百货零售

署名人：徐晓芳
S0960511030019
0755-82026826
xuxiaofang@cjis.cn

广州友谊 000987 推荐

收入大幅增长，租金翻番拖累业绩

公司上半年实现营业收入 21.29 亿元，同比增长 25.89%，实现净利润 2.02 亿元，同比增长 16.79%；基本每股收益 0.56 元，符合预期。公司百货零售主业毛利率上升 0.39 个百分点至 19.63%；租赁费同比上升 110%引致销售费用同比上升 58%，销售费用率上升 1.54 个百分点至 7.59%；期间费用率上升 1.22 个百分点至 9.30%。

投资要点：

- **百货零售主业营业收入 20 亿元，同比增长 29.17%：**主力门店环市东店（含男士馆）和正佳店上半年的营业收入增速均超过 20%，国金店上半年营业收入超 2 亿元；南宁店营收 1.02 亿元，增速仅为 5.96%：南宁商业竞争激烈，上半年公司对南宁店的 1-5 楼进行了商品布局调整，大家电全部清空，调整为家居用品和服装，调整过程中销售受到影响，调整后商品单价下降但毛利率提升。
- **百货零售主业毛利率上升 0.39 个百分点至 19.63%：**原因包括（1）男士馆扣点率在 20-30%的服装占比高，优化了公司商品结构，提升了公司整体的毛利水平；（2）南宁店低扣点的大家电调整为高扣点的家居用品和服装。上半年公司其他业务收入 1.15 亿元，主要为自有物业的租金收入和男士馆、国金店等部分店面的转租收入。上半年其他业务毛利率 76.24%，同比上升 8.08 个百分点，主要原因在于自有物业租金的上涨和转租面积的减少。
- **销售费用率上升 1.54 个百分点至 7.59%，期间费用率上升 1.22 个百分点至 9.3%：**主要是由于上半年租赁费用同比增长 111%至 8973 万元所致，而租赁费的增长主要在于：（1）今年新增国金店的租金成本，约 3500 万元；（2）去年同期男士馆的租金通过向原租户收取租金抵销掉大部分，而今年基本全部由公司承担。
- **下半年：**（1）男士馆的 5 层装修改造将于 9 月完成，届时环东总店的家电将搬至男士馆 5 层，环东店腾出的面积将用于增加潮流女装和童装的经营；相关费用 1000-2000 万元；改造后将新增经营面积 3000 平米左右；（2）男士馆 1-4 层近 20 家小租户的清理工作将完成，届时可新增 1000 平米左右的经营面积；（2）佛山店将于元旦前夕开业，佛山店租金水平仅为 50 元/平·月，成本优势明显。
- **下调 2012-2013 年的收入预测，上调盈利预测：**因公司长隆友谊购物公园项目（outlets）周边的地价大幅上升，合作方将购物公园的建设一再拖延，我们认为该项目继续实施的概率较小，在估值模型中不再予以考虑。相应的，下调 2012-2013 年收入预测至 54.8 和 64.4 亿元，上调净利润预测至 5.0 和 5.98 亿元（培育期 2 年）。预计 2011-2013 年 EPS 1.12、1.39 和 1.67 元，分别上调 0、0.03 和 0.02 元。给予 2011 年 27 倍 PE，目标价 30.24 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国金店培育期过长；佛山商业竞争环境恶化；外延扩张项目匮乏

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3586	4651	5483	6441
同比(%)	21%	30%	18%	17%
归属母公司净利润(百万元)	327	404	500	598
同比(%)	15%	23%	24%	20%
毛利率(%)	21.8%	22.2%	22.0%	21.9%
ROE(%)	21.3%	22.5%	23.6%	24.0%
每股收益(元)	0.91	1.12	1.39	1.67
P/E	25.97	21.05	17.01	14.21
P/B	5.53	4.73	4.02	3.42
EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源：中投证券研究所

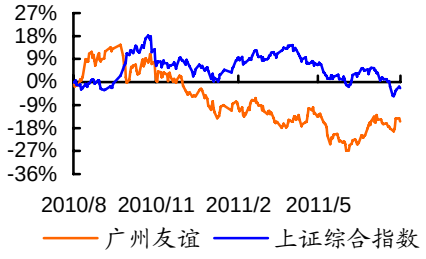
6－12 个月目标价： 30.24 元
当前股价： 23.03 元
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2601.26
总股本(百万)	359
流通股本(百万)	358
流通市值(亿)	83
EPS（TTM）	0.97
每股净资产（元）	4.28
资产负债率	47.1%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
广州友谊	-0.35	-3.27	-5.77
上证综合指数	-7.76	-8.82	-11.13

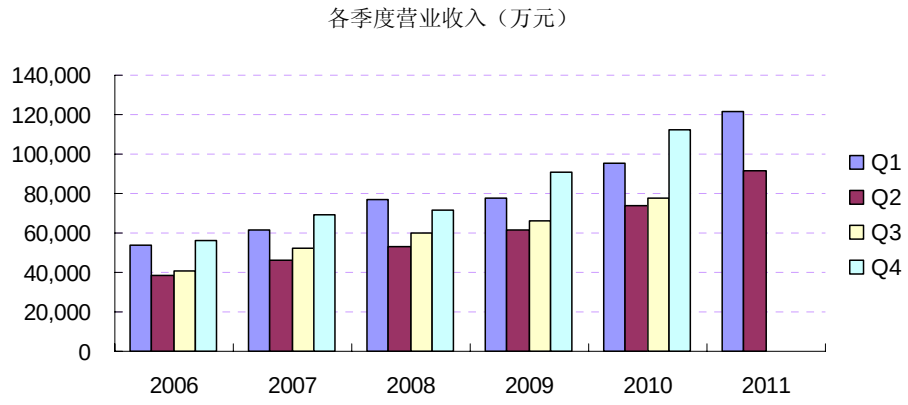


相关报告

《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》2011-7-27
《广州友谊-1 季度业绩符合预期，2011 年机会与挑战并存》2011-4-28
《广州友谊-从内生增长到内生、外延双轮驱动》2011-4-19

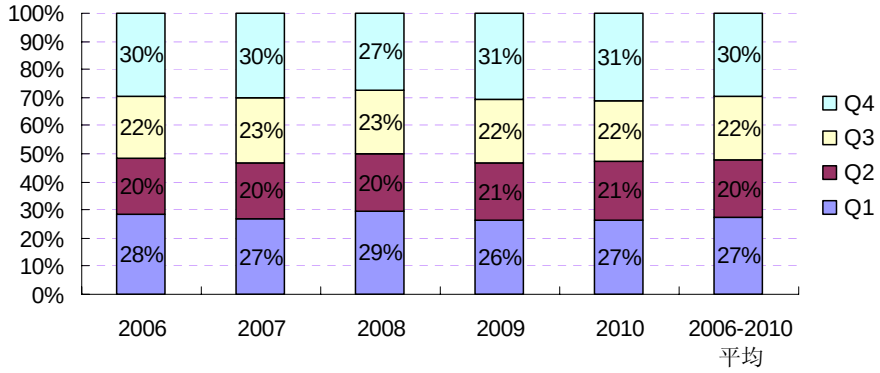
一、公司历年各季度财务数据

图 1 广州友谊历年各季度营业收入



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 广州友谊历年各季度营业收入占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 广州友谊历年各季度净利润

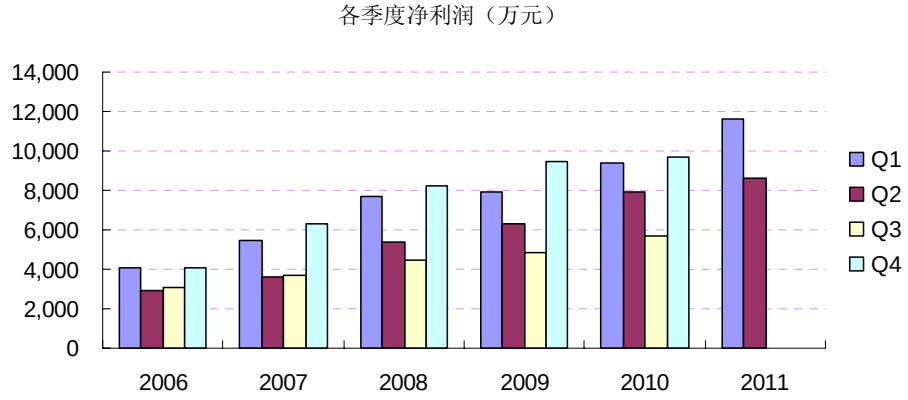
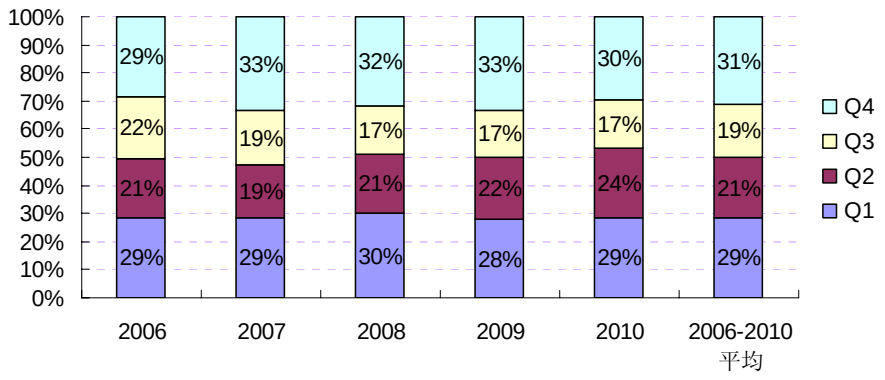


图 4 广州友谊历年各季度净利润占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司各项指标

图 5 广州友谊营业收入及增速

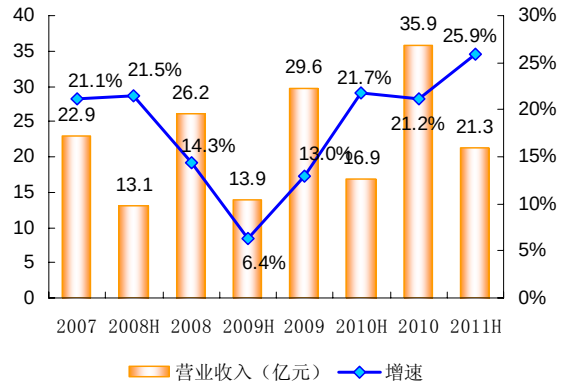


图 6 广州友谊净利润及增速

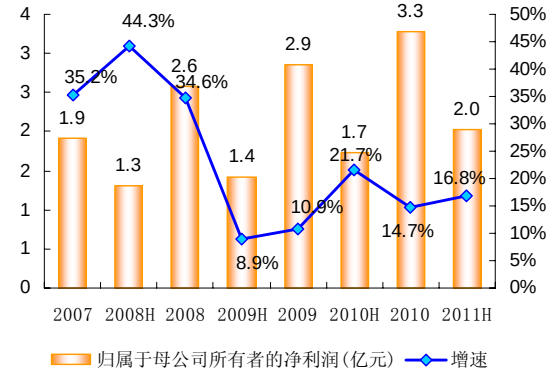


图 7 广州友谊销售毛利率和净利率

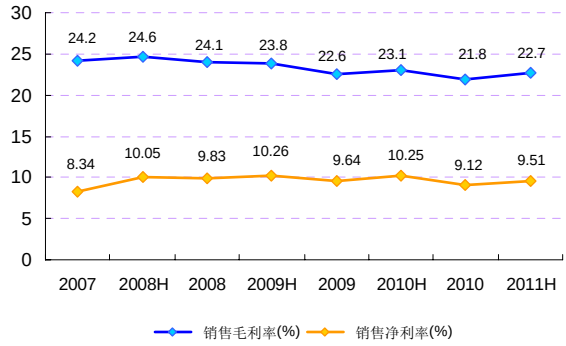
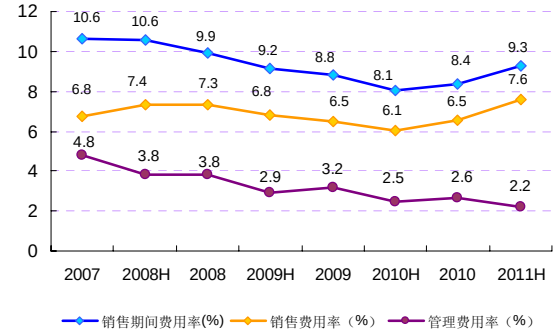


图 8 广州友谊期间、销售、管理费用率



资料来源：公司公告、中投证券研究

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2307	2794	3539	4444
现金	2063	2442	3121	3974
应收账款	1	8	10	12
其它应收款	42	66	78	91
预付账款	30	51	64	81
存货	159	217	257	277
其他	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	396	595	452	256
资产总计	2908	3579	4159	4846
流动负债	1347	1765	2025	2339
短期借款	0	0	0	0
应付账款	514	724	856	1007
其他	833	1040	1169	1332
非流动负债	24	17	19	19
长期借款	0	0	0	0
其他	24	17	19	19
负债合计	1371	1782	2044	2357
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	1376	1694	2067
归属母公司股东权益	1535	1796	2113	2486
负债和股东权益	2908	3579	4159	4846

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	458	563	919	1099
净利润	327	404	500	598
折旧摊销	111	105	129	103
财务费用	-28	-34	-42	-53
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	24	107	321	454
其它	24	-18	12	-1
投资活动现金流	-40	-74	-100	-74
资本支出	55	0	0	0
长期投资	0	-5	-5	-5
其他	15	-78	-105	-79
筹资活动现金流	-108	-110	-140	-172
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	-108	-110	-140	-172
现金净增加额	311	379	679	853

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3586	4651	5483	6441
营业成本	2803	3621	4278	5033
营业税金及附加	46	60	71	84
营业费用	234	358	387	438
管理费用	95	109	125	144
财务费用	-28	-34	-42	-53
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	1	1	1
营业利润	435	538	666	797
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	435	538	666	797
所得税	108	135	167	199
净利润	327	404	500	598
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	327	404	500	598
EBITDA	518	609	753	847
EPS（元）	0.91	1.12	1.39	1.67

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	21.2%	29.7%	17.9%	17.5%
营业利润	15.1%	23.6%	23.8%	19.7%
归属于母公司净利润	14.7%	23.4%	23.8%	19.7%
获利能力				
毛利率	21.8%	22.2%	22.0%	21.9%
净利率	9.1%	8.7%	9.1%	9.3%
ROE	21.3%	22.5%	23.6%	24.0%
ROIC	23.2%	23.8%	24.3%	24.9%
偿债能力				
资产负债率	47.1%	49.8%	49.1%	48.6%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.71	1.58	1.75	1.90
速动比率	1.59	1.46	1.62	1.78
营运能力				
总资产周转率	1.39	1.43	1.42	1.43
应收账款周转率	1134	988	570	569
应付账款周转率	6.65	5.85	5.42	5.41
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.12	1.39	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	1.57	2.56	3.06
每股净资产(最新摊薄)	4.28	5.00	5.89	6.93
估值比率				
P/E	25.97	21.05	17.01	14.21
P/B	5.53	4.73	4.02	3.42
EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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，中投证券商业分析师，中山大学岭南学院经济学硕士，3 年证券行业从业经验。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所　公司网站：http://www.cjis.cn

深圳	北京	上海
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