

2010年7月14日

广州友谊

蓄势待发

A
买入

000987.SZ - 人民币 25.10

目标价格: 人民币 28.30

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

刘都

(8210) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

秉承友谊免税店的资源禀赋,公司较早明确了坚持差异化和品质化的高级精品百货经营定位,在区域市场赢得较高品牌美誉度和客户忠实度。随着立足广州、布局华南扩张战略逐步推进,广州友谊将不断受益于我国最富裕东南地区的中产阶层扩大和高档品类消费诉求提升。首次评级买入,目标价格28.30元。

支撑评级的要点

- 公司过往经营历史出色,费用控制严格。随着环市东扩场、正佳店化妆品调整到位以及南宁店扭亏,我们认为现有门店内生性增长仍值得期待。我们预计2010-2012年四家门店同店增长为18%、15%和14%。
- 根据目前开店计划,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。我们认为这些项目在商圈选择、地域布局和新业态方面较好兼顾了短期和中长期利益,挖掘旗舰店经营杠杆以及培育新的增长点并行。
- 我们对储备项目逐一进行经营分析,我们认为新开项目对业绩拖累有限,2012年开始公司净利润增速将恢复到33%。我们看好旗舰店扩场以及进入品牌折扣领域探索。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(10)	3	1.3	17.7
相对新华富时	18	3	22.6	42.8
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	359
流通股(%)	48
流通股市值(人民币 百万)	4,231
3个月日均交易额(人民币 百万)	52
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
广州市国资委	52

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

评级面临的主要风险

- 开店进度低于预期或培育期延长。
- 竞争环境加剧以及管理层激励计划调整。

估值

- 目前股价较A股同业2010和2011年平均市盈率折价12%和7%。基于市场平均估值溢价10%,我们将广州友谊目标价格设为28.30元,相当于25倍2011年市盈率。

图表 1. 投资摘要

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	3,644	4,958	6,052
变动(%)	14	13	23	36	22
净利润(人民币 百万)	257	285	333	401	535
全面摊薄每股收益(人民币)	0.712	0.782	0.927	1.118	1.490
变动(%)	33.7	9.9	18.5	20.6	33.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.941	1.094	-
全面摊薄市盈率(倍)	34.4	31.3	26.4	21.9	16.4
每股现金流量(人民币)	0.88	1.23	1.65	2.24	2.52
价格/每股现金流量(倍)	27.9	20.0	14.9	10.9	9.7
净资产收益率(%)	22.8	19.7	14.1	10.7	7.4
每股股息(人民币)	0.220	0.300	0.417	0.503	0.671
股息率(%)	0.9	1.2	1.7	2.1	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

目录

投资概要.....	3
坚持精品百货差异化定位.....	5
储备项目：看好旗舰店扩场和奥特莱斯业态探索.....	10
管理层激励.....	16
盈利预测和假设.....	18
附录一、区域经济.....	24
附录二、商业竞争格局.....	25
研究报告中所提及的有关上市公司.....	29

投资概要

区域中高端精品百货市场领导者

唯一的高端百货投资标的

广州友谊在广州经营历史超过三十年，锁定中高端客层并深耕细作区域市场，形成了良好的品牌美誉度和强大的会员消费基础。09年公司旗舰店客单价超过1,200元，公司整体VIP会员消费占比超过60%，均明显优于同业平均水平。我们认为稳定的会员消费贡献意味着广州友谊在区域中高端精品百货市场享有优势地位，而区别于大众百货的差异化定位也有助于避开激烈竞争。

旗舰店经营杠杆再挖掘

环市东店经营历史超过三十年，对公司百货业态销售收入和毛利贡献超过60%。我们将环市东与金鹰商贸和银泰百货旗舰店三家门店进行对比。从定位角度，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相近，但是2009年环市东店日均坪销为183元，仅相当于新街口店的58%。通过此次扩场调整，环市东商品组合将发生显著变化。女性服饰品类面积将扩大一倍，同时一线品牌和家电销售贡献将有所下降，因此我们认为借助扩场对老店经营杠杆的挖掘，环市东店综合毛利率将进一步提升，坪销也有增长的空间。

“新老交替”合理过渡

外延式扩张值得期待

广州友谊过去十年公司仅开出三家门店，过往扩张风格相对保守谨慎。07年南宁店开业标志着公司跨区域扩张开始。今年8月至2011年将陆续开出四个储备项目，其中广州市三个，佛山市一个。根据目前开店计划，我们估算2010年和2011年百货经营面积将分别增加53%和40%，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，成为有史以来发展最快时期。我们判断新开门店对业绩拖累主要影响在2011年，我们预计在2012年起公司将进入新一轮快速增长期。

估值与评级

给予 10% 估值溢价

我们预计 2010-2012 年净利润复合增长率为 27%，2010 年净资产收益率 22.1%，显著优于同业平均水平。我们认为公司管理水平优秀、扩展战略明晰且经营风格稳健，应当享有一定的估值溢价。目前股价较 A 股同业 2010-12 年平均市盈率折价 12%、7% 和 15%，具有估值优势。基于市场平均估值溢价 10%，我们将广州友谊目标价格设为 28.30 元，相当于 25 倍 2011 年市盈率。首次评级**买入**。

图表 2. 同业估值

公司	市值 (人民币 百万)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			每股收益复合 增长率 (%)	市销率 (倍)	净资产收益率 (%)
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
鄂武商	7,573	0.58	0.73	0.93	26	20	16	27	0.8	18.3
百联股份	14,622	0.46	0.54	0.57	29	25	23	11	1.2	7.8
重庆百货	8,625	1.37	1.74	2.23	31	24	19	28	1.0	17.4
欧亚集团	3,836	0.85	1.09	1.28	28	22	19	23	1.0	13.9
成商集团	5,927	0.35	0.53	0.86	46	31	19	56	3.0	24.5
王府井	13,746	1.24	1.64	1.98	28	21	18	27	1.1	16.1
东百集团	3,638	0.36	0.44	0.52	30	24	20	21	2.3	16.4
新华百货	6,524	1.11	1.32	1.54	28	24	20	18	1.7	22.3
大厦股份	4,596	0.66	0.823	0.961	13	11	9	21	0.7	21.7
合肥百货	7,541	0.47	0.59	0.76	33	27	21	27	1.0	18.4
银座股份	7,232	0.792	1.075	1.300	32	23	19	28	0.8	16.9
A 股平均					29.5	23.0	18.5	26	1.4	17.6
广州友谊	8,644	0.93	1.12	1.49	26	22	16	27	2.4	22.1

资料来源：万得资讯，中银国际研究预测

坚持精品百货差异化定位

门店布局广州和南宁

广州市内三家门店分布于越秀区环市东商圈和天河商圈内，首家外埠门店位于广西南宁琅东商圈。公司较早明确了坚持差异化和品质化的高级百货经营定位，四家门店经营国际著名品牌 160 多个，其中国际一线品牌 60 多个，尤其在进口手表、珠宝、化妆品等提升门店档次的奢侈品和名品品类形成明显的比较优势，因此得以在竞争激烈的区域市场中处于领先地位，拥有忠实稳定的顾客群。

图表 3. 百货门店基本情况

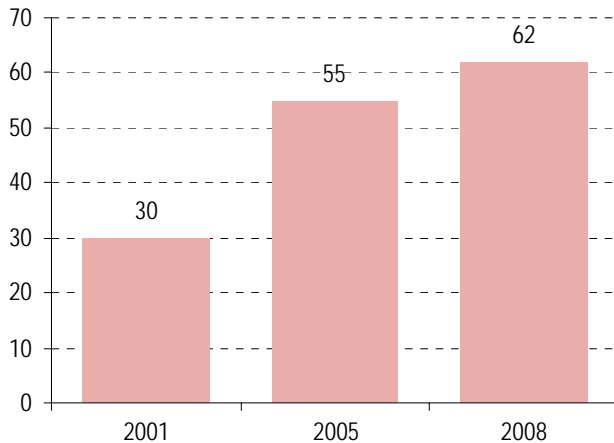
门店	开业时间	经营面积(平方米)	物业	备注
环市东	1978	26,600	自有	旗舰店，位于广州最高档购物休闲的核心商圈
时代店	1999	13,000	自有为主，租赁约 4000 平	天河北路时代广场内
正佳店	2005	22,000	租赁	正佳广场主力百货
南宁店	2007	15,000	租赁	09 年已经实现盈亏平衡

资料来源：公司数据，中银国际研究

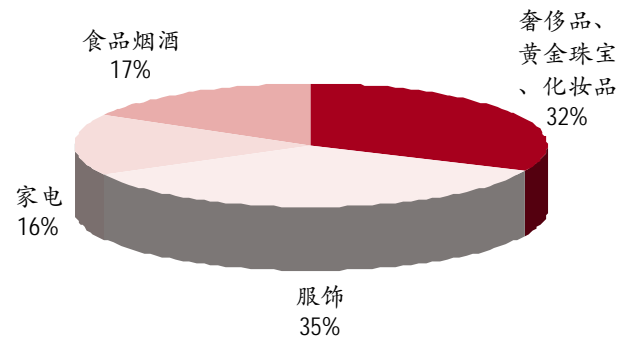
会员消费占比明显优于同业，显示其差异化定位和品质服务

旗舰店：环市东仍然是重中之重

环市东店经营历史超过三十年，对公司百货业态销售收入和毛利贡献超过 60%。借力于“友谊商店”美誉度和市场影响力，该门店较早确立中高端定位的精品百货路线，锁定当地富裕消费者为主要客群，并通过品牌组合调整升级、针对性的会员营销和完善的服务体系，形成了良好的口碑和强大的顾客忠诚度。1996 年开始推行 VIP 贵宾制度。目前 VIP 会员人数超过十万，会员消费占比由 2001 年的 30% 提高到 08 年的 62%，其中 700 多人的钻石 VIP 群体对销售贡献达到二亿元。2009 年客单价在 1,200 元左右。

图表 4. 广州友谊 VIP 会员消费占比


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 广州友谊商品组合


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 部分品牌进驻广州友谊时间表

引进时间	品牌
1987 年	迪奥 (迪奥全国首家门店)
1988 年	施华洛士奇
1990 年	劳力士
1994 年	欧米茄
1995 年	登喜路、万宝龙
1996 年	资生堂、SK-II、萧邦表
1997 年	卡地亚、BURBERRY、兰寇、江诗丹顿
2000 年	伯爵表
2001 年	BALLY
2002 年	香奈尔
2003 年	CERRUTI 1881
2005 年	GIADA
2006 年	VERTU 手机、LA MER
2007 年	HUGO BOSS
2008 年	HR、阿玛尼
2009 年	Gieves & Hawkes、La Prairie

资料来源：网络信息，中银国际研究

定位中高档精品百货的友谊总店，立足“奢侈品专业高级店”的丽柏广场以及花园酒店商业部分共同打造了广州市高档消费最核心的环市东商圈。2004 年丽柏广场 (La Perle) 在环市东店西侧开业，建筑面积 1.2 万平米，二、三层与环市东店对接打通。该店主营世界顶级奢侈品牌，覆盖 LV、Fendi、爱玛仕等在内的约 30 个国际一线品牌。丽柏广场与环市东店部分客层重叠，且同样重视对 VIP 会员的私人化贵宾服务，因此形成了一定的互补和错位。

通过三家旗舰店经营数据对比，环市东坪销仍有提升空间

我们将环市东店与同业金鹰商贸和银泰百货旗舰店进行比较。三家门店均为自有物业，从门店面积来看，环东店与新街口店基本相当；如果剔除约 3,000 平米美食广场，武林店面积较上述两家门店大 15-20%。2009 年环东店客单价达到 1,200 元，远高于新街口店（781 元）和武林店（714 元）。我们认为主要原因在于商品组合差异。男女服饰品类是百货业商品组合中最重要的组成部分。2009 年该品类对金鹰商贸和银泰百货销售贡献分别为 59% 和 53%，而广州友谊贡献占比仅为 35%。此外，环市东店销售收入中约 20% 来自大家电品类贡献，而其他两家门店仅经营少量小家电品类。同时，家电品类贡献较高导致环东店综合毛利率略低于其他两家门店。

对比三家门店坪销数据，从定位角度，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相近。2009 年环市东店日均坪销为 183 元，仅相当于新街口店的 58%。同期银泰武林店日均坪销为 162 元，如果剔除 3,000 平米美食广场，则武林店日均坪销为 177 元，与环市东店较为接近，而武林店更侧重青春时尚和白领阶层。

图表 7. 典型百货经营企业旗舰店对比

	广州友谊 环市东店	金鹰商贸 新街口店	银泰百货 武林店
开业时间	1978 年	1995 年 12 月 24 日	1998 年 11 月 1 日
经营面积(平方米)	26,600	25,034	33,780
物业性质	自有	自有	自有
2009 年销售收入(人民币 百万)	1,778	2,834	1,993
销售同比增速(%)	8.0	8.6	12.6
旗舰店占集团销售收入比例(%)	64.0	34.7	31.4
日均坪销(元/平米/天)	183	310	162
2009 年客单价(人民币)	1200	780.9	714
综合毛利率(%)	20	22	22

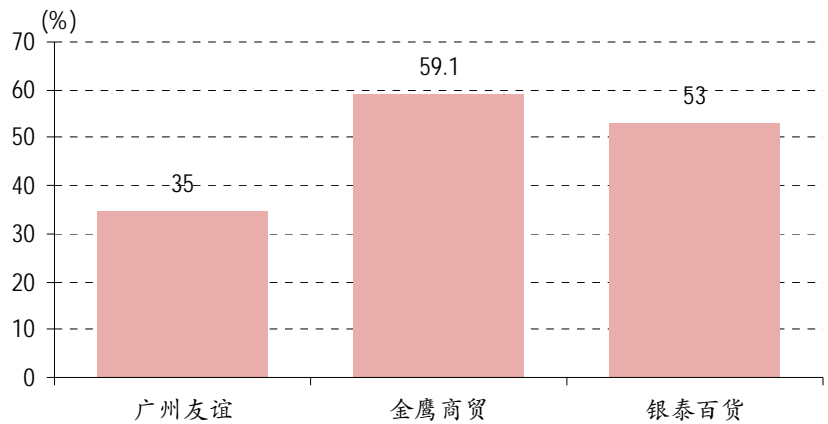
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 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 3600 万元，通过“北扩工程”和“西扩工程”新增经营面积 5600 平方米，增加地下停车位 180 个
2007	2.36	2.51	增加经营面积约 1500 平米，用于婴幼儿/儿童服饰、玩具品类扩充
2008	2.51	2.66	增加经营面积约 1500 平米，主要扩充冰洗、彩电和音箱等大家电品类

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 9. 2009 年广州友谊、金鹰商贸和银泰百货服饰类对公司商品组合的贡献对比



资料来源：公司数据，中银国际研究

门店自身调整渐入佳境，正佳购物广场整体氛围提升

正佳店：步入收获期

广州市内的正佳店与时代店同属天河商圈，毗邻百货公司有 1992 年开业的天河城百货（天河城购物中心）以及 2006 年开业的广百股份中怡店。与环市东商圈对比，以天河城和正佳广场等几个摩尔业态为主的天河商圈偏重青春市场和家庭式消费，因此广州友谊在保持中高端定位的同时，在正佳店和时代店有针对性地对品牌组合进行了调整，特别是服饰品类品牌更加年轻时尚。广州友谊正佳店是正佳广场购物中心的主力百货，该门店 2005 年 1 月与购物中心同年开业。正佳广场通过多种主题营销和假日推广活动，商业氛围逐步提升，2008 年底出租率达到 98%。

2008-2009 年公司在 2-3 层扩充经营面积约 2,000 平方米，将原来位于一层的个别精品服饰和珠宝品牌所处楼层上调，为化妆品品类升级和新品牌引进腾出更多空间。在引进了迪奥和香奈尔等品牌后，2010 年 4 月该门店化妆品国际知名品牌基本全部到位，为进一步良性增长打下基础。

时代店短期内难有明显起色

广州友谊时代店同样位于天河商圈，是天河体育中心北部地区大型购物中心时代广场的主力百货。该门店经历了约三年左右的培育期，2002年实现经营性利润18万元。2009年时代店增加了二楼中庭约500平米租赁面积，用作过季货品折扣广场，配合节庆不定期进行主题营销活动。除了广州友谊主力百货之外，时代广场其余约3万平米商业部分以小商铺的形式分割出租，业态涵盖服饰、家居和餐饮。我们认为自身体量不足以及时代广场其他商业业态定位差异是制约该门店销售提振的主要原因。由于位置偏离商圈核心区域，时代广场小商铺部分覆盖的品牌定位和档次与百货主力门店有一定差距，因此限制了聚客力和业态组合进一步提升的空间。

南宁：战略意义重大

2007年广州友谊首家外埠门店南宁地王店开业。依托公司精品百货领域多年积累的供应商资源，通过增加与品牌厂商直接合作的方式，公司克服异地展店诸多困难，在南宁店成功引进了多个名表、高级服饰、珠宝等高端品牌。2009年南宁店实现销售收入1.69亿元，同比增长45%，并于当年实现盈亏平衡。2010年上半年该门店通过新一轮的调整升级，重点调整服装、皮鞋、皮具箱包品类，并增加了针对VIP会员服务的“友谊轩”。

我们认为南宁店开设仅仅是公司发展西南市场的开始，首家跨省门店在三年内实现扭亏更加坚定了管理层布局省外市场的信心。

储备项目：看好旗舰店扩场和奥特莱斯业态探索

过往扩张风格偏保守

四个储备项目全部开业后，
2011年公司百货经营面积将
较09年末翻一番

尽管在广州市场实现了同城加密且布局一家异地门店，但是与其他区域性百货龙头相比，公司外延式发展速度较为保守。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。根据目前开店计划，我们估算2010年和2011年百货经营面积将分别增加53%和40%，2011年公司百货经营面积将较09年末翻一番达到近17万平方米。

四个储备项目将合计新增9万平方米经营面积，其中约65%新增面积为固定租约。固定租金的租约模式将在运营初期给新店带来较大压力，但是我们认为这些项目在商圈选择、地域布局和新业态方面较好兼顾了短期和中长期利益。短期看来，旗舰店经营面积提升是进一步挖掘其经营杠杆最有效的方式；番禺奥特莱斯折扣店是公司首次真正尝试品牌折扣的经营业态。

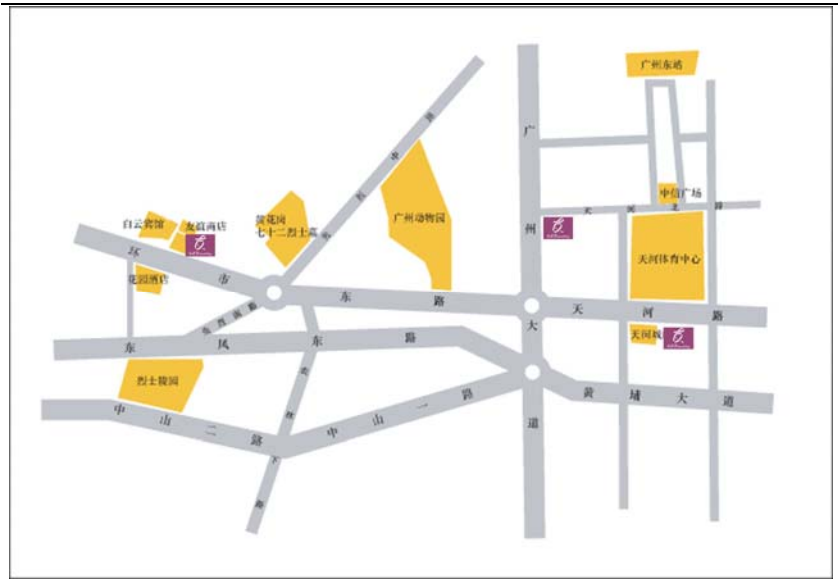
长隆旅游度假公园业已存在的稳定客流和较为完备的综合配套设施为开设名品折扣购物广场搭建良好平台。相对于目前较多采用自建物业独立运营的折扣广场店，广州友谊选择了一种相对稳健的方式涉足这一业态，保底加营业额提成的租约形式也降低了初期的运营风险。另外，在世贸商场和国金店两个项目中，公司计划分别将20%面积转租用于品牌餐饮经营，我们认为转租获得的租金收入也会缓解开业初期较高的运营开支；由于转租租约时间可控，公司在进一步调整商品组合的时候享有主动权。

图表 10. 2010—2011 年储备门店租约情况

项目名称	租赁面积 (平方米)	地区	租约性质	租期	租金
世贸商场(扩店)	25,000	广州环市东商圈	固定租金	6+6年	年租金7883万，合8.6元/平米/天
国金中心	44,709	广州珠江新城	固定租金	7+7年	年租金7655万，合4.7元/平米/天
长隆奥特莱斯	50,000	广州番禺	保底+分成	15年	年保底租金3000万，营业额分成3.5%-5%，两者取其高
佛山国际商业中心	30,338	佛山禅城区	固定租金	15年	年租金1800万，合1.6元/平米/天

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 11.广州市内储备门店示意图



资料来源：公司资料，中银国际研究

环东店与世贸商场连通将解决旗舰店面积不足并促进商品组合调整

世贸商场：旗舰店经营杠杆再挖掘

旗舰店扩容是连锁百货经营企业挖掘经营杠杆并实现运营资源最大化的有效途径。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，经营场地体量不足仍限制了该门店进一步商品组合调整空间，同时也影响到部分高档品牌入驻。

根据今年初签订租约，公司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%。

世贸商场位于广州世界贸易中心大厦裙楼部分，之前主要用于转租给个体商铺经营，另外还涵盖招商银行网点、屈臣氏以及若干品牌餐饮。目前世贸商场在二楼通过连廊与环市东店连通。公司已经于 6 月开始进场封闭装修，预计装修费约 3,000 万元（五年摊销），计划于 2010 年 8 月中旬开业。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。

服饰品类将重点强化

结合环市东店精品百货定位以及现有商品组合中服饰品类较薄弱的情况，公司计划利用此次扩场，对服装饰品和运动类进行重点调整，将世贸商场打造为精品男士用品馆，涵盖高档男装、休闲和高尔夫系列、运动品牌、男士饰品以及雪茄等礼品类。利用老店中腾出的空间，扩充环东店二至四层女性服饰品类，在原有约 200 个服饰类品牌的基础上，计划引进 30-40 个新品牌，并对现有品牌布局进行调整，女性服饰品类的经营面积将增加一倍。

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，一线品牌和家电销售贡献将有所下降，因此我们认为借助扩场对老店经营杠杆的挖掘，环市东店综合毛利率将进一步提升。

国金中心：战略布局崛起中的珠江新城

国金店项目位于城南发展中的珠江新城 CBD 商圈。珠江新城位于天河、越秀和海珠三区交界处，其发展规划始于 1993 年，广州市在 2003 年进一步明确建设中央商务区的目标与定位。目前地铁三号线已经建成通车，五号线和珠江新城地下集运系统将于今明两年投入使用。区内聚集众多政府机构、公共服务、文化设施。目前珠江新城住宅物业发展成熟，该片区作为广州高端住宅区的地位已经奠定。²

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域。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，约合每平方米日均租金 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。

² 《广州优质写字楼专题报告》世邦魏理仕

图表 12. 国金中心店示意图



资料来源：公司资料，中银国际研究

长隆奥特莱斯：探索名品折扣业态

首次进入名品折扣业态

公司计划以租赁物业的方式开设经营奥特莱斯业态的长隆友谊购物公园。租赁位于广州番禺区汉溪大道建筑面积约 5 万平米物业，租期 15 年，采取保底租金和营业额提成相结合的租赁模式。长隆生态城项目规划面积 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，引进品牌折扣店专柜经营。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。该店预计将于 2011 年下半年开业。

长隆友谊购物公园项目是公司首次拓展名品折扣业态。综合考虑品牌资源和硬件条件，我们对该项目前景持乐观态度。我们认为该项目具有以下几个特点：

- 一、名品折扣业态毗邻游乐园形成联动效应，为消费者带来旅游+休闲+购物一站式体验。长隆旅游度假区的游乐度假功能增加了体验式购物内涵。此外，合作方长隆集团还将在购物公园内增加 1 万平米左右的餐饮区域，使得业态组合更加完善。

- 二. 度假公园的客流将有效降低开业初期人气不足的风险。作为国家 5A 级精品景区，长隆公园已经运营多年并吸引了广州及周边珠三角区域大量客流。根据长隆集团网站信息，2008 年该旅游度假区接待游客量突破 1,000 万人次。³
- 三. 广州友谊多年来积累的国际品牌供应商资源和稳定成熟的 VIP 客户资源。近年来公司曾在环市东店尝试以会员为主要对象的国际品牌折扣活动，在短短几天的时间内销售情况超过预期，这也增强了公司进入该业态的信心。
- 四. 公共交通和快速路完善。广州地铁 3 号线汉溪长隆站直接连接长隆欢乐世界，从天河体育中心站搭乘地铁仅七站路程。东连华南快速干线，西接 105 国道，新光快速干线紧靠游乐园，从周边区域自驾车前往也便利。

2006 年初开业的天河城百货欧莱斯名牌折扣店位于番禺区北部的迎宾路、华南快速干线南端入口处，建筑面积约 1.3 万平米，我们预计该门店 09 年销售收入约 1.8 亿元，实现净利润超过 2,000 万元。我们认为，广州友谊长隆项目在体量和地理位置上均优于竞争对手。

佛山店：省内二线城市再尝试

从经济总量来看，佛山市仅次于深圳和广州居广东省第三位，且当地社零总额保持较高增速，09 年当地零售总额增长达到 20%，高居珠三角首位。广州友谊选址佛山传统商业核心区域——祖庙商圈，项目位于佛山国际商业中心，毗邻瑞安集团开发的“岭南天地”商业、住宅、酒店、写字楼综合项目。门店建筑面积约 30,000 平米，租期 15 年，年均租金 1,800 万，合日均租金 1.63 元/平米。由于所处商圈配套成熟、地理位置优越且租金较为低廉，我们认为佛山店发展潜力值得期待。依托公司在精品百货领域积累的供应商资源和经验丰富的管理团队，我们相信佛山店将和广州现有三家门店形成协同效应。

³国家 5A 级精品景区长隆旅游度假区地处广州番禺，是一个经营较为成熟的综合度假项目，其中布局三个主题公园（野生动物园、水上乐园、欢乐世界）、马戏城、星级酒店和高尔夫球场等。

涉足佛山是公司走出广州进入省内二线城市的第二次尝试。2003年12月，公司曾经在中山市开设首家外埠门店。由于门店体量偏小（经营面积近6,000平方米）、商圈衰落以及商业配套设施缺失，中山店于2005年8月停业，累计亏损563万元。我们认为佛山店开设将是公司进入省内二线城市的一个开始，未来公司可能继续有选择地进入其他经济较为发达的地市级市场。

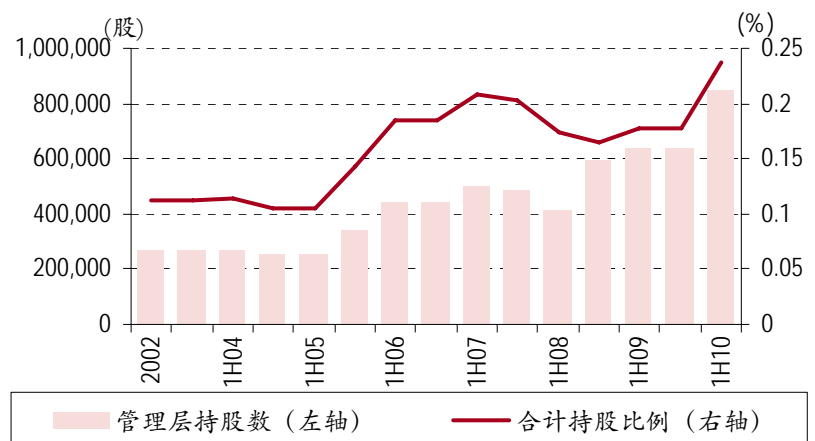
管理层激励

根据2003年股东大会通过的《广州友谊股权激励制度》，如果净资产收益率达到8%，公司将提取不超过当年利润总额的7%作为激励基金，以现金和股票方式对高层管理人员和业务骨干进行奖励。根据公司定期报告披露信息，2005-06年实际按照不超过利润总额的5%提取激励基金，2008年实际按照不超过利润总额的2%提取。其中长效激励基金和用于二级市场购入股票各占一半，股票锁定期三年。

期待更加灵活的激励计划

2010年2月，公司董事会审议通过了公司《高级管理人员绩效考核办法》，明确“以正面激励为主，奖扣相结合”的考核原则。截至2010年6月，我们推算公司高管团队直接持有上市公司约0.24%股份；考虑业务骨干等其他员工持股并未公开披露，我们推算公司员工合计直接持股比例在0.5%左右。根据万得咨询统计数据和公司披露信息，我们推算2007-10年高管购入公司股票价格算数平均值为24.36元。我们认为，更加灵活的激励计划将有助于推动其盈利能力不断提高。

图表 13. 2002—2009 年管理团队合计持股变化



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 14. 2007-2010 年高管二级市场购入公司股票均价



注：1、购入股价均包括交易税费

2、2009 及 2010 平均购入价根据万得咨询管理层持股信息推算

资料来源：公司数据，中银国际研究

盈利预测和假设

现有门店收入预测

老店经营杠杆能够充抵新开
初期亏损

预计2010—2012年老店同店增长为18%、15%、14%

2009年旗舰店环市东店贡献百货业务销售收入的64%，并且预计今年上半年销售收入同比增长达到20%左右，对公司业绩增长至关重要。综合考虑区域竞争格局和商圈发展情况，我们认为环市东商圈在广州中高档消费市场中地位将继续巩固；我们判断扩场项目将解决服饰品类相对薄弱的不足，并强化广州友谊在环市东商圈中的领导地位。

2005年正佳店开业当年实现销售收入2.56亿元，当年即盈利；06-09年销售收入复合增长率23%。我们判断2010年上半年该门店销售收入同比增速超过20%。随着今年4月国际化妆品品牌引进到位以及超大体量购物中心正佳广场聚客力不断提升，我们预计正佳店销售收入将进入利润快速成长期。

随着正佳、南宁店快速成长以及新项目逐步开业，我们判断公司对单一门店依赖性将有所下降，从而降低业绩波动的风险。我们预计2012年环市东店对百货业务收入贡献将降至50%以下。

图表 15. 百货分门店同店增长假设

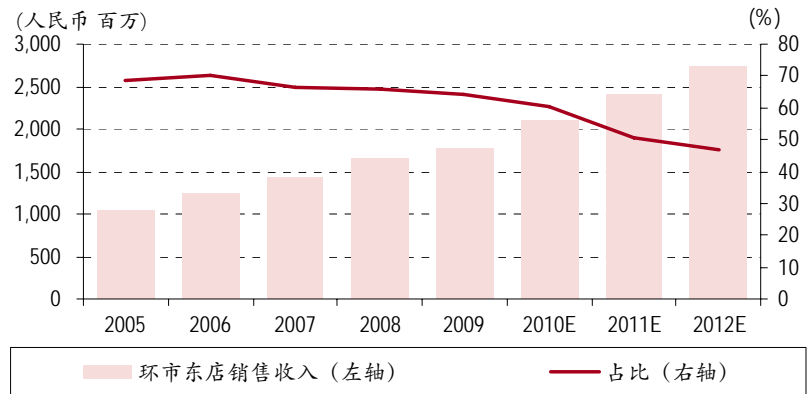
(%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
环市东	15.5	8.0	18.0	15.0	13.5
时代店	0.8	3.8	5.0	3.0	3.0
正佳店	15.5	14.8	20.0	17.0	15.0
南宁店	—	44.5	23.0	20.0	20.0

资料来源：中银国际研究预测

图表 16. 百货分门店收入预测

(人民币, 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
环市东	1,646	1,778	2,098	2,412	2,738
时代店	222	231	242	250	257
正佳店	521	598	718	840	966
南宁店	117	169	208	249	299

资料来源：中银国际研究预测

图表 17. 旗舰店销售收入贡献逐步下降


资料来源：公司数据，中银国际研究

储备项目盈利分析

为了更好地判断新开门店对公司盈利的影响，我们参考现有门店坪销和扣点水平，对现有四个储备项目的经营费用进行逐个分析。我们的主要假设包括：

- 1、开业当年坪销假设：世贸商场以老店 09 年坪销 60% 计算（日均坪销 110 元），佛山店依照南宁店开业首年坪销（日均坪销 22 元）计算，国金中心店和长隆奥特莱斯分别以南宁店开业首年坪销 1.3 倍和 1.2 倍计算；
- 2、长隆店装修费用以经营面积计算，每平方米 1,000 元，其余三个项目均为 1,500 元，均为五年摊销；
- 3、单店开办费 500 万元，开业当年一次性体现；
- 4、综合毛利率假设：依托现有供应商资源和良好的品牌合作关系，我们认为广州和佛山新开门店综合毛利率将不会对整体盈利造成明显拖累。我们保守预计世贸商场、国金中心和佛山店开店当年综合毛利率分别为 19%、18% 和 16%；我们预计长隆奥特莱斯店开业当年综合毛利率为 12%。

图表 18. 储备项目经营情况推算之基本假设

	环市东扩场	国金中心店	长隆奥特莱斯	佛山店
单个门店开办费(人民币 百万)	5	5	5	5
装修费(元/平米)	1,500	1,500	1,000	1,500
员工数(人)	50	150	250	150
开业当年日均坪销(元/平米/天)	110	28	26	22
开业当年综合毛利率(%)	19.0	18.0	12.0	16.5
转租面积(平米)	5,000	10,000	0	0
单位面积转租租金/应付租金(倍)	1.2	1.2	—	—

资料来源：中银国际研究预测

综合看来，根据目前的开店计划安排，2010年世贸商场和国金中心两个新开项目仅分别运营4个月和2个月时间，且两家门店分别有20%左右面积用于转租，因此我们预计在2010年合计亏损约为3,200万，对公司业绩拖累有限。我们测算2011年长隆和佛山两家新门店开业当年合计亏损约2100万。同时，依托老店成熟的客群和现有管理团队，环市东扩场部分将在2011年实现盈利，这将冲减当年新开门店的亏损部分。

图表 19. 储备项目盈利测算

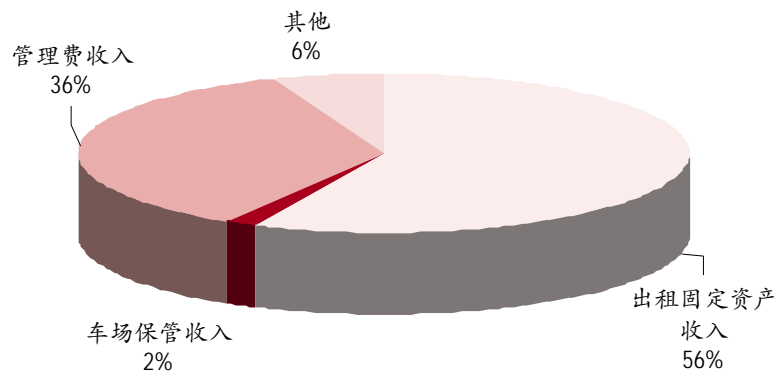
(一) 环市东扩场				
(人民币 百万)	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入	158	481	553	620
销售成本	(128)	(385)	(443)	(496)
销售及管理费用	(44)	(71)	(71)	(71)
开办费	(5)			
租金	(29)	(58)	(58)	(58)
装修费摊销	(6)	(6)	(6)	(6)
人员工资	(1)	(1)	(1)	(1)
水电杂费	(4)	(7)	(7)	(7)
经营利润/(亏损)	(14)	25	39	52
(二) 国金中心				
(人民币 百万)	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入	45	339	475	641
销售成本	(37)	(277)	(385)	(520)
销售及管理费用	(26)	(80)	(80)	(80)
开办费	(5)			
租金	(10)	(58)	(58)	(58)
装修费摊销	(8)	(8)	(8)	(8)
人员工资	(1)	(5)	(5)	(5)
水电杂费	(2)	(9)	(9)	(9)
经营利润/(亏损)	(18)	(17)	10	42
(三) 长隆奥特莱斯				
(人民币 百万)	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入	140	341	511	767
销售成本	(123)	(298)	(447)	(667)
销售及管理费用	(35)	(53)	(53)	(53)
开办费	(5)			
租金	(15)	(30)	(30)	(30)
装修费摊销	(6)	(6)	(6)	(6)
人员工资	(4)	(8)	(8)	(8)
水电杂费	(5)	(9)	(9)	(9)
经营利润/(亏损)	(18)	(10)	11	47
(四) 佛山店				
(人民币 百万)	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入	33	158	197	237
销售成本	(28)	(131)	(163)	(194)
销售及管理费用	(19)	(32)	(32)	(32)
开办费	(5)			
租金	(6)	(18)	(18)	(18)
装修费摊销	(4)	(4)	(4)	(4)
人员工资	(2)	(5)	(5)	(5)
水电杂费	(3)	(6)	(6)	(6)
经营利润/(亏损)	(14)	(5)	3	11

资料来源：中银国际研究预测

其他业务收入假设

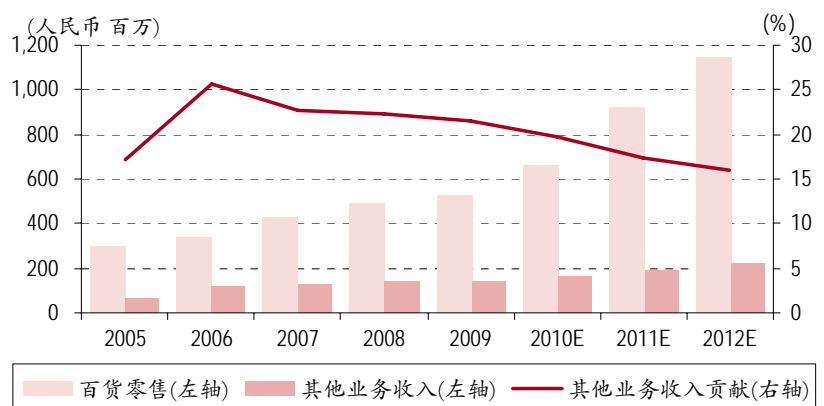
除了零售主业之外，公司目前拥有 6 万平方米左右的租赁物业，其中约 3 万平方米商铺、2 万平方米写字楼和 1 万平方米的仓库，分布在广州各地。过去两年出租率保持在 90%-95% 左右。2008 年租金收入 8,690 万元。2009 年其他业务收入贡献全部销售收入的 5.2% 和毛利的 21.4%。我们预计未来三年租金收入每年同比增长 5%，其他业务整体毛利率保持在 94%。

图表 20. 其他业务收入组成



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 21. 2005—2012E 营业收入组成



资料来源：公司数据，中银国际研究

预计 2010 年起综合毛利率逐步回升

利润率和费用率

家电贡献增加是 09 年毛利率下滑的主因

2003-08 年公司主营毛利率保持稳步提高的趋势，年均提高约 23 个基点，期间平均毛利率为 19.5%，处于同业中等偏上水平。2007 年首家外埠门店南宁店的开业对公司招商提出了严峻挑战。但是在保证南宁店中高档精品百货定位的情况下，08 年公司主营毛利率依然保持平稳，实属不易。

但是，2009 年公司主营毛利率较 08 年显著下滑 1.1 个百分点，是历史上同比下滑幅度最大的一年。我们分析认为主要原因包括：一、全球金融危机对东南沿海区域经济打击较大，消费者信心受挫，因此公司采取多种促销手段并有针对性开展会员推广活动，以提振销售，以尽可能降低对业绩的负面影响；二、商品组合中家电品类贡献增加拖累了整体毛利率水平。我们了解到正佳店和环市东店在 2007 和 2008 年分别扩充了一定的商场面积用于经营家电。不同于多数中高端百货门店，广州友谊该品类涵盖了冰洗、彩电、音响等大家电品类较为齐全。我们估计家电贡献增加拖累主营毛利率约 1 个百分点左右。

费用管控严格

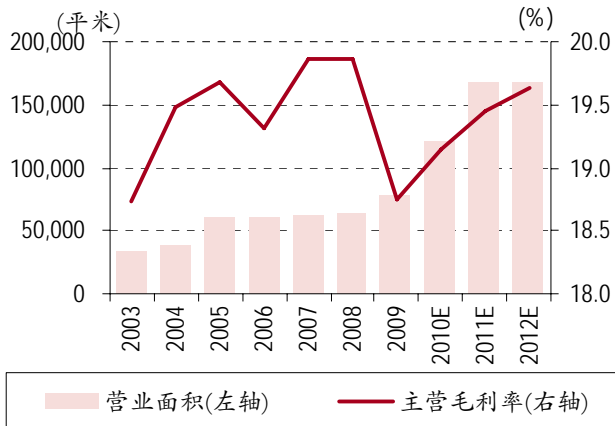
03-09 年公司销售和管理费率从 16.7% 降至 10.2%，绝对数额来看 09 年两项费用合计较 08 年还有所下降，显示出公司费用控制能力相当出色。参考今明两年新开门店运营费用预测，我们判断 2010-2012 年公司销售和管理费用率分别为 10.6%、11.4% 和 10.3%。

图表 22. 2007—2012 年毛利率和费用率假设

(%)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
综合毛利率	24.2	24.1	22.6	22.7	22.5	22.5
零售业务	19.9	19.9	18.7	19.2	19.5	19.6
其他业务	91.4	92.5	93.7	93.7	93.7	93.7
销售及管理费用率	12.3	11.8	10.2	10.6	11.4	10.3

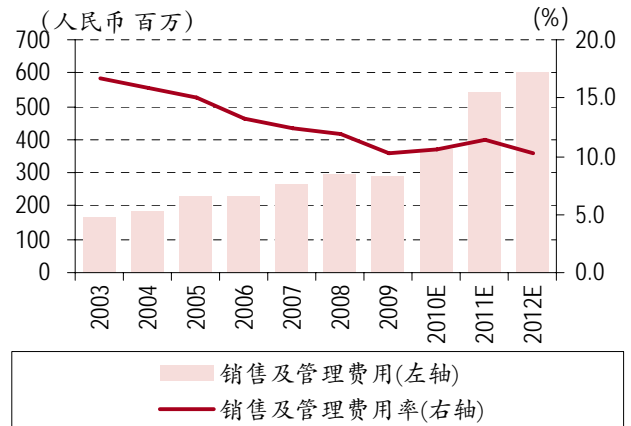
资料来源：公司数据

图表 23. 2003—2012 年主营毛利率及营业面积分析



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 24. 2003—2012 年费用率分析



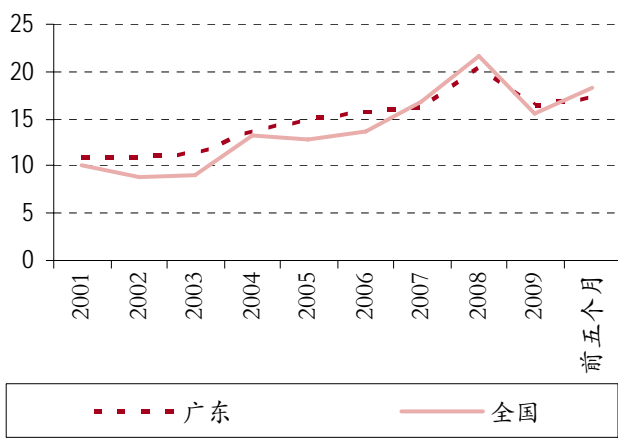
资料来源：公司数据，中银国际研究

附录一、区域经济

广东省经济概况

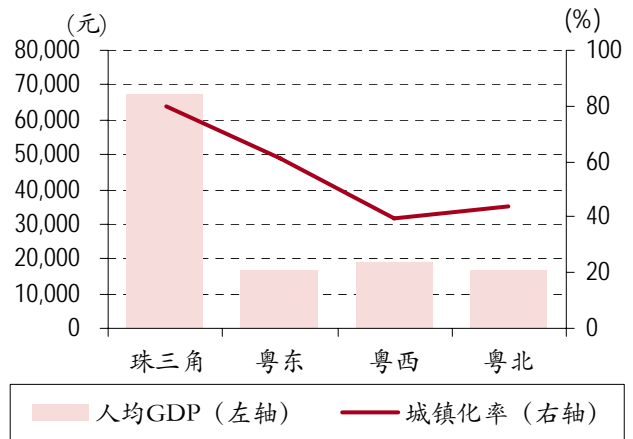
广东省辖 21 个省辖市，其中副省级城市 2 个（广州、深圳），地级市 19 个。位于改革开放前沿阵地的广东是中国第一经济强省。外向型经济蓬勃发展带动广东省经济和居民收入逐步提速，其中以广州、深圳为中心的珠三角区域尤其显著。2001-06 年广东省社零总额增速均优于全国水平，但是 2007 年开始增长势头放缓，且落后于全国水平。

图表 25. 2001—2010 年前五个月社零总额增速



资料来源：CEIC，中银国际研究

图表 26. 2009 年广东省四大区域人均 GDP 及城镇化率



资料来源：广东省统计局，中银国际研究

区域不均衡突出，珠三角五市领先

广东省区域发展不均衡现象突出，从珠三角、粤东、粤西和粤北这四大区域对比分析，2009 年珠三角地区人均 GDP 接近 1 万美元，较其他三个区域高出 2.9 倍；珠三角城镇化率达到 79.9%，其他三个区域平均城镇化率仅为 48.3%。2009 年珠三角地区实现零售额 10,813 亿元，增长 15.1%；粤东实现零售额 1,492 亿元，增长 20.6%；粤西实现零售额 1470 亿元，增长 19.2%；粤北实现零售额 1,117 亿元，增长 18.3%。2008 年广东省百强企业中的 95 家集中在广州、深圳、珠海、惠州和佛山五个城市，其中广州和深圳占比分别达到 45%和 33%。

附录二、商业竞争格局

百货市场以本土企业为主导

广东省百货零售行业，外地和外资企业实力较弱，本土品牌区域优势明显。尽管沃尔玛等全球超市行业巨头选择华南地区作为进入中国的桥头堡，但是我们看到外资百货企业在广东市场发展历经坎坷。百盛曾经在 1999 年和 2002 年分别以输出管理和直营的方式在广州开店，但是两次开店经营时间均不超过两年。除了百盛之外，2000 年以来还有宾友赛特、永安百货、海珠购物中心等百货门店相继关闭。

广州市作为我国著名的商埠，商业贸易历史悠久。当地商业市场具有以下几个特点：1)数量庞大的出口加工企业资源使得广东省街头档口数量众多；2)地理上靠近香港导致广东省相当一部分奢侈品消费被分流；3)消费者务实型消费理念和求新多边的偏好。

广州本土百货经营企业中广百股份、天河城百货、新大新百货和摩登百货业已形成了连锁经营格局，并布局核心商圈，是广州友谊的主要竞争对手。2010 年初广百股份在收购新大新百货后，连锁网络迅速扩大并形成了双品牌格局。但是上述公司均主要以中端大众消费者为主要客群。

图表 27.广州市部分竞争对手门店对比

商场	市内门店数	门店	面积(万平方米)	开业时间	所处商圈
广州友谊	3	环市东店	2.66	1978	环市东
		时代店	1.3	1999	天河
		正佳店	2.2	2005	天河
广百股份	7	北京路店	6.63	1991-2-8	北京路
		棠溪店	0.26	2002-12-13	白云区
		花都店	0.5336	2003-1-22	花都区
		新市店	1.3	2004-10-28	白云区
		天河中怡店	5	2006-9-29	天河
		新一城店	4.95	2006-12-29	江南西
		佳润店	1.4	2008-9-19	广州大道北
新大新百货 (广百全资子公司)	4	北京路店	1.38	1967-1-20	北京路
		东山广场店	1.26	2005-12-6	环市东
		荔湾商厦店	0.74	2004-3-25	上下九
		番禺易发店	0.92	2005-9-19	番禺区
广州摩登百货	4	岗顶店	不详		天河
		海购店	不详		江南西
		圣地店	不详		广州大道北
		黄埔店	不详		大沙地
广东天河城百货	3	天河城	不详	1992-8-18	天河
		名盛	不详	2008-9-27	北京路
		万博中心	1.3	2006-01-22	番禺区

资料来源：网络信息，中银国际研究

图表 28.广州百货企业区域外扩张情况

商场	地区	门店	门店面积 (万平方米)	开业时间	所处城市
广州友谊	1	南宁店	1.5	2007	南宁市
广百股份	8	从化店	0.357	1998-12-28	从化市
		衡阳店	2	2005-3-28	衡阳市
		鑫海店	1.6	2005-5-1	湛江市
		肇庆店	1.0581	2005-9-30	肇庆市
		惠州店	1.65	2009-9-19	惠州市
		揭阳店	2.5	2009-12-13	揭阳市
		深圳店	2.6	2009-12-30	深圳市
新大新百货 (广百全资子公司)	1	三水广场店	1.53	2009-12-23	茂名市
		佛山店		2008-10-20	佛山市
广东天河城百货	1	虎门店	1.3	2005-10-28	虎门市

资料来源：网络信息，中银国际研究

广州四大商圈

广州大型百货门店主要集中于北京路步行街、天河商圈、环市东路、江南西四大商业中心。北京路商圈临街商铺云集，是广州市传统的老牌商业中心，步行街聚拢的丰富客流带动整体商业氛围提升。天河商圈围绕在天河体育中心附近，以天河城为代表，汇聚了广百天河中怡店、正佳广场、维多利亚广场、摩登百货等多家大型商场，商业面积达70多万平方米。据广东省连锁经营协会预计，万菱汇、太古汇等项目落成后，天河商圈商业面积将超过100万平方米。天河商业圈将有望超过上海淮海路、徐家汇、南京路步行街，北京的西单、王府井以及深圳的东门，成全国面积最大的商业圈。

环市东商圈位于政府部门聚集的越秀区内，广州市早期优质写字楼项目沿环市东路、东风路和中山路分布。因此，依托周边高档酒店、金融机构和写字楼，该商圈已经成为以高档品牌和奢侈品消费的中心区域。江南西商圈是海珠区传统商业区域，但是广州商业传统区域均布局于珠江以北区域。从商业辐射力和集客力分析江南西商圈更多局限于海珠区内，影响力相对弱于上述三大商圈。

图表 29. 广州主要商圈示意图



资料来源：中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	2,620	2,959	3,644	4,958	6,052
销售成本	(1,990)	(2,290)	(2,816)	(3,841)	(4,691)
经营费用	(307)	(312)	(337)	(526)	(597)
息税折旧前利润	323	358	491	591	765
折旧及摊销	(18)	(13)	(79)	(81)	(83)
经营利润(息税前利润)	305	345	413	510	682
净利息收入(费用)	33	26	31	25	31
其他收益/(损失)	3	9	0	0	0
税前利润	341	380	444	535	713
所得税	(84)	(95)	(111)	(134)	(178)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	257	285	333	401	535
核心净利润	255	281	333	401	535
每股收益(人民币)	0.716	0.794	0.927	1.118	1.490
核心每股收益(人民币)	0.712	0.782	0.927	1.118	1.490
每股股息(人民币)	0.220	0.300	0.417	0.503	0.671
收入增长(%)	14	13	23	36	22
息税前利润增长(%)	17	13	20	24	34
息税折旧前利润增长(%)	16	11	37	20	29
每股收益增长(%)	35	11	17	21	33
核心每股收益增长(%)	34	10	19	21	33

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,431	1,752	1,868	2,480	3,145
应收帐款	77	56	64	95	109
库存	112	121	152	207	251
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,620	1,929	2,083	2,782	3,505
固定资产	245	216	445	357	257
无形资产	25	23	26	34	41
其他长期资产	83	87	96	108	119
长期资产总计	353	326	567	499	417
总资产	1,973	2,256	2,650	3,281	3,923
应付帐款	225	330	406	552	674
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	596	603	744	1,008	1,233
流动负债总计	821	933	1,150	1,560	1,907
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	5	0	0	0
股本	359	359	359	359	359
储备	790	957	1,140	1,361	1,655
股东权益	1,149	1,316	1,499	1,720	2,014
少数股东权益	2	2	2	2	2
总负债及权益	1,973	2,256	2,650	3,281	3,923
每股帐面价值(人民币)	3.20	3.67	4.18	4.79	5.61
每股有形资产(人民币)	3.13	3.60	4.10	4.70	5.49
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.99)	(4.88)	(5.20)	(6.91)	(8.76)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	341	380	444	535	713
折旧与摊销	18	13	79	81	83
净利息费用	(33)	(26)	(31)	(25)	(31)
运营资本变动	(6)	1	5	5	5
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(6)	72	95	208	137
经营活动产生的现金流	315	440	591	803	906
购买固定资产净值	(11)	(5)	(326)	(10)	0
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	8	4	0	0	0
投资活动产生的现金流	(3)	(1)	(326)	(10)	0
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(89)	(118)	(150)	(181)	(241)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(89)	(118)	(150)	(181)	(241)
现金变动	223	321	116	613	665
期初现金	1,208	1,431	1,752	1,868	2,480
公司自由现金流	312	439	265	793	906
权益自由现金流	312	439	265	793	906

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.3	12.1	13.5	11.9	12.6
息税前利润率(%)	11.6	11.6	11.3	10.3	11.3
税前利润率(%)	13.0	12.8	12.2	10.8	11.8
净利率(%)	9.8	9.6	9.1	8.1	8.8
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.1	1.8	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	1,999.0	2,258.1	2,705.1	3,344.9	4,468.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.9	1.7	1.7	1.7
估值					
市盈率(倍)	34.2	30.8	26.4	21.9	16.4
核心业务市盈率(倍)	34.4	31.3	26.4	21.9	16.4
目标价对应核心业务	26.0	23.6	20.0	16.5	12.4
市盈率(倍)					
市净率(倍)	7.7	6.7	5.9	5.1	4.4
价格/现金流(倍)	27.9	20.0	14.9	10.9	9.7
企业价值/息税折旧前	22.8	19.7	14.1	10.7	7.4
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	18.9	18.6	17.7	17.0	13.8
应收帐款周转天数	7.7	8.2	6.0	5.8	6.2
应付帐款周转天数	34.0	34.2	36.8	35.3	37.0
回报率					
股息支付率(%)	30.7	37.8	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	24.1	23.1	23.6	24.9	28.7
资产收益率(%)	12.5	12.2	12.6	12.9	14.2
已运用资本收益率(%)	31.7	30.1	31.5	33.2	38.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

广州友谊 (000987.SZ/人民币 25.10, 买入)
合肥百货 (000417.SZ/人民币 15.72, 买入)
王府井 (600859.SS/人民币 34.98, 买入)
银座股份 (600858.SS/人民币 25.03, 买入)
东百集团 (600693.SS/人民币 10.60, 持有)
大厦股份 (600327.SS/人民币 8.81, 买入)
成商集团 (600828.SS/人民币 16.21, 卖出)
百盛集团 (3368.HK/港币 13.34, 持有)
金鹰商贸 (3308.HK/港币 17.18, 买入)
银泰百货 (1833.HK/港币 8.30, 持有)
鄂武商 A (000501.SZ/人民币 14.93, 未有评级)
百联股份 (600631.SS/人民币 13.28, 未有评级)
重庆百货 (600729.SS/人民币 42.28, 未有评级)
欧亚集团 (600697.SS/人民币 24.97, 未有评级)

以 2010 年 7 月 13 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10%区间内波动

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 2010 年 7 月 12 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，豁免批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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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 2010 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