

广州友谊(000987)调研报告

厚积薄发，扩张加快

谨慎推荐

维持评级

可选消费/百货

2010 年 2 月 3 日

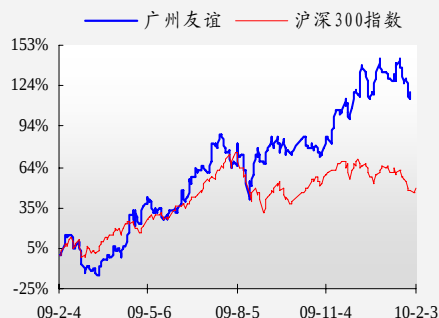
投资要点:

- 2009 年公司的促销增多，尤其是在上半年经济形势不明朗的情况下，公司不得不降价促销，我们预计这将造成公司全年毛利率的下降。从最新情况来看，广州市场消费热情已经有比较明显的恢复，公司近两个月销售情况较好，预测公司 2009 年百货业务营业收入增长超过 10%。
- 我们预计环市东店 2009 年的同比增长在 5-8%左右；处于黄金地段的正佳店一直有较好的表现，我们预计其 2009 年营业收入增速高于 15%；时代店由于先天条件的不足，仍然没有明显的起色；2007 年开业的南宁店 2009 年有较大的增长，这也符合我们的预期，我们估计 2009 年南宁店接近盈亏平衡，今年则进入盈利期。
- 环市东世贸部分现仍处于转租接手及经营规划阶段，春节后将开始比较大力度的清理、装修和改造，估计 2010 年世贸部分 2010 年亏损 1000 万左右；西塔店力争在亚运之前开业，1 个季度的经营期约有几百万元的亏损；佛山店及奥特莱斯店将分别于 2011 年和 2012 年开业。
- 公司 6 万多平米的物业出租部分收益比较稳定，出租率不低于 90%，且重点优质客户没有流失，续租率也较高。
- 我们预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.81 元、0.98 元和 1.24 元，对应市盈率 32.16 倍、26.58 倍和 21.01 倍，估值较低，维持谨慎推荐的评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	261,976	14.35	25,714	34.62	0.72	22.38	36.18	
2009E	290,332	10.82	28,916	12.45	0.81	20.55	32.16	
2010E	375,040	29.18	35,091	21.36	0.98	20.69	26.58	
2011E	526,780	40.46	44,660	27.27	1.24	21.82	21.01	

走势图



市场数据

2010-2-3

收盘价:	26.05 元
52 周最高价:	29.20 元
52 周最低价:	9.86 元
平均持仓成本:	20.97 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	35,896
流通 A 股(万股):	35,896
每股收益(元):	0.53
每股净资产(元):	3.40
每股经营现金流(元):	0.83
市净率:	7.66

分析师: 罗旷怡

TEL: (8621)6336 7000-250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

1. 原有门店业绩稳步增长

在宏观经济逐步回暖，消费者消费意愿不断恢复的形势下，公司销售情况恢复较快，我们认为公司 2009 年的业绩可以达到我们之前的预期，而未来 3 年的业绩则一方面取决于已有门店的同店增长，一方面取决于公司外延扩张的效果。

总体来看，2009 年公司的促销增多，尤其是在上半年形势不明朗的情况下，公司不得不降价促销，我们预计这将造成公司全年毛利率的下降。从最新情况来看，广州市场消费热情已经有比较明显的恢复，公司近两个月销售情况较好，11、12 月环市东店有近 20% 的增长，我们预测公司 2009 年百货业务营业收入总体增长可以超过 10%。分门店来看：

环市东店：

作为一家基数较高的成熟门店且 2009 年促销增加，我们预计该店 2009 年的同比增长在 5-8% 左右。而在今年世贸部分的装修及整体品牌调整过程中，环市东店也可能有局部的装修，这可能会对其业绩造成一定的负面影响。从周边环境看，与环市东店相通的丽柏广场并没有对公司业绩造成冲击，从我们实地调研来看，丽柏广场的主要盈利模式为租赁，商户多以专卖店形式存在，且主要商品为服装，并没有化妆品、钟表等商品，与环市东店形成互补，带动了客流，充实了环市东中央商务区，且 5 号线的开通也对环市东商圈的长期兴旺有利。

正佳店：

处于黄金地段的正佳店一直有较好的表现，其所处的天河正佳商圈吸容量巨大，我们预计其 2009 年营业收入在 5 亿以上，增速高于 15%。正佳店所面临的问题是未来太古汇等高端 shopping-mall 进驻天河商圈后，可能会对正佳店造成一定的负面影响，但整个商圈的繁荣和吸容量的大幅增加也是正佳店成长中的有利一面。

时代店：

时代店由于先天条件的不足，仍然没有明显的起色，其转型也是公司面临的一大难题，目前该店在招商及人气方面形成了一定的恶性循环，我们预计时代店 2009 年的营收增速不会超过 5%，今年也不会有太好的表现。

南宁店：

2007 年开业的南宁店 2009 年有较大的增长，这也符合我们的预期，从南宁店开业的时间及以往表现来看，我们估计 2009 年南宁店接近盈亏平衡，今年则进入盈利期。南宁店建筑面积 2 万平米，经营面积仅 1.2 万平米，体量较小且产品组合也并不十分高端。由于南宁为二线城市，会有省级、市级经销商分层部分利润，我们预计南宁店今年净利润在 1000 万以内，营收增长在 30% 左右。

2. 外延扩张逐步提速

公司多年来稳步发展，开店速度较慢一直为市场所诟病，2009 年来频频公告的新店筹建无疑成为公司近来最大的看点。

总店扩容：

环市东世贸部分现仍处于转租接手及经营规划阶段，春节后将开始比较大力度的清理、装修和改造。世贸部分建筑面积 2.5 万平，经营面积在 1.8 万-1.9 万平米，百货部分

1.5 万平左右，其余为餐饮，餐饮部分虽然租金较低，但餐饮是完整商圈的必备部分，对客流的拉动将起到很大作用。

从我们实地考察的感受来看，世贸部分的主要不足是空间不规则，转角、立柱较多，这些可能会增加公司装修调整的难度和成本，我们调高世贸部分的装修成本至 1000 元/平米并预计其 1-2 年内可达到环市东店 7 成坪效，租金每年略有浮动，估计 2010 年世贸部分 2010 年亏损 1000 万左右。

表 1: 世贸部分盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	48750	68250	87750
坪效（万元）	3.25	4.55	5.85
毛利率（%）	18	18.5	19
毛利额（万元）	8775	12626	16673
租金成本（万元）	7883	8000	8200
装修费用（万元）	1500	0	0
其他费用（万元）	500	500	500
营业利润（万元）	-1108	4126	7973
所得税率（%）	25	25	25
净利润（万元）	-1108	3095	5980
EPS（元）	-0.03	0.09	0.17

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

西塔店：

西塔店建筑面积 4 万平米，其中 1000-2000 平米做餐饮，商业经营面积不到 3 万平米，定位高端，力争在亚运之前开业。由于西塔店所处珠江新城是新兴商圈，虽然前景光明，但需要一个逐渐兴旺的过程，目前周边高端住宅入住率也没有达到较高水平，因此在一定程度上增加了招商谈判的难度。西塔店如果能在今年顺利开业也只有 1 个季度的经营期，约有几百万元的亏损。

佛山店：

佛山店建筑面积 3 万平米，租期 15 年，在 2011 年开业的可能性较大。

奥特莱斯：

长隆奥特莱斯由于建筑工程进度原因，开业时间可能晚于预期，在 2012 年开业的可能性较大。该店品牌供应将主要运用现有品牌渠道，以过季断码商品为主，这与国内多数折扣店类似，但公司丰富的品牌资源和谈判能力能保证其产品的丰富度及优惠的价格，是公司现有业态的补充。

公司近期的扩张以租赁为主，改变了以往的重资产战略，但公司仍认为如果能在充分准备的前提下自建购物中心是较好的选择。另外，公司在对外扩张中，也会面临在二

线城市开店会有省级、市级经销商分层部分利润，毛利率下降的可能。我们认为在市场竞争日益激烈的情况下，公司后续还会有新店开业，但速度不会很快。

3. 其他

公司 6 万多平米的物业出租部分收益比较稳定，出租率不低于 90%，且重点优质客户没有流失，续租率也较高。

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.81 元、0.98 元和 1.24 元，对应市盈率 32.16 倍、26.58 倍和 21.01 倍，估值较低，维持谨慎推荐的评级。

表 2: 公司利润表预测

	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31
营业收入	261,975.54	290,322.33	375,039.97	526,779.95
营业成本	198,951.69	220,296.58	286,455.53	404,988.43
营业税金及附加	3,295.99	3,652.63	4,718.48	6,627.56
主营业务利润	59,727.86	66,373.12	83,865.96	115,163.96
销售费用	19,176.20	20,380.17	27,452.34	40,139.81
管理费用	10,046.65	10,553.10	13,632.55	21,071.20
财务费用	-3,279.55	-2,903.22	-3,750.40	-5,267.80
营业利润	34,172.12	38,343.07	46,531.47	59,220.76
营业外收支净额	-46.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	34,125.20	38,343.07	46,531.47	59,220.76
所得税费用	8,364.66	9,398.53	11,405.65	14,516.00
归属母公司净利润	25,714.21	28,915.60	35,090.70	44,660.05
每股收益 (元)	0.716	0.806	0.978	1.244

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

5. 风险提示

公司在扩张中若门店培育期过长，可能拖累公司整体业绩，选址、招商过程也存在一定得不确定性，另外，广州市日益白热化的竞争也可能影响公司主力门店的盈利能力，打折促销的惯性可能导致公司毛利率下降。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。