

2011年12月02日

张露  
zhanglu@e-capital.com.cn  
目标价(元) 25

**公司基本资讯**

产业别	商业贸易
A 股价 (11/12/01)	18.78
深证成份指数 (11/12/01)	9917.86
股价 12 个月高/低	28.29/18.12
总发行股数 (百万)	358.96
A 股数 (百万)	358.44
A 市值 (亿元)	67.32
主要股东	广州市人民政府 国有资产监督管理委员会 (51.89%)
每股净值 (元)	4.61
股价/帐面净值	4.07
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	-4.13 -14.71 -33.48

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

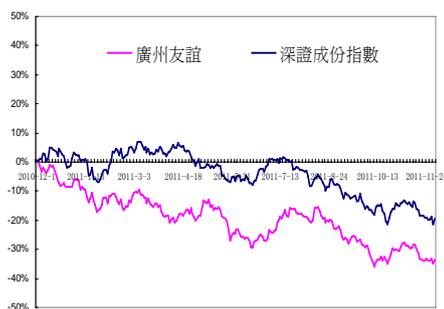
**产品组合**

零售	93.5%
----	-------

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	13.74%
一般法人	52.92%
保险公司	1.08%

**股价相对大盘走势**



**广州友谊(000987.SZ)**

Buy (买入)

**世贸、国金店收入增加，未来增速将提高**

公司前身是始创于 1959 年的“广州友谊商店”，主要经营高端奢侈品。2010 年公司新开世贸店和国金店，使得费用大幅提高拖累公司业绩。随着世贸店和国金店的营收增长，门店亏损降低，2012 年公司利润增长有望恢复。

**结论与建议：**

- 公司前三季度实现营收 30.83 亿元，YOY 增长 25.06%，实现净利润 2.63 亿元，YOY 增长 14.35%，公司净利润增幅低于营收增幅的原因是 2010 年开业的世贸店和国金店面积较大且处于培育期所致，使得公司前三季的管理费用提高了 53%（远高于营收增幅）。
- 公司 2010 年前拓展的门店基本保持稳定增长。2010 年公司开设了世贸店和国金店，其中世贸店毗邻环市东店，能够享受主力门店的客源，预计培育期较短。国金店位于广州市在培育的珠江新城 CBD 中心且租金费用较高，预计 2011 全年亏损超过 3000 万。随着新门店的营收持续增长，世贸店有望 2012 年实现盈利，国金店也有望减亏，对业绩的拖累大大降低。
- 公司计划 2011 年底开业佛山店，由于已经有了异地开店的经验且该店的租金较低，3 年内顺利实现盈利的可能性非常大，预计 2012 年该店实现营收 1 亿元，亏损 1000 万元。公司另一个拓展项目为长隆奥特莱斯，由于目前和出租方之间在建设方面有争议，因此项目有所推迟，预计的开业时间在 2013 年。
- 广州是国内最早的开发区之一，商业基数大。2010 年实现社会消费品零售总额 4476 亿元，占广东省的 25.6%，大于多个省份全省的年度总额。广州的商业发展早，商家多，竞争大于其他省会城市，单个商场的内生增长略低。但是受益于国内消费的持续发展、奢侈品消费的快速增长、公司稳健的规模扩张和培育压力逐步解除，未来两年公司还是能够实现稳定的净利润增长。
- 预计公司 2011 年和 2012 年公司的本业部分将分别实现净利润 3.76 亿元和 4.5 亿元，YOY 分别增长 14.8%和 19.7%，EPS 为 1.05 和 1.25 元，对应的 PE 为 18 倍和 15 倍，给予买入的投资建议，目标价 25 元，对应 2012 年 20 倍 PE。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	257	285	327	376	450
同比增减	%	34.62%	10.89%	14.74%	14.81%	19.69%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.72	0.79	0.91	1.05	1.25
同比增减	%	34.62%	10.89%	14.74%	14.81%	19.69%
市盈率(P/E)	X	26.22	23.64	20.60	17.95	14.99
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%

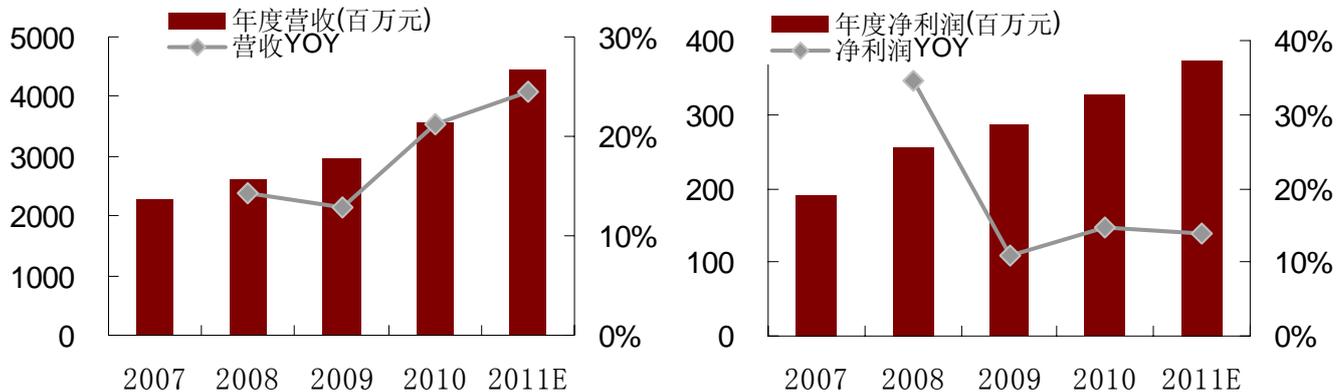
## 公司介绍

广州友谊集团股份有限公司是一家国有控股的大型综合性商业上市公司，是广东省流通龙头企业。其前身是始创于 1959 年的“广州友谊商店”，公司从创办伊始就定位高端精品百货。目前公司的经营仍然以高端为主，主要经营国际一二线品牌。

公司 2010 年前公司的门店拓展速度略慢，基本靠原有门店的内生增长，公司总体营收增长低于 20%。2010 年公司租赁原主力门店环市东店旁物业开业世贸店拓展了环市东店的营业面积 2 万平米，此外新开国金店增加营业面积 4 万平米，使得公司 2010 年和 2011 前三季度营收实现了 20% 以上的增长，但由于世贸店和国金店租金较高使得公司前三季的管理费用提高了 53%（远高于营收增幅），拖累公司业绩。

公司前三季度实现营收 30.83 亿元，YOY 增长 25.06%，实现净利润 2.63 亿元，YOY 增长 14.35%。

图 1、公司近年营收和净利润增长情况



资料来源：公司公告

## 现有门店情况

环市东店 1987 年开业，为公司的自有门店，位于广州最高档品牌购物休闲的核心商圈——环市东中央商务区，毗邻花园酒店、亚洲国际大酒店、白云宾馆和丽柏广场，是广州最高档的百货商店，拥有大量的固定 VIP 客户。2010 年该店的营收 20 亿元，占公司总营收的约 60%。由于门店是成熟门店，每年的营收增长 10%，预计 2011 全年实现营收 22 亿元。

### 环市东店及世贸店

公司租赁旁边商业物业 2.5 万平米，2010 年 8 月开业了世贸店，世贸店目前和环市东店目前为连体门店，租金为每平米 240 元/月。该店目前专营男装，受益近期男装市场繁荣，且可以享受环市东店的客流，门店有望得到较好的发展，预计门店 2011 全年实现营收 3 亿元，未来 3 年的营收 CAGR 达到 40%，2012 年实现盈利。

### 时代店

广州友谊时代商店，1999 年开业，是国家商务部认定的“金鼎百货店”，位于集购物、娱乐、饮食、休闲于一体的购物中心——天河北路时代广场，门店营业面积 1.9 万平米。

该门店位置比正佳店偏僻，时代广场的人气相对不足，整体的营收规模较小，2010 年该店实现营收 2.5 亿元，净利润 1000 万元，每年的增长在 10% 左右。我们预测，未来如果时代广场人气没有有效的改观，那么时代店保持目前的增长水准可能性较大，预计 2010 年门店实现营收 2.7 亿元。

### 正佳店

正佳店位于广州最繁华的天河商圈内的亚洲第一购物中心正佳广场，广场总建筑面积 42 万平方米集零售、娱乐、餐饮、会展、康体、休闲、旅游、商务于一体，直驳地铁一、三号线交汇站，56 条公交车线路穿梭于此，加上广州火车东站、广佛地铁、珠三角城市轻轨网络，广州新机场巴士、华南屋村巴士及港澳直通巴士上落站，成为华南最大交汇点。

广友正佳店为该广场的主力门店，营业面积 2.2 万平米，2005 年开业。受益于天河商圈的崛起，及国内奢侈品消费的大发展，门店实现了良好增长，上半年的营收增长超过 20%。2010 年正佳店实现营收 8 亿元，预计 2011 年实现营收 9.5 亿元，YOY 增长 20%。

### 国金店

国金店 2010 年 10 月开业，门店面积建筑面积 4.5 万平米，营业面积约 4 万平米，位于广州市内的珠江新城 CBD 中心。珠江新城是广州市正在建设的金融、高端服务、文化和跨国公司总部中心，拟建设广州大剧院、广东省博物馆、广州市图书馆等地标性建筑，是中国华南地区最大的城市新区。

国金店的租金费用较高，为每月每平米 130 元，另有管理费用 35 元。预计全年的营业收入不到 3 亿，亏损超过 3000 万元。目前国金店每天的营收已经达到 100 万元，预计 2012 年的营收增长在 30%左右，在 2013 年能够基本实现盈亏平衡。

该店所处的地区处于新城，有着所有新城共同交通配套不完善，部分小区未完成建设或未入住等方面的问题，因此该地区的消费目前不旺，但是我们预计随着广东省产业升级和广州现代服务业的发展，新城的人气相应得到较大的提升，居民陆续的搬迁入住，消费也相应有较大幅度成长。该店是公司总体量最大的门店，随着周边配套交通设施的完善和门店的成熟目前拖累公司业绩的因素将成为未来公司发展的重要增长极。

### 南宁店

广州友谊商店南宁店，位于南宁市琅东区 CBD 中心位置拥有“地王”标志性建筑之称的广西第一高楼“地王广场”的首至五层，是公司第一间跨省经营的门店。门店 2007 年开业，营业面积 2.2 万平米，2010 年前的营收保持 30%以上的增长。

2010 年开始多家新店在周边开业，分流了门店的客源，公司 2010 上半年和 2011 上半年对产品进行了调整，应对竞争带来的影响，公司营收实现 2 亿元，预计公司 2011 年实现营收 2.2 亿元，YOY 增长 10%，基本实现盈亏平衡。

### 拓展项目：佛山店、长隆奥特莱斯

公司 2011 年底计划开业佛山店，该店营业面积 3 万平米，位于佛山的传统的祖庙商圈，人流量较大。公司曾经有中山店拓展失败和南宁店拓展成功的先例，佛山店 3 年内顺利实现盈利的可能性非常大。该店的租金为每平米 50 元/月，估计管理费为每平米 30 元/月。假设 2012 年该店实现营收 1 亿元，则亏损 1000 万元。

公司另一个拓展项目为长隆奥特莱斯，项目原计划占地面积 10 万平米，毗邻 2010 年启用的广州南站，周围有野生动物园、多个酒店等设施。但是目前和出租方之间由于是建设奥特莱斯还是建设购物中心存在争议，因此项目有所推迟。但是公司对于开设奥特莱的想法仍然没有改变，如果原位置该为开设购物中心，公司还是会另觅新地开设，预计的开业时间在 2013 年。

表 1、广州友谊百货门店

门店	开业时间	营业面积(万平米)	物业性质	所处位置
环市东店	1987	2.7	自有	广州环市东商圈
时代店	1999	1.9	自有+租赁	广州天河商圈
正佳店	2005	2.2	租赁	广州天河商圈
南宁店	2007	2.2	租赁	南宁
世贸店	2010.8	2.5	租赁	广州环市东商圈
国金店	2010.11	4	租赁	珠江新城
佛山店	2011.12	3	租赁	佛山
长隆奥特莱斯	2013			

资料来源：公司公告

## 广州商业环境

广州是国内最早的开发区之一，经济和商业的发展较成熟，规模较大。2010 年实现社会消费品零售总额 4476 亿元，占广东省的 25.6%，大于多省份全省的年度总额。

目前主要的商圈有环市东商圈、北京路商圈、天河商圈、中华广场商圈、河南商圈和西关商圈等主要的商业中心，其中以经营中高档为主的商圈主要是前三个。

天河商圈是华南地区的最大商圈，集中分布着天河火车站、地铁天河总站、天河体育中心、天河城商贸大厦、宏城商业广场、天河娱乐广场、广州购书中心以及一批高级酒店，平均每日客流量超过 40 万人次，最高达 80 万人次。

北京路商圈地处广州千年商都发源地，有两千年的文物遗址和岭南特色的建筑群落，是旅游购物一体化有机融合的示范地，大量旅客的到来，是北京路兴旺成功的重要保证。商圈定位中档、时尚、休闲化路线，云集了广百、天河城以及其他成千上万家中小型商家，共同构成一个大中小协调发展的商业生态链，平均每日客流 30 万人次，节假日客流高达 70 万人次。

环市东商圈地处传统的越秀区以地铁淘金站为中心的区域，一直以来是广州高端消费的代表和世界顶级时尚聚集地，这个由广州友谊、花园酒店、世界贸易中心等共同组成的集住宿、餐饮、娱乐、购物、办公于一体的黄金地段，诞生了广州第一个超级市场，第一张商场 VIP 卡，第一家洋速食，第一家星巴克，第一栋境外发售的高档写字楼，平均每日客流近 10 万人次。

广州的商业发展较早，商家较多，竞争大于其他省会城市，单个商场的内生增长略低。广友在天河和环市东两大商圈里均有两家门店，但是受益于国内消费的持续发展、奢侈品消费的快速增长和公司稳健的规模扩张，公司还是能够实现稳定的净利润增长。

表 1、广州主要商圈介绍

商圈名称	主要商店	档次
天河商圈	太古汇、天娱广场、天河南商业街、又一城商业街、广百中怡店、天河城、正佳广场	中高档
北京路商圈	五月花广场、动漫新城、新大新公司总店、广百总店、北京路步行街、景点商业街	中高档
环市东商圈	友谊商店环市东店、友谊商店世贸店、丽柏广场、淘金路	高档
中华广场商圈	东川名店城、流行前线、中华广场	中低档
河南商圈	丽影广场、万国广场、江南新地、江南西路、广百新一城	中低档
西关商圈	上下九路步行街、宝华路、恒宝广场	中低档

资料来源：群益证券研究部

### 激励机制完善

公司 2003 年开始实施管理层激励，公司净资产利润率达到 8% 时即按照不超过当年利润总额的 7% 提取激励基金奖励公司中层以上的干部和部分骨干，以 50% 现金和 50% 股票的比例发放。获得的股票奖励在任职期内冻结，并按有关规定全部由登记公司锁定，离职 6 个月后方可申请解冻，公司中层管理人员自持股之日起 3 年内不能兑现。该项激励机制使得公司的管理层和股东之间的利益趋向一致，有利于实现的有效管理。

### 盈利预估

2011 年是世贸店和国金店亏损给公司拖累最大的一年，明年开始随着营收的增加，世贸店有望盈利，国金店也有望大幅减亏。佛山店整体的租金较低，带来的亏损不会给公司的业绩造成太大的不利影响。

公司十二五期间的目标是平均每年开店一家，实现营收翻番，增长幅度保持在 20% 左右。公司总的经营状况稳定且现金流充足，原有门店位置较好，且在广州市内的奢侈品销售中的地位较高（市民公认门店售出产品为正品），在和品牌代理商合作和获得门店方面均有较大的优势，目前也在稳步推进在省内其他城市的门店拓展。随着国金店和世贸店的营收增长，公司利润增长还是能够保持 20% 左右。

预计公司 2011 年和 2012 年公司的本业部分将分别实现净利润 3.768 亿元和 4.5 亿元，YOY 分别增长 14.8% 和 19.7%，EPS 为 1.05 和 1.25 元，对应的 PE 为 18 倍和 15 倍，给予买入的投资建议，目标价 25 元，对应 2012 年 20 倍 PE。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业额	2620	2959	3586	4461	5292
经营成本	1990	2290	2803	3492	4145
营业税金及附加	33	38	46	53	69
销售费用	192	192	234	342	381
管理费用	100	94	95	111	129
财务费用	-33	-26	-28	-31	-32
投资收益	8	1	0	0	0
营业利润	342	378	435	494	599
营业外收入	6	3	2	11	4
营业外支出	7	1	2	3	4
税前利润	341	380	435	501	599
所得税	84	95	108	125	150
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	257	285	327	376	450

## 附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	1431	1752	2063	2382	2792
存货净额	112	121	159	191	230
应收帐款净额	77	50	73	91	108
流动资产合计	1620	1929	2307	2674	3139
长期投资净额	107	101	96	115	138
固定资产合计	205	187	178	213	245
在建工程	2	2	1	2	3
非流动资产合计	353	326	601	680	736
资产总计	1973	2256	2908	3354	3876
流动负债合计	821	933	1347	1433	1520
长期负债合计	1	5	24	26	28
负债合计	822	938	1371	1459	1548
少数股东权益	2	2	2	2	3
股东权益合计	1149	1316	1535	1893	2325
负债和股东权益总计	1973	2256	2908	3354	3876

## 附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	315	440	458	496	570
投资活动产生的现金流量净额	-3	-1	-40	-47	-43
筹资活动产生的现金流量净额	-89	-118	-108	-129	-116
现金及现金等价物净增加额	223	321	311	319	411

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会份报告内描述之证; @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。