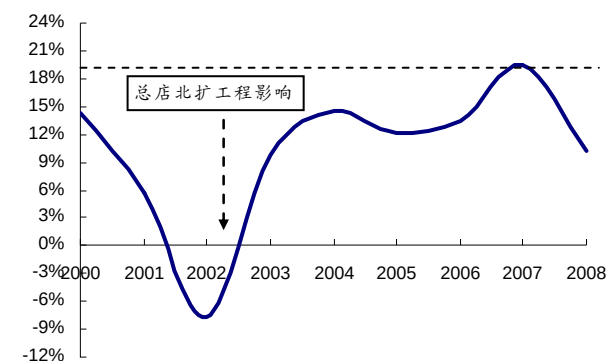
例如，如果新增面积(约 2 万平米)能够达到 3 万每平米的年销售额，则销售收入为 6 亿元，按 22%毛利率测算，毛利可达到 1.3 亿元，假设租金费用为 1 亿元(由于商圈稀缺性强，因此租金可能会更高)，其它经营费用 2500 万元，则能够实现税后净利润 500 万元，参考 2010 年全年业绩略有增厚。若能够实现销售收入 4 万/平米，则可增厚 10%。

图表 1：若面积拓展对盈利影响测算

主要假设(百万元)		
面积拓宽(平米)	20,000	
每平米销售(元/年)	30,000	40,000
贡献销售	600	800
毛利率	22%	
毛利	132	176
租金费用	100	100
其他经营费用	25	25
税前利润	7	51
所得税率	25%	25%
净利润	5	38
原净利润(2010年)	367	
增厚(考虑全年化)	1.4%	10.4%

资料来源：中金公司研究部测算

图表 2：环市东店历史同店增长表现



资料来源：公司数据，中金公司研究部

新开店计划和盈利预测

得益于与收入挂钩的租金安排，新店不会拖累短期盈利，中长期增长空间清晰。10 月以来公司陆续公告了一些开店计划，市场有担心其短期盈利是否存在压力。

我们认为，公司 2010-2012 年将分别新开珠江新城、长隆奥特莱斯以及佛山店，每年 1 家新店将不会对公司短期的业绩造成压力。同时，这些新店区域位置良好，成本较低，均有望在较短时间内实现扭亏，公司今后几年业绩稳定快速增长可期。

我们认为公司 2010-2012 年收入增长有望达到 17%、24%和 26%，净利润增速分别为 25%、23%和 26%，主要假设为(表 3)：

• 现有门店：

- 1) 环市东店同店销售增长在 10%-12%的水平，业绩增长稳定，历史上在经济相对平稳期也能达到 12%的水平，2007 年经济高涨的时候能够达到 20%。
- 2) 正佳店、时代点和南宁店实现稳定增长，其中南宁店今年有望扭亏，后续进入快速增长期。

• 新门店拓展

- 1) 国际金融中心西塔店(2010)：地处珠江新城 CBD 核心国际金融中心，采用保底租金后续加销售分成，能够有效避免培育期亏损；我们预计其开业当年亏损在 500 万元左右(3 季度开业)，2011 年微亏，2012 年扭亏实现盈利 1200 万元。由于该店定位高档，前期有租金减免，后续销售和业绩提升空间很大，我们 2012 年假设仅对应每平米 17000 元销售。
- 2) 长隆友谊奥特莱斯(2011)：距天河区中心位置约 15 公里，车程 10-15 分钟，地铁 3 号线附近；周边已有长隆欢乐世界、长隆水上乐园、长隆酒店等配套，已具备初步商圈氛围。我们预计该购物中心 2011 亏损 700 万元，2012 年微亏，凭借公司丰富的品牌资源和优秀的经营管理能力，参考国内其他品牌奥特莱斯，该店 2013 年起有望进入业绩爆发期。
- 3) 佛山店(2012)：当地并无非常强势的零售商，竞争相对缓和；广州友谊品牌具备良好知名度和辐射力，而新店位于核心商圈，前景值得看好，开业当年预计亏损在 500 万元左右。

需要说明的，以上预测未包括环市东店面积扩大的影响。若考虑上述影响，公司 2010-2012 年净利润增长至少有望达到 30%。

投资建议

公司为广州地区高档百货龙头，盈利弹性大，内生和外延均具备明显提升潜力，基本面并不逊色于其他百货零售。目前股价尚未反映其基本面显著向好趋势，估值瓶颈有望获得突破。

若公司能够达到和市场平均估值一致的水平，其股价约有 20%左右的补涨空间，重申“推荐”评级。

图表 3: 盈利预测和主要假设

门店	地址	营业面积（平方米）	自有/租赁	开业时间	市场定位	销售收入（百万元）							净利润（百万元）							
						2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	
环市东店	环市东路369号	18000	自有	1959	时尚精品百货，客户忠诚度高	1239	1471	1660	1743	1952	2147	2362	75	108	148	166	207	249	298	
		5600		2004																
		1000		2007.8																
		700		2008.5	增长率	16%	19%	10%	5%	12%	10%	10%	36%	44%	37%	12%	25%	20%	20%	
时代店	广州市天河北路	19,000	13000平方米为自有	1999-10	针对白领阶层、讲究品牌、品位和设计，休闲餐饮设施配套	188	190	175	185	195	204	215	9	9	9	9	10	11	12	
				增长率	-8%	1%	-8%	6%	5%	5%	5%	-3%	2%	0%	0%	10%	10%	9%		
正佳店	天河路228号正佳广场	18000（建筑面积30000）	租赁	2005-1	正佳广场主力百货店，中高档次、商品种类齐全。国外品牌较多、走国际化路线，精品时尚定位	336	444	516	640	768	907	1043	13	22	28	37	47	59	74	
		1000	租赁																	2007
		1000	租赁	2008.9																增长率
		南宁店	地王国际商会中心	22,000	租赁	2007.7	时尚精品百货		49	117	180	250	330	415	0	-7	-2	4	15	23
增长率								140%	54%	39%	32%	26%			-	-	275%	53%	35%	
珠江新城	国际金融中心	35496	租赁	2010年3Q	高端精品百货					50	300	600					-5	-2	13	
					增长率					-	100%						-	-		
长隆友谊购物公园	番禺区汉溪大道北侧	38000(建筑50000)	租赁	2011年中	名品奥特莱斯						100	350						-7	-3	
					增长率						250%									
佛山国际商业中心	佛山市禅城区国际商业中心	30,338	租赁	2012年	时尚精品百货							60							-5	
					增长率															
零售相关业务						1,763	2,154	2,468	2,748	3,215	3,988	5,044	96	132	184	215	274	333	420	
					增长率	13%	22%	15%	11%	17%	24%	26%	50%	37%	39%	17%	27%	21%	26%	
物业出租业务						87	89	87	94	108	126	149	31	37	38	40	47	59	73	
					增长率		2%	-2%	8%	15%	17%	18%	20%	19%	3%	5%	18%	26%	24%	
管理费收入及其他业务						42	49	65	69	78	94	113	21	25	34	37	45	59	75	
					增长率		17%	33%	5%	14%	20%	20%	40%	19%	36%	9%	22%	31%	26%	
合计						1892	2291	2620	2911	3401	4208	5305	141	191	257	293	367	452	569	
增长率						23%	21%	14%	11%	17%	24%	26%	48%	36%	34%	14%	25%	23%	26%	
每股收益													0.39	0.53	0.72	0.82	1.02	1.26	1.58	

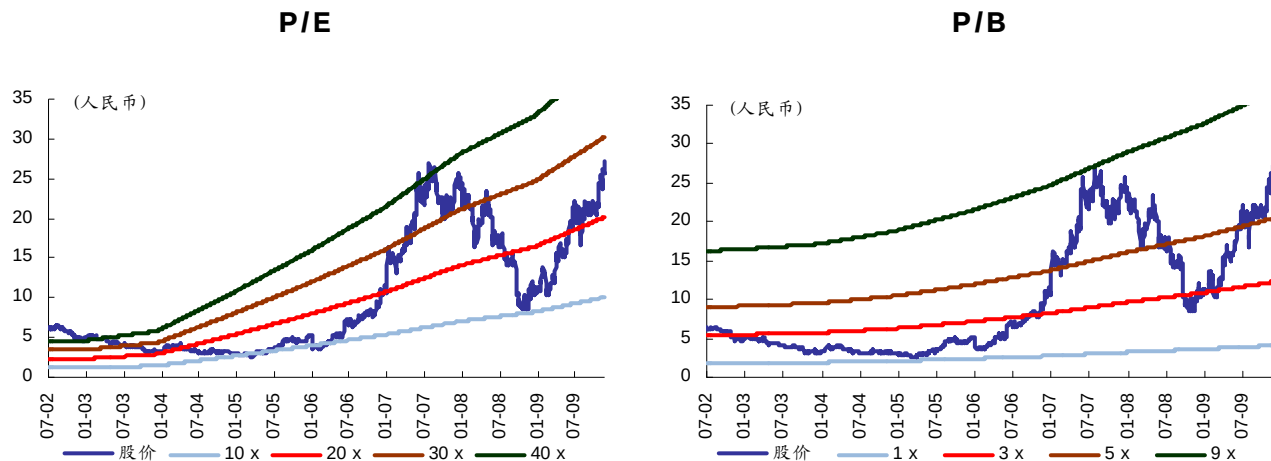
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			08年底-10年底 净利润CAGR	市净率	股价/经营现金流	PEG			
					2008A	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E							
百货类公司																							
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	13.02	36,541	848	25.4%	950	12.1%	1148	20.7%	0.34	0.38	0.48	37.9	33.8	27.4	16.3%	8.2	23.4	2.32			
	825 .HK	新世界	7.33	12,359	463	93.5%	498	7.7%	573	15.0%	0.28	0.30	0.34	26.4	24.8	21.6	11.3%	2.8	13.7	2.34			
	600694.CH	大商股份	40.56	11,913	232	-0.2%	0	-	302	-	0.79	0.00	1.03	51.4	-	39.5	14.2%	3.8	7.7	3.63			
	600859.CH	王府井	37.15	14,599	344	29.2%	367	6.7%	465	26.7%	0.88	0.93	1.18	42.4	39.8	31.4	16.3%	6.2	17.6	2.61			
高档定位	000987.CH	广州友谊	27.30	9,800	257	34.6%	293	14.1%	367	25.1%	0.72	0.82	1.02	38.1	33.4	26.4	19.4%	7.6	23.5	1.96			
区域型	600631.CH	百联股份	17.55	19,323	357	0.5%	386	8.2%	496	28.6%	0.32	0.35	0.45	54.2	50.1	38.9	18.0%	3.3	12.7	3.02			
	600628.CH	上海新世界	14.16	7,530	163	6.4%	175	7.4%	217	24.0%	0.31	0.33	0.41	46.2	43.0	34.7	15.4%	4.4	13.1	3.00			
	000417.CH	合肥百货	13.70	6,572	120	20.1%	180	49.7%	221	22.8%	0.25	0.38	0.46	54.6	36.5	29.7	35.6%	6.8	9.6	1.54			
	000417.CH	合肥百货(考虑增发)	13.70	6,572	120	46.0%	180	49.7%	263	46.1%	0.21	0.32	0.46	64.9	43.4	29.7	47.9%	6.8	9.6	1.36			
	1212.HK	利福国际	14.28	23,899	958	1.4%	856	-10.6%	996	16.4%	0.57	0.51	0.60	24.9	27.8	23.9	2.0%	4.3	14.9	12.4			
	1833.HK	银泰百货	6.84	11,971	272	-8.7%	314	15.4%	423	34.7%	0.18	0.20	0.28	38.7	33.6	24.3	24.7%	2.9	18.5	1.57			
	3308.HK	金鹰商贸	14.00	27,138	480	35.0%	602	29.6%	800	28.6%	0.28	0.36	0.48	49.8	38.4	29.2	29.1%	9.5	23.4	1.71			
	600858.CH	银座股份	25.24	5,934	137	16.7%	200	46.5%	256	28.0%	0.58	0.63	0.81	43.5	39.8	31.1	28.0%	4.1	24.3	1.55			
	600697.CH	欧亚集团	24.20	3,850	106	36.6%	118	10.9%	148	25.4%	0.67	0.74	0.93	36.2	32.6	26.0	17.9%	4.5	19.4	2.02			
	600693.CH	东百集团	11.35	3,896	99	66.6%	110	11.1%	136	23.6%	0.29	0.32	0.40	39.3	35.4	28.6	17.2%	4.2	17.6	2.29			
	600785.CH	新华百货	28.17	4,869	108	32.8%	178	64.7%	205	15.2%	0.63	1.03	1.19	45.1	27.4	25.0	37.7%	6.0	9.4	1.19			
	600729.CH	重庆百货	38.95	7,946	163	61.6%	440	-	518	17.7%	0.80	1.15	1.35	48.9	33.9	28.8	78.5%	8.2	17.5	0.62			
002187.CH	广百股份	31.60	5,056	142	29.4%	153	7.7%	192	25.5%	0.89	0.96	1.20	35.6	33.0	26.3	16.3%	4.9	-	2.19				
000501.CH	鄂武商	14.64	7,426	180	15.6%	218	20.8%	262	20.2%	0.36	0.43	0.52	41.2	34.1	28.3	20.5%	4.9	9.7	2.01				
600828.CH	成商集团	24.78	5,034	102	40.8%	124	21.6%	157	26.6%	0.50	0.61	0.77	49.4	40.6	32.1	24.1%	9.4	26.5	2.05				
														A股百货平均		37.4		30.5					
金饰																							
	600612.CH	老凤祥	25.30	8,524	70	-32.1%	190	170.9%	285	50.0%	0.21	0.56	0.85	121.5	44.9	29.9	101.6%	4.2	20.9	1.20			
	600655.CH	豫园商城	26.72	21,336	329	-56.8%	500	52.2%	630	26.0%	0.41	0.63	0.79	64.9	42.7	33.9	38.5%	5.0	19.7	1.69			
商业地产开发																							
	000882.CH	华联股份	9.14	4,514	50	96.3%	103	104.8%	117	14.1%	0.10	0.21	0.24	89.9	43.9	38.5	52.9%	2.9	27.0	1.70			
	600415.CH	小商品城	44.04	29,965	609	67.9%	850	39.7%	1056	24.2%	0.89	1.25	1.55	49.2	35.3	28.4	31.7%	3.4	7.6	1.55			
超市类公司																							
大型综合超市																							
大、中、小型超市	600361.CH	华联综超	10.10	4,897	117	-48.4%	100	-14.6%	148	47.8%	0.24	0.21	0.30	41.8	49.0	33.2	12.3%	2.7	17.5	3.39			
	000759.CH	武汉中百	12.75	7,146	172	36.6%	200	16.3%	247	23.5%	0.24	0.27	0.34	54.0	46.5	37.6	19.9%	4.1	15.3	2.72			
	002251.CH	步步高	27.16	7,343	163	31.7%	188	15.5%	225	19.7%	0.60	0.70	0.83	45.1	39.1	32.6	17.6%	4.9	22.3	2.57			
	002264.CH	新华都	35.15	3,757	65	43.2%	80	22.7%	101	26.3%	0.61	0.75	0.94	57.6	47.0	37.2	24.5%	6.2	18.4	2.36			
	814.HK	京客隆	6.56	2,704	157	39.9%	158	0.5%	185	17.2%	0.43	0.43	0.52	15.2	15.1	12.6	8.5%	1.7	12.9	1.79			
	980.HK	联华超市	21.20	13,186	388	44.7%	429	10.5%	507	18.0%	0.71	0.78	0.95	29.9	27.0	22.4	14.2%	3.7	6.6	2.10			
	8277.HK	物美集团	13.20	16,109	361	26.8%	438	21.2%	551	25.8%	0.34	0.41	0.53	39.2	32.4	25.1	23.5%	5.6	20.9	1.67			
家电及电子消费品																							
	493.HK	国美电器	2.87	43,209	1842	-2.2%	1,400	-24.0%	1,597	14.0%	0.12	0.09	0.10	24.6	32.3	27.7	-6.9%	4.2	13.6	-			
	002024.CH	苏宁电器	19.48	87,397	2170	48.1%	2786	28.4%	3419	22.7%	0.46	0.59	0.73	42.1	32.8	26.7	25.5%	7.4	25.0	1.65			

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6: 财务预测报表概要

损益表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,543	1,892	2,291	2,620	2,911	3,401	4,208	5,305
营业成本	-1,240	-1,435	-1,737	-1,990	-2,208	-2,562	-3,158	-3,971
营业费用	-133	-136	-155	-192	-210	-238	-297	-374
管理费用	-99	-98	-111	-100	-105	-114	-141	-175
财务费用	6	17	22	33	35	40	36	32
营业利润	133	216	284	342	389	486	599	754
税前利润	137	215	283	341	389	486	599	754
所得税	-41	-74	-92	-84	-95	-119	-147	-185
有效税率	30.2%	34.3%	32.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
净利润	95	141	191	257	293	367	452	569
现金流量表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2010E	2010E
经营活动现金流	209	299	334	315	417	504	614	902
投资活动现金流	-12	-4	21	-3	-13	-495	-400	-400
融资活动现金流	-30	-41	-65	-89	-147	-183	-226	-284
货币资金增加额	167	254	290	223	257	-174	-12	217
货币资金期初余额	496	664	918	1,208	1,431	1,688	1,514	1,502
货币资金期末余额	664	918	1,208	1,431	1,688	1,514	1,502	1,719
资产负债表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2010E	2010E
货币资金	664	918	1,208	1,431	1,688	1,514	1,502	1,719
应收款项	26	44	39	77	86	100	124	156
存货	72	73	94	112	123	142	175	221
固定资产净值	354	234	217	203	195	184	520	817
总资产	1,196	1,448	1,719	1,973	2,236	2,563	2,939	3,528
短期借款	0	0	0	0	0	0	0	0
应付款项	217	454	594	699	766	890	991	1,246
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0
总负债	444	593	737	822	938	1,081	1,231	1,535
少数股东权益	1	1	1	2	2	3	3	4
股东权益	752	856	982	1,151	1,298	1,482	1,708	1,993

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。