



上市公司调研简报

证券研究报告
批发和零售贸易

增 持 维 持

广州友谊 (000987)

2011 年 12 月 14 日

国金店经营略好于预期, 目前估值已反映悲观预期

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖
SAC 执业证书编号: S0850511010009
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
SAC 执业证书编号: S0850511040005
wanglt@htsec.com
021-23219399

潘 鹤
SAC 执业证书编号: S0850511010038
panh@htsec.com
021-23219423

2011 年 12 月 13 日收盘于: 17.02 元
6 个月目标价: 24.09 元 (调低)

联系人: 李宏科
lhk6064@htsec.com
021-23219671

我们于近期跟踪考察了广州友谊, 对公司主力门店进行了跟踪, 以下是我们主要的跟踪信息和分析观点。

我们的主要观点。

(1) 总体消费现状、竞争及趋势展望。我们通过跟踪分析认为: 广州市 10 月份商业零售销售增速开始下滑但幅度不大, 11 月销售压力较大, 因此各主要百货门店均开始多频次大力度促销 (如全场五折等), 预计 11 月广州友谊整体可实现 14-15% 的增长, 低于前三季度 25.06% 的销售增速 (这也和 2010 年同期亚运会期间的高基数有关)。

我们认为 2012 年消费形势并不明朗, 但对中高档定位的广州友谊门店而言, 客户群的实际消费能力可能不会受到太大影响, 因而应能够适度增长。由于 2012 年春节较往年提前至 1 月份, 2、3 月份销售压力会比较大, 因此 12 年一季度销售增长不容乐观, 这也是很多经销商近期积极配合百货店, 提前开展力度较大的促销活动的主要原因。

(2) 公司整体及主要门店经营预计。我们测算公司 2011 年收入为 44.2 亿元, 同比增长 23.1%。其中预计环市东店 (南北馆) 含税收入增长 15% 左右至 29 亿元左右; 正佳店含税收入同比增长 20% 左右至 10 亿元; 时代店实现含税收入近 3 亿元; 南宁店由于竞争压力, 全年收入增速在 10% 以内。我们估算国金店 2011 年至今平均日销售收入超过 100 万元, 预计全年 4 亿左右含税收入 (略高于我们此前预期), 预计全年亏损 2000 万元左右, 我们对该店的培育前景较此前略乐观。

预计佛山店将于 2011 年 12 月底开业, 预计将有约 3000 多万元的装修摊销 (年摊销 600 万元左右) 和约 500 万左右的开办费计入当期, 是公司四季度增量费用压力来源。预计该店 2012 年可实现含税收入 3 亿元左右, 亏损 1500 万元左右。乐观估计下, 2013 年有望实现盈亏平衡。

维持对公司判断。公司属于治理良好、管理优异、内生增长较强的投资品种, 拥有良好的历史经营业绩。公司 2010 年新开门店给公司 2010-2011 年带来较大的业绩压力, 但培育前景值得看好, 展望 2012 年及以后年度, 新开门店逐步培育成熟将使其业绩增速有所恢复。

盈利预测及估值。根据公司最新情况, 我们测算公司 2011-13 年收入为 44.2 亿、50.8 元和 57.3 亿元, 各同比增长 23.1%、15.1% 和 12.7%。净利润为 3.77 亿、4.48 亿和 5.47 亿元, 分别同比增长 16.8%、19% 和 22%, 对应 2011-13 年 EPS 为 1.05、1.25 和 1.52 元 (分别较我们此前预测下调 4%、8.9% 和 9%)。公司当前股价为 17.02 元, 对应 2011-2013 年 PE 为 16.2 倍、13.6 倍和 11.2 倍, 估值处于历史底部, 且相对于公司未来增速, 价值低估, 下调六个月目标价至 24.09 元 (对应 2012 年主业 20 倍 PE、物业出租 15 倍 PE), 维持“增持”评级。

风险与不确定性。新开门店培育亏损超预期。

以下是我们更为具体的跟踪信息和观点。

1. 广州市总体消费现状、竞争及趋势展望

总体消费形势：我们跟踪发现，广州市情况与全国相差不大：10月份以来逐渐感受到销售压力，其中10月份相对持稳，增速下滑相比北方并不大，11月份下滑幅度较大。这一方面有暖冬影响，单价较高的服装在不打折的时候也卖不动，奢侈品消费中的进口珠宝、名表下滑最明显（全国基本如此），另外，2010年同期亚运会（2010年11月12日-27日）形成的高基数也是增速下滑的原因之一。

近期广州友谊情况：2011年前三季度，公司销售收入30.83亿元，同比增长25.06%。考虑到2010年8月中旬和11月18日，公司分别新开环市东店南馆和国金店，存在不可比因素。

我们预计2011年11月，公司销售整体实现14-15%的增长。其中11月18、19日，国金店做了开业一周年大促（两天含税销售我们估算超过4000万元），这也体现出促销对销售的提升效果依然较好。12月2-4日，友谊环市东店做了三天大促（全场五折），预计后期正佳店也将进行大促。体现出公司为应对不利的消费形势，打折促销力度较往年有明显增加。

太古汇的竞争：太古汇是广州引进的大型shoppingmall，于2011年10月初开业，定位高端，由于很多都是全球招商资源，引入了较多的奢侈品牌（拥有LV、Gucci、PRADA等）。

太古汇的开业，对广友环市东店的竞争是客观存在的，但由于广友虽然定位高档，但并不处于奢侈品金字塔最顶层，面临的冲击不大（更高定位的丽柏广场可能面临更大压力）。而太古汇是新开店，交通还不是太便利，消费者还需要一个熟悉的过程。

环市东店作为一个50年老店，有自己的品牌和客群优势，有稳定的VIP客户群和成熟的商务消费认知，我们认为不必过度担心。

未来趋势展望：对中高端定位的友谊而言，客户群的实际消费能力不会发生太大影响，我们认为未来还是能够适度增长，不应该过分悲观。当然公司管理层方面也具备忧患意识，积极应对。

由于2012年春节较往年提前，出现在1月份，而传统上春节后是消费淡季，因此2、3月份销售压力会比较大（本身消费下滑也会有惯性因素），所以我们认为一季度销售增速不容乐观。这也是很多经销商近期积极配合百货店，提前开展力度较大的促销活动的主要原因。

2. 公司主要门店经营分析

（1）环市东店（南北馆）

我们估计环市东店2010年南北馆合计含税销售额约24.85亿元，其中南馆4个多月约实现销售额1.5亿元（对应日销售额约110万元），环市东北馆实现销售额23.35亿元。

2011年1-9月份，我们估算环市东店北馆一楼的珠宝、名表、化妆品、首饰等合计有30%左右的销售增长（主要是珠宝增速较高）；10-11月份，我们预计增速放缓至15-20%，主要是名表下降较多，黄金下滑不大，化妆品保持平稳。

服装在11、12月是应季商品，并且环市东店在12月2-4日做了大促销（我们预计服装三天销售额近1亿元，占整体1.8亿元的50%以上），所以从10月份以来增速下滑不大。

我们预计环市东店南北馆2011年合计可实现15%左右的增长，含税销售额达到29亿元左右，其中预计南馆可以贡献5个亿收入。

南馆2010年8月中旬开业，总建面约2.5万平米，租金每年约7883万元人民币，租赁期6年，租金合计约4.73亿元。其原营业面积约1.6万平米，2011年三季度将五楼原餐饮租户调整到六楼，然后对五层重新装修，增加了3000-4000平米面积用于家电经营，预计装修费用为600万左右，新增楼层面积在四季度开始贡献收入。预计南馆2011年可以实现盈亏平衡。

（2）正佳店

正佳店位于成熟的天河城商圈，2005年开业至今已经6年，经营面积2万平米。2010年该店经过调整、扩大了化妆品区域，新引入了一系列国际品牌，收入增长接近20%，全年含税收入增长近20%至8亿元。

2011年一季度该店做了一个大规模促销，促销活动期销售1000多万，单季度收入增速超过20%，剔除促销因素后为10%多平稳增速。我们预计该店2011全年可实现10亿元左右含税收入，同比增长20%左右。

该店租金锁定至2015年，短期不会面临租金提升压力，预期未来仍然有平稳的收入和利润增长。

(3) 国金店

该店为租赁广州国际金融中心首至五层、地下负一层和负一夹层的裙楼商场,总建面 4.47 万平米,经营面积超过 3 万平米,租期为 7 年,租金每年约 7655 万元。

该店于 2010 年 11 月 18 日开业,成为在珠江新城商圈经营的首家高档百货。我们估算其 2010 年实现收入 5000 多万。

2011 年初至 4 月,我们估算其日均销售额在 80-100 万。2011 年 11 月 18-19 日做了两天的店庆大促(全场五折),估算实现含税销售额超过 4000 万元。我们预计年初至今的平均日销售额超过 100 万元。预计该店 2011 全年可实现 4 亿元左右的含税销售额,毛利率约为 18-19%。

该店目前家居生活馆定位较为明显,销售收入构成方面,我们估计:服装占 50%,超市、滋补烟酒占 17%左右,珠宝、玉器、皮具占 17%左右,电器占 15%左右。门店经营特色是VIP会员消费占总销售额的比重高(我们估算可能达到 70%左右,高于整个集团 60%左右的比例,在各门店中最高,主要与珠江新城稳定的客源消费有关)。

从经营环境和趋势上看,该店未来的机会在于:(1)地铁 5 号线我们预计有望在元旦前后(最迟春节前)开通,有地铁口连通商场负一层,而门店负一层经营元素较多,能够有效吸引客流,将对销售有拉动作用;(2)周边写字楼、酒店、公寓等入住率正在提高,写字楼入驻的公司正在装修,其中国金中心目前入住率 50%,2012 上半年做到 70%。而同时一些商业项目如高德置地广场、花城汇等也在逐渐成熟,人气较半年前有所提升,另外,海印股份也将租赁花城汇项目中面积,明年初将开业,珠江新城商业氛围逐渐形成。

我们预计该店 2011 年亏损 2000 万元左右,2012 年减亏,2013 年有望实现盈利。

(4) 时代店

时代店 1999 年开业,经营面积 1.9 万平米,其中 1.3 万平米为自有物业,6000 平米租赁。该店近年来经营稳定,预计 2010 年含税收入近 3 亿元,贡献利润 1000 多万。该店 6000 平米租赁物业将于 2012 年 6 月到期,我们估计公司将与物业方就新的租金进行协商议价。

(5) 南宁店

该店是公司首家广东省外门店,经营面积约 2.2 万平米,于 2007 年 7 月开业,定位于时尚精品百货。2009 和 2010 年收入增速分别为 44.5%和 27.2%,2010 年收入为 2.15 亿元,对应约 1 万/平米的坪效。

该店目前面临当地梦之岛百货的竞争压力较大,且 2011 上半年门店对部分面积进行了封闭调整,上半年收入仅增 5.96%。下半年以来收入增速有所回升,预计全年增速在 10%以内。

(6) 佛山店

佛山店是公司近几年来在广东省内广州市外的首次拓展,建面 3.03 万平米,租赁期 15 年,年均租金约 1800 万元。该店处于传统商业区,区域内准备打造成为岭南新天地(类似于上海新天地),我们预计其前景相对乐观。

我们预计该店将于 2011 年 12 月底开业,预计开业将有约 3000 多万元的装修摊销(每年摊销 600 万元左右)和约 500 万左右的计入当年的开办费,将给四季度带来一定的费用压力。

预计该店 2012 年可实现含税收入 3 亿元左右,亏损 1500 万元左右。乐观估计下,2013 年有望实现盈亏平衡。

我们估算的公司主要门店客单价:环市东店(1500-1600 元),正佳店 900 多元,时代店 1000 元,国金店 700 多元。

3. 盈利预测及估值

根据公司最新情况,我们测算公司 2011-13 年收入为 44.2 亿、50.8 元和 57.3 亿元,各同比增长 23.1%、15.1%和 12.7%。净利润为 3.77 亿、4.48 亿和 5.47 亿元,分别同比增长 16.8%、19%和 22%,对应 2011-13 年 EPS 为 1.05、1.25 和 1.52 元(分别较我们此前预测下调 4%、8.9%和 9%)。

公司当前股价为 17.02 元,对应 2011-2013 年PE为 16.2 倍、13.6 倍和 11.2 倍,估值处于历史底部,且相对于公司未来增速,价值低估,下调六个月目标价至 24.09 元(对应 2012 年主业 20 倍PE、物业出租 15 倍PE),维持“增持”评级。

相关报告：

广州友谊2011三季报点评：费用压力致三季度利润仅增6.9%，预期四季度业绩将有恢复性增长，维持增持20111031

广州友谊2011年中报点评：二季度净利润增速下滑，经营压力有所显现，维持增持20110818

广州友谊公告点评：物业重新议租提升年租金收益至1亿元，年贡献EPS约0.18元，维持增持20110727

广州友谊2011一季报点评：一季度净利润增长24%，2011年度业绩或将面临费用压力，维持增持20110428

广州友谊调研简报：老门店装修及新门店开业培育带来费用压力，但长期前景值得看好，维持增持20110414

广州友谊2010年报点评：业绩符合预期，关注新开门店经营前景，维持增持20110329

广州友谊 2010 三季报点评：3Q 业绩增长 17%符合预期，外延扩张项目前景看好，维持增持 20101028

广州友谊 2010 年中报点评：业绩略超预期，外延扩张可能带来短期业绩压力，但中长期看好，维持增持 20100819

广州友谊调研简报：经营趋势良好，重现投资安全边际，调高投资评级至“增持”，目标价 27 元 20100706

广州友谊 2010 年一季报点评：一季度净利润增长 18%符合预期，未来三年是公司外延扩张的重要战略阶段_中性，维持
_20100428

广州友谊 2009 年报点评:09 年四季度收入因基数低等大增 27%，毛利率同比下降导致净利润增幅低于收入_中性，维持
_20100327

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：苏宁电器（002024.SZ）、永辉超市（601933.SH）、中百集团（000759.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、人人乐（002336.SZ）、华联综超（600361.SH）、友谊股份（600827.SH）、天虹商场（002419.SZ）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、中兴商业（000715.SZ）、南京中商（600280.SH）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、鄂武商（000501.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元投资（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、成商集团（600828.SH）、文峰股份（601010.SH）、农产品（000061.SZ）、小商品城（600415.SH）、海宁皮城（002344.SZ）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明