安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报 广州友谊(000987)

维持评级

百货商店/零售业

广州友谊：1季度毛利率下滑明显

广州友谊1季报点评

报告关键点：

- 低基数上收入回升明显
- 1季度毛利率有明显下滑
- 维持评级，略提高目标价

报告摘要：

- **1季度净利润增长低于营业收入增长。**1季度实现营业收入9.5亿元，增长22.86%；归属于上市公司股东的净利润9380万元，增长18.33%；1季度每股收益0.26元。
- **低基数上各门店销售收入增长均有明显回升。**据了解今年1季度环市东店销售收入增长20%左右，去年1季度环市东店销售收入负增长；正佳广场店和南宁店销售收入增长均在20%以上。
- **1季度综合毛利增长14.51%，促销导致毛利率下降。**1季度综合毛利率为22.15%，去年同期为23.76%，去年全年为22.62%，我们注意到公司的综合毛利率从去年第三季度开始下滑到23%以下，据了解除了三四季度促销次数增多之外，还和消费旺季消费积分使用增加营业成本有关。公司1季度综合毛利同比增长为14.51%。
- **费用率基本稳定。**1季度经营费用率为8.19%，同比有所下降，经营费用同比增长8.33%。
- **公司现金充裕，资金使用较为保守稳健，预付4年租金，提高资金使用率。**公司1季度向世贸中心支付了4年租金，提前支付使得4年租金减少了1400万元。
- **盈利预测与投资评级。**维持2010年、2011年、2012年每股收益0.94元、1.15元和1.36元的盈利预测，目前对应PE为28、23和18倍。公司对外扩张一直较为谨慎，为维持和提高在广东高端的市场份额，近年扩张加快。根据我们对已公告的4个新门店开店进度和盈亏情况的预测，未来2年净利润增长在20%—25%。高端百货培育期长但后续爆发力比较强，公司在偏高端百货方面优势明显，扩张为长期奠定基础，维持增持-A的投资评级，6个月目标价提高至28.2元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,619.8	2,959.2	3,482.4	4,565.4	5,140.2
Growth(%)	*14.3%*	*13.0%*	*17.7%*	*31.1%*	*12.6%*
净利润	257.1	285.1	338.7	411.1	487.3
Growth(%)	*34.6%*	*10.9%*	*18.8%*	*21.4%*	*18.5%*
毛利率(%)	24.1%	22.6%	23.3%	24.0%	24.0%
净利润率(%)	9.8%	9.6%	9.7%	9.0%	9.5%
每股收益(元)	0.72	0.79	0.94	1.15	1.36
每股净资产(元)	3.21	3.67	4.31	5.07	5.99
市盈率	37.0	33.4	28.1	23.1	19.5
市净率	8.3	7.2	6.2	5.2	4.4
净资产收益率(%)	22.4%	21.6%	22.0%	22.6%	22.7%
ROIC(%)	-64.5%	-65.7%	-58.8%	-105.2%	-155.3%
EV/EBITDA	23.7	20.3	16.8	13.4	11.0
股息收益率	0.9%	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%

评级： 增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 28.20 元

期限： 6 个月 上次预测： 27.00 元

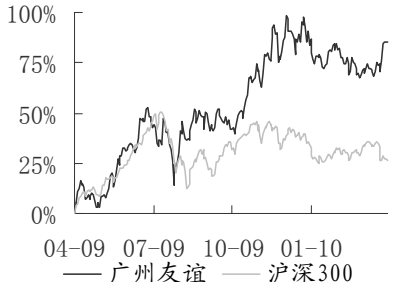
现价： 26.50 元

报告日期： 2010-04-27

市场数据

总市值(百万元)	9,688.28
流通市值(百万元)	9,673.61
总股本(百万股)	358.96
流通股本(百万股)	358.41
12 个月最高/最低	14.72/29.20 元
十大流通股东(%)	69.90%
股东户数	8,703

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.09	5.77	59.32
绝对收益	9.94	4.94	85.53

研究员

储丽雯 行业分析师

021-68765335 chulw@essence.com.cn

执业证书编号 S1450210010311

前期研究成果

广州友谊：下半年业绩略低于预期 2010-03-29

广州友谊：第三季销售增长殊无惊喜 2009-10-26

广州友谊：盈利进入持续上升通道 2009-08-18

敬请参阅报告结尾处免责声明

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-27

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**2,619.8**	**2,959.2**	**3,482.4**	**4,565.4**	**5,140.2**
减: 营业成本	1,989.5	2,289.7	2,671.0	3,472.0	3,906.5
营业税费	33.0	38.5	43.5	57.5	64.3
销售费用	191.8	192.0	231.2	326.4	361.9
管理费用	100.5	94.4	116.7	187.2	182.5
财务费用	-32.8	-26.5	-28.0	-25.0	-23.0
资产减值损失	3.9	-5.9	-2.0	-0.1	-0.1
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	7.8	1.4	2.0	2.5	2.0
营业利润	**341.7**	**378.3**	**452.0**	**549.8**	**650.1**
加: 营业外净收支	-0.5	1.4	0.6	-1.0	1.0
利润总额	**341.3**	**379.7**	**452.6**	**548.8**	**651.1**
减: 所得税	83.6	94.6	113.1	137.2	162.8
净利润	**257.1**	**285.1**	**338.7**	**411.1**	**487.3**

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,431.1	1,752.1	1,766.9	1,958.0	2,197.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	11.5	20.6	62.8	95.3	134.0
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	65.7	29.9	56.6	84.4	123.4
存货	111.8	121.1	146.4	190.2	275.0
其他流动资产	-0.0	5.7	5.7	5.7	5.7
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	5.4	5.1	15.0	15.0	15.0
投资性房地产	101.1	96.3	107.0	110.0	115.0
固定资产	203.1	184.9	164.9	158.6	153.0
在建工程	2.0	1.6	1.6	1.5	1.5
无形资产	24.7	23.4	22.0	20.6	19.3
其他非流动资产	16.7	14.9	52.7	64.7	51.4
资产总额	**1,973.0**	**2,255.6**	**2,401.5**	**2,704.0**	**3,090.5**
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	288.0	389.8	365.9	456.6	481.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	532.8	542.8	547.0	483.0	520.0
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	1.1	5.2	5.2	5.2	5.2
负债总额	**821.9**	**937.8**	**856.1**	**882.8**	**941.8**
少数股东权益	**1.8**	**1.8**	**2.5**	**2.9**	**3.8**
股本	359.0	359.0	359.0	359.0	359.0
留存收益	790.3	957.0	1,183.9	1,459.4	1,785.9
股东权益	**1,151.1**	**1,317.8**	**1,545.4**	**1,821.3**	**2,148.7**

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	257.6	285.1	338.7	411.1	487.3
加: 折旧和摊销	33.8	31.3	26.3	29.5	28.9
资产减值准备	3.9	-5.9	-2.0	-0.1	-0.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-	-28.0	-25.0
投资收益	-7.8	-1.4	-2.0	-2.5	-2.0
少数股东损益	0.5	0.0	0.7	0.5	1.0
营运资金的变动	31.0	131.5	-146.6	-89.0	-38.1
经营活动产生现金流量	**315.2**	**440.0**	**457.1**	**484.5**	**596.1**
投资活动产生现金流量	**-3.3**	**-0.5**	**-12.7**	**-19.6**	**-20.1**
融资活动产生现金流量	**-88.5**	**-118.5**	**-83.8**	**-110.7**	**-137.8**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	14.3%	13.0%	17.7%	31.1%	12.6%
营业利润增长率	20.4%	10.7%	19.5%	21.7%	18.2%
净利润增长率	34.6%	10.9%	18.8%	21.4%	18.5%
EBITDA 增长率	16.7%	12.0%	20.1%	22.0%	18.3%
EBIT 增长率	18.1%	13.9%	20.5%	23.8%	19.5%
NOPLAT 增长率	33.0%	15.1%	23.1%	23.4%	19.9%
投资资本增长率	12.8%	37.7%	-31.0%	-18.8%	-31.9%
净资产增长率	17.2%	14.5%	17.3%	17.9%	18.0%
利润率					
毛利率	24.1%	22.6%	23.3%	24.0%	24.0%
营业利润率	13.0%	12.8%	13.0%	12.0%	12.6%
净利润率	9.8%	9.6%	9.7%	9.0%	9.5%
EBITDA/营业收入	12.8%	12.7%	13.0%	12.1%	12.7%
EBIT/营业收入	11.8%	11.9%	12.2%	11.5%	12.2%
运营效率					
固定资产周转天数	29	24	18	13	11
流动营业资本周转天数	-85	-84	-69	-43	-32
流动资产周转天数	203	216	205	172	178
应收帐款周转天数	1	1	1	1	0
存货周转天数	14	14	14	13	16
总资产周转天数	254	257	241	201	203
投资资本周转天数	-51	-57	-47	-27	-18
投资回报率					
ROE	22.4%	21.6%	22.0%	22.6%	22.7%
ROA	13.1%	12.6%	14.1%	15.2%	15.8%
ROIC	-64.5%	-65.7%	-58.8%	-105.2%	-155.3%
费用率					
销售费用率	7.3%	6.5%	6.6%	7.2%	7.0%
管理费用率	3.8%	3.2%	3.4%	4.1%	3.6%
财务费用率	-1.3%	-0.9%	-0.8%	-0.5%	-0.4%
三费/营业收入	9.9%	8.8%	9.2%	10.7%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	41.6%	35.6%	32.6%	30.5%
负债权益比	71.4%	71.2%	55.4%	48.5%	43.8%
流动比率	1.97	2.07	2.40	2.66	2.92
速动比率	1.84	1.94	2.22	2.44	2.63
利息保障倍数	-9.42	-13.30	-15.14	-20.99	-27.27
分红指标					
DPS(元)	0.25	0.33	0.31	0.38	0.45
分红比率	34.4%	41.5%	33.0%	33.0%	33.0%
股息收益率	0.9%	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%

业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元)	0.72	0.79	0.94	1.15	1.36
BVPS(元)	3.21	3.67	4.31	5.07	5.99
PE(X)	37.0	33.4	28.1	23.1	19.5
PB(X)	8.3	7.2	6.2	5.2	4.4
P/FCF	31.5	21.9	55.8	27.9	24.4
P/S	3.6	3.2	2.7	2.1	1.9
EV/EBITDA	23.7	20.3	16.8	13.4	11.0
CAGR(%)	16.9%	19.6%	-100.0%	-49.1%	-100.0%
PEG	2.2	1.7	-0.3	-0.5	-0.2
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008 年 3 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**南方**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**马正南**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	**深圳联系人**	**王远洋**	**深圳联系人**
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	**深圳联系人**	**刘欢**	**深圳联系人**
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034