

2010年5月21日

广州友谊

今明两年外延式扩张加速

A
未有评级

000987.SZ- 人民币 23.15

过去十年广州友谊仅开出三家新店，与其他区域龙头公司相比扩张风格较为保守，百货业态发展以内生性增长为主。09年年底至今公司陆续披露了四个储备项目，旗舰店面积扩大以及奥特莱斯名品折扣店带来的外延式扩张值得期待。

主要发现

- 四家门店合计经营面积约8万平米，其中一半左右为自有物业。今年前四个月公司整体同店增长约在20%左右。环市东店销售收入增速略高于公司整体收入增速。考虑到低基数效应逐步减弱，我们预计2季度开始主力门店销售增速将逐步放缓。
- 2009年4季度至2010年1季度公司陆续披露了四个储备项目，其中广州市三个，佛山市一个。按照目前开店计划，我们估算2010年和2011年百货经营面积将分别增加54%和41%，2011年公司百货经营面积将较09年末翻一番达到近17万平米。
- 经过约三年的培育，公司首家外埠门店南宁店已经实现盈亏平衡，预计2011年开业的佛山店是公司走出广州，进入省内二线城市的又一次尝试。

主要风险

- 多个新开项目以及进入新的业态使得人力资源面临挑战。
- 新开门店开办费等一次性支出将拖累今年业绩。

郑媛
 (8621) 6860 4866 分机 8517
 yuan.zheng@bocigroup.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300207110252

重要数据

发行股数(百万)	359
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	8,310
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
广州市国资委	51.9

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	2,620	2,959	3,611	4,884	6,172
变动(%)	14.4	13.0	22.0	35.3	26.4
净利润(人民币 百万)	257	285	338	427	533
全面摊薄每股收益(人民币)	0.72	0.79	0.94	1.19	1.48
变动(%)	34.6	10.9	18.6	26.3	24.7
市盈率(倍)	32	29	25	19	16
净资产收益率(%)	22.4	21.7	21.9	23.1	25.3
每股股息(人民币)	0.33	0.30	0.35	0.45	0.56
股息率(%)	1.4	1.3	1.5	1.9	2.4

资料来源：公司数据及万得资讯

百货业务经营情况

广州友谊目前广州拥有三家门店（环市东旗舰店、正佳店和时代店），并于 07 年 7 月在广西南宁开设了旗下第一家省外门店。四家门店合计经营面积约 8 万平米，其中一半左右为自有物业。旗舰店环市东店是公司最重要的收入和利润贡献来源，09 年该门店同店增长约 8%，税前销售收入突破 20 亿元，占公司零售业务收入的 60%。今年前四个月公司整体同店增长约在 20% 左右。由于 2009 年前四个月可比基数较低（去年同期同店增长为负），今年前四个月环市东店销售收入增速略高于公司整体收入增速。考虑到低基数效应逐步减弱，我们预计 2 季度开始主力门店销售增速将逐步放缓。

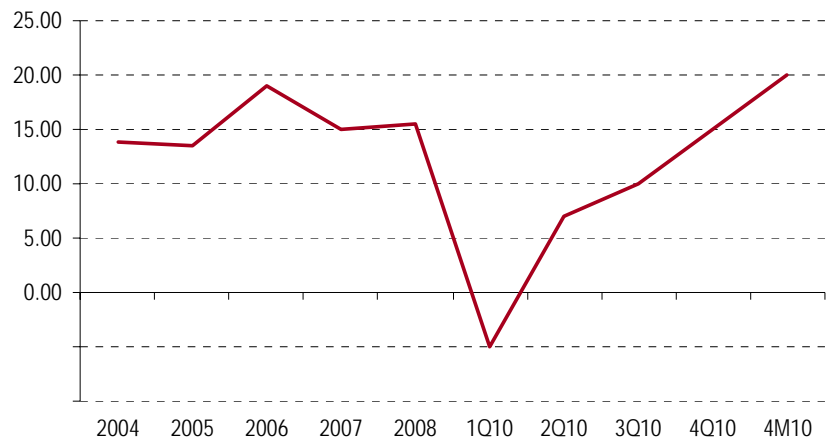
广州友谊自开设首家百货门店起经营历史超过三十年，同时由于较早明确了中高端消费市场定位，友谊品牌在当地认知度较高。来自 VIP 顾客消费占公司销售总额的比重由 01 年的 30% 左右提高到 60% 以上，显示出其高端消费群体的忠诚度不断提高。2009 年环市东店客单价为 1,200 元，其余三家门店客单价也达到 900-1,000 元。经过约三年的培育，公司首家外埠门店南宁店已经实现盈亏平衡，09 年贡献销售收入 1.7 亿元，达到管理层预期。

图表 2. 百货门店基本情况

门店	开业时间	经营面积(平方米)	物业	备注
环市东	1978	26600	自有	旗舰店，位于广州最高档购物休闲的核心商圈
时代店	1999	13000	自有为主	天河北路时代广场内
正佳店	2005	22000	租赁	正佳广场主力百货
南宁店	2007	15000	租赁	09 年已经实现盈亏平衡
储备项目	预计开业时间	建筑面积(平方米)	物业	备注
环市东扩场	2010 年 10 月	约 2.5 万	租赁	物业紧邻旗舰店，计划修建人行天桥与老店连接
国金中心店	2010 年 11 月	38440	租赁	珠江新城 CBD 商圈
长隆购物公园	2011	约 5 万	租赁	位于番禺长隆生态城，采用名品折扣的经营模式
佛山店	2011	30338	租赁	毗邻佛山市商业最成熟传统的祖庙商圈

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 2004 年以来环市东店销售收入同比增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

今明两年外延式扩张加速

04 年以来公司通过环市东店挖潜改造和正佳店租赁面积增加实现了经营面积扩充。但是过去十年公司仅开出三家新店，与其他区域龙头公司相比扩张风格较为保守，百货业态发展内生性增长为主。2009 年 4 季度至 2010 年 1 季度公司陆续披露了四个储备项目，其中广州市三个，佛山市一个。按照目前开店计划，我们估算 2010 年和 2011 年百货经营面积将分别增加 54%和 41%，2011 年公司百货经营面积将较 09 年末翻一番达到近 17 万平米。

环市东店扩场

2004-2008 年，公司通过压缩办公区面积等方法对旗舰店环市东店进行了三次扩容，经营面积累计增加约 50%至 2.7 万平米。在场地调整的过程中，环市东店销售收入一直保持了两位数增长。然而作为核心商圈的主力门店，经营场地不足仍限制了该门店进一步商品组合调整，同时也影响到部分高档品牌入驻。根据公司今年初签订租约计划租赁东侧世贸商场 2.5 万平米用于环市东店扩充，其中商业经营约 2 万平米，其余 5,000 平米将用于餐饮等辅助业态转租。第一期租约期限 6 年，双方约定到期后将再续约 6 年。第一期每年固定租金 7,883 万元，约合 8.6 元/平米/天。我们假设新增商业部分租赁面积按照 60%使用率计算，世贸商场并入后环市东店经营面积将增加约 45%。世贸商场租赁部分之前用于转租给个体商铺经营，公司计划 6 月起开始进场封闭装修，预计装修费约 3,000 万元（五年摊销），计划于今年国庆前开业。由于与原有门店实现对接，新馆在共享环市东店客流的同时能够节约一定的人工等运营成本，因此缩短培育期。公司预计扩充部分百货业态收入达到约 5 亿左右能够实现盈亏平衡。

公司计划将世贸商场部分改造成为男士馆，环东店二至四层改造为女士馆，侧重不同的消费需求。目前环市东店的商品组合中，服装饰品销售收入贡献约 40%，化妆品、黄金首饰和精品服饰贡献 30%，食品类和电器类分别贡献约 15%。经营面积扩充过程中门店品牌调整将以服装饰品类和保健食品类为重点。考虑到环市东店优越的地理位置和成熟稳定的消费群，我们对环市东店扩场改造持积极看法。世贸店运营后，一线品牌销售贡献将有所下降，长期看来环市东店综合毛利率仍有进一步提升的空间。

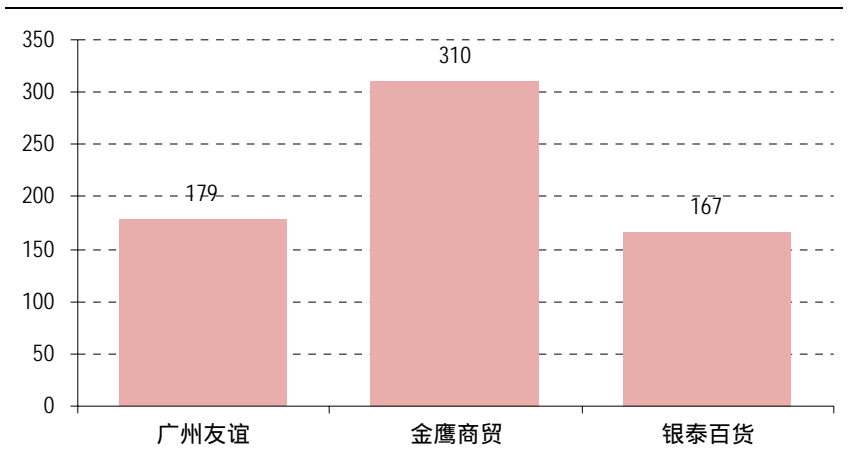
对比同业**金鹰商贸集团**（3308.HK/港币 13.40, 买入）和**银泰百货**（1833.HK/港币 6.74, 持有）旗舰店坪销，我们认为环市东店仍有进一步提升的空间。广州友谊环市东店与同样侧重中高端客群的金鹰新街口店定位类似，但 09 年日均坪销仅为后者的 58%；环市东店坪销略高于银泰武林店，而武林店更侧重青春市场和白领阶层为主力客群。

图表 4. 2004-2008 年环市东店面积三次扩大

时间	经营面积（万平米）		备注
	扩店前	扩店后	
2004	1.8	2.36	投入资金 3,600 万元，通过“北扩工程”和“西扩工程”新增经营面积 5,600 平方米，增加停车位 180 个
2007	2.36	2.51	通过经营场地调整和挖潜增加经营面积约 1,500 平方米
2008	2.51	2.66	增加经营面积约 1,500 平方米

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 2009 年广州友谊、金鹰商贸和银泰百货旗舰店日均坪销比较



资料来源：公司数据，中银国际研究

新开门店

国金店项目位于发展中的珠江新城 CBD 商圈。国际金融中心 500 米范围内共聚集了五间五星级以上酒店，十四个政府机构（包括两个外国总领事馆），十二栋甲级、超甲级写字楼，是高端客户群体密集区域，也是未来广州发展核心区。公司租赁国金中心裙楼近 4 万平米物业，租期十五年，合计固定租金和销售额分成不超过 13 亿，约合每平米日均 6 元。由于目前周边区域住宅入住率较低，我们预计开业初期国金中心项目将以临近区域商务办公人士为主要客群，保守预计培育期 3 年左右。

长隆友谊奥特莱斯项目位于番禺区长隆生态城内，租赁建筑面积约 5 万平米，租期 15 年。长隆生态城是一个经营较为成熟的综合度假项目，其中布局三个公园（野生动物园、水上乐园、欢乐谷）以及多家星级酒店和高尔夫球场，吸引了广州及周边珠三角区域大量客流。总项目规划面积 12 万平米，公司目前租赁部分作为一期开发，规划设计为 1-3 层园林式门店，预计名品折扣业务综合毛利率 12-13%。目前招商尚未启动，但是借助公司与知名品牌长期合作关系，公司对品牌引进持乐观态度。该门店预计将于 2011 年下半年开业。

图表 6.2010 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年 1 季度	10 年 1 季度	同比变动(%)
销售收入	774	951	23
销售成本	(590)	(740)	25
销售及分销费用	(51)	(58)	15
管理费用	(21)	(20)	(7)
营业利润	103	122	18
净财务收入	3	3	1
税前利润	106	125	18
税金	(26)	(31)	18
税后利润	79	94	18
可分配利润	79	94	18
主要比率(%)			
毛利率	24	22	
经营利润率	13.5	13.0	
净利率	10	10	
销售和管理费用率	9	8	

资料来源：公司数据，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371