

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005
 0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn
 联系人：孙逸民
 0755-88608093 sunym02@ghzq.com.cn

经营状况已有好转，销售表现略超预期

——广州友谊调研简报

事件：

我们近期去拜访了广州友谊公司，与公司董秘江国源先生就行业和公司近况和管理层进行了沟通，对公司的基本面和投资价值有了更为深入的认识。

图 1、盈利预测

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	4458	4435	4891	5495
增长率(%)	24%	-1%	10%	12%
净利润（百万元）	367	397	418	475
增长率(%)	12%	8%	5%	14%
摊薄每股收益（元）	1.02	1.11	1.16	1.32
ROE(%)	20.85%	20.28%	19.28%	19.76%

资料来源：国海证券研究所

投资要点：

- **公司 12 年前三季度营业收入 31.23 亿，同比增加 1.33%，归属母公司净利润 2.55 亿，同比减少 2.71%。** 主要原因是公司为应对宏观经济的不景气增加了打折促销的力度，降低了公司的整体利润水平。去年同期，由于春节比往年要早，年末促销活动搞的也比较早，和 12 月份圣诞元旦促销活动做在一起来一起，收入被确认在了 11 年，造成了 12 年的同比基数高以及 12 年少了几千万业绩增量。整体来说公司基本面依旧十分健康，内生性潜力仍有一定空间，手握巨额现金以及无任何有息负债，外延扩张亦值得期待。
- **公司治理结构合理，费用控制能力较强，管理层与中小股东利益一致** 公司控制费用能力较强，期间费用率一直维持在 9% 左右，明显低于 14% 的行业平均水平，体现了管理层较强的费用控制能力。公司薪酬激励体系亦较为合理，每年高管薪酬的 20% 必须在二级市场上增持股票，任期内不得减持，有效将管理层与中小股东的利益一致化。
- **大幅下跌后，风险大幅释放，自有物业价值已接近公司总市值** 公司自有物业（经营+租赁）市值在 45 亿左右，已经超过了当前总市值。无任何有息负债，财务结构稳健，暗示着公司价值已经被低估。
- **公司历史业绩表现优异，现金流充沛，财务优势明显** 公司多数财务指标均大幅高于行业平均水平。十

年来公司营收与利润稳步增长，CAGR 分别为 14.77% 和 22.79%。经营性现金流净额从 2001 年的 0.24 亿稳步增长到 2011 年的 7.27 亿，十年 CAGR 为 36.45%。近 5 年平均 ROE 为 22.67%，毛利率和净利率分别为 22.86% 和 9.03%，股改后的派息率一直维持在 50% 左右的高水平，当前价格下股息回报率有望达到 4%，是弱市中获取稳健分红收益的良好防御品种。

- **业绩预测与投资建议** 基于保守原则，我们预测公司营收增速会有所放缓，12 年、13 年和 14 年分别为 0%、10%、12%，对应 EPS 分别为 1.11/1.16/1.32，对应的 PE 分别为 9.28/8.88/7.81。综合考虑公司在广州乃至珠三角高端人群中业已形成的品牌形象和行业地位、攻防兼备的门店布局、核心地段自有物业的重估价值、稳健的财务结构、独特的管理层激励模式以及强劲经营性现金流支撑下 4% 以上的股息回报率，我们认为公司的合理估值不应低于行业平均水平，可以享受行业平均 12 年 15 倍 PE 的估值水平，调整评级为“买入”评级。
- **风险提示** 公司未来主要风险为：1. 公司成熟门店内生增长低于预期 2. 公司新增门店培育期过长 3. 外来新业态的冲击 如：电子商务，太古汇购物中心等 4. 新租赁门店费用的大幅增长。

问答附录：

1、请分别介绍下公司 6 家门店的经营情况？

A: **环市东店：**今年经营情况基本与去年持平，主要基于去年的高基数，销售情况略微下滑，但今年购物卡销量表现较好，中秋国庆等节假日有 20% 以上的增长，拉起了环市东的整体销售。（公司购物卡消费主要在环市东店发生，随着明年连接南北馆的天桥改造完成，公司预计环市东总店还有增长潜力。）**正佳店：**正佳店全年销售亦略微下滑，9 个多亿，不到 10 亿。不可比因素在于去年春节较早，有几千万的收入被确认在了 11 年，所以总体来说正佳店销售也是与去年同期持平。（正佳店的消费人群以旅游家庭消费为主，年轻人也比较多，所以今年宏观经济的不景气对家庭消费影响比较大，导致增速下滑。）**国金店：**国金店的经营情况一直在改善。底下几层经营比上面好，食品、电器和礼品卖的比较好。该店面对的客户都是广州最有钱的老板、高级白领以及公务员。**时代店，**公司时代店经营情况一般，但是由于大部分物业自有，几乎没有任何经营压力，每年赚个几千万没问题。**佛山店，**由于区域内竞争的日益激烈，佛山消费者消费也非常理性和传统，佛山店表现不是最好，日均销售 45~50 万，公司预计年销售盈亏平衡点在 3 个亿，也就是日均销售 90~100 万才会不亏钱。**南宁店，**南宁店今年达到盈亏平衡。

2、请问公司今年业绩增速下滑明显，管理层如何进行归因？

A: 主要还是宏观经济的问题，我们公司属于高端百货，商品单价比较高，属于可选商品，销售弹性比较高。随着股市楼市的下跌，居民的财产收入严重缩水，可感知的财富以及收入下滑严重，导致消费需求与心理受到压抑。但是最近情况已经在改善，比方说我们公司底层的卖名表的几家店，一般来说，整体销售情况不好，他们都会提前并且已更快的幅度下滑，但是从 4 季度截至到目前的数据来看，他们已经有回暖迹象，所以我们对明年的销售情况整体还是持乐观态度的。

3、请问公司在应对宏观景气下滑，新业态冲击下，采取了哪些措施对策？

A: 公司一直在积极的调整商品品类，积极淘汰销售情况不好的品牌，引进更多知名品牌。公司积极增加服务性的元素，满足顾客多元化的购物体验，如餐饮、电影院、儿童娱乐设施等都在公司的计划中。公司积极开展打折促销活动，通过量的增长来弥补打折促销带来的利润率的降低。

4、请问公司的购物卡销售情况，新一届领导上台，反腐力度的加大，对公司购物卡销售方面有没有影响？

A: 公司的购物卡销售情况一直比较好，今年全年保守估计有 10%以上的增速，中秋国庆等节假日销售同比增速在 20%以上。关于反腐方面，加大反腐力度对公司影响没有你们想象的那么大，公司购物卡大多数还是作为各企业单位的福利、奖金等形式发给员工的，不排除有送礼商务的比例，但是因该不会很高，所以我们一点都不担心反腐对公司购物卡业务这块的影响。

5、请问下公司的异地扩张计划，长隆奥特莱斯的项目进展情况？

A: 长隆项目主要是政府对番禺地区的规划提档，造成开发商对该地块的各方面要求的提升与公司自身发展战略不符，所以该项目处于无限期停摆状态，其实我们还在争取，结果最后还没有定。其他的扩张计划我们争取一年一店的计划不变，有几个项目还在谈，但是具体情况不确定性还很高。

6、公司的激励计划和股东分红策略有没有变化？

A: 一切都没有变，公司分红策略是一贯的。对管理层的激励计划还是之前的回购股份。

7、公司账面现金比较多，有没有理财收入？有的话是多少？

A: 公司一直在利用闲余资金做理财产品，公司的账面资金多，一方面是确保每年能稳定分红，另一方面公司要确保未来进行扩张有足够的资金可以动用，闲余的资金就做做理财。

表 1、广州友谊盈利预测

证券代码:	000987.sz	股票价格:	11.80	投资评级:	增持	日期:	2012/12/10		
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	21%	20%	19%	20%	EPS	1.02	1.11	1.16	1.32
毛利率	22%	22%	22%	22%	BVPS	4.90	5.45	6.04	6.70
期间费率	11%	10%	10%	10%	估值				
销售净利率	8%	9%	9%	9%	P/E	11.54	10.66	10.13	8.91
成长能力					P/B	2.41	2.16	1.95	1.76
收入增长率	24%	-1%	10%	12%	P/S	0.95	0.96	0.87	0.77
利润增长率	12%	8%	5%	14%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	1.31	1.23	1.25	1.27	营业收入	4458	4435	4891	5495
应收账款周转率	97.48	97.48	97.48	97.48	营业成本	3496	3459	3824	4297
存货周转率	19.31	15.87	15.87	15.87	营业税金及附加	56	56	62	69
偿债能力					销售费用	347	312	358	389
资产负债率	48%	46%	45%	45%	管理费用	121	125	143	166
流动比	1.78	1.85	1.93	1.98	财务费用	(39)	(47)	(53)	(60)
速动比	1.66	1.71	1.79	1.84	其他费用/(-收入)	5	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	483	530	558	635
现金及现金等价物	2316	2395	2689	3053	营业外净收支	7	0	0	0
应收款项	46	45	50	56	利润总额	490	530	558	635
存货净额	181	221	245	275	所得税费用	123	133	140	159
其他流动资产	328	326	360	404	净利润	367	397	418	475
流动资产合计	2871	2988	3344	3789	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
固定资产	165	245	215	190	归属于母公司净利润	367	397	418	475
在建工程	0	1	1	1	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	22	22	19	17	经营活动现金流	727	381	274	244
长期股权投资	5	5	5	5	净利润	367	397	418	475
资产总计	3400	3599	3922	4339	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	23	23	32	28
应付款项	651	654	723	813	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	682	679	724	813	营运资金变动	337	(38)	(176)	(260)
其他流动负债	283	283	283	283	投资活动现金流	(330)	(81)	29	26
流动负债合计	1616	1616	1730	1909	资本支出	13	(81)	29	26
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(0)	0	0	0
其他长期负债	24	24	24	24	其他	(343)	0	0	0
长期负债合计	24	24	24	24	筹资活动现金流	(318)	(199)	(209)	(238)
负债合计	1640	1639	1754	1932	债务融资	0	0	0	0
股本	359	359	359	359	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1761	1959	2168	2406	其它	(318)	(199)	(209)	(238)
负债和股东权益总计	3400	3599	3922	4339	现金净增加额	79	102	95	32

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
胡建	010-88576898-832	13693335969	huj03@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn