买入 **32%** ⬆

目标价格: 人民币21.30

000987.SZ 原目标价格: 人民币28.30

价格: 人民币 15.89

目标价格基础: 18 倍 12 年市盈率

板块评级: 增持

广州友谊

今年有望走出低谷

公司 2011 年全年实现营业收入 44.58 亿元，同比增长 24.3%，其中零售主业销售收入 42.33 亿元，增长 26.25%；实现息税前利润 4.39 亿元，同比仅增长 7.5%，低于市场预期。扣除非经常性损益后净利润 3.58 亿元，同比增长 9.1%，折合每股收益 0.998 元。我们将目标价格下调至 21.30 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司销售增长仍然主要依赖于扩场后的环市东店以及正佳店，同店增长回落到 17.4%。
- 环市东店男士馆和国金店租金压力显现。
- 今年业绩有望恢复性反弹。

评级面临的主要风险

- 新开门店培育期延长。
- 管理层激励不到位对公司经营产生影响。

估值

- 我们调整了公司 2012-2013 年的盈利预测，每股收益向下调整至 1.18、1.45 元，2014 年每股收益为 1.73 元。我们坚持认为虽然今年受到费用大增影响导致业绩增长一般，但是自 2012 年公司有望开始逐步走出低谷，公司管理水平优秀、扩展战略明晰且经营风格稳健。我们对该股维持**买入**评级，但是由于行业估值下降，基于 18 倍 2012 年每股收益（不含非经常性损益），我们将目标价由 28.30 元下调至 21.30 元/股。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	3	(3)	1	(32)
相对新华富时 A50 指数	(3)	3	(3)	(13)

发行股数 (百万)	359
流通股 (%)	48
流通股市值 (人民币 百万)	2,772
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	38
净负债比率 (%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
广州市人民政府国有资产监督管理委员会	52

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 3 月 30 日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	3,586	4,458	5,122	5,961	6,946
变动 (%)	*21*	*24*	*15*	*16*	*17*
净利润 (人民币 百万)	327	367	425	491	524
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.914	1.023	1.184	1.45	1.73
变动 (%)	*17.3*	*11.9*	*18.6*	*22.5*	*19.3*
市场预期每股收益 (人民币)		1.093	1.331	1.633	
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	1.509	1.726	
调整幅度 (%)	-	-	*(21.6)*	*(20.7)*	
核心每股收益(人民币)	0.914	0.998	1.184	1.45	1.73
变动 (%)	*17.3*	*9.2*	18.64	22.47	19.31
全面摊薄市盈率(倍)	17.39	15.53	13.42	10.96	9.13
核心市盈率 (倍)	17.39	15.92	13.42	10.96	9.13
每股现金流量 (人民币)	2.19	2.10	1.88	2.55	2.68
价格/每股现金流量 (倍)	7.3	7.6	8.5	6.2	5.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	7.2	6.2	4.1	2.8	1.7
每股股息 (人民币)	0.360	0.400	0.463	0.567	0.633
股息率 (%)	2.2	2.5	2.9	3.5	3.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务:零售

刘都
(8621) 2032 8510
du.liu@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120001

仍然依靠母店和正佳店拉动同店增长

公司 2011 年全年实现营业收入 44.58 亿元，同比增长 24.3%，其中零售主业销售收入 42.33 亿元，增长 26.25%；实现息税前利润 4.39 亿元，同比仅增长 7.5%，低于市场预期。扣除非经常性损益后净利润 3.58 亿元，同比增长 9.1%，折合每股收益 0.998 元。

我们看到环市东男店于 2010 年 10 月 18 日开业，故 2011 年环市东店实现销售收入（含税）29 亿元左右，增长 16%，增速中仍然存在男店的增量部分。正佳店实现含税销售收入 10.7 亿元，同比增长 20%；时代店仍然增长缓慢，实现含税销售收入 3.1 亿元，同比增长 5%；2010 年 11 月中旬开业的国金店 2011 年实现含税销售收入 4.5 亿元左右，扣点 19%左右，但是由于租金费用较高，亏损 1,000 余万元。南宁店实现销售收入 2.28 亿元，同比增长 6.2%。佛山店已于 2011 年 12 月 29 日开业，实现销售收入 600 万元左右，当年亏损 74 万元。

总体来看，公司目前既有门店各有千秋，但是依然依靠环市东店和正佳店的增长来拉动整体同店增长，南宁店增长处于停滞状态，国金店在承受较大的租金压力情况下，只有实现销售收入的高速增长才能实现盈亏平衡并达到公司原本预期的高端精品店的效果，我们预计 2012 年整体状况虽然较预想的弱，但是全年预计实现 20%左右增长应该无虞。

2011 年公司总体毛利率 21.6%，较去年同期略有上升，上升 0.4 个百分点。

新中国大厦提租效益自 2012 年开始体现

2010 年度新中国大厦租金收入约 6,000 万元。自 2011 年 8 月份开始，首至三年每年租金及费用为 1 亿元。租金收入上升将反映于下半年年报中，我们依此调增了公司其他业务收入。但是值得注意的是新中国大厦租金收入含了 1 个月的免租期，于 9 月份方才开始计期，该条款并未在公告中列示，即 3 季度仅贡献 1 个月租金收入。低于市场预期。我们看到 2011 年报中反映租金收入的其他业务收入竟然出现下降，大大出乎我们的意料，2011 年合并报表中其他业务收入 2.25 亿元，而去年同期为 2.32 亿元。母公司报表中其他业务收入 1.84 亿元，而去年同期为 2.03 亿元。我们认为可能和公司对某些业务进行了重新归类有关。

租赁费用激增导致费用率上升

我们可以看到，在员工费用率、折旧摊销费用率以及水电费率等费用率下降同时，公司的租赁费大增，最主要的原因是国金店年均约 7,655 万元和环市东店男馆年均约 7,883 万元的租金压力在 2011 年起开始显现，对业绩形成较大的压力。同时男馆 5F 餐饮迁至 6F，5F 闭场装修，改装为百货卖场，该项装修费用一次性摊销约为百万余元。

图表 1.公司 2011 年费用结构

(人民币，百万)	2011	2010	**增长率(%)**	**费用率(%)**	2011	2010
职工薪酬	119.0	107.0	11.21	职工薪酬	2.67	2.98
租赁费	199.1	85.2	133.77	租赁费	4.47	2.37
水电费	23.4	20.3	15.08	水电费	0.53	0.57
装修维修费	24.6	31.3	(21.31)	装修维修费	0.55	0.87
折旧费	15.1	14.7	2.76	折旧费	0.34	0.41
广告费	6.0	5.2	16.34	广告费	0.14	0.14
业务费	6.3	6.5	(3.68)	业务费	0.14	0.18
其他费用	46.3	37.4	24.03	其他费用	1.04	1.04
信用卡手续费	27.9	21.1	32.22	信用卡手续费	0.62	0.59
合计	467.8	328.7	42.32	**合计**	10.49	9.17

资料来源：公司数据

而信用卡手续费的增长速度也超过了销售增速，手续费率由 0.59%上升到 2011 年的 0.62%。

图表 2.公司 2012 年始既有门店的租金费用（百万元）

剩余租赁期	最低租赁付款额
1 年以内（含 1 年）	200.7
1 年以上 2 年以内（含 2 年）	204.6
2 年以上 3 年以内（含 3 年）	277.8
3 年以上	622.3
合计	1,305.5

资料来源：公司数据

我们可以看到，2012 年现有门店租金费用为 2 亿元，较 2011 年基本持平，2013 年较 2012 年上升 2%左右，2014 年则上升较快。

年末新开佛山店，新的储备项目洽谈中

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。根据 2009 年 11 月公司五届董事会第 14 次会议审议通过的《关于审议广州新谊百货有限公司租赁佛山国际商业中心商业裙楼的议案》，经营面积约为 18,000 平米的佛山店将在今年年末开业。年均租金约 1,800 万元。我们看到佛山店由于开店时间晚，对 2011 年业绩拖累不大，只亏损 74 万元，主要影响在 2012 年，我们预计亏损 1,000 万元。目前日流水 30 万元左右。从目前状况来看，广友佛山店经营仍然需要提高，并未达到公司预期。但是我们目前无法判断公司对佛山店开办费用如何进行处置，若在今年体现，可能会进一步拉低今年业绩，但是对于明年业绩回复有较大帮助。年内租入物业装修工程完工转入长期待摊费用 4,223.8 万元，我们估计这笔费用即为佛山店的装修费用，如此按照 5 年摊销，年均摊销 804 万元左右。

下调业绩预测和目标价，维持买入评级

我们调整了公司 2012-2013 年的盈利预测，每股收益向下调整至 1.18、1.45 元，2014 年每股收益为 1.73 元。我们坚持认为虽然今年受到费用大增影响导致业绩增长一般，但是公司自 2012 年开始有望逐步走出低谷，公司管理水平优秀、扩展战略明晰且经营风格稳健，维持***买入***评级。但是由于行业估值下降，我们降低目标价至 21.30 元/股。

图表 3.公司 2011 年业绩数据

(人民币，百万)	2010	2011	**同比变动**(%)
主营业务收入	3353	4233	26.3
营业税	(46)	(56)	22.0
净收入	3,307	4,177	26.3
其他业务利润	165	175	6.1
主营业务成本	(2,735)	(3,446)	26.0
销售费用	(234)	(347)	48.2
管理费用	(95)	(121)	27.8
息税前利润	408	439	7.5
非经常性损益	(1)	12	(1,086.9)
投资收益	(0)	0	(133.0)
净财务费用	28	39	40.1
利润总额	435	490	12.6
所得税	(108)	(123)	13.8
少数股东损益	0	0	(24.8)
归属于股东的净利润	327	367	12.2
扣非净利润	328	358	9.1
扣非每股盈利(元)	0.91	1.00	9.1
盈利能力 (%)			
主营业务毛利率	21.8	21.6	
息税前利润率	11.4	9.8	
净利润率	9.2	8.0	

资料来源：公司数据

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	3,586	4,458	5,122	5,961	6,946
销售成本	(2,803)	(3,496)	(4,021)	(4,702)	(5,493)
经营费用	(264)	(399)	(454)	(563)	(703)
息税折旧前利润	520	564	647	696	749
折旧及摊销	(111)	125	125	81	83
经营利润 (息税前利润)	408	439	522	616	666
净利息收入/(费用)	28	39	45	50	52
其他收益/(损失)	(1)	12	0	0	0
税前利润	435	490	567	665	719
所得税	(108)	(123)	(142)	(174)	(195)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	327	367	425	491	524
核心净利润	328	358	425	491	524
每股收益(人民币)	0.912	1.023	1.184	1.45	1.73
核心每股收益(人民币)	0.914	0.998	1.184	1.45	1.73
每股股息(人民币)	0.360	0.400	0.463	0.567	0.633
收入增长(%)	21	24	15	16	17
息税前利润增长(%)	19	8	19	18	8
息税折旧前利润增长(%)	38	9	15	8	8
每股收益增长(%)	15	12	16	22.47	19.31
核心每股收益增长(%)	17	9	19	22.47	19.31

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	435	490	567	665	719
折旧与摊销	111	125	125	81	83
净利息费用	(28)	(39)	(45)	(50)	(52)
运营资本变动	348	270	127	313	297
税金	(108)	(123)	(142)	(174)	(195)
其他经营现金流	29	31	45	79	109
经营活动产生的现金流	787	753	677	914	960
购买固定资产净值	(10)	(6)	(7)	(6)	(7)
投资减少/增加	6	(303)	311	0	0
其他投资现金流	(394)	(62)	(15)	(20)	(50)
投资活动产生的现金流	(398)	(371)	289	(26)	(57)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	18	0	3	3	3
支付股息	(97)	(129)	(144)	(166)	(203)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(79)	(129)	(141)	(164)	(201)
现金变动	311	253	825	725	703
期初现金	1,752	2,063	2,316	3,141	3,865
公司自由现金流	417	422	1,011	938	956
权益自由现金流	436	422	1,014	940	958

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,063	2,627	3,141	3,865	4,568
应收帐款	31	18	33	34	36
库存	159	181	219	250	296
其他流动资产	54	44	63	71	81
流动资产总计	2,307	2,871	3,456	4,221	4,982
固定资产	269	247	246	214	220
无形资产	23	23	22	21	21
其他长期资产	309	261	159	136	105
长期资产总计	601	530	427	372	346
总资产	2,908	3,400	3,883	4,593	5,328
应付帐款	1,103	1,333	1,497	1,801	2,081
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	244	283	318	367	442
流动负债总计	1,347	1,616	1,815	2,168	2,523
长期借款	24	24	26	29	31
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	359	359	359	359	359
储备	1,176	1,400	1,681	2,035	2,412
股东权益	1,535	1,759	2,040	2,394	2,771
少数股东权益	2	2	2	2	2
总负债及权益	2,908	3,400	3,883	4,593	5,328
每股帐面价值(人民币)	4.28	4.90	5.68	6.67	7.72
每股有形资产(人民币)	4.21	4.84	5.62	6.61	7.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.68)	(6.39)	(8.68)	(10.69)	(12.64)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	14.5	12.7	12.6	11.7	10.8
息税前利润率(%)	11.4	9.8	10.2	10.3	9.6
税前利润率(%)	12.1	11.0	11.1	11.2	10.3
净利率(%)	9.1	8.2	8.3	8.2	7.5
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0
利息覆盖率(倍)	4,980.4	4,357.3	2,970.7	3,700.4	3,488.5
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)	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9
估值					
市盈率 (倍)	17.39	15.53	13.42	10.96	9.13
核心业务市盈率 (倍)	17.39	15.92	13.42	10.96	9.13
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	23.3	21.3	18.0	15.6	14.6
市净率 (倍)	3.8	3.3	2.8	2.4	2.1
价格/现金流 (倍)	7.3	7.6	8.5	6.2	5.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.2	6.2	4.1	2.8	1.7
周转率					
存货周转天数	18.3	13.9	14.3	14.3	14.3
应收帐款周转天数	3.4	2.0	1.8	2.1	1.9
应付帐款周转天数	97.1	99.7	100.8	100.9	102.0
回报率					
股息支付率(%)	39.5	39.1	39.1	41.4	43.3
净资产收益率 (%)	23.0	22.3	22.4	22.1	20.3
资产收益率 (%)	11.9	10.4	10.7	10.7	9.8
已运用资本收益率(%)	30.3	28.6	29.5	29.6	27.5

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準则》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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，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, 亦并未考慮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，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。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 條之强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 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(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