

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 22.07元

当前股价: 15.12元

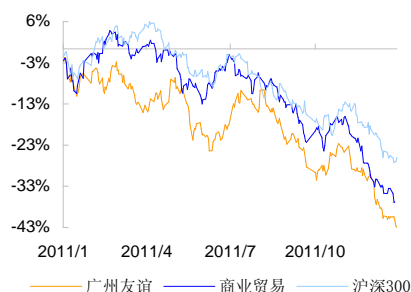
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2163.40
总股本(百万)	358
流通股本(百万)	358
流通市值(亿)	54
EPS	0.91
每股净资产(元)	4.28
资产负债率	47.13%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
广州友谊	-17.41	-19.50	-29.40
商业贸易	-15.77	-20.02	-32.97
沪深300指数	-10.99	-11.81	-27.09



相关报告

广州友谊-受制于租赁费和职工薪酬上涨, 利润增速落后于收入增速 — 2011年3季报点评 2011-10-30

广州友谊-收入大幅增长, 租金翻番拖累业绩 2011-08-17

广州友谊-自有物业拟签长期租赁合同, 租

广州友谊

000987

推荐

促销效果显著, 佛山店实现开门红

11月起, 公司进行了三轮大型促销活动, 效果显著, 4季度延续了前3季度的增长势头; 佛山店2011年12月29日开业, 销售实现开门红; 公司将以精细化管理和服务创新、积极寻求拓展项目应对2012年的挑战; 委托理财的投资收益增厚业绩。

投资要点:

- **促销效果显著, 4季度销售增速延续前3季度态势:** 11月国金店2天大促实现销售收入4200万元, 12月环东店3天大促销售收入1.8亿元, 正佳店7000万元; 元旦2天促销各门店共实现销售收入1.1亿元; 佛山店开业前6天销售1200万元。
- **环东店家电由北馆移至南馆5楼, 环东店腾出的空间增加了童装、滋补品、家居精品(床品、陶瓷等), 相当于新增4000多平米营业面积:** (1) 4季度家电业务约为南馆贡献收入8000-10000万元; (2) 北馆从销售额上来看增速受影响, 但新增的床品、童装毛利率不仅高于原家电品类, 而且高于男、女装品类, 北馆整体毛利率得已提升; (3) 北馆的品线、动线更加合理; (4) 原南馆5楼为餐饮, 转租价格低于公司承租的价格, 这部分面积用于经营家电业务后避免了相应的亏损。
- **佛山店已于2011年12月29日开业:** 我们预计其开办费约500-600万元, 内部装修费按1600元/平米核算约4850万元; 外立面装修约1000万元。其中, 开办费一次性计提, 装修费按5年摊销, 年均1170万元左右。该店租金仅50元/月/平米, 预计2013年即可实现盈利。
- **精细管理、服务创新, 积极寻求拓展项目应对挑战:** 广州商业的激烈竞争已由中档百货蔓延至高档百货, 太古汇的开业在一定程度上分流了公司客户; 广州其他百货公司频繁的大力度促销也干扰了公司的经营节奏。公司加强精细管理和服务创新, 推行客户经理制、开设美容区、同时积极寻求外延扩张以应对挑战。
- **盈利预测与估值:** 鉴于2012年起物业租赁贡献的利润占比达20%左右, 我们改用分部估值法进行估值。考虑到经济增速放缓、大规模促销降低毛利率等原因, 我们下调百货零售业务盈利预测, 预计2011-2013年贡献净利润分别为2.90、3.44和4.23亿元, 折合EPS 0.81、0.96和1.18元; 物业租赁2011-13年贡献净利润分别为8,600、10,400和11,440万元, 折合EPS 0.24、0.29和0.32元; 预计2011-13年投资收益分别为491、1200和1200万元(假设2013年仍会利用富余资金投资于理财产品), 贡献EPS 0.01、0.03和0.03元; 合计EPS为1.06、1.28和1.53元。给予百货零售业务2012年20倍估值、物业租赁业务10倍估值, 6-12个月目标价22.07元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 1、太古汇给公司销售造成巨大冲击; 2、经济不景气, 高端消费品滞销。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3586	4544	5463	6332
收入同比(%)	21%	27%	20%	16%
归属母公司净利润	327	381	460	549
净利润同比(%)	15%	16%	21%	19%
毛利率(%)	21.8%	21.8%	21.7%	21.4%
ROE(%)	21.3%	21.5%	22.3%	22.8%
每股收益(元)	0.91	1.06	1.28	1.53
P/E	16.59	14.25	11.79	9.89
P/B	3.53	3.06	2.63	2.26
EV/EBITDA	6	6	5	4

资料来源: 中投证券研究所

一、促销效果显著，4季度延续了前3季度的增长态势

受暖冬、经济景气度下滑等因素的影响，公司2011年10月份销售增速仅10%左右；但11月起，公司进行了三轮大型促销活动：

- 1、11月，国金店首个会员促销活动，2天的大型促销实现销售收入4200万元；
- 2、12月，各门店轮番进行大型促销活动，其中环东店3天大型促销实现销售收入1.8亿元，正佳店实现销售收入7000万元；
- 3、2011年12月29日，佛山店开业，随后的12月31日至1月1日公司所有门店同时促销，2天合计实现销售收入1.1亿元；而佛山店实现开门红，开业前6天实现销售收入1200多万元。

从2011年4季度整体来看，公司营业收入可延续前3季度的较快增长态势；公司2011年前3季度实现营业收入30.83亿元，同比增速25.06%。

促销活动中，公司和供应商各有让利，毛利率下滑。全年来看，预计公司商品零售业务的毛利率下滑幅度在1%之内。

分门店来看，我们预计2011年环东店南馆实现营业收入5.2亿元左右(税后)，北馆营业收入基本与2011年持平；正佳店营业收入超过9亿元(税后)；时代店营业收入约2.6-2.7亿元左右(税后)；国金店2011年全年的日均销售额约125万元，折合全年税后营业收入约3.9亿元。

二、环东店结构调整：家电由北馆移至南馆的5楼

2011年9月，环东店的家电品类由北馆移至南馆5楼，腾出的空间增加了童装、滋补品、家居精品(床品、陶瓷等)。该调整影响如下：(1)由于单价较高的家电品类的拉动，南馆4季度销售收入快速增长；(2)北馆从销售额上来看增速受影响，但新增的床品、童装毛利率不仅高于原家电品类，而且高于男、女装品类，故北馆的整体毛利率得已提升；(3)北馆的品线、动线更加合理；(4)原南馆5楼为餐饮，转租价格低于公司承租的价格，这部分面积用于家电自营后避免了相应的亏损。

南馆5楼和北馆腾出部分的面积均为4000多平米，合计约9000平米，按1500元/平米的装修成本核算，预计装修费用共1350万元；假设3年摊销，则年均摊销450万元。

鉴于家电等高单价品类是大型促销中的热销品，我们预计9月份以来，家电品类为南馆贡献了8,000-10,000万元的营业收入。

三、佛山店2011年12月29日开业，销售实现开门红

佛山店于2011年12月29日开业，开业前6天实现销售收入1200多万元。该店建筑面积3.03万平米，我们预计其开办费约500-600万元，内部装修费按1600元/平米核算约4850万元；外立面装修约1000万元。其中，开办费一次性计提，

装修费按 5 年摊销，年均 1170 万元。该店租金仅 50 元/月/平米，预计 2013 年即可实现盈利。

四、精细管理、服务创新，应对 2012 年的挑战

公司 2012 年面临着严峻的挑战：（1）广州激烈的商业竞争已由中档百货延伸至高档百货，太古汇的开业对公司存在一定的冲击；（2）以广百为代表的其他百货公司打折促销力度加大，频率增多，使公司的促销节奏受到干扰；（3）2011 年的 1 季度广州气温较低，冬季服装热销，高基数效应显著；（4）家电以旧换新政策到期，公司家电销售增速放缓。

为应对挑战，公司将加强精细化管理，进行服务创新，加快国金店和佛山店的培育，同时积极寻求新的拓展项目：

（1）精细化管理与服务创新

公司现有 11 万多名会员，来自会员的销售收入占比超 60%；其中钻石卡和白金卡会员的贡献率占会员的一半左右。公司实行会员客户经理制，如同银行理财客户经理一样，由客户经理向会员提供事前购物咨询、事中购物指导、事后购物服务等一揽子购物服务。

公司在环东店七楼开辟出 400 多平米的美容体验区，租给各化妆品专柜，客户在购物前、后可到七楼即时体验。目前，美容体验区已部分装修完毕开始营业，客户反应良好。

（2）国金店、佛山店加速培育

通过 2011 年 11 月和 2012 年元旦的两次促销活动，国金店的销售收入不仅得以提升，在客户中的知名度和口碑也得到了很大提升。未来，公司将通过加大宣传力度、合理安排促销、品牌调整等方式加快国金店和佛山店的培育。

（3）积极寻求新的拓展项目

长隆友谊购物公园项目暂时搁浅，但公司寻求外延扩张的步伐从未停止，未来有望采取租赁以及与地产商共同投资、合作开发等多种方式获取物业，开设新门店。根据广州友谊“十二五”规划，到 2015 年，公司营业收入总额将超 100 亿元，年复合增长率 22.77%。我们推算，若仅靠现有 6 家门店的内生增长，无法实现 2015 年 100 亿元的收入目标。预计 2013 年之前，公司开出新门店是大概率事件。

五、委托理财贡献投资收益

2011 年 12 月 27 日，公司公告以人民币 4 亿元购买中国银行和中国工商银行的理财产品，结束时点不超过 2012 年 12 月 26 日。公司同时公告了 2011 年以来购买其他理财产品的投资收益情况：累计购买了 10 笔理财产品，已实现投资收益 4,909,586 元，约增厚 2011 年 EPS0.01 元。

六、投资建议：维持“推荐”评级

表 1 业务及门店分拆

门店	指标	2010	2011E	2012E	2013E
环市东店 (北馆)	营业收入(万元)	202,444	202,444	218,639	236,130
	同比增长	11%	0%	8%	8%
	毛利率	18.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利润(万元)	38,059	40,489	43,728	47,226
环市东店 (南馆)	营业收入(万元)	9,372	52,137	70,385	87,981
	同比增长			35%	25%
	毛利率	20.0%	20.0%	19.5%	19.5%
	毛利润(万元)	1874	10427	13725	17156
正佳店	营业收入(万元)	72,575	87,090	104,508	125,409
	同比增长	14%	20%	20%	20%
	毛利率	18.0%	18.0%	17.5%	17.5%
	毛利润(万元)	13063	15676	18289	21947
时代店	营业收入(万元)	24890	26068	28154	30406
	同比增长	8%	5%	8%	8%
	毛利率	16.7%	16.5%	16.3%	16.3%
	毛利润(万元)	4157	4301	4589	4956
南宁店	营业收入(万元)	21471	23188	25507	28058
	同比增长	27%	8%	10%	10%
	毛利率	17.2%	17.3%	17.3%	17.3%
	毛利润(万元)	3695	4012	4413	4854
国金店	日流水额(含税)(万元)		125	163	211
	同比增长		31.6%	30.0%	30.0%
	营业收入(万元)	4548	38,996	50,694	65,903
	毛利率	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%
	毛利润(万元)	728	6434	8618	11533
佛山店	建面平效(元/年/平米)			7000	10150
	建筑面积(万平方米)		3.0	3.0	3.0
	营业收入(万元)		385	21,210	30,755
	同比增长				45.0%
	毛利率		14.0%	15.0%	17.0%
	毛利润(万元)		54	3182	5228
百货零售 业务合计	营业收入(万元)	335,299	430,307	519,097	604,641
	营收增速	19.5%	28.3%	20.6%	16.5%
	毛利润(万元)	61577	81393	96543	112900
	毛利率	18.4%	18.9%	18.6%	18.7%
	净利润	24,716	29,041	34,414	42,329
	同比增长		17.5%	18.5%	23.0%
	净利率	7.4%	6.7%	6.6%	7.0%

	股本	35,896	35,896	35,896	35,896
	EPS	0.69	0.81	0.96	1.18
其他业务	营业收入(万元)	23,275	24,090	27,222	28,583
	同比增长	5%	4%	13%	5%
	毛利率	70.9%	82.0%	83.0%	83.0%
	毛利润(万元)	16,511	19,754	22,594	23,724
	净利润	8,000	8,600	10,400	11,440
	同比增长		7.5%	20.9%	10.0%
	净利率	34.4%	35.7%	38.2%	40.0%
	股本	35,896	35,896	35,896	35,896
	EPS	0.22	0.24	0.29	0.32
投资收益	投资收益(金额)	0.00	491.00	1,200.00	1,200.00
	股本	35,896	35,896	35,896	35,896
	EPS	0.00	0.01	0.03	0.03
合计	营业总收入(万元)	358,574	454,397	546,318	633,224
	同比增长	21.2%	26.7%	20.2%	15.9%
	毛利润(万元)	78088	101147	119137	136624
	综合毛利率	21.8%	22.3%	21.8%	21.6%
	净利润	32,716	38,132	46,014	54,969
	同比增长	14.7%	16.6%	20.7%	19.5%
	净利率	9.1%	8.4%	8.4%	8.7%
	股本	35,896	35,896	35,896	35,896
	EPS	0.91	1.06	1.28	1.53

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 2 分部估值

2012 年	百货零售	其他业务	投资收益	合计
EPS(元)	0.96	0.29	0.03	1.28
PE	20	10	0	
P(元)	19.2	2.9	0	22.07

资料来源：公司公告，中投证券研究所

鉴于 2012 年起，物业租赁贡献的利润将占公司净利润的 20% 左右，我们改用分部估值法进行估值。预计公司百货零售业务 2011-2013 年营业收入分别为 43.03、51.91 和 60.46 亿元，贡献净利润分别为 2.90、3.44 和 4.23 亿元，折合 EPS 分别为 0.81、0.96 和 1.18 元；物业租赁贡献净利润分别为 8,600、10,400 和 11,440 万元，折合 EPS 分别为 0.24、0.29 和 0.32 元；预计 2011-2013 年投资收益分别为 491、1200 和 1200 万元（假设 2013 年仍会利用富余资金投资于理财产品），贡献 EPS 0.01、0.03 和 0.03 元；合计 2011-2013 年 EPS 为 1.06、1.28 和 1.53 元。给予百货零售业务 2012 年 20 倍估值、物业租赁业务 10 倍估值，6-12 个月目标价 22.07 元，维持“推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2307	2740	3484	4331
现金	2063	2394	3066	3866
应收账款	1	8	10	11
其他应收款	42	64	77	90
预付账款	30	50	64	80
存货	159	213	257	274
其他流动资产	12	10	10	10
非流动资产	601	785	620	401
长期投资	5	13	13	13
固定资产	177	157	136	116
无形资产	23	21	18	16
其他非流动资产	396	595	452	256
资产总计	2908	3525	4104	4732
流动负债	1347	1733	2021	2308
短期借款	0	0	0	0
应付账款	514	711	856	995
其他流动负债	833	1022	1166	1313
非流动负债	24	17	19	19
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	24	17	19	19
负债合计	1371	1751	2041	2327
少数股东权益	2	2	2	2
股本	359	359	359	359
资本公积	60	60	60	60
留存收益	1116	1354	1642	1984
归属母公司股东权益	1535	1773	2062	2403
负债和股东权益	2908	3525	4104	4732

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	458	514	897	1026
净利润	327	381	460	549
折旧摊销	111	105	129	103
财务费用	-28	-31	-35	-45
投资损失	0	-5	-12	-12
营运资金变动	24	82	343	433
其他经营现金流	24	-18	12	-1
投资活动现金流	-40	-70	-89	-64
资本支出	55	0	0	0
长期投资	0	-5	-5	-5
其他投资现金流	15	-75	-94	-68
筹资活动现金流	-108	-112	-136	-162
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-108	-112	-136	-162
现金净增加额	311	332	672	800

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3586	4544	5463	6332
营业成本	2803	3554	4278	4975
营业税金及附加	46	59	71	82
营业费用	234	350	415	462
管理费用	95	109	132	138
财务费用	-28	-31	-35	-45
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	5	12	12
营业利润	435	508	614	732
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	435	508	614	732
所得税	108	127	153	183
净利润	327	381	460	549
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	327	381	460	549
EBITDA	518	582	707	790
EPS (元)	0.91	1.06	1.28	1.53

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	21.2%	26.7%	20.2%	15.9%
营业利润	15.1%	16.7%	20.8%	19.2%
归属于母公司净利润	14.7%	16.4%	20.8%	19.2%
获利能力				
毛利率	21.8%	21.8%	21.7%	21.4%
净利率	9.1%	8.4%	8.4%	8.7%
ROE	21.3%	21.5%	22.3%	22.8%
ROIC	23.0%	22.5%	22.8%	23.1%
偿债能力				
资产负债率	47.1%	49.7%	49.7%	49.2%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.71	1.58	1.72	1.88
速动比率	1.59	1.46	1.60	1.76
营运能力				
总资产周转率	1.39	1.41	1.43	1.43
应收账款周转率	1134	987	575	565
应付账款周转率	6.65	5.81	5.46	5.38
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.06	1.28	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	1.43	2.50	2.86
每股净资产(最新摊薄)	4.28	4.94	5.74	6.69
估值比率				
P/E	16.59	14.25	11.79	9.89
P/B	3.53	3.06	2.63	2.26
EV/EBITDA	6	6	5	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-30	广州友谊-受制于租赁费和职工薪酬上涨，利润增速落后于收入增速 — 2011年3季报点评
2011-08-17	广州友谊-收入大幅增长，租金翻番拖累业绩
2011-07-27	广州友谊-自有物业拟签长期租赁合同，租金大幅上升，显著增厚业绩
2011-04-28	广州友谊-1季度业绩符合预期，2011年机会与挑战并存
2011-04-18	广州友谊-从内生增长到内生、外延双轮驱动

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳, 中投证券百货零售分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司: 天虹商场、广州友谊、欧亚集团、友好集团、南京中商、通程控股等。

樊俊豪, 连锁零售行业分析师, 中山大学金融学硕士。重点覆盖公司: 海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434