

百货零售



向涛

证书号: S0190209080152

021-3856 5942

xiangtao@xyzq.com.cn

广州友谊 (000987)

新店开业有条不紊

推荐 (维持)

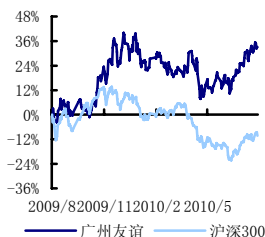
市场数据

报告日期	2010-8-22
收盘价(元)	27.38
52周最高/最低(元)	28.83/18.90
总股本(百万股)	358.96
流通股本(百万股)	358.44
总市值(百万元)	9828.27
流通市值(百万元)	9814.15
每股净资产(元)	3.85

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2959	3768	5089	7097
同比增长(%)	13.0%	27.3%	35.1%	39.5%
净利润(百万元)	285	325	425	613
同比增长(%)	10.9%	13.9%	30.7%	44.3%
毛利率(%)	22.6%	23.0%	22.5%	21.6%
净利率(%)	9.6%	8.6%	8.3%	8.6%
每股收益(元)	0.79	0.90	1.18	1.71
每股经营现金流(元)	1.23	-0.17	1.94	3.24

股价走势



相关报告

《广州友谊 (000987): 世贸店返租收入带来利润增量》
2010-8-19

《广州友谊 (000987): 消费税支出单季同比大幅增长》
2009-10-25

投资要点

- 上半年同店收入增速 20% 以上。其中，正佳店增速最高在 26-27%，环市东店增速在 23-24%，南宁店增速在 23.6%，时代店增速在 21% 以下。1-8 月公司收入增速与上半年基本一致。
- 主要门店经营情况。环市东店随着 8 月世贸店（即环市东店男士馆）的开业，下半年该店收入有望维持高增速；正佳店高增长得益于诸多主流品牌进场。预计该店未来几年收入仍有望维持 20% 左右增速；南宁店上半年微利，该店未来仍将遭遇区域龙头的强烈竞争。
- 新开及拟开店情况。世贸店 8 月开始试营业，定位为环市东店男士馆，未来该店仍有增加营业面积的空间，我们预测今年该店有望贡献收入在 2 亿左右；西塔店有望在亚运会前开业，90% 招商工作已经结束；佛山店前期规划工作进展顺利，有望在明年下半年按计划开业；长隆友谊购物公园进度要慢于预期，开业时间可能会推迟到 2012 年。
- 盈利预测与评级。西塔店今年的租金确认和开办费支出情况会比我们此前的预期要低，我们对今年业绩预测做了小幅度上调（6% 左右），预测 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.90 元、1.18 元和 1.71 元，对应动态 PE 分别为 30X、23X、16X，维持“推荐”评级。

我们近日对广州友谊进行了实地调研，包括了解公司上半年及最新经营情况，新开业世贸店及拟开业西塔店情况等。

1、上半年主业经营情况分析

上半年同店收入增速 20%以上

上半年公司营业收入同比增长 21.75%，有内生原因，也有去年同期基数效应（09 年 1-5 月公司销售增速一直低迷，6 月开始转好）。分门店来看，增速最高的是正佳店，收入增速在 26-27%左右，环市东店的增速在 23-24%左右，南宁店根据中报披露增速在 23.6%，倒推时代店收入增速在 21%以下。

1-8 月来看公司收入增速与上半年基本一致。

主要门店经营情况分析

核心收入利润贡献点环市东店上半年收入增长达到 20%以上，我们认为得益于几点：去年同期低基数、世贸店租金收入增量、其他收入中管理费收入增加；随着 8 月世贸店（即环市东店男士馆）的开业，下半年该店收入有望维持高增速。

正佳店上半年取得高增速，得益于诸多主流品牌进场。随着近年来正佳店日趋成熟，诸多原来持观望态度的主流品牌今年来纷纷签约进店，如雅诗兰黛、香奈儿、兰蔻等化妆品牌的入驻对收入增长拉动明显。预计该店未来几年收入仍有望维持 20%左右增速；

南宁店今年开始进入盈利期，但是上半年微利，对利润增量贡献有限。该店未来仍将遭遇区域龙头的强烈竞争，主要对手是南宁本地的梦之岛百货，目前梦之岛在南宁有 4 家门店，今年来该公司不惜投入 4.5 亿重金打造旧梦之岛商场，并引进 LV 等高端品牌，同时通过各门店联动的大力度打折促销带动区域竞争。

其他业务利润增长分析

我们此前判断公司上半年收取世贸店返租对利润贡献较大，从调研了解情况，年初公司承租世贸店物业，上半年确认租金成本在 3800 余万元，计入其他业务成本，收取原租户的租金收入计入其他业务收入中，这与我们判断一致，但是收取的返租收入与支付租金成本基本一致，因此这一块对其他业务利润净贡献有限。

其他业务利润增长主要还是来自于主营收入提升后对其他业务收入中管理费收入的拉动。

2、新开店及拟开店最新情况

公司去年底到今年初先后公布 4 家开店计划，包括世贸店（即环市东店男士

馆)、西塔店、佛山店以及长隆友谊购物公园(奥特莱斯)。未来2年内公司营业面积有望增加一倍。我们实地调研了已于下半年开始试营业的世贸店及拟在今年开业的西塔店。

世贸店：已经试营业，未来仍有调整提升空间

世贸店与环市东店相邻，今年初公司签订租约租赁该物业，6月开始装修，8月11日开始试营业，开办费在500万左右。

公司将该店与比邻的环市东店协同规划，定位为环市东店男士馆。公司已经将过去环市东店三楼的男装品牌全部移至世贸店中，原环市东店三楼停业装修，未来拟定位时尚的年轻女装品牌，该楼层预计将在9月中秋节前重新开业。

世贸店建筑面积2.5万平米，目前包括1楼屈臣氏、大禾寿司、2楼的招商银行以及5、6楼的餐饮仍然维持原状，因此真正供给百货的营业面积仅在1万平米左右。公司未来会寻找合适时机将1、2、5楼剩余租户清理，收回用做百货经营，6楼则继续维持其配套餐饮功能，因此未来该店仍有增加营业面积的空间。

目前已经营业的部分主要引进了部分一线男装品牌，定位和布局上与过去分散出租凌乱的格局相比已有显著改进。该店试营业后即进行了一次大规模促销，全场平均折扣在5折左右，公司期望该店第一个完整年度贡献收入能够达到4亿元，我们预测今年该店有望贡献收入在2亿左右。

西塔店：亚运会前开业，招商完成九成

目前无论是西塔店主楼办公楼已经封顶，主楼和裙楼(公司未来拟租赁开店部分)都已经进入内部装修期。作为广州地标性建筑，该工程在亚运会前完工可能性很大，因此西塔店在亚运会之前开业的目标没有改变。

品牌引进方面，该店90%的招商工作已经完成，但是和一些国际一线品牌的谈判仍在继续。公司在费用控制这块把控很严格，预计该店开办费与世贸店相比不会有太大差距。公司租赁西塔店年租金在7655万，目前该物业尚未交付到公司手中，因此租金未予确认，假设在10月份物业交付开始装修，尚有一段免租期(根据会计准则，承租物业开始无论是否有免租期租金收入应开始确认)。我们此前的模型中预测该店今年将确认6个月租金，现在看预计在3个月左右。

其余两家门店中，佛山店前期规划工作进展顺利，有望在明年下半年按计划开业。长隆友谊购物公园方面，该土地使用权属所有者与当地政府就项目规划容积率存在分歧(原规划容积率在0.6左右，地主期望能提升容积率)，因此进度要慢于预期，开业时间可能会推迟到2012年。

3、亚运会及其他影响

今年 11 月中旬广州将召开亚运会，亚运会对公司的影响或有利有弊。有利方面，广友目前几乎垄断广州的高端百货市场，因此有望分享亚运会各代表团、嘉宾团的高端购物需求；不确定的方面是如果亚运会期间交通开始实行管制和限行、安检升级后（如环市东店旁边的白云宾馆主要针对外宾，其裙楼附带的丽柏广场甚至可能在亚运期间停止营业），可能会影响到日常客流。

公司目前尚无明确针对亚运的营销活动，主要的精力放在即将到来的中秋节以及国庆节团购、特卖会上。

此外，今年夏天以来整个南方地区雨水较多，但是就广州而言影响的主要是周边，对市区影响不大，对公司经营也未构成显著冲击。

4、盈利预测与评级

西塔店今年的租金确认和开办费支出情况会比我们此前的预期要低，我们对今年业绩预测做了小幅度上调（6%左右），预测 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.90 元、1.18 元和 1.71 元，对应动态 PE 分别为 30X、23X、16X，维持“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1929	2359	3193	4443
货币资金	1752	2132	2908	4067
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5	7	9	12
其他应收款	15	12	13	13
存货	121	157	214	300
非流动资产	326	877	897	828
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	5	10	11	11
投资性房地产	96	98	97	98
固定资产	185	167	148	129
在建工程	2	1	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	23	22	20	18
资产总计	2256	3236	4090	5270
流动负债	933	1700	2272	3025
短期借款	0	574	837	1056
应付票据	0	0	0	0
应付账款	330	392	530	758
其他	603	734	905	1211
非流动负债	5	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	5	1	1	1
负债合计	938	1701	2273	3026
股本	359	359	359	359
资本公积	60	60	60	60
未分配利润	641	825	1065	1431
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	1318	1535	1817	2244
负债及权益合计	2256	3236	4090	5270

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	285	325	425	613
折旧和摊销	31	71	71	71
资产减值准备	1	-5	-1	1
无形资产摊销	6	52	52	52
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-26	-19	-9	-14
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	136	-414	201	493
经营活动产生现金流量	431	-62	697	1161
投资活动产生现金流量	7	-44	-50	-50
融资活动产生现金流量	-92	486	129	48
现金净变动	346	380	775	1159
现金的期初余额	1431	1752	2132	2908
现金的期末余额	1777	2132	2908	4067

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2959	3768	5089	7097
营业成本	2290	2903	3946	5565
营业税金及附加	38	48	65	91
销售费用	192	283	363	426
管理费用	94	121	158	213
财务费用	-26	-19	-9	-14
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	378	433	566	817
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	380	433	566	817
所得税	95	108	142	204
净利润	285	325	425	613
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	285	325	425	613
EPS (元)	0.79	0.90	1.18	1.71

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.0%	27.3%	35.1%	39.5%
营业利润增长率	10.7%	14.5%	30.7%	44.3%
净利润增长率	10.9%	13.9%	30.7%	44.3%
盈利能力(%)				
毛利率	22.6%	23.0%	22.5%	21.6%
净利率	9.6%	8.6%	8.3%	8.6%
ROE	21.7%	21.2%	23.4%	27.3%

偿债能力(%)

资产负债率	41.6%	52.6%	55.6%	57.4%
流动比率	2.07	1.39	1.41	1.47
速动比率	1.94	1.30	1.31	1.37

营运能力(次)

资产周转率	140.0%	137.2%	138.9%	151.6%
应收帐款周转率	57931.4	59025.3	61180.1	61815.3

每股资料(元)

每股收益	0.79	0.90	1.18	1.71
每股经营现金	1.23	-0.17	1.94	3.24
每股净资产	3.67	4.27	5.06	6.25

估值比率(倍)

PE	34.5	30.3	23.1	16.0
PB	7.5	6.4	5.4	4.4

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。