

风物长宜放眼量

推荐 (维持)

广州友谊 (000987) 2009 年报点评

2010 年 4 月 9 日

投资要点:

- 2009年净利润同比增长10.89%**。2009年实现营业收入总收入29.59亿元，同比增长12.96%；实现归属于母公司所有者净利润2.85亿元，同比增长10.89%，每股收益0.79元，符合预期。公司拟以2009年末总股本为基数，每10股派现金3元（含税）。2009年公司业绩同比增速相对较低，主要原因有：一是09年公司全部依赖于广州与南宁地区门店的内生增长，并且金融危机对广州这样的一线城市冲击更大，导致收入增速明显减缓。二是公司加大了打折促销的力度与频度，导致毛利率水平下滑。不过，我们也注意到，09年公司史无前例地加大了门店扩张步伐，先后签约番禺奥特莱斯、佛山店、世贸中心大厦、国金店四个项目，在经营策略上开始转为积极进攻态势。
- 门店储备项目呈现爆发式增长**。2009年以来公司先后签订了四个门店储备项目，新增经营面积约15万平方米，新增面积是现有店面的185%，为公司的后续发展打下坚实基础。我们认为，受环东店扩容项目，以及国金店开业的影响，2010年下半年公司的费用增长较快，致使2010年业绩增长不能很好体现；不过2011年将可能使业绩得到一定程度释放。
- 维持“谨慎推荐”评级**。我们认为，随着宏观经济的逐步转好，公司门店内生增长将得到恢复；而新店的储备项目也将为公司的后续增长奠定基础，2011年可能是公司业绩得到较快释放的一年。我们预计，2010和2011年每股收益分别达到0.92元和1.18元；对应的市盈率倍数分别为27.10、20.95，维持“推荐”投资评级。

丁文进

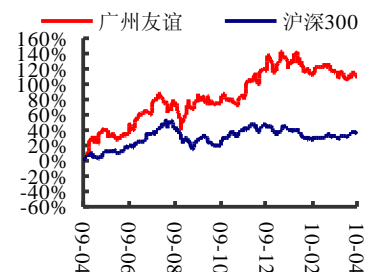
电话：0769-22119455

邮箱：dwj@dgzq.com.cn

主要数据 2010 年 4 月 9 日

收盘价(元)	24.82
总股本(万股)	35,896
流通 A 股股本(万股)	35,841
12 月最高价(元)	29.20
12 月最低价(元)	11.90

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2619.76	2959.20	3373.48	4318.06
同比%	14.35%	12.96%	14.00%	28.00%
归属母公司净利润(百万元)	257.14	285.15	328.73	425.27
同比%	34.62%	10.89%	15.29%	29.37%
毛利率%	24.06%	22.62%	23.50%	24.00%
ROE%	22.37%	21.67%	—	—
每股收益(元)	0.72	0.79	0.92	1.18
每股净资产(元)	3.20	3.67	—	—
市盈率(倍)	34.65	31.24	27.10	20.95
市净率(倍)	7.75	6.77	—	—

相关报告

1. 2009 年净利润同比增长 10.89%

2009年公司实现营业总收入29.59亿元，比上年同期增长12.96%；实现营业利润3.78亿元，较上年同比增长10.70%；实现归属于母公司所有者净利润2.85亿元，比上年同期增长10.89%，每股收益0.79元，与我们之前的预期一致。其中归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为2.78亿元，较上年同期增长10.69%。公司拟以2009年末总股本为基数，每10股派现金3元（含税）。

2009年公司业绩同比增速是近几年来相对较低的一年，我们认为主要原因有：一是09年公司全部依赖于广州与南宁地区门店的内生增长，并且金融危机对广州这样的一线城市冲击更大，导致营业收入增速明显减缓（同比增长约13%）。二是为刺激销售增长，公司加大了打折促销的力度与频度，导致毛利率水平较上年下滑1.43个百分点。不过，同时我们也注意到，09年公司史无前例地加大了门店扩张步伐，先后签约番禺奥特莱斯、佛山店、世贸中心大厦、国金店四个项目，在经营策略上开始转为积极进攻态势。

2. 广州地区门店销售情况不甚理想

2009年公司全年实现主营业务收入28.06亿元，同比增长13.71%。分区域来看，广州地区销售增长相对较低，三家门店实现主营业务收入26.37亿元，同比增长12.18%，收入占公司主营业务的比重约94%；广西南宁店实现1.69亿元，同比增长44.53%，收入占比达到4%。从毛利率水平来看，受打折促销活动增多的影响，无论是广州地区还是南宁地区门店的毛利率均出现一定程度的下滑，其中广州地区下滑1.65个百分点，南宁地区下滑1.26个百分点。

表 1：2009 年公司分区域销售情况

区域	主营业务收入(万元)	同比增长	收入占比	毛利率	毛利率增减
省内	2,637,088,671.71	12.18%	93.98%	23.25%	-1.65%
省外	168,783,154.70	44.53%	6.02%	20.31%	-1.26%
合计	2,805,871,826.41	13.71%	100.00%	23.06%	-1.67%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

单季度变动来看，2009年1季度至四季度公司营业收入同比增速依次为0.34%、15.03%、10.98%、26.63%。受上年同期基数较低、国庆中秋节假日销售推后、公司50周年店庆致使营销活动增多等因素的影响，09年第四季度销售增长明显加快，符合我们之前的判断。公司单季度综合毛利率依次为23.76%、23.91%、22.88%、20.60%，显示第四季度公司毛利率水平明显下滑。

3. 门店储备项目呈现爆发式增长

2009年以来公司先后签订了四个门店储备项目，新增经营面积约15万平方米，新增面积是现有店面的185%，为公司的后续发展打下坚实基础。我们认为，受环东店扩容项目，以及国金店开业的影响，2010年下半年公司的费用增长较快，致使2010年业绩增长不能很好体现；不过2011年将可能使业绩得到一定程度释放。

(1) 世贸中心商场项目：环市东总店是广州市高档百货商店的旗舰店，占公司营业收入的比重超过60%。目前该门店的店面拓展几乎达到极限，不能满足国际高端品牌对经营面积大小的进场要求，致使公司长期发展受到制约。为巩固和提升环市东商圈高

端消费核心地位，公司决定租赁与环市东总店有天桥相连的世贸中心商场，由此将使环市东总店新增经营面积50—60%。2010年公司将重点抓好环东店商场与世贸中心商场连体经营的布局调整，预计9月份完成品牌调整，届时将为公司提供新的业绩增长点。

(2) 国金店项目：2010年1月公司通过议案，同意向广州越秀城建国际金融中心有限公司租赁其位于其广州市珠江新城珠江西路5号广州国际金融中心首至五层、地下负一层和负一夹层的裙楼商场，用于开设经营百货店。该项目周边半公里范围聚集有4家五星级以上酒店、14个政府机构（包括美国领事馆），12栋甲级、超甲级写字楼、6个标志性建筑等，将成为珠江新城的核心商务区和高端人群最密集的区域。预计该门店将于2010年10月份之前开业，以迎接国庆黄金周，以及广州亚运会。

(3) 长隆友谊购物公园项目：2009年10月公司通过议案，同意向广州市番禺区香江野生动物世界有限公司租赁其位于番禺区汉溪大道的商业物业，用于开设长隆友谊购物公园，首次尝试拓展奥特莱斯业态。预计该项目将于2011年5月份正式开业。

(4) 佛山店项目：紧抓《广佛同城化发展规划》的契机，2009年11月公司通过议案，同意控股子公司广州新谊百货有限公司租赁佛山市禅城区佛山国际商业中心的商业裙楼首至七层开设百货店。预计该项目将于2011或2012年正式开业。

表 2：2009 年以来储备项目明细情况

名称	业态	面积 (m ²)	预计开业	地点	预计租金
世贸中心商场	百货	25,000.00	2010年9月	广州世界贸易中心大厦首至六层裙楼商场	环市东总店扩容。租赁期6年，预计年均租金7883万元，折合3153元/平米/年
国金店	百货	44,709.21	2010年10月	广州珠江新城广州国际金融中心首至五层、地下负一层和负一夹层的裙楼商场	租赁期7年，预计年均租金7657万元，折合1712元/平米/年
长隆友谊购物公园	奥特莱斯	50,000.00	2011年5月	广州番禺汉溪大道	租赁期15年，预计年均租金6000万元，折合1200元/平米/年
佛山店	百货	30,337.70	2011或2012年	佛山禅城区城头路佛山国际商业中心	租赁期15年，年均租金1800万元，折合593元/平米/年

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

4. 维持“推荐”投资评级

2009年公司业绩增长符合预期。公司作为国内A股市场中唯一一家高端百货类上市公司，一直以良好的经营素质和稳健的财务结构著称。截至2009年末，公司连续多年未有银行借款，资产负债率仅为41.58%，每股现金达4.88元。近年来公司每年都能让股东有较好的投资回报，其中2007年每10股派现金3.7元，并10股转增5股；2008年10股派3.3元；2009年10股派3元。我们认为，随着宏观经济的逐步转好，公司门店内生增长将得到恢复；而新店的储备项目也将为公司的后续增长奠定基础，2011年可能是公司业绩得到较快释放的一年。我们预计，2010和2011年每股收益分别达到0.92元和1.18元；对应的市盈率倍数分别为27.10、20.95，维持“推荐”投资评级。

风险提示：未来三年公司新开门店较多，短期内可能对公司业绩提升带来较大压力；

长隆友谊购物公园项目是公司首次尝试奥特莱斯业态的经营，能否取得成功将对2011年业绩预测造成影响；宏观经济（特别是出口贸易）的恢复程度将对珠三角消费增长造成影响。

表 3：公司利润预测表

科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	2,619.76	2,959.20	3,373.48	4,318.06
营业总成本	2,285.83	2,582.28	2,935.17	3,751.03
营业成本	1,989.52	2,289.71	2,580.71	3,281.72
营业税金及附加	32.96	38.49	43.86	56.13
销售费用	191.76	192.03	219.28	280.67
管理费用	100.47	94.39	111.32	142.50
财务费用	-32.80	-26.46	-20.00	-10.00
资产减值损失	3.92	-5.89	0.00	0.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.79	1.37	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	0.02	1.49	0.00	0.00
营业利润	341.72	378.28	438.31	567.03
加 营业外收入	6.28	2.59	0.00	0.00
减 营业外支出	6.75	1.18	0.00	0.00
利润总额	341.25	379.70	438.31	567.03
减 所得税	83.65	94.55	109.58	141.76
实际所得税率	24.51%	24.90%	25.00%	25.00%
净利润	257.61	285.15	328.73	425.27
减 少数股东损益	0.46	0.00	0.00	0.00
归母公司所有者的净利润	257.14	285.15	328.73	425.27
最新总股本(万股)	35,896	35,896	35,896	35,896
基本每股收益(元)	0.72	0.79	0.92	1.18
市盈率(倍)	34.65	31.24	27.10	20.95

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，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、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰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接收到任何形式的报酬。

免责声明：

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，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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 $\pm 5\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn