

广州友谊(000987)调研报告

扩张步伐稳健，利润平稳增长

可选消费/百货

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2010 年 11 月 11 日

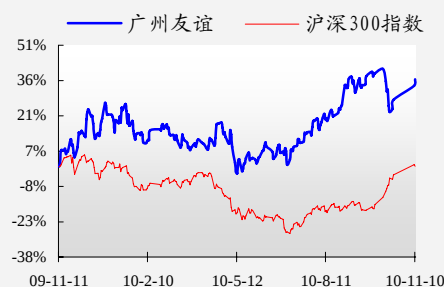
投资要点：

- 公司今年总体经营情况比较乐观，从最新情况看，公司延续了良好的增长势头，十月各门店均保持了较快的增长，其中环东店（含世贸部分），收入增速达到 30%左右。
- 国金店预计于 11 月 18 日即亚运会及亚残会之间开业，该店的定位可能会与我们之前的高端预期有一定的差距。公司出于成本控制和门店前景考虑，将采取正佳店的经营策略，定位略高于正佳店，先度过培育期，增强话语权后再进行品牌调整和升级。预计国金店今年亏损 1000 万左右，2011 年亏损 2000-3000 万。
- 佛山店建面 3.03 万平，年租金约 1800 万，预计将于 2011 年下半年开业，定位与正佳店相当，估计当年亏损 1000 万左右。奥特莱斯项目由于细节方面与开发商未达成共识，开业时间将推迟到 2012 年。
- 亚运会对公司的短期影响基本正负相抵，中期看则是利大于弊。
- 我们认为公司作为高端百货，选择了稳中求快的扩张战略，在租金及招商方面都进行了较为严格的成本控制，将风险降至最低。虽然公司在业绩表现上没有太多的惊喜，但在竞争日趋白热化的环境下，公司始终坚持自身的风格，形成发展的良性循环，保障了公司在扩张中，净利润可以与收入同步增长。我们预计公司 2010 年每股收益 0.93 元，维持谨慎推荐评级。

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(%)
2009	295,920	12.96	28,515	10.89	0.79	21.64	38.98	
2010E	377,668	27.63	33,518	17.55	0.93	20.91	33.12	
2011E	508,294	34.59	42,503	26.81	1.18	21.93	26.10	
2012E	624,983	22.96	49,449	16.34	1.38	20.92	22.32	

走势图



市场数据

2010-11-10

收盘价：	30.80 元
52 周最高价：	32.30 元
52 周最低价：	21.30 元
平均持仓成本：	26.27 元

基本数据

2010Q3

总股本（万股）：	35,896
流通 A 股（万股）：	35,896
每股收益（元）：	0.64
每股净资产（元）：	4.01
每股经营现金流（元）：	0.48
市净率：	7.68

分析师：周思立 联系人：罗旷怡

执业证书编号：s0550207100075

TEL: (8621)6336 7000

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. 公司经营近况

公司今年总体经营情况比较乐观，其中上半年收入增长 21.75%，各门店销售增速均超过 20%，第三季度收入增速为 17%，增速有所放缓。三季度业绩小幅下滑有多方面原因：（1）宏观层面，3 季度宏观经济呈现出一定程度的不确定性，消费者对高端商品的消费偏谨慎；（2）行业层面，3 季度为行业传统淡季，且去年同期基数开始升高，导致增速放缓；（3）公司层面，公司 6-8 月对环东南馆进行了全面装修，无收入贡献，且在南馆集中销售男装的品牌调整过程中，环东总店的经营也受到了影响，环东店 3F 原男装部分 7 月起也进行了局部装修，至 9 月 20 日装修结束。

从最新情况看，公司延续了良好的增长势头，十月各门店均保持了较快的增长，其中环东店（含世贸部分），收入增速达到 30% 左右。

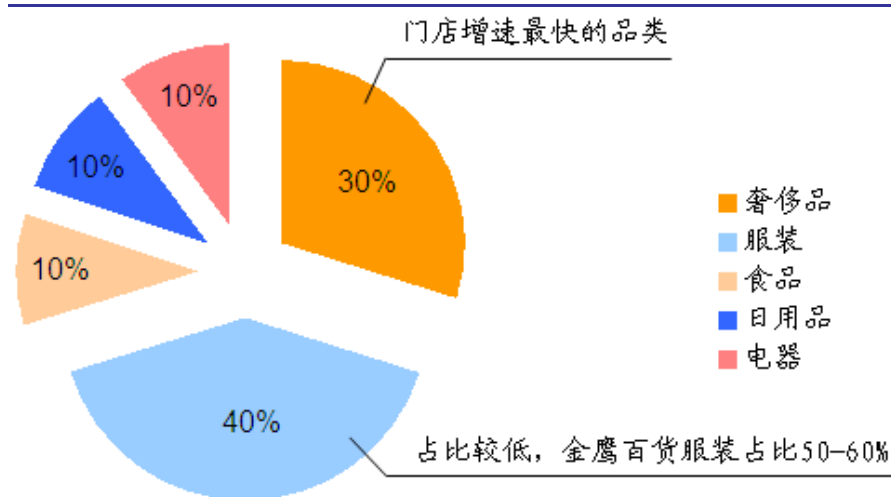
2. 主要门店经营情况

环东店：

环市东店（总店部分）作为成熟门店，正常增长率在 15% 左右，由于去年基数较低及华南地区经济回暖，环东店目前增速在 20% 以上，10 月包含南馆部分，环东店收入增速已超过 30%。

男装从环东店撤出以后，公司对该店的品牌进行了调整，随着消费群体的不断变化，适当引进年轻品牌，并扩大服装比例，品类数量也有所增加。目前环东店销售中奢侈品占 30% 左右，是门店增速最快的部分；服装占比相对较低，不足 40%；食品，日用品和电器各 10% 左右。

图 1：环东店品类占比情况



资料来源：东北证券

环东南馆：

环东南馆被改造成为专门销售男装的门店，目前除餐饮部分外，基本调整完毕。目前餐饮部分租金水平在 100-200 元/平米/月，而公司平均租金成本约为 260 元/平米/月，即便考虑楼层因素，也有一定的租金倒挂，这些店面有部分明年到期，有部分更久，但公司将主动采取调整计划，提出提前解约，这也会造成一定的违约成本，是南馆业绩低于预期的原因之一。南馆部分目前日均销售 80 万左右，预计全年销售收入在 1.3 亿左右。

南馆 1-4 层商业经营面积约有 1.5 万平米，我们假设该部分平均装修成本 1500 元/平米，分 5 年摊销，一次性开办费 600 万元全部计入当年费用，销售毛利率 22%，2010 年租赁部分盈亏平衡，明年整体整合完毕，预计该部分 2010 年亏损 2500 万左右，并在 2011 年和 2012 年有较高的增长。

表 1: 环东南馆部分盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	13500	50000	65000
毛利率（%）	22	22.5	23
毛利额（万元）	2970	11250	14950
租金成本（万元）	4000	8000	8200
装修费用（万元）	500	500	500
其他费用（万元）	1000	1200	1500
营业利润（万元）	-2530	1550	4750
所得税率（%）	25	25	25
净利润（万元）	-2530	1162.5	3562.5
EPS（元）	-0.07	0.03	0.10

数据来源：东北证券

正佳店：

正佳店已度过培育期，进入快速成长期，该店 10 月销售增长率接近 30%，我们预计该店全年可达 30% 以上的增长。正佳店开业之初采取了先培育人气，再引进大牌的战略，今年 5-6 月，化妆品部分才全部调整完毕，由于正佳店目前经营情况较好，品牌引进更加顺利，我们认为该店 2011 年收入增速也能达到 20% 以上。但该店面临的风险则是即将进入天河商圈的太古汇等大型购物中心对其形成的竞争。

时代店：

时代店前三季度增速低于 20%，10 月增速在 10% 以上。作为公司盈利短板，时代店经营情况明显好于前几年，主要得益于该店进行了部分装修，扩大了女装及鞋区面积，同时经常在中庭举行促销活动；同时，从商圈层面看，天河汇将在时代店后侧开办购物中心，商圈的完善将改善公司先天不足，有利于该店经营情况的好转。

南宁店：

南宁店是公司跨区扩张的首家门店，目前也进入盈利期，10 月，南宁店增速已达 45% 以上。我们认为该店明年增速将有所放缓，主要源于南宁当地企业梦之岛斥巨资引入 LV，使得该店在当地高端市场遭遇了比较明显的竞争，但鉴于南宁店正值高速增长期，我们估计其明年也将有 30% 的销售增速。

3. 门店扩张情况

国金店:

国金店预计于 11 月 18 日即亚运会及亚残会之间开业, 目前基本准备就绪, 该店的定位可能会与我们之前的高端预期有一定的差距。一方面由于国金店所处珠江新城商圈较新, 人气较差, 周边体育馆等配套场所主要吸引快速流动人口, 难以聚集商业氛围; 另一方面在招商过程中品牌商已经习惯于行业内大手笔贴装修费等潜规则, 公司出于成本控制和门店前景考虑, 将采取正佳店的经营策略, 定位略高于正佳店, 先度过培育期, 增强话语权后再进行品牌调整和升级。预计国金店今年亏损 1000 万左右, 2011 年亏损 2000-3000 万。

佛山店:

佛山店建面 3.03 万平, 年租金约 1800 万, 预计将于 2011 年下半年开业, 定位与正佳店相当, 估计当年亏损 1000 万左右。

奥特莱斯:

公司长隆奥特莱斯购物公园项目地处珠三角交通枢纽, 周边娱乐、写字楼、宾馆、大型楼盘配套齐全, 番禺地区已是发展十几年的相对成熟区域, 奥特莱斯项目弥补了区域商业缺失, 我们认为该店开业后将很快度过培育期。奥特莱斯项目由于细节方面与开发商未达成共识, 开业时间将推迟到 2012 年。

公司除现有储备门店外, 仍有对外扩张的计划, 主要方向依然是立足广州, 辐射珠三角和泛珠三角, 重点发展广东省内发达城市。

表 2: 公司储备门店情况

公告时间	门店	面积 (M ²)	预计开业	租期 (年)	租金 (万元/年)
2009-08-06	国金店	44709	2010-11-18	7	7655
2009-11-20	佛山店	30338	2011	15	1800
2009-10-30	奥特莱斯	50000	2012	15	3000

资料来源: 公司公告, 东北证券

4. 亚运会影响

亚运会对公司的短期影响基本正负相抵, 中期看则是利大于弊。一方面环东店所处商圈有花园酒店等星级宾馆, 亚运会期间外宾将选择在环东店消费, 增加销售收入; 另一方面, 单双号限行等交通管制会减少消费者的消费次数, 且由于会期禁止大型聚集性活动, 公司每年 4 季度例行大型促销可能延迟到明年, 与明年的早春协同, 短期影响 4 季度收入, 但明年 1 季度会有可观的收入增速。

5. 租赁业务

公司物业租赁部分收入占比 10% 左右, 部分物业有提租空间, 总体不到 5% 的增长率, 为公司贡献 1 个亿左右的净利润。

6. 盈利预测与投资建议

我们认为公司作为高端百货，选择了稳中求快的扩张战略，在租金及招商方面都进行了较为严格的成本控制，将风险降至最低。虽然公司在业绩表现上没有太多的惊喜，但在竞争日趋白热化的环境下，公司始终坚持自身的风格，形成发展的良性循环，保障了公司在扩张中，净利润可以与收入同步增长。我们预计公司 2010 年每股收益 0.93 元，维持谨慎推荐评级。

表 3: 公司利润表预测(万元)

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	295,919.52	377,667.89	508,294.40	624,982.76
营业成本	228,971.08	292,692.62	395,453.04	487,486.55
营业税金及附加	3,849.12	4,912.44	6,611.54	8,129.34
主营业务利润	63,099.32	80,062.83	106,229.81	129,366.86
销售费用	19,203.21	25,303.75	35,072.31	43,748.79
管理费用	9,439.10	11,330.04	16,265.42	21,874.40
财务费用	-2,645.52	-1,321.84	-1,779.03	-2,187.44
营业利润	37,828.48	44,691.30	56,671.11	65,932.11
营业外收支净额	141.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	37,969.92	44,691.30	56,671.11	65,932.11
所得税费用	9,455.22	11,172.83	14,167.78	16,483.03
归属母公司净利润	28,514.69	33,518.46	42,503.32	49,449.07
每股收益(元)	0.794	0.934	1.184	1.378

资料来源：公司公告，东北证券

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。