

财务状况良好 估值偏低

——广州友谊（000987）调研简报

谨慎推荐（首次）

风险评级：一般风险

2013年2月22日

投资要点：

- ◇ 一、公司门店增速放缓，自有物业升值空间大：
- ◇ 1. 2012年公司门店增速放缓。
- ◇ 公司6大门店中，环市东南馆作为公司旗下的主力店和最成熟的门店，2012年销售额预计约为28亿元，销售占公司百货总收入高达60%。其中主营男装及家电、数码产品的环市东南馆发展超过了公司的预期，年销售额预计约5亿元，作为广州地区唯一一家精品男士用品、饰品馆，未来估计还有较好的增长潜力。正佳店2012年收入预计约为9个亿，虽然仅次于环市东总店，但销售收入与去年同比略微下滑。时代广场店，由于区位较差，虽然深受VIP客户的喜欢，但整体经营情况一般，12年销售收入预计约为2.78个亿。国金店2012年收入预计达到5亿元，收入同比增长10%，但奢侈品和服装等高毛利货物的销售没达到预期，门店目前仍处于培育期，尚未达到盈亏平衡。南宁店2012年销售收入预计小幅下滑，主要原因是门店体量较小限制了发展，另外，去年入驻的万象城也对门店的冲击产生了较大的影响。而2011年新开张的佛山店，由于广州、佛山两地消费者的需求及消费习惯不同，目前仍处于培育期，年销售收入预计1.8亿元左右。总体而言，12年公司的各门店增长速度放缓，但随着宏观经济形势转好，消费者信心的恢复以及政策的支持，2013年公司业绩有望好转。
- ◇ 2. 对上游供应商有较强议价能力，下游有稳定的VIP客户资源。
- ◇ 广州友谊创于1959年，由于其创立伊始作为对外开放、只接受外汇兑换券为货币，在珠三角的广大消费者心里留下了高端洋气的印象。公司在珠三角拥有深厚的客户忠诚度和美誉度，良好的销售状况吸引了大批品牌商的争相进入，因此公司的扣点率高于行业平均水平。另外，公司VIP卡用户（含金卡，白金卡和钻石卡）作为公司最核心的商业资源，每年为公司贡献稳定的收入，2012年VIP卡用户超过10万名，消费占比达到公司总收入的65%，是公司消费的主力，并具有极强的粘性。
- ◇ 3. 公司自有物业升值空间潜力大。
- ◇ 公司在广州拥有多处物业，包括：商铺、写字楼和仓库。其中商铺为：3万平方米的环市东综合店，时代广场店其中的9000平方米物业，以及7000平方米的新中国大厦等。写字楼、仓库合计大约3万平方米：包括友谊商业大厦，大德路及位于一德路的原服装批发站，西湖路的两层写字楼（目前为广百租用作为仓库）。

蒋孟钢

SAC 执业证书编号：

S0340512030001

电话：0769-22110785

研究助理：曾彤浩

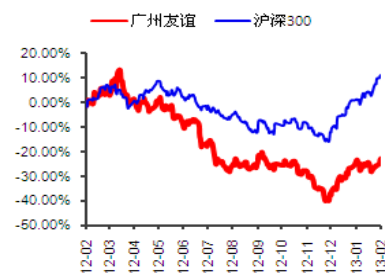
电话：0769-22110785

zengtonghao@dgzq.com.cn

主要数据 2013年2月21日

收盘价(元)	11.60
总市值(亿元)	41.64
总股本(百万股)	358.96
流通股本(百万股)	358.58
ROE(TTM)	19.6%
12月最高价(元)	18.21
12月最低价(元)	9.42

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

表 1：广州友谊自有物业

	商铺	写字楼及其它
物业位置	环市东店、时代广场店、天河北、江南西、解放路等	新中国大厦、西湖路、大德路、友谊商业大厦等
物业面积（万平方米）	6.9	3
物业价值（亿元）	28	4

资料来源：东莞证券研究所

从物业重估的角度来看，公司股权市值约为 43 亿，其总负债为 15 亿元，除却公司 29 亿元的流动资产，其固定资产的总值约为 29 亿元，而参照搜房网的商铺、写字楼和仓库的价格（商铺参照同在天河区的富力盈凯广场，写字楼参照同在越秀区环市东路的最佳东方国际广场）及中国地价网广州商服用地的平均价格，粗略估计公司物业价值约为 32 亿元。

二、公司财务状况良好，毛利率高：

1. 开源节流应对终端消费疲弱。

公司 12 年前三季度收入 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%。公司利润受到较大的影响，主要是在 2012 年国内宏观经济下行的大背景下，顾客的消费欲望减弱，收入增速放缓和短期费用率的突然提高。为了应对经济形势不确定性对终端消费能力的释放构成的负面影响，公司管理层实行开源节流的方法阻止了公司的利润大幅下滑。1、公司通过购买中国银行、建设银行以及工商银行短期到中期（考虑到投资风险的问题）大约价值 8 个亿的理财产品，理财产品收入合计将超过 5000 万。2、公司 2011 年提高了新中国大厦 7000 平方米的租金后，租金年收入达到了一个亿。在增加收入的同时，管理层也通过节省水电，营业费用及捐款费用等手段减少了各项支出。

2. 公司毛利率保持稳定提升。

2012 年第三季度公司毛利率为 22.9%，同比增长 2.9%。公司近年来毛利率稳定在 20% 以上并不断上升。主要原因是 1. 公司注重各个消费元素的组合，适时调整消费品的结构，提升高毛利业务占比来弥补因为促销带来的毛利下降，保持其商品组合的合理性。在公司的商品销售类别中，毛利率较高的服装、金银珠宝、奢侈品等收入占比较大（其中服装、鞋帽等收入占比达 40%，珠宝、化妆品类占比达 30%），而毛利率较低的家用电器占比较低（家电类及食品类分别占比 11%-12%），其主要作用为丰富门店的货物品类以及吸引客流。2. 公司在珠三角地区的良好声誉，使得各大品牌争相进入，因此公司拥有行业间较高的扣点率，而毛利率是扣点率的直接反应。

表 2：2012 广州友谊主要产品销售收入、毛利率及经营模式比较

类别	收入占比	毛利率	经营模式
男装、女装、鞋帽等	39%	扣点 28%-30%	租金保底+扣点
家用电器、数码产品等	11-12%	10%左右	小家电购销差，大家电联营
金银珠宝、化妆品及表类	28-29%	超过 20%	购销差
食品、香烟及补品等	11-12%	20%左右	购销差

资料来源：东莞证券研究所

三、业绩与投资预测：

我们认为，公司 2012 年受到宏观经济下行影响，各门店收入增速放缓。但 2010 年开业的国金店（12 年增速在 20%），环市东南馆体现出了较好的成长性（12 年销售收入近 5 亿元），有望快速释放业绩，贡献利润。2011 年开业的佛山店仍有较大的发展空间。预计公司 12 年至 14 年营业收入分别为 47 亿，54 亿和 61 亿，分别同比增长 4.49%，15.83% 和 13.28%。净利润分别为 3.6 亿，4.1 亿和 4.7 亿，分别同比增长 -3.12%，15.35% 和 14.93%。对应 EPS 分别为 0.99，1.14 和 1.31，PE 分别为 12.05 倍，10.45 倍和 9.09 倍。

另外，考虑到公司多年来经营高端精品百货，拥有丰富的经验，对上游供应商有较强议价能力，下游有稳定的 VIP 客户资源。财务结构稳健，在广州核心地区自有物业的重估价值。我们认为公司的合理估值不应低于行业 12 年 15 倍 PE 的平均估值水平，给予广州友谊“谨慎推荐”的评级。

四、风险提示：

1、公司新增门店的培育期过长。2、公司受到新业态（购物中心）、新渠道（网购）的冲击。3、公司租赁门店的费用增长。

表 3：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	4458.47	4658.66	5396.13	6112.74
营业总成本	3980.37	4220.52	4841.66	5474.34
营业成本	3495.57	3613.49	4164.59	4701.25
营业税金及附加	56.10	59.63	70.15	79.47
销售费用	346.93	456.55	464.07	525.70
管理费用	120.83	136.03	188.86	213.95
财务费用	-39.29	-45.06	-46.01	-46.01
资产减值损失	0.23	-0.13	0.00	0.00
其他经营收益	4.87	35.01	5.00	5.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.87	35.01	5.00	5.00
其中 对联营和合营投资收益	0.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	482.97	473.16	559.47	643.39
加 营业外收入	9.72	2.50	4.50	4.50
减 营业外支出	2.68	1.60	2.00	2.00
利润总额	490.01	474.06	561.97	645.89
减 所得税	122.93	118.42	151.73	174.39
净利润	367.08	355.64	410.24	471.50
减 少数股东损益	-0.02	-0.02	0.00	0.00
归属于母公司净利润	367.10	355.66	410.24	471.50
最新总股本(万股)	358.96	358.96	358.96	358.96
基本每股收益(元)	1.02	0.99	1.14	1.31
市盈率(倍)	11.68	12.05	10.45	9.09

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真：（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn