



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

公司动态

2010 年 01 月 08 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)

旗舰店扩容有效提升盈利，迎来重估契机

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,620	2,911	3,660	4,848	6,265
(+/-%)	14.3%	11.1%	25.7%	32.5%	29.2%
毛利	630	703	903	1,210	1,576
(+/-%)	13.8%	11.6%	28.3%	34.1%	30.3%
净利润	257	293	367	487	656
(+/-%)	34.6%	13.9%	25.1%	32.8%	34.8%
每股收益(元)	0.72	0.82	1.02	1.36	1.83
每股经营现金流(元)	0.88	1.16	1.57	2.01	2.94
市盈率	36.4	31.9	25.4	19.2	14.2
市净率	8.1	7.2	6.3	5.4	4.6
股价/经营现金	29.7	22.4	16.6	12.9	8.9
净资产收益率(%)	24.1	24.0	26.4	30.4	34.8
股息收益率(%)	1.3	1.6	2.0	2.6	3.5

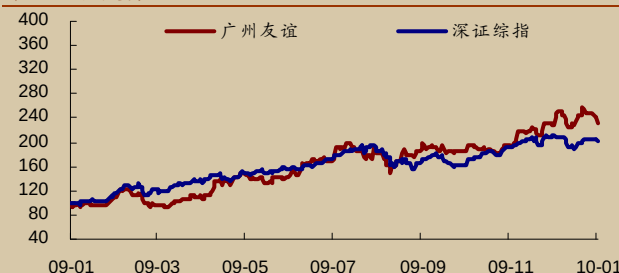
股票信息

当前股价	人民币 26.05
股票代码	000987.CH
日成交量(百万股)	3.46
总市值(百万)	9351
52周最高价/最低价	人民币 29.20 / 10.19
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(51.89%)

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	-6.1	1.3	25.4	-6.1
深证综指	-1.2	-4.2	24.3	-1.8
零售指数	-0.7	3.5	31.1	-0.7

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

公司近况：

广州友谊公告租赁世界贸易中心大厦 1-6 层裙楼（合计建筑面积约 2.5 万平方米）用于环市东旗舰店营业面积拓展，平均每年租金约为 7883 万元（约合 8.6 元/天/平米）。

评论：

- 租金成本略低于预期，达到 27000 元年平效即可实现盈亏平衡。此次公告年租金略低于我们前期 1 亿元左右的估计，我们认为其对应的 27000 元盈亏平衡点平效对公司而言是较为容易实现的，因为环市东店 2009 年的平效已在 67000 元左右。
- 旗舰店新增营业面积约 60%，盈利提升将立竿见影。由于是优势商圈成熟门店，加之历史上面积限制很多品牌均无法进入或营业面积偏小，因此新增面积带来的单店销售增长将会非常显著。同时，该部分店面基本不需要新增额外的员工和营销成本，因此销售提升将会较直接地落实到利润层面。
- 预计 2010 年新增面积业绩基本打平，2011-2012 年增厚整体盈利 8% 和 16%，今后 3 年净利润复合增长率 34%。我们预计该裙楼今年 3 季度品牌调整能够基本完成，前期调整中能收到的租金和支付额缺口不大；同时世贸中心前期刚进行过基础装修，因此公司无需投入太多，成本相对可控。我们假设公司明后年平效分别为 40000 和 60000 元/平米，对应净利润增速有望达到 33% 和 35%。若其销售表现好于预期，盈利预测仍有上调空间。

估值与建议：

目前，公司 2010 年市盈率只有 25 倍（2011 年 19 倍），明显低于板块 31 倍的平均水平。我们认为，公司内生增长弹性较大、外延扩张清晰（每年 1 家新店），而此次旗舰店成功扩容将进一步提升盈利增速和确定性，为公司价值重估提供新的契机。

此外，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，后续相关的投资机会也可关注。

风险：市场持续调整，公司短期股价也会面临一定压力。

环市东店成功扩容，有效提升盈利

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）。2009 年预计该店销售在 17 亿元以上，占公司整体的 60% 左右，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。

世界贸易中心大厦 1-6 层裙楼（合计建筑面积约 2.5 万平米）原本与环市东店已经连接，我们估计新增的营业面积在 16000 平米左右（含一小部分餐饮）。由于是优势商圈的成熟门店，加之历史上面积限制很多品牌均无法进入或营业面积偏小，因此新增面积带来的单店销售增长将会非常显著。同时，该部分店面基本不需要新增额外的员工和营销成本，因此销售提升将会较直接地落实到利润层面。

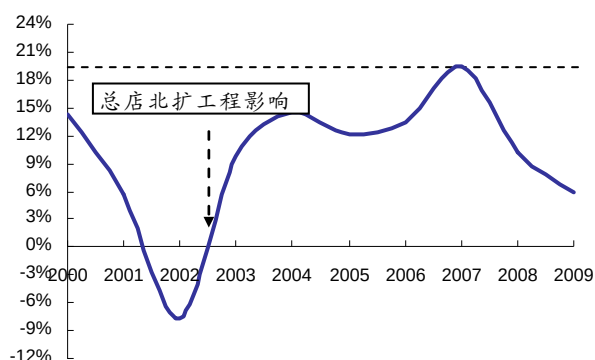
- 我们预计新增面积业绩在 2010 年基本打平，主要原因是受益于环市东商圈的优势，品牌入驻后的销售提升将不成问题，同时世贸中心前期刚进行过基础装修，因此公司无需投入太多，成本相对可控。此外，目前来看，公司在前期的调整中能收到的租金水平和支付额基本可以抵消（缺口不大），因此压力也相对较小。
- 根据我们的测算 27000 元的年平效是新增面积的盈亏平衡点。
- 假设 2011-2012 年新增面积平效分别为 40000 和 60000 元/平米，则可分别增厚今后两年盈利 8% 和 16%，对应净利润增速 33% 和 35%。

图表 1：面积拓展对盈利影响测算

主要假设(百万元)	盈亏平衡	2011E	2012E
营业面积拓展(平米)	16,000		
每平方米销售(元/年)	27,000	40,000	60,000
贡献销售	432	640	960
毛利率	22%		
毛利	95	141	211
租金费用	79	79	79
其他经营费用	15	15	15
税前利润	1	47	117
所得税率	25%	25%	25%
净利润	1	35	88
	2010E	2011E	2012E
原净利润	367	452	569
(+/-%)	25%	23%	26%
增厚		7.8%	15.5%
净利润-考虑面积拓展后	367	487	657
(+/-%)	25%	33%	35%

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

盈利预测

受益于同店增长恢复提升、旗舰店面积有效拓宽、以及新店拓展（得益于与收入挂钩的租金安排不会拖累短期盈利），公司中长期增长空间清晰。

我们认为公司 20010-2012 年收入增长有望达到 26%、33% 和 29%，净利润增速分别为 25%、33% 和 35%，主要假设为（表 3）：

• 现有门店：

- 1) 环市东店原有面积同店销售增长在 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%。新增面积按表 1 的假设进行测算。
- 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 年假设仅对应每平方米 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。

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															
		6000		2004																														
		1000		2007.8																														
		1000		2008.5	增长率															16%	19%	10%	5%	12%	10%	10%	36%	44%	37%	12%	25%	20%	20%	
	广州世界贸易中心大厦裙楼1-6层	建筑面积25000(估计营业面积16000)	租赁	预计2010年3季度品牌基本调整完成	-					259	640	960					0	35	88															
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	19%	32%	16%	24%	20%	18%	15%	-	76%	28%	30%	28%	26%	25%
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	31															
					增长率			140%	54%	39%	32%	26%			-	-	275%	53%	35%															
珠江新城	国际金融中心	31,296	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	3,474	4,628	6,004	96	132	184	215	274	368	508															
					增长率	13%	22%	15%	11%	26%	33%	30%	50%	37%	39%	17%	27%	34%	38%															
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	74															
					增长率		17%	33%	5%	14%	20%	20%	40%	19%	36%	9%	22%	31%	25%															
合计						1892	2291	2620	2911	3660	4848	6265	141	191	257	293	367	487	656															
增长率						23%	21%	14%	11%	26%	32%	29%	48%	36%	34%	14%	25%	33%	35%															
每股收益													0.39	0.53	0.72	0.82	1.02	1.36	1.83															

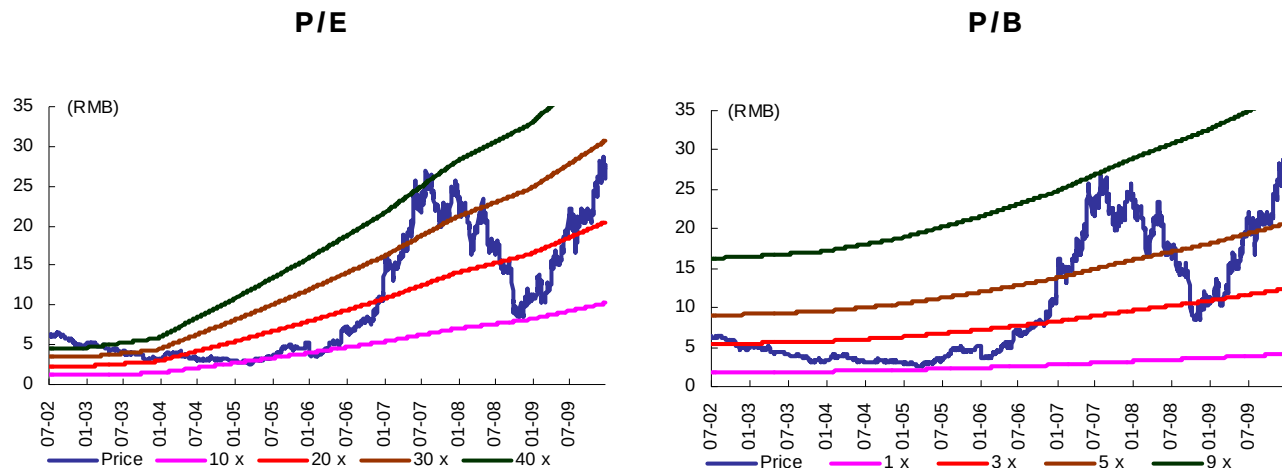
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

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			09年底-11年底 净利润CAGR	市净率	股价/经营现金流	PEG
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2009E		
百货类公司																				
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	14.66	41,143	950	12.1%	1148	20.7%	1440	25.5%	0.38	0.48	0.63	38.1	30.8	23.4	23.1%	9.2	26.4	1.3
	825.HK	新世界	7.67	12,933	498	7.7%	573	15.0%	690	20.4%	0.30	0.34	0.41	26.0	22.6	18.7	17.7%	2.9	14.4	1.3
	600694.CH	大商股份	42.20	12,395	0	-	302	-	500	65.6%	0.00	1.03	1.70	-	41.1	24.8	-	4.0	8.0	-
	600859.CH	王府井	34.03	13,373	367	6.7%	465	26.7%	591	27.0%	0.93	1.18	1.50	36.4	28.8	22.6	26.9%	5.7	16.1	1.1
高档定位	000987.CH	广州友谊	26.05	9,351	293	13.9%	367	25.1%	487	32.8%	0.82	1.02	1.36	31.9	25.4	19.2	28.9%	7.2	22.4	0.9
区域型	600631.CH	百联股份	17.67	19,455	386	8.1%	496	28.7%	615	24.0%	0.35	0.45	0.56	50.5	39.2	31.6	26.3%	3.3	12.8	1.5
	600631.CH	百联股份(考虑出售资产收益)	17.67	19,455	386	8.1%	549	42.4%	699	27.2%	0.35	0.50	0.63	50.5	35.4	27.8	34.6%	3.3	12.8	1.0
	600628.CH	上海新世界	15.49	8,238	175	7.4%	217	24.0%	260	20.0%	0.33	0.41	0.49	47.1	38.0	31.6	22.0%	4.8	14.3	1.7
	000417.CH	合肥百货	13.41	6,433	180	49.7%	221	22.8%	290	31.2%	0.38	0.46	0.60	35.7	29.1	22.2	26.9%	6.7	9.4	1.1
	000417.CH	合肥百货(考虑增发)	13.41	6,433	180	49.7%	263	46.1%	334	27.0%	0.32	0.46	0.59	42.5	29.1	22.9	36.2%	6.7	9.4	0.8
	1212.HK	利福国际	15.20	25,439	856	-10.6%	996	16.4%	1166	17.1%	0.51	0.60	0.70	29.6	25.5	21.8	16.7%	4.5	15.9	1.5
	1833.HK	银泰百货	7.64	13,379	314	15.4%	423	34.7%	540	27.7%	0.20	0.28	0.38	37.5	27.2	20.3	31.1%	3.2	17.3	0.9
	3308.HK	金鹰商贸	14.88	28,844	622	29.6%	800	28.6%	1040	30.0%	0.36	0.48	0.65	40.8	31.0	22.7	29.3%	10.1	22.7	1.1
	600858.CH	银座股份	25.08	5,896	200	46.5%	256	28.0%	325	27.0%	0.63	0.81	1.38	39.5	30.9	18.1	27.5%	4.1	24.1	1.1
	600697.CH	欧亚集团	22.53	3,584	118	10.9%	148	25.4%	186	26.0%	0.74	0.93	1.17	30.4	24.2	19.2	25.7%	4.2	18.0	0.9
	600693.CH	东百集团	11.14	3,823	110	11.1%	136	23.6%	172	26.5%	0.32	0.40	0.50	34.8	28.1	22.2	25.0%	4.1	17.3	1.1
	600785.CH	新华百货	26.86	4,643	178	64.7%	205	15.2%	252	22.9%	1.03	1.19	1.46	26.1	25.0	18.4	19.0%	5.7	9.0	1.3
	600729.CH	重庆百货	37.93	7,738	395	-	488	23.5%	589	20.7%	1.03	1.28	1.54	36.7	29.7	24.6	22.1%	8.0	17.1	1.3
	002187.CH	广百股份	30.60	4,896	153	7.7%	192	25.5%	238	24.0%	0.96	1.20	1.49	32.0	25.5	20.6	24.7%	4.7	-	1.0
	000501.CH	鄂武商	13.83	7,015	218	20.8%	262	20.2%	328	25.2%	0.43	0.52	0.65	32.2	26.8	21.4	22.7%	4.6	9.2	1.2
	600828.CH	成商集团	24.19	4,914	124	21.6%	157	26.6%	198	26.1%	0.61	0.77	0.97	39.6	31.3	24.8	26.4%	9.2	25.9	1.2
	002277.CH	家润多	33.35	6,470	147	22.7%	182	23.5%	223	22.5%	0.76	0.94	1.15	43.9	35.5	29.0	23.0%	4.3	25.7	1.5
金铺																				
600612.CH	老凤祥	25.38	8,551	190	170.9%	285	50.0%	345	21.1%	0.56	0.85	1.02	45.0	30.0	24.8	34.8%	4.2	21.0	0.9	
600655.CH	豫园商城	26.97	21,536	500	52.2%	630	26.0%	773	22.7%	0.63	0.79	0.97	43.1	34.2	27.9	24.3%	5.1	19.9	1.4	
商业地产开发																				
000882.CH	华联股份	8.73	4,311	103	104.8%	117	14.1%	166	41.3%	0.21	0.24	0.34	41.9	36.7	26.0	27.0%	2.8	25.8	1.4	
600415.CH	小商品城	41.88	28,495	850	39.7%	1121	31.9%	1433	27.8%	1.25	1.65	2.11	33.5	25.4	19.9	29.8%	3.2	7.2	0.9	
超市类公司																				
大型综合超市	600361.CH	华联综超	9.64	4,674	90	-23.4%	148	64.7%	188	27.3%	0.18	0.30	0.39	52.1	31.7	24.9	44.8%	2.6	18.9	0.7
大、中、小型超市	000759.CH	武汉中百	12.14	6,804	200	16.3%	247	23.5%	312	26.3%	0.29	0.36	0.46	41.5	33.6	26.6	24.9%	3.9	14.6	1.3
	002251.CH	步步高	27.15	7,340	188	15.5%	225	19.7%	286	27.1%	0.70	0.83	1.06	39.0	32.6	25.7	23.3%	4.9	22.3	1.4
	002264.CH	新华都	33.15	3,543	80	22.7%	101	26.3%	132	30.7%	0.75	0.94	1.24	44.3	35.1	26.8	28.5%	5.8	17.3	1.2
	814.HK	京客隆	6.60	2,721	158	0.5%	185	17.2%	218	18.0%	0.43	0.52	0.64	15.2	12.7	10.2	17.6%	1.7	12.9	0.7
	980.HK	联华超市	22.35	13,902	429	10.5%	507	18.0%	596	17.7%	0.78	0.95	1.17	28.5	23.6	19.1	17.8%	3.7	7.0	1.3
	8277.HK	物美集团	13.30	16,231	438	21.2%	551	25.8%	695	26.1%	0.41	0.53	0.57	32.6	25.3	23.4	26.0%	5.6	21.0	1.0
家电及电子消费品																				
手机分销	493.HK	国美电器	2.87	43,209	1,400	-24.0%	1,597	14.0%	1,844	15.5%	0.09	0.10	0.13	32.3	27.7	22.9	14.8%	4.2	13.6	1.9
	002024.CH	苏宁电器	19.60	87,936	2,786	28.4%	3,419	22.7%	4,255	24.4%	0.60	0.73	0.91	32.8	26.7	21.5	23.6%	7.5	25.2	1.1
	000829.CH	天音控股	13.30	12,594	178	28.5%	442	147.6%	682	54.5%	0.19	0.47	0.72	70.6	28.5	18.5	95.6%	7.6	20.2	0.3
000829.CH	天音控股(考虑出售资产收益)	13.30	12,594	282	103.5%	562	98.9%	682	21.5%	0.30	0.59	0.72	44.6	22.4	18.5	55.4%	7.6	20.2	0.4	

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	3,660	4,848	6,265
营业成本	(1,240)	(1,435)	(1,737)	(1,990)	(2,208)	(2,758)	(3,638)	(4,689)
营业费用	(133)	(136)	(155)	(192)	(210)	(300)	(388)	(476)
管理费用	(99)	(98)	(111)	(100)	(105)	(113)	(150)	(188)
财务费用	6	17	22	33	35	40	31	33
营业利润	133	216	284	342	388	486	645	869
税前利润	137	215	283	341	389	486	645	870
所得税	(41)	(74)	(92)	(84)	(95)	(119)	(158)	(213)
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	487	656
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	564	723	1,055
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)	(146)	(183)	(243)	(328)
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	1,574	1,653	1,981
应收款项	26	44	39	77	86	108	143	185
存货	72	73	94	112	123	153	202	261
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	2,641	3,136	3,858
短期借款	0	0	0	0	0	0	0	0
应付款项	217	454	594	699	766	957	1,142	1,472
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0
总负债	444	593	737	822	938	1,159	1,410	1,803
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	1,726	2,054

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。