

2010年8月19日

广州友谊

新项目如期开业，估值仍具吸引力

A
买入

000987.SZ - 人民币 27.26

目标价格: 人民币 30.00 (↑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

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(%)	(2)	10	20.8	49.1
相对新华富时A50指数(%)	21	3	19.3	65.2

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)	4,708
3个月日均交易额(人民币 百万)	41
净负债比率(%) (2010E)	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

广州友谊 2010 年上半年实现营业收入 16.9 亿元, 同比增长 22%, 可分配利润同比增长 22% 至 1.7 亿元, 相当于我们全年预测的 52%。每股收益 0.484 元。公司业绩符合预期。我们维持买入评级, 并将目标价格由 28.30 元上调至 30.00 元。

支撑评级的要点

- 上半年南宁店同店增长达到 23.6%, 广州市三家门店同店增长为 18.5%。7 月迄今四家门店同店增长仍保持在 20%, 增速与上半年保持同步。
- 今年 2 季度公司综合毛利率同比和环比分别提升 0.3 和 2.1 个百分点, 在公司对促销活动力度和频次进行控制后, 利润率明显恢复。
- 环市东店南馆“男士时尚生活馆”已于 8 月中旬开业, 国金中心店绝大部分品牌招商已经结束。

评级面临的主要风险

- 广州市大体量商业物业供给增加将导致竞争环境恶化。
- 开店进度低于预期或培育期延长。

估值

- 随着储备项目陆续开业, 公司在成熟门店保持良性增长的同时, 将迎来外延式扩张的新契机。我们坚持认为广州友谊管理水平优秀、扩展战略明晰且经营风格稳健。我们维持买入评级, 并将目标价格由 28.30 元上调至 30.00 元。

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	18.6	20.5	33.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.951	1.143	1.409
核心每股收益(人民币)	0.712	0.782	0.927	1.118	1.490
变动(%)	33.7	9.9	18.6	20.5	33.3
全面摊薄市盈率(倍)	38.3	34.8	29.4	24.4	18.3
核心市盈率(倍)	38.3	34.8	29.4	24.4	18.3
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)	31.0	22.2	16.5	12.2	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.8	22.4	16.1	12.4	8.7
每股股息(人民币)	0.220	0.300	0.417	0.503	0.671
股息率(%)	0.8	1.1	1.5	1.8	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

维持买入评级，上调目标价格

广州友谊 2010 年上半年实现营业收入 16.9 亿元，同比增长 22%，相当于我们全年预测的 46%。分区域分析，南宁店同店增长达到 23.6%，广州市三家门店同店增长为 18.5%。7 月份四家门店同店增长保持在 20%。环市东店销售同比增长 17-18%，其余三家门店分别进行了主题营销活动，销售收入同比增速在 30-50%。

得益于严格的费用管控，公司经营利润率小幅提升 0.3%。上半年可分配利润同比增长 22%至 1.7 亿元，相当于我们全年预测的 52%。每股收益 0.484 元。公司业绩符合预期。

8 月中旬环市东旗舰店扩场部分如期开业。随着储备项目陆续开业，公司在成熟门店保持良性增长的同时，将迎来外延式扩张的新契机。我们坚持认为广州友谊管理水平优秀、扩展战略明晰且经营风格稳健。我们维持**买入**评级，并将目标价格由 28.30 元上调至 30.00 元。

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	09年1季度	10年1季度	同比变动(%)	09年2季度	10年2季度	同比变动(%)	09年上半年	10年上半年	同比变动(%)
营业总收入	774	951	23	615	740	20	1,388.9	1,691	22
营业税金及附加	(8.8)	(10.6)	20	(6)	(11)	82	(15)	(22)	45
营业成本	(590)	(740)	25	(468)	(561)	20	(1,058)	(1,301)	23
销售费用	(51)	(58)	15	(44)	(44)	0	(95)	(102)	8
管理费用	(21)	(20)	(7)	(19)	(22)	11	(41)	(41)	2
经营利润	103	122	18	78	102	32	181	225	24
净财务收入	3	3	1	5	4	(16)	8	7	(10)
税前利润	106	125	18	83	106	28	189	231	23
所得税费用	(26)	(31)	18	(20)	(27)	35	(46)	(58)	25
税后利润	79	94	18	63	80	26	142	173	22
可分配利润	79	94	18	63	80	26	142.5	173.4	22
每股收益(人民币, 元)	0.222	0.261		0.176	0.222		0.397	0.484	
主要比率(%)									
毛利率	23.8	22.1		23.9	24.2		23.8	23.1	
经营利润率	13.3	12.8		12.6	13.8		13.0	13.3	
净利率	10.2	9.9		10.3	10.8		10.3	10.3	
销售及管理费用率	9.3	8.2		10.3	8.9		9.7	8.5	

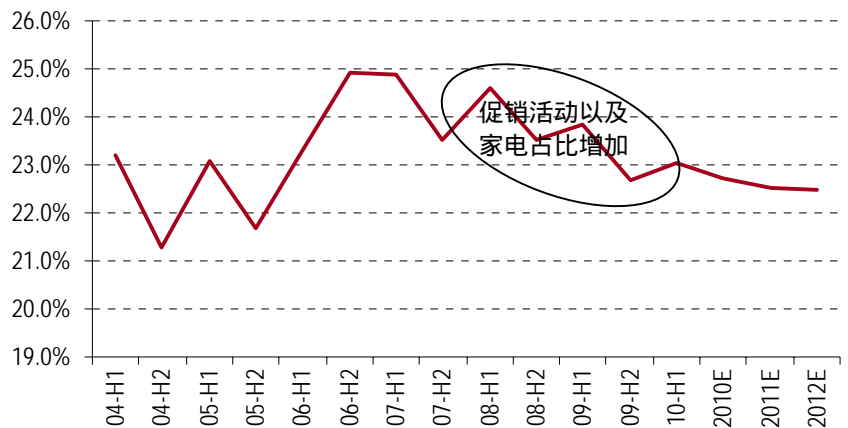
资料来源：公司数据

2 季度毛利率恢复

今年 2 季度公司综合毛利率同比和环比分别提升 0.3 和 2.1 个百分点，在公司对促销活动力度和频次进行控制后，利润率明显恢复。上半年南宁店综合毛利率提升 0.6 个百分点，广州地区则下滑 0.64%。

从 2004 年以来历史数据分析，2006 年下半年公司综合毛利率达到历史最高水平，随后缓慢下滑。由于 2007 和 2008 年正佳店和环市东店分别扩充了一定的经营面积用于家电经营，我们认为商品结构调整是导致该时期利润率下滑的主要原因；促销活动增加又导致 2009 年综合毛利率下降。考虑到储备项目陆续开业，特别是 2011 年开业的品牌折扣店扣点较低，我们预计 2010-2012 年毛利率将面临一定压力。我们预测 2010-2012 年综合毛利率分别为 22.7%、22.5%和 22.5%。

图表 3.2004-2012E 综合毛利率



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

环市东扩场部分如期开业

环市东店南馆“男士时尚生活馆”已于 8 月中旬开业，旗舰店经营面积扩充约 50%，其中一层主要布局男鞋，2-3 层则以男士服饰为主。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、饰品馆，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。同时，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。公司还针对新馆开业组织了为期一周的主题营销。

环市东四楼超市部分调整改造已经完成，女士商品品类经营调整和装修改造预计将于 9 月下旬正式复业。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。另外，国金中心店装修工作 8 月初已经展开，预计将于 11 月开业。目前绝大多数品牌招商已经完成。

我们估算上述两个项目 2010 年合计经营性亏损约 3,200 万。我们的主要假设包括：环市东店扩场部分坪销达到老店 09 年的 60%（日均坪销 110 元），国金店采用南宁店开业首年坪销的 1.3 倍（日均坪销 28.6 元）。（具体分析参见我们 7 月 14 日出版的深度报告）

图表 4. 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 5. 储备项目盈利测算

(一) 环市东扩场				
<i>(人民币, 百万)</i>	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				
<i>(人民币, 百万)</i>	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				
<i>(人民币, 百万)</i>	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				
<i>(人民币, 百万)</i>	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

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	3,146
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	3,506
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	2,651	3,282	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	2,651	3,282	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	5.50
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	266	793	906
权益自由现金流	312	439	266	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)	38.1	34.3	29.4	24.4	18.3
核心业务市盈率(倍)	38.3	34.8	29.4	24.4	18.3
目标价对应核心业务	26.0	23.6	19.9	16.5	12.4
市盈率(倍)					
市净率(倍)	8.5	7.4	6.5	5.7	4.9
价格/现金流(倍)	31.0	22.2	16.5	12.2	10.8
企业价值/息税折旧前	25.8	22.4	16.1	12.4	8.7
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	23.7	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

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