

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005  
0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

## 高端百货龙头，内生增长与外延扩张并举

## ——广州友谊深度研究报告

## 投资要点：

- **公司在广州地区有口皆碑，并拥有 10 万余名忠诚的 VIP 客户，构成了公司坚实的护城河** 公司是广州高端百货的领军企业，在广州以及周边二线城市人民心目中，广州友谊就是“高档”与“奢华”的代名词。在商务送礼等应酬活动中，广州友谊的购物消费卡是非常体面的礼品。公司拥有 10 万余名忠诚的 VIP 客户，富裕的 VIP 客户群在广州友谊的销售额中占到了 60% 以上的份额。凭借先发优势和依托历史渊源形成的强大品牌影响力，公司在广州几大核心商圈的中心地块都拥有了自己的门店，并在积极探索走出广州根据地的异地扩张路径，内生增长与外延扩张并举的模式将在未来推动公司继续前进。
- **公司治理结构合理，费用控制能力较强，管理层与中小股东利益一致** 公司控制费用能力较强，期间费用率一直维持在 9% 左右，明显低于 14% 的行业平均水平，体现了管理层较强的费用控制能力。公司薪酬激励体系亦较为合理，每年高管薪酬的 20% 必须在二级市场上增持股票，任期内不得减持，有效将管理层与中小股东的利益一致化。
- **大幅下跌后，风险大幅释放，自有物业价值已接近公司总市值** 公司自有物业（经营+租赁）市值在 45 亿左右，已经超过了当前总市值。而有息负债仅占负债总额的 20%，财务结构稳健，暗示着公司已经被低估。
- **单店定位及经营状况分析** 公司共有 6 家门店，环市东总店和正佳店由于得天独厚的地理位置，是公司利润的主要来源，贡献了将近 80% 的业绩，也是公司未来内生性增长的中流砥柱。环市东（男馆）、国金和佛山店，选址优越，是未来公司业绩增长的潜力所在，目前尚未度过培育期（百货类一般为 3 年）。时代和南宁店利润贡献虽暂时无法媲美主力门店，但随着周边商圈的逐渐成熟，未来业绩亦值得期待。
- **公司历史业绩表现优异，现金流充沛，财务优势明显** 公司多数财务指标均大幅高于行业平均水平。十年来公司营收与利润稳步增长，CAGR 分别为 14.77% 和 22.79%。经营性现金流净额从 2001 年的 0.24 亿稳步增长到 2011 年的 7.27 亿，十年 CAGR 为 36.45%。近 5 年平均 ROE 为 22.67%，毛利率和净利率分别为 22.86% 和 9.03%，股改后的派息率一直维持在 50% 左右的高水平，当前价格下股息回报率有望达到 4%，是弱市中获取稳健分红收益的良好防御品种。
- **业绩预测与投资建议** 考虑到未来几年由于外围环境的萧条以及经济结构调整带来的阵痛，基于保守原则我们预测公司营收增速会有所放缓，12 年、13 年和 14 年分别为 -2%、10%、12%，对应 EPS 分别为 1.09/1.15/1.31，对应的 PE 分别为 10.8/10.2/9.3。综合考虑公司在广州乃至珠三角高端人群中业已形成的品牌形象和行业地位、攻防兼备的门店布局、核心地段自有物业的重估价值、稳健的财务结构、独特的管理层激励模式以及强劲经营性现金流支撑下 4% 以上的股息回报率，我们认为公司的合理估值不应低于行业平均水平，可以享受行业平均 12 年 14.4 倍 PE 的估值水平，首次给予公司“增持”评级。

- **风险提示** 公司未来主要风险为：1. 公司成熟门店内生增长低于预期 2. 公司新增门店培育期过长 3. 外来新业态的冲击 如：电子商务，太古汇购物中心等 4. 新租赁门店费用的大幅增长。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	4458	4375	4824	5420
增长率(%)	24%	-2%	10%	12%
净利润（百万元）	367	392	413	469
增长率(%)	12%	7%	5%	14%
摊薄每股收益（元）	1.02	1.09	1.15	1.31
ROE(%)	20.85%	20.04%	19.08%	19.57%

## 目 录

1、广州友谊：有口皆碑的区域高端百货龙头.....	5
1.1、成功的VIP客户管理，构成公司坚固的护城河.....	5
1.2、凭借先发优势，门店选址优越，布局合理.....	6
1.3、奢侈品税率下降可期，境外消费将回流内地.....	6
2、高管激励有效，管理层与流通股东利益一致.....	8
3、行业发展趋势：在新业态的冲击下，传统百货面临洗牌.....	9
3.1、大型购物中心的挑战.....	9
3.2、电子商务：对传统线下业务的颠覆.....	10
4、各门店经营情况分析.....	10
5、财务分析：历史业绩优异，财务状况良好.....	12
6、盈利预测.....	15
7、估值.....	17
7.1、未来股利贴现法 14.70 元.....	17
7.2、未来自由现金流贴现法 19.71 元.....	18
7.3、按重置成本估值.....	18
7.4、相对价值评估：估值倍数折价明显，具吸引力.....	20
8、风险提示.....	21

图 1、VIP 客户销售额占比 .....	6
图 2、各国 2011 年奢侈品市场分额 (除私人飞机、游艇、豪华车) .....	7
图 3、我国奢侈品消费近年来呈现快速增长 .....	7
图 4、公司期间费用率长期低于行业平均水平 .....	9
图 5、营业收入 10 年稳步增长 .....	12
图 6、归属母公司净利润以大于营收的增幅稳定增长 .....	12
图 7、派息率一直维持在 50%左右 .....	13
图 8、广州友谊 ROE 明显高于行业平均水平(17 家同行业可比样本股) .....	13
图 9、毛利率略高于行业平均(17 家样本企业) .....	14
图 10、净利率大幅高于行业平均水平 (17 家样本企业) .....	14
图 11、经营性现金流逐年稳步上升 .....	14
图 12、FCF/SALES 大幅高于行业平均水平 (17 家样本) .....	14
图 13、资产负债率一直维持低位 .....	15
图 14、无息负债占总负债比大幅高于行业平均水平 .....	15
图 15、百货零售和市场 06 年以来 PE 表现 .....	20
图 16、百货零售子行业对市场长期估值倍数中枢 1.38 .....	20
图 17、财务预测与估值 .....	22
表 1、公司经营的国际一线奢侈品牌 .....	5
表 2、公司门店布局情况 .....	6
表 3、增持回购情况 .....	8
表 4、公司近年来对股东的现金回报可观且稳定 .....	13
表 5、盈利预测 .....	16
表 6、未来股利贴现法估值每股 14.70 元 .....	17
表 7、自由现金流估值每股 19.71 元 .....	18
表 8、淘金路站附近百货物业 .....	19
表 9、广州友谊各物业情况 .....	19
表 10、商业零售板块 PE 估值倍数情况 .....	21

## 1、广州友谊：有口皆碑的区域高端百货龙头

公司历史溯源可以追溯到 1959 年，超过半个世纪的历史赋予了广州友谊高贵、奢华、典雅的贵族气质，是广州市唯一一家具有纯正涉外血统和历史积淀的高端百货。1978 年环市东总店的成立，意味着广州友谊正式拉开了现代百货经营的帷幕。

“友谊”这个有着强烈时代气息的名称承载着重要的历史使命：在计划经济年代，广州友谊是一间特别的商店，当时物资奇缺，大部分商品凭票供应，友谊商店是为了方便驻广州的外国领事馆人员、外国游客和在广州工作的外国人生活上的需要而设立的商店。商店纪律非常严格，除本店员工外，任何人不得进入。从前的友谊商店只接受外汇兑换券为货币，货品包括未被审查的西方读物如《纽约时报》，所以守卫会阻止任何貌似中国人的人进入商店。人群常常会在门外窥看商店里到底卖什么货品。正是这段长达 10 多年的“饥饿营销”史，使得广州友谊这个品牌除了奢华、典雅、高贵等深入人心的气质外，更增添了些许神秘色彩，“勾”起了广州及广州周边普通的富裕民众对广州友谊的向往之情，使得广州友谊这个高端百货品牌经久不衰、愈发香醇。

表 1、公司经营的国际一线奢侈品牌

奢侈品品类	品牌名称
珠宝手表:	江诗丹顿、萧邦、积家、伯爵、卡地亚、劳力士、万宝龙、欧米茄等
时装服帽:	宝缇嘉(BV)、古驰、BURBERRY、BALLY、Gieves&Hawkes、登喜路、CERRUTI 1881、HUGO BOSS、ARMANI 等
顶级箱包:	RIMOWA (日默瓦)、TUMI (途明) 等

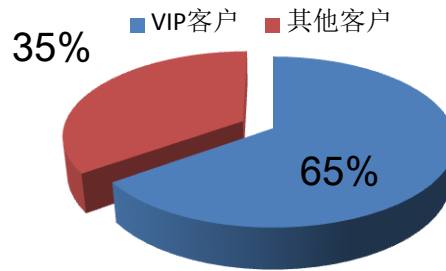
资料来源：公司实地调研、国海证券研究所

### 1.1、成功的 VIP 客户管理，构成公司坚固的护城河

公司市场竞争力的核心是公司的 **VIP 营销管理体系**。公司一直致力于加强 VIP 客户的维系和开发工作，视其为公司最为核心的商业资源，通过加强商品质量管控，延伸 VIP 服务内涵，提高顾客忠诚度，通过服务创新来促效益增长。在卓有成效的 VIP 管理体系运作下，公司已经拥有了超过 **10 万名忠诚的 VIP 客户群体**，最近几年这部分客户稳定的贡献了公司总销售额的 **60% 以上**，加上公司品牌在广州当地具有强大的美誉度，这类 VIP 客户群体对公司拥有极高的忠诚度，是块很强的“粘性资产”。

公司作为历史悠久的广州高端百货领军企业，在广州当地以及周边珠三角二线城市人民心目中，广州友谊就是“高档”与“奢华”的代名词。在商务送礼等应酬活动中，广州友谊的购物消费卡是非常体面的礼品。综合来看，友谊商场是广州以及周边富裕人群高端购物的首选，是区域内高端百货业毋庸置疑的龙头老大、行业标杆。

图 1、VIP 客户销售额占比



资料来源：公司调研、国海证券研究所

## 1.2、凭借先发优势，门店选址优越，布局合理

公司拥有将近 6 万平方米的自有物业进行出租，其中广州新中国大厦在 2011 年进行了提租，年租金从 6000 万提到了 1 个亿，11 年 4 季度开始生效，未来租金还有继续提升空间。目前公司每年拥有大约 1.2 亿的租金收入，约占净利润的 30% 左右。环市东总店 3.2 万坪和时代部分的 0.9 万坪亦属于公司自有物业。公司持有的物业均处于广州市内的繁华商圈，未来价值提升空间广阔，地产重估价值会大大提升公司资产规模，增厚每股净资产。公司利用得天独厚的先发优势，已在广州核心商圈的核心位置布局了门店，这些门店的利润增速稳定，是公司未来增长的中流砥柱。广州更作为中国经济第一强省广东的省会，拥有别的省会城市无法比拟的经济和社会资源，传导到下游百货企业，意味着大量的优质客源和良好的经济发展环境。

表 2、公司门店布局情况

门店	商圈	面积 (万坪)	性质	年租金 (万元)
环市东	环市东商圈	3.20	全部自有	
正佳	天河内商圈	3.00	租赁	约 4000
时代	天河外商圈	1.50	0.9 自有，其余租赁	约 500
南宁	南宁琅东商圈	2.00	租赁	约 350
环市东男馆	环市东商圈	2.30	租赁	约 7900
国金	珠江新城核心商圈	4.00	租赁	约 7700
佛山	佛山祖庙商圈	3.00	租赁	约 1800

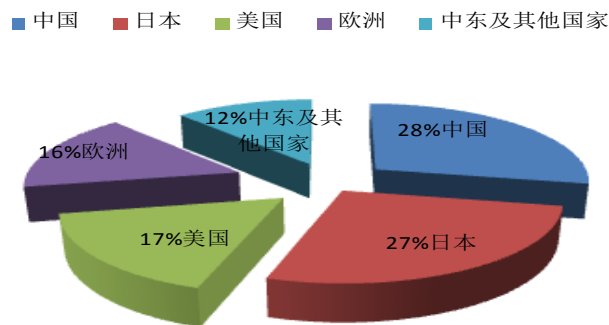
资料来源：公司调研、国海证券研究所

## 1.3、奢侈品税率下降可期，境外消费将回流内地

据世界奢侈品协会公布数据，截至 2011 年 12 月底，中国奢侈品市场年消费总额已经达到 126 亿美元(不包括私人飞机、游艇与豪华车)，占据全球份额的 28%，中国已经成为全球占有率最大的奢侈品消费国家。然而，相对于国外平均税率水平，我国较高的

奢侈品流通税率（不考虑浮动的关税，仅计算 30% 的消费税和 17% 的增值税），就直接导致我国的奢侈品终端价格比国外同类产品高出将近 50%，我国 56% 的奢侈品消费发生在境外，就是较高税率的直接结果。在我国稳增长、扩内需的大背景下，奢侈品税费的减免已经多次提上议程。假设税费下调，境外奢侈品消费将有望移至境内，届时以广州友谊类为代表的高端百货公司将从奢侈品消费的回流中直接受益。

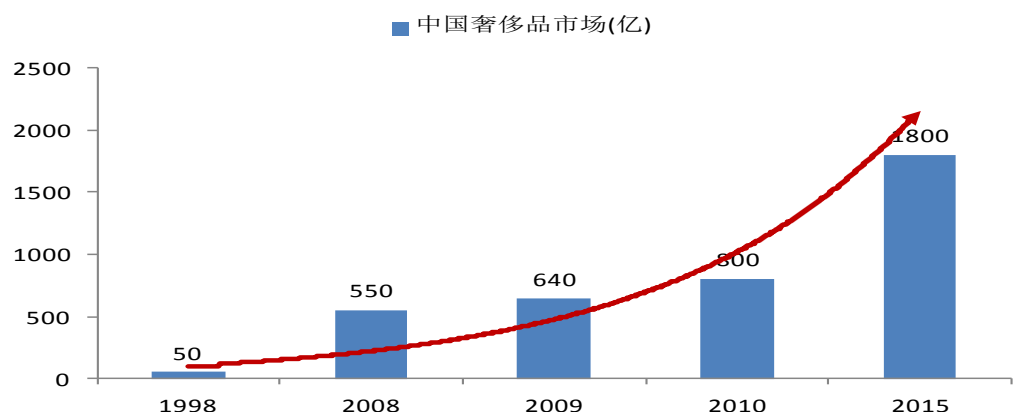
图 2、各国 2011 年奢侈品市场份额（除私人飞机、游艇、豪华车）



资料来源：世界奢侈品消费协会、国海证券研究所

根据麦肯锡估计，2015 年前，我国奢侈品消费总量将成为世界第一，达到 1800 亿元。在如此广阔的市场空间下，广友将凭借广州的省会优势，辐射中国经济第一强省广东，继续巩固其龙头的地位。

图 3、我国奢侈品消费近年来呈现快速增长



资料来源：世界奢侈品消费协会、国海证券研究所

综上所述，广州友谊在广州市内超过半个世纪的精耕细作，已然在品牌影响力和商场门店布局方面取得了有目共睹的成绩，有望继续分享我国消费升级带来的高端奢侈品消费成长果实；此外，接下去的国家相关政策预期如若兑现，将成为公司业绩最有效的催化剂。可以说，公司坐拥“人和”与“地利”，静待“天时”转机。

## 2、高管激励有效，管理层与流通股东利益一致

公司董事会规定，高管薪酬中的 20% 必须在二级市场上增持本公司股票，这个政策有效的统一了管理层与股东的利益，提高了管理层工作的积极性。

2011 年，公司包括董事长房向前，副董事长兼总经理王银喜和监事崔素娟在内的 6 位高管总共从公司领取薪酬 284 万元。

2007 年 5 月 31 日至 2012 年 6 月 21 日，公司各董事、监事和高管，累计从二级市场增持公司股票（股权激励），累计净增持股数为 28 万股，平均股价 18.81 元，总增持金额为 411 万元，相对于 2012 年 7 月 31 日的收盘价 11.53 元，累计折价超过 30%。通过连续的增持，公司高层某种程度上已经被戴上了“金手铐”，与广大中小股东利益保持了高度一致，把公司业绩做上去成为实现其职业价值的重要途径。因此，尽管公司是国有控股，但独特的管理层增持薪酬设计使得公司治理更加优化，长期发展动力十足。

表 3、增持回购情况

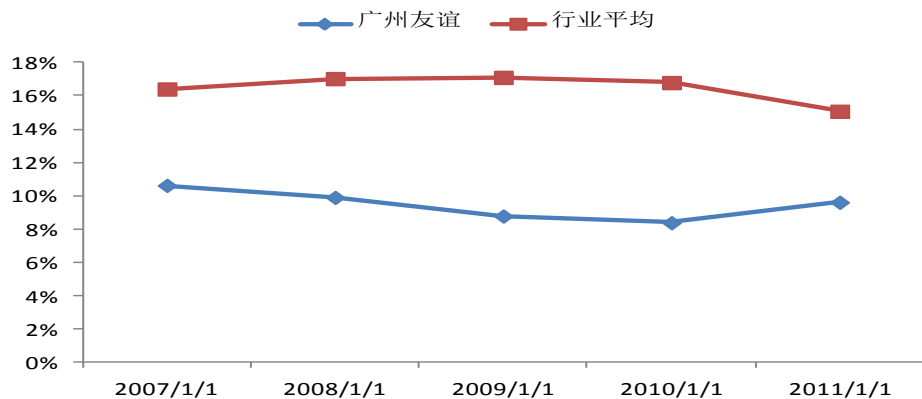
07年5月31日至12年6月21日高管增减持情况表(部分)						
日期	姓名	增持数	增持价	剩余股数	成交方式	职务
2012/6/21	梁玉琴	8,600.00	14.62	29,150.00	竞价交易	高管
2012/6/19	胡洁君	8,500.00	14.72	167,896.00	竞价交易	高管
2012/6/19	李浩	800.00	14.72	800.00	竞价交易	证券事务代表
2012/6/15	房向前	12,200.00	14.68	80,494.00	竞价交易	高管
2012/6/12	崔素娟	4,500.00	14.54	22,124.00	竞价交易	监事
2012/6/12	黎钢	8,500.00	14.69	32,185.00	竞价交易	高管
2012/6/8	王银喜	10,600.00	14.30	121,705.00	竞价交易	高管
2012/6/6	冯丽华	900.00	14.40	900.00	竞价交易	监事
2012/6/6	王暉	7,000.00	14.42	19,300.00	竞价交易	高管
2012/6/5	江国源	8,600.00	14.55	33,020.00	竞价交易	高管
2011/9/8	房向前	8,400.00	21.00	68,294.00	竞价交易	董事
2011/9/8	梁玉琴	5,300.00	20.86	20,550.00	竞价交易	高管
2011/9/7	胡洁君	5,800.00	20.90	159,396.00	竞价交易	高管
2011/9/5	王银喜	7,000.00	21.02	111,105.00	竞价交易	董事、高管
2011/8/29	黎钢	5,500.00	21.97	23,685.00	竞价交易	高管
2011/8/25	崔素娟	2,300.00	22.48	17,624.00	竞价交易	监事
2011/8/24	江国源	5,400.00	22.48	24,420.00	竞价交易	高管
2010/6/28	王银喜	4,200.00	23.80	104,105.00	竞价交易	董事、高管
2010/6/28	黎满传	2,700.00	24.00	97,240.00	竞价交易	高管
2010/6/28	苏媚	3,200.00	23.60	53,805.00	竞价交易	高管
2010/6/25	梁玉琴	2,000.00	23.65	15,250.00	竞价交易	高管
2010/6/25	梁满传	900.00	23.83	94,540.00	竞价交易	高管
2010/6/18	胡洁君	3,700.00	23.49	153,596.00	竞价交易	高管
2010/6/17	江国源	3,400.00	23.95	19,020.00	竞价交易	高管
省略部分.....						
<b>累计净增持股数</b>		<b>130,000.00</b>				
<b>增持总成本</b>		<b>4113675</b>				
<b>加权平均增持价格</b>		<b>31.64</b>	<b>2012/07/26收盘价</b>	<b>11.80</b>		
资料来源：同花顺iFind 国海证券研究所						

资料来源：同花顺 ifind、国海证券研究所



公司管理层在努力提高公司营收的同时，也一直尽力把费用控制在较优的水平。公司期间费用率一直控制较好，长期以来一直维持 9% 左右，低于行业 14% 的平均水平（参照 17 家 A 股可比百货类企业）。良好的期间费用率控制，体现了公司稳定而高水平的管理能力。

图 4、公司期间费用率长期低于行业平均水平



资料来源：公司数据、国海证券研究所

### 3、行业发展趋势：在新业态的冲击下，传统百货面临洗牌

传统百货业态在经历了 2000~2009 年这“黄金十年”后，原先的购物模式在新业态的冲击下，整个行业面临着深度洗牌的局面。大型购物中心与电子商务是传统百货业最重量级的两个挑战者，大型购物中心的“一站式服务”模式与电子商务的“便宜、高效和便捷”有效的弥补了传统百货业的不足。传统百货业要想在这残酷的竞争中胜出，必须精准定位自身的细分市场，突出完善自身的用户体验，强化固有的客户黏性，否则将会逐渐失去原先的市场份额。

#### 3.1、大型购物中心的挑战

2007 年之前，百货一直是大型 Shopping Mall 中主力店的优选对象，当时如果没有百货主力店进驻租赁 3 万平方米以上的商业面积，可能会使项目招商陷入困境---市场中缺少 1000-5000 平方米的中型租户：如果没有百货进入，则只能依赖大量的小面积店铺消化全部物业面积，使得难度非常大。2007 年以后，中型租户呈现快速增长态势，如 ZARA、H&M、MUJI 等都积极扩张开店，为业主提供了联合几家此类品牌来替代百货的可能性。同时，诸多这些品牌还具有设计特色或价格平易的优势，能够吸引大量人气，且平均租金支付能力亦高于百货，便更进一步强化了业主选择其取代百货的意向。如北京西单大悦城，超过 10 万的商业面积，未引进任何一家百货主力店，仅通过 H&M、ZARA、UNIQLO 等中型店铺，便在短时间内吸引了大量人流，成为时尚购物中心的经典项目。

大型购物中心所提供的“一站式服务”也是现代百货业的软肋。很多大型购物中心通过餐饮、电影院线、大型超市卖场、大型电子游艺场等积累了人气人流，再用这些积累的人气人流反哺其他品类租户，达到了非常好的效果，充分满足了顾客全方面的购物需求与体验。

所以，我们认为今后独立的百货业态将逐渐减少，新型的百货商业将成为大型购物中心的一部分，分享大型购物中心的人流与人气。

### 3.2、电子商务：对传统线下业务的颠覆

2011年，我国网络购物交易规模已经接近了8000亿元，占了社会零售消费总额的4.3%，并还在以年均50%以上的速度迅速扩张。B2C电商巨头已经将产品品类从传统大家电、3C类等逐步开始向全品类延伸。产品品类的完整度、品牌的丰富度相较于传统的线下百货店来说是有过之而无不及，价格更较之传统百货商店来说具有无可争议的优势。因此，我们判断百货业的市场份额被电商蚕食的长期趋势将无法逆转，蚕食的速度和最终的平衡点还有待进一步研究。

电商之间为了争夺市场份额，价格战趋于白热化，百货业无疑已经“躺着中枪”。刚刚搞完“史上最牛店庆月”的京东商城计划在今年第三四季度会掀起中国电商史上规模最大、最惨烈、最全面的价格战。作为回应，天猫商城已经确定拿出不低于10亿元现金补贴消费者，苏宁易购亦明确表示，“8·18是苏宁三周年店庆月，不见不散。”

硝烟过后，断壁残垣，唯一的赢家，只有消费者。百货业无疑是“躺着中枪”。

综上所述，我们认为在现今的市场格局下，传统百货业唯有放弃单店经营的模式，与大型购物中心结合，借用人流人气，并且在自己的产品品类上精准定位，找到属于自己的细分市场，突出强调线上消费所不具备的用户体验，方能在未来的竞争中脱颖而出。广州友谊，无疑已经走在了同业的前列。

## 4、各门店经营情况分析

**环市东总店**，分南北馆，位于环市东商圈，该商圈是广州最高档的商圈，丽柏广场、广州花园酒店、白云宾馆、世贸大厦等大批高档宾馆、餐饮场所云集于此，独一无二的商业氛围造就了环市东总店将近**8万的坪效，连续多年蝉联广州市单店销量冠军**。2011年税前营收29亿元，YoY25%，营收接近公司总收入的60%。其中2010年中才开业的男馆在总店的带动下成长迅猛，贡献了将近5个亿的收入。公司计划将来加宽男馆与总店2楼之间的连接天桥，使得南北馆能够形成一个有机的整体，更有效的发挥与总店之间的协调效应。品类方面，公司计划突出南北馆不一样的功能定位，将消费能力强的女性商品全部集中在总店，突出“时尚”、“高雅”的主题，更全面的服务好消费能力强的女性顾客群体。至于原先的餐饮和电器将全部移至男馆。未来环市东

男馆将快速度过培育期，成为总店内生增长的重要引擎，估计未来几年总店（包括南北馆）仍将继续维持每年 10% 以上的增速稳步增长。

**正佳店**，该店成立于 2005 年，位于繁华的天河商圈，该商圈定位中高档，**坪效 5.2 万**，2011 年营收超过 10 亿元，YoY20%，贡献了公司总收入的近 20%。得益于天河商圈的整体消费能力的发展，该店近三年的营收增速均在 20% 以上，表现了强劲的增长势头，是继总店之后，公司在单店经营上的另一个亮点。香港著名的商业地产商太古汇也看中了天河商圈的未来发展的前景，2011 年在该商圈内开设了太古汇购物中心，商品品类全部为奢侈品与国外二线名牌，与正佳店形成了错位经营，促进了商圈内的人气。我们估计，未来正佳店仍将维持 20% 以上的发展势头，是公司未来除了总店以外，内生性增长最重要的来源。

**时代店**，位于天河外商圈，该商圈定位中偏高档，是时代购物广场的主力百货门店，**坪效约 1.4 万**。2011 年营收 3 亿元，YoY5%。1999 年开业至今，该店表现低于预期，基于部分物业的自有与极低物业租赁费用，公司采取“维持经营”的战略决策。随着未来天河商圈的外扩，该店的商业氛围将逐步改善，未来业绩仍有继续增长的潜力。

**南宁店**，位于南宁琅东商圈，是公司外延式扩张的“第一站”，为公司进行持续性的外延式扩张积累了宝贵的经验。该店所属的商圈是南宁最繁华的商圈，但是由于该商圈竞争的日益激烈，梦之岛、万象城等定位高端的百货相继入住，对同为高端百货的广友南宁店带来了冲击，导致该店增长一直比较缓慢，**坪效约 1 万**。2011 年营业收入 2 亿元，YoY6%。

**国金店**，位于珠江新城核心商圈，定位高档，目前**坪效约 1 万**。该店于 2010 年 11 月才正式开业，目前尚处于培育期，基于已有的周边基础消费群（国际金融中心附近聚集了五家高级酒店、十多个政府机构，以及多栋甲级写字楼和 2 家外国总领事馆），我们非常看好该商圈未来商业氛围的发展以及消费档次的提升。该店 2011 年营收 3.8 亿元，亏损 0.2 亿元，预计该店会在 12 年扭亏，开始贡献利润。

**佛山店**，位于佛山传统的祖庙商圈，定位高档，由于 2011 年底才开业，11 年尚未贡献利润。该店是公司外延式扩张的第二站，公司计划将佛山店建成佛山的“环市东”，定位当地最高档商圈。预计 2014 年扭亏为盈。

**长隆奥特莱斯店**，长隆购物公园位于长隆生态城的商业走廊内，是广东首家集购物、旅游、餐饮、娱乐等为一体的旅游休闲类奥特莱斯购物公园，周围多个的主题公园和配套酒店已经布局完毕，如国家 5A 精品景区：长隆旅游度假区、香江野生动物园、长隆欢乐世界等。本来公司公告预计 2013 年底开业，但由于各种因素，该项目开业时间可能被无限延迟。基于北京燕莎奥特莱斯和上海青浦奥特莱斯的成功先例，如若长隆项目顺利实施，在度过培育期后的长隆项目，将有望对广友的整体业绩有翻番的贡献，因此我们会对该项目给予持续跟踪与关注。

综上所述，公司的 6 家门店可以分为 3 类。第一类现金奶牛，环市东总店与正佳店，经营状况稳定，业绩非常优异，贡献了公司大部分利润，并持续稳定增长，是公司的中坚力量。第二类待改善型，南宁店和时代店，开业期比较长，增速比较慢，需要调

整和转型，已达到公司资源的最优配置。第三类潜力型，国金店，佛山店以及环市东男馆，开业期短，均处于培育期，但初期表现优异，商圈发展潜力大，是公司未来业绩的亮点所在。

## 5、财务分析：历史业绩优异，财务状况良好

公司历史业绩表现优异，财务优势明显。2011 年实现营业收入 44.58 亿元，归属母公司净利润 3.67 亿元，同比分别增长 24.34%和 12.20%，十年 CAGR 分别为 15.14%和 22.79%，体现了公司长期且稳定的业绩增长能力，利润增速长期大幅高于营收增速，体现了公司对成本控制的长期驾驭能力。

图 5、营业收入 10 年稳步增长

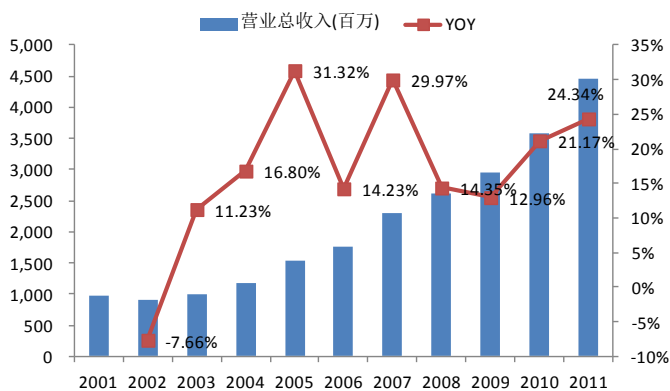
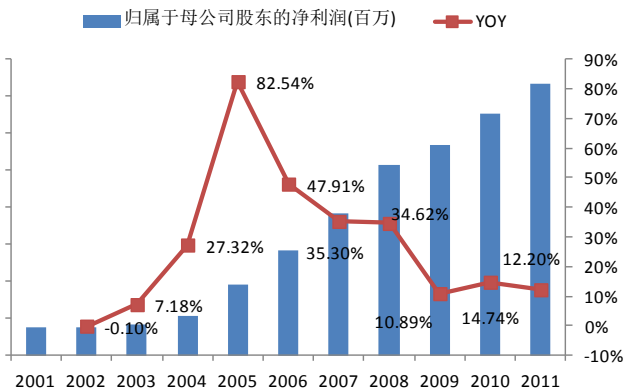


图 6、归属母公司净利润以大于营收的增幅稳定增长



资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

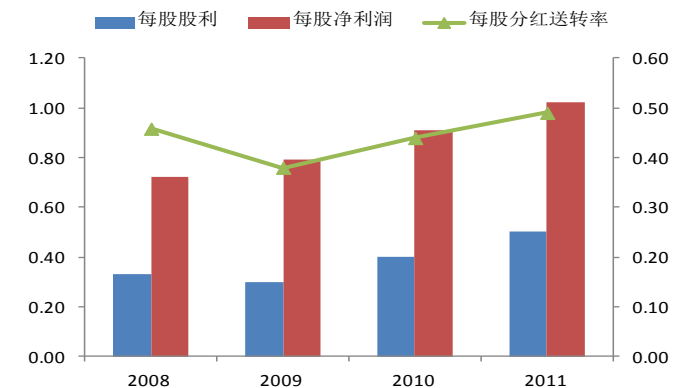
2008 年到 2011 年，公司累计派息将近 5.5 亿元，4 年平均派息率 44.44%，4 年累计分红对 2011 年净利润覆盖率为 149.60%，稳定的分红政策体现了公司管理层非常重视对流通股东的回报。根据 2012 年 07 月 31 日收盘价 11.53 元计算，如今后公司维持 50% 的派息率，公司股息率将达到 4.35%。同期央行 1 年期定存基准利率为 3%，商业银行上浮上限为 1.1 倍，也就是说个人 1 年期存款所能获得的最高利率水平也只有 3.3%，大大低于广州友谊的同期股息率，暗示着广州友谊的长期投资价值凸显，并且具备了较强的安全边际。

表 4、公司近年来对股东的现金回报可观且稳定

000987.SZ		广州友谊近年来分红情况			
年份	2008	2009	2010	2011	
每股股利	0.33	0.30	0.40	0.50	
每股净利润	0.72	0.79	0.91	1.02	
当年分红率 (%)	46%	38%	44%	49%	
3年累计分红覆盖率 (%)	138.2	128.7	127.6	131.9	

资料来源：Wind、国海证券研究所

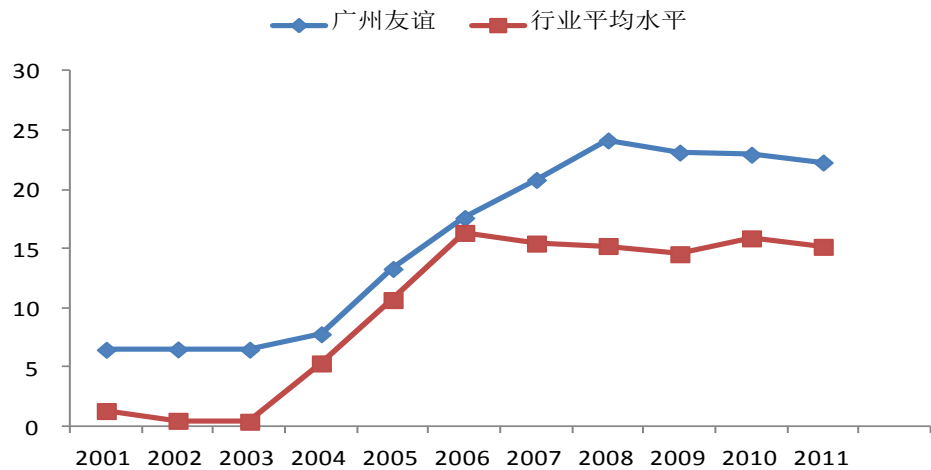
图 7、派息率一直维持在 50%左右



资料来源：Wind、国海证券研究所

2011 年公司 ROE 22.29%，近 5 年平均 ROE 为 22.67%，高于行业平均 15% 将近 7 个百分点，体现了公司相对于其他百货类上市企业更加强大的盈利能力与效率。

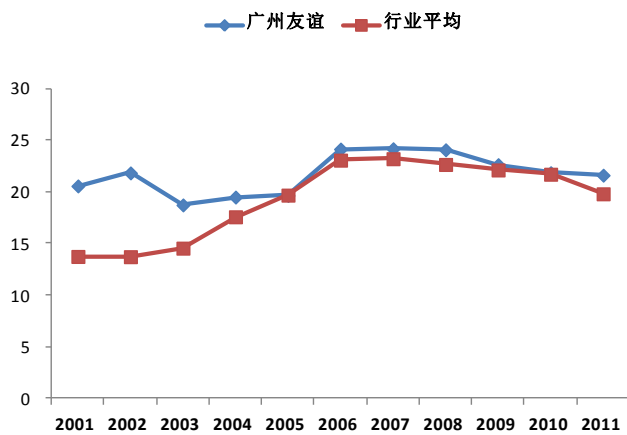
图 8、广州友谊 ROE 明显高于行业平均水平(17 家同行业可比样本股)



资料来源：Wind、国海证券研究所

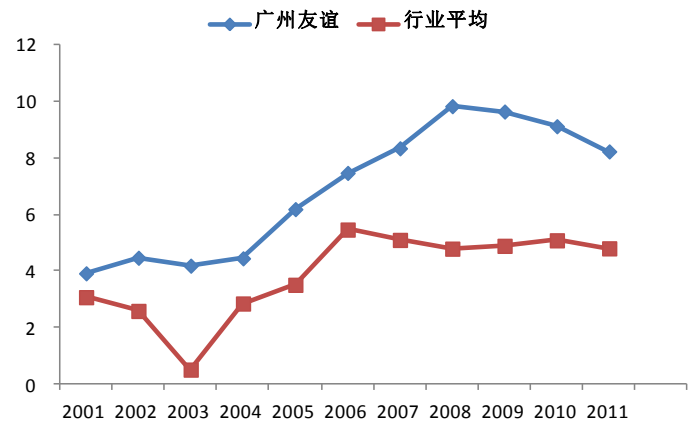
公司 2011 年毛利率和净利率分别为 21.60% 和 8.23%，亦长期高于行业内其他企业。但是，我们注意到公司近几年毛利开始有下滑的趋势，据我们分析，主要系公司新开店较多，品类的调整导致毛利不可避免的出现下滑。随着新店度过培育期，毛利亦会出现相应改观。

图 9、毛利率略高于行业平均(17 家样本企业)



资料来源： Wind、国海证券研究所

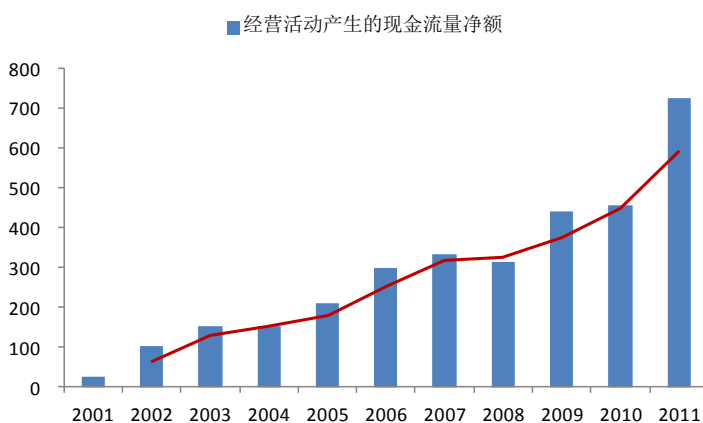
图 10、净利率大幅高于行业平均水平 (17 家样本企业)



资料来源： Wind、国海证券研究所

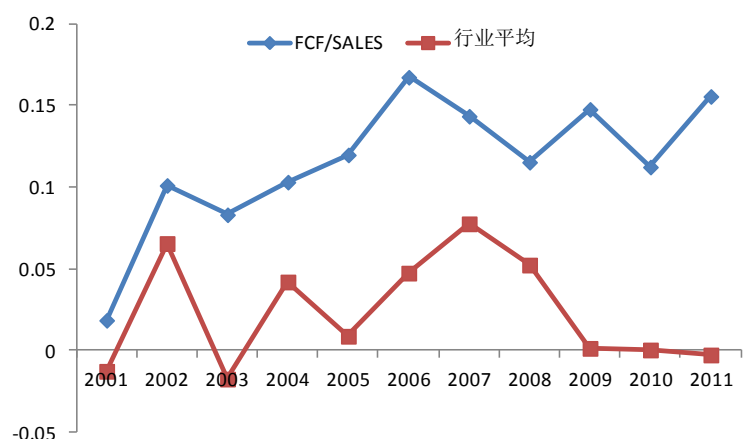
在财务分析中特别要强调的是公司强大的经营性现金流。公司 2011 年经营性现金流净额为 7.27 亿元，十年 CAGR 为 19.18%。公司 2011 年 CFO/SALES 和 FCF/SALES 分别为 16.31%和 15.55%，大大高于行业同期水平。体现了公司强大的销售转化现金能力以及在低 CAPEX 下的销售现金转化能力。

图 11、经营性现金流逐年稳步上升



资料来源： Wind、国海证券研究所

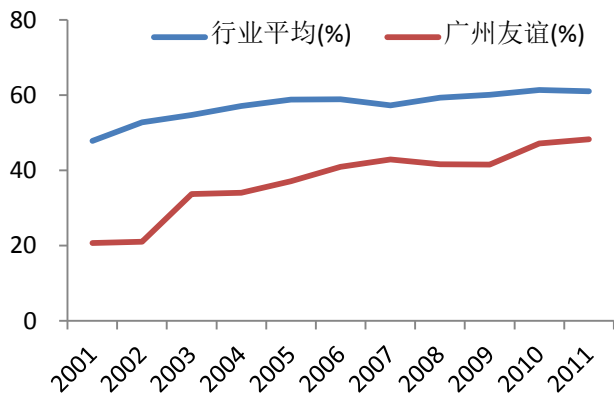
图 12、FCF/SALES 大幅高于行业平均水平 (17 家样本)



资料来源： Wind、国海证券研究所

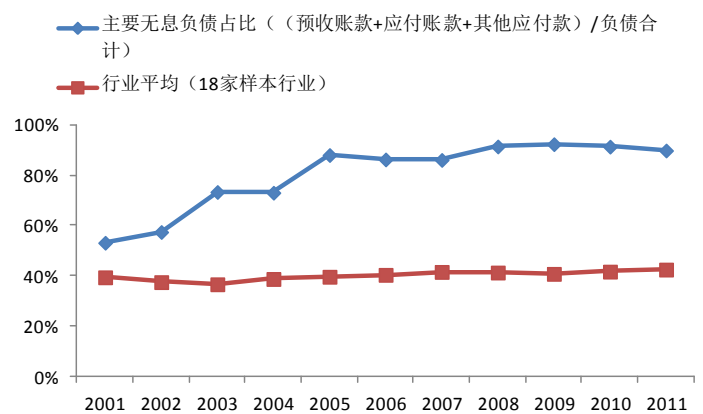
公司资产负债表非常健康。有息负债非常少，体现了公司良好的财务状况以及“侵占”上下游资源的非对称优势。

图 13、资产负债率一直维持低位



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 14、无息负债占总负债比大幅高于行业平均水平



资料来源: Wind、国海证券研究所

综上所述,公司历年的财务表现非常优异,营收增速高效且稳定,公司的销售转化现金能力非常强劲,管理层也非常重视股东回报,有息负债占债务比例极低,是两市中不可多得的、股息回报堪比固定收益类投资的优秀百货类上市公司。

## 6、盈利预测

### 盈利预测主要假设:

1、2012 年公司 1 季度营收出现了同比-4.52%的负增长,表明 2012 年经济形势依然非常严峻,全年形势根据我们预测基本和 1 季度情况差不多,全年营收同比增速在 (-5%~5%)范围内,我们取最小值-2%作保守预测,2013、2014 年由于公司门店逐步度过培育期,盈利能力开始回升,保守估计增速分别为 10%和 12%。

2、2011-2014 年综合毛利率 21.6-21.81%,培育期内的门店商品品类的调整会对毛利产生一定影响,但在逐步度过培育期后,产品品类趋向稳定,毛利亦会逐步回升至原先水平,呈前低后高走势。营业、管理费用率分别为 7.1%、2.8%。

3、公司自有物业新中国大厦产权问题即将解决,因此在 2012E 的固定资产项目里新增了 1 个亿。

4、政府补贴、所得税率维持目前水平。

**2012、2013 和 2014 年每股收益分别为 1.09、1.15 和 1.31 元。**

表 5、盈利预测

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	4458	4375	4824	5420
增长率(%)	24%	-2%	10%	12%
净利润(百万元)	367	392	413	469
增长率(%)	12%	7%	5%	14%
摊薄每股收益(元)	1.02	1.09	1.15	1.31
ROE(%)	20.85%	20.04%	19.08%	19.57%

资料来源：国海证券研究所



## 7、估值

### 7.1、未来股利贴现法 14.70 元

DDM 法：每股 14.70 元

表 6、未来股利贴现法估值每股 14.70 元

DDM 估值模型							
测算年度	2012	人民币百万元					
	年数	利润增长	股息率	备注			
第一阶段	3		50%	净利润增长采用盈利预测结果			
第二阶段	7	12%	50%				
永续阶段		3.00%	70%				
无风险收益率	3.3%	1年期定存税收收益					
风险溢价	8.0%	风险溢价率一般在7-10%之间					
β系数	1.00	根据历史数据计算得到					
风险折现率	11.30%						
第一阶段	2012	2013	2014				
净利润	392.20	412.72	469.20				
股息	196.10	206.36	234.60				
折现值	196.10	185.41	189.38				
小计	570.89						
第二阶段	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
净利润	525.50	588.57	659.19	738.30	826.89	926.12	1037.25
股息	262.75	294.28	329.60	369.15	413.45	463.06	518.63
折现值	190.57	191.77	192.98	194.19	195.41	196.64	197.88
小计	1359.45						
永续阶段	2022	2023...					
净利润	1068.37						
股息	747.86						
折现值	256.37	3088.80					
小计	3345.18						
总价值	5275.51	备注					
发行在外股份数	358.96	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值					
每股价值(元)	14.70	发行在外股份数为公司总股本, 包含B股、H股及其他海外股					

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 7.2、未来自由现金流贴现法 19.71 元

FCFF 法：每股 19.71 元

表 7、自由现金流估值每股 19.71 元

FCFF估值模型					
测算年度	2012				
<b>Assum</b>					
贝塔β	1.00	股权资本成本Ke	14.7%	适用税率	25.1%
无风险利率	3.3%	债务成本Kd	6.0%		
市场预期收益率	9.00%	债务比率D/(D+E)	0%	WACC值	14.7%
<b>第一阶段</b>					
	2012E	2013E	2014E	第一阶段 SubTotal PV 1227.51  第二阶段 SubTotal PV 2638.60  永续阶段 SubTotal PV 3208.39	
EBIT	476.36	497.98	566.27		
息税后利润NOPLAT	356.85	373.05	424.21		
折旧与摊销	22.55	32.18	28.30		
营业现金毛流量	379.40	405.23	452.51		
追加营运资本	57.12	-81.98	-133.62		
资本支出	-80.24	29.40	25.87		
减值准备	0.00	0.00	0.00		
FCF	402.51	457.81	560.27		
APV	402.51	399.14	425.86		
<b>第二阶段</b>					
期初FCF	560.27	中期年限	7	第二阶段 SubTotal PV 2638.60	
FCF增长率	10.00%	实际增长率	-4.10%		
<b>永续阶段</b>					
期初FCF	1091.80			永续阶段 SubTotal PV 3208.39	
FCF增长率	3%	实际增长率	-10.20%		
Total PV	7074.50	备注			
发行在外股份数	358.96	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值			
每股价值	19.71	发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股			


资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 7.3、按重置成本估值

公司现有将近 6 万坪商用物业在进行出租，其中新中国大厦在当期贡献了将近 1 个亿的净利润，虽然公司报表中没有明确披露，但根据利润表推算，公司的租金总收入因该在 1.2 亿左右，另外公司还有 4 万坪左右的其他物业用于自有经营。在寸土寸金的广州，这 10 万坪左右的物业无疑是笔价值不菲的隐形资产。公司自有经营的环市东总店距离地铁淘金站仅有 116 米，淘金站周边旺铺可比单价在 35 万/平方米，我们按照每 100 米递减 5 万/平方米，楼层每往上一层也递减 5 万/平方米得到环市东总店的估

值，时代店同理推算。在对这些物业进行市价重新估值后，发现这些物业的价值合计**45 亿左右**，已超过当前总市值，再次暗示了公司目前具有足够的安全边际，长线投资价值显著。

表 8、淘金路站附近百货物业

	<b>淘金环市路地铁口一线街铺</b> <span style="color: green;">多图</span>	<b>40平米</b>
正佳东方国际广场 越秀区环市东路370-372号		
类型：购物中心/百货，楼层：1/54层，341250元/平米		
中原地产 何文飙 <a href="#">查看电话</a> 144天前更新		

资料来源：搜房网、国海证券研究所

表 9、广州友谊各物业情况

物业类型	用途	区位	面积（万坪）	市值（亿）
商铺	出租	天河北、解放路、新中国大厦、江南西和保税区等地	3.2	14.0
写字楼	出租	友谊商业大厦、北京路广百大楼2层	2.0	2.0
仓库	出租	位置过于零散	0.8	0.8
百货楼层	自有经营	环市东总店（一楼商铺15万/平方米）	3.2	26.0
百货楼层	自有经营	时代店部分（3万/平方米）	0.9	2.5
	合计			45.3

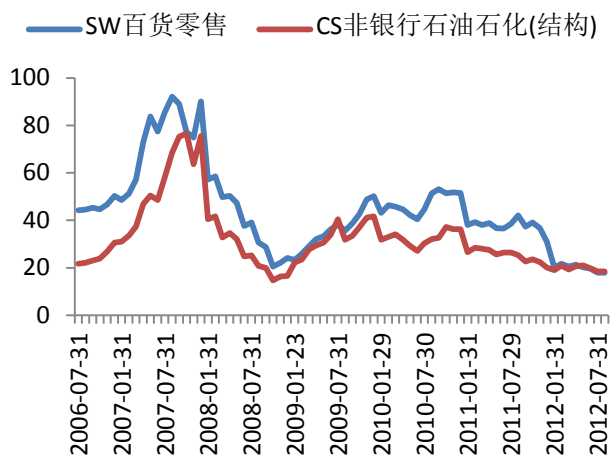
资料来源：公司调研、搜房网、国海证券研究所

## 7.4、相对价值评估：估值倍数折价明显，具吸引力

### PE 法：估值优势明显，可以享受行业平均 12 年 14.4 倍 PE 估值

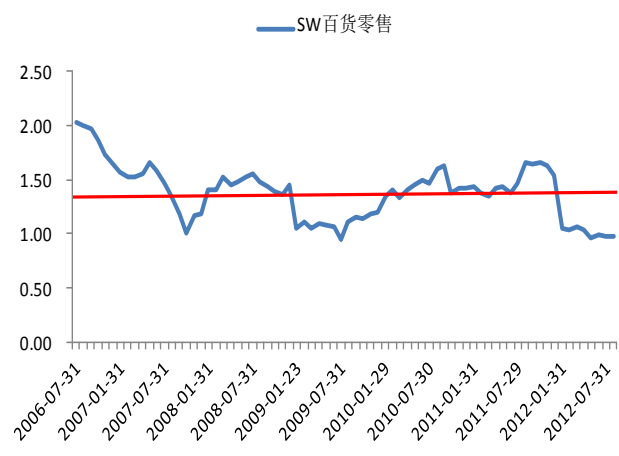
得益于典型的消费行业属性，商业零售行业多年来保持着对整体市场一定程度的估值溢价。根据历史数据测算，2006 年 7 月以来百货零售子行业对剔除掉银行石油石化的全部 A 股的 PE 估值倍数均值是 1.38，而现在剔除银行和石油石化的市场 12 年的预测市盈率为 14.9 倍，子行业的估值倍数仅为 0.97。

图 15、百货零售和市场 06 年以来 PE 表现



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 16、百货零售子行业对市场长期估值倍数中枢 1.38



资料来源：WIND、国海证券研究所

参照 2012 年 7 月 31 日收盘价 11.53 元，2012-2014 年广州友谊动态市盈率分别为 10.8 倍、10.2 倍和 9.3 倍，12 年预测市盈率相对于大盘和行业有约 30% 的折价。即使考虑到电子商务冲击、高端消费受宏观经济影响等因素，这一估值水平还是极具吸引力的。综合考虑公司在广州乃至珠三角高端人群中业已形成的品牌形象和行业地位、攻防兼备的门店布局、核心地段自有物业的重估价值、稳健的财务结构、独特的管理层激励模式以及强劲经营性现金流支撑下 4% 以上的股息回报率，我们认为公司的合理估值不应低于行业平均水平，可以享受行业平均 12 年 14.4 倍 PE 的估值水平，首次给予公司“增持”评级。

表 10、商业零售板块 PE 估值倍数情况

板块名称	11PE 估值		12PE 估		13PE 估	
	11PE 倍数	12年预测PE 值倍数	12年预测PE 值倍数	13年预测PE 值倍数	13年预测PE 值倍数	13年预测PE 值倍数
SW商业贸易	18.58	1.01	14.42	0.97	11.74	0.97
<b>SW百货零售</b>	<b>17.96</b>	<b>0.97</b>	<b>14.41</b>	<b>0.97</b>	<b>11.78</b>	<b>0.97</b>
SW专业连锁	14.48	0.78	13.27	0.89	11.33	0.93
SW商业物业经营	28.59	1.55	18.04	1.21	13.68	1.13
SW贸易III	24.05	1.30	14.37	0.97	10.87	0.90
全部A股（剔除非银行石油石化）	18.47	1.00	14.85	1.00	12.13	1.00

资料来源：Wind、国海证券研究所

## 8、风险提示

公司未来主要风险为：

1. 公司成熟门店内生增长低于预期
2. 公司新增门店培育期过长，增长低于预期
3. 新业态和新进入者的冲击超过预期 如：电子商务，太古汇购物中心等
4. 新租赁门店费用的大幅增长
5. 宏观经济景气度持续低迷导致消费减少超过预期

图 17、财务预测与估值

证券代码: 000987.sz		股票价格: 11.80		投资评级: 增持		日期: 2012/7/31			
<b>财务指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	21%	20%	19%	20%	EPS	1.02	1.09	1.15	1.31
毛利率	22%	22%	22%	22%	BVPS	4.90	5.45	6.02	6.67
期间费率	11%	10%	10%	10%	<b>估值</b>				
销售净利率	8%	9%	9%	9%	P/E	11.54	10.80	10.26	9.03
<b>成长能力</b>					P/B	2.41	2.17	1.96	1.77
收入增长率	24%	-2%	10%	12%	P/S	0.95	0.97	0.88	0.78
利润增长率	12%	7%	5%	14%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
总资产周转率	1.31	1.22	1.24	1.26	营业收入	4458	4375	4824	5420
应收账款周转率	97.48	97.48	97.48	97.48	营业成本	3496	3412	3772	4238
存货周转率	19.31	15.87	15.87	15.87	营业税金及附加	56	55	61	68
<b>偿债能力</b>					销售费用	347	308	353	384
资产负债率	48%	45%	44%	44%	管理费用	121	124	141	164
流动比	1.78	1.86	1.94	1.99	财务费用	(39)	(47)	(53)	(60)
速动比	1.66	1.72	1.80	1.85	其他费用/(-收入)	5	0	0	0
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营业利润	483	524	551	626
现金及现金等价物	2316	2382	2673	3032	营业外净收支	7	0	0	0
应收款项	46	45	49	56	利润总额	490	524	551	626
存货净额	181	218	242	271	所得税费用	123	131	138	157
其他流动资产	328	322	355	399	净利润	367	392	413	469
<b>流动资产合计</b>	<b>2871</b>	<b>2967</b>	<b>3319</b>	<b>3757</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
固定资产	165	245	215	190	归属于母公司净利润	367	392	413	469
在建工程	0	1	1	1	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
无形资产及其他	22	22	19	17	经营活动现金流	727	403	271	241
长期股权投资	5	5	5	5	净利润	367	392	413	469
<b>资产总计</b>	<b>3400</b>	<b>3578</b>	<b>3897</b>	<b>4308</b>	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	23	23	32	28
应付款项	651	645	714	802	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	682	669	714	802	营运资金变动	337	(12)	(173)	(256)
其他流动负债	283	283	283	283	投资活动现金流	(330)	(81)	29	26
<b>流动负债合计</b>	<b>1616</b>	<b>1598</b>	<b>1710</b>	<b>1887</b>	资本支出	13	(81)	29	26
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(0)	0	0	0
其他长期负债	24	24	24	24	其他	(343)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	筹资活动现金流	(331)	(196)	(206)	(235)
<b>负债合计</b>	<b>1640</b>	<b>1621</b>	<b>1734</b>	<b>1910</b>	债务融资	0	0	0	0
股本	359	359	359	359	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1761	1957	2163	2398	其它	(331)	(196)	(206)	(235)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3400</b>	<b>3578</b>	<b>3897</b>	<b>4308</b>	现金净增加额	66	125	95	33

资料来源: 国海证券研究所

## 【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
胡建	010-88576898-832	13693335969	huj03@ghzq.com.cn

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn