

管理费用率下降和利息收入增长使得公司 08 年业绩好于预期

广州友谊 (000987) 评级: 买入 (调高)

股价: 12.13 元

目标价位: 14.74 元

年报点评

2009 年 3 月 31 日 星期二

消费品小组

薄玉

021-50586660-8620

by@longone.com.cn

商业贸易行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	14.74
升值潜力 (%)	21.53
目标价确定日期:	2009-3-31

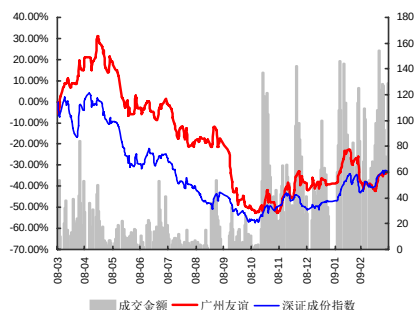
重要数据

总股本(亿股)	3.59
流通股本(亿股)	3.58
总市值(亿元)	43.54
流通市值(亿元)	43.46

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	7.06	-6.15
3 个月	9.28	-19.37
6 个月	-18.92	-21.72

个股相对深证成指走势图



相关报告:

1. 《整体增速放缓, 但优质管理仍使公司优于同行-调研报告》--20090223

投资要点

□ 2008 年业绩好于预期:

公司 2008 年实现营业收入 26.20 亿元, 较上年同期增长 14.35%; 实现营业利润 3.41 亿元, 同比增长 20.62%; 实现税后净利润 2.57 亿元, 同比增长 34.62%, 剔除投资收益等非经常性因素影响后的报告期公司净利润同比增长 31.31%, 每股收益为 0.72 元, 高于我们 2 月 20 日给出的调研报告估值, 也高于市场上大部分分析师的盈利预测。高于我们预期的主要原因分析如下: 一是管理费用率下降一个百分点; 二是利息收入增长所带来的财务收入增长。

□ 原因之一是管理费用率下降 1%

公司 2007 年的管理费用率是 4.82%, 2008 年的管理费用较 2007 年下降了 9.11%, 管理费用率也降至 3.83%, 降低了近一个百分点。我们看到的在经济下行背景下, 公司销售收入仍取得了 14.35% 的增长, 更难能可贵的是, 也更加彰显公司管理能力的管理费用率下降 1%。我们察看更长时间范围内的管理费用率水平, 我们发现公司管理费用率更是 2002 年的 12.08% 一路下降到 2008 年的 3.83%, 也是 2008 年是公司“服务年”的最好脚注。在经济下滑背景下, 销售收入下滑到 10% 左右甚至更低的增长水平情况下, 公司还能严格控制管理费用, 逐年压缩管理费用率, 最终带来的就是 2008 年净利润实现 34.62% 的增长, 远高于销售收入增长。这就是公司加强管理, 向管理要利润的鲜明例证, 也再次验证了我们上次调研得出的结论: 虽然公司整体增速下滑, 但公司优质严明的管理仍使得公司优于同类零售公司。

□ 原因之二是利息收入增长所带来的财务收入增长

公司占营业收入比重高达 18% 的预收帐款和良好的零售企业运营特性, 使得公司拥有充沛的现金流, 公司很长时间以来都没有发生任何长期借款和短期借款, 而帐上高达 10 多亿的货币资金, 更给公司带来丰厚的财务收入。对

比需要支付高额财务费用的其他公司，公司反而还能产生 3000 多万的财务收入，这一正一负对公司业绩的影响也不可小觑，这也是公司 08 年业绩高于笔者预期的第二个重要原因。

□ **不得不注意的是：公司 08 年四季度的销售收入同比增长率只有 4 %**

虽然公司全年仍实现了 14.35% 的销售收入增长，我们不得不提请投资者注意的是公司 08 年四季度的销售收入同比增长率只有 4%，前三个单季度的数据分别是 25.37%、16.24%、13.41%，同比增长率直线下滑的趋势非常明显。因为 08 年第四季度开始正是整个经济形势最严峻的时候，但公司仍较广百股份 08 年第四季度 -0.06% 的数据好了一些，再次验证了公司优于同行的管理水平，使得公司敏锐察觉到整个经济形势的恶化而采取了大大小小的促销、让利、VIP 会员专场等等营销活动，最终能实现了第四季度的同比正增长。

□ **盈利预测与投资建议：**

基于公司管理费用率的持续下降和公司良好的现金流，我们调高了之前的盈利预测。假定在 2009 - 2011 年未来三年的每一年，环市东总店实现 10 % 增长，正佳店实现 15 % 增长，时代店实现 5 % 增长，南宁店在 2009 - 2011 年未来三年的销售收入增长率分别为 50 %、40 %、30 %，我们预计公司 2009 - 2011 年三年的营业收入分别为：29.64 亿元、33.26 亿元、37.38 亿元；净利润分别为：2.94 亿元、3.31 亿元、3.78 亿元；每股收益为 0.819 元、0.923 元、1.053 元。对应 3 月 30 日 12.13 元收盘价，市盈率分别为 14.81 倍、13.15 倍、11.52 倍。我们给予公司 2009 年 18 倍估值，6 个月目标价为 14.74 元，距离现在价格还有 21.53 % 的上升空间，调高评级至“买入”评级。

风险提示：经济进一步恶化带来的百货市场不景气，可比门店增速大幅放缓；09 年新开设门店的亏损增大，培育期延长。

利润表(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,891.6	2,291.0	2,619.8	2,964.4	3,326.1	3,738.0
营业成本	1,435.1	1,737.4	1,989.5	2,247.7	2,517.9	2,825.2
营业税金及附加	24.0	27.3	33.0	35.6	39.9	44.9
销售费用	136.4	155.0	191.8	207.5	232.8	261.7
管理费用	97.9	110.5	100.5	114.1	128.1	143.9
财务费用	-17.0	-22.1	-32.8	-27.8	-34.7	-42.0
投资收益	2.0	1.0	3.9	-4.9	0.3	0.3
资产减值及公允价值变动						
其他收入	4.0	2.4	1.9	7.8	0.0	0.0
营业利润	215.7	283.7	341.7	392.3	441.8	504.1
营业外净收支	-0.5	-0.8	-0.5	0.0	0.0	0.0
利润总额	215.1	282.9	341.3	392.3	441.8	504.1
所得税费用	73.8	91.8	83.6	98.1	110.4	126.0
少数股东损益	0.1	0.1	0.5	0.1	0.2	0.2
归属于母公司净利润	141.3	191.0	257.1	294.1	331.2	377.9
现金流量表(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	141.4	191.1	257.6	294.2	331.3	378.1
资产减值准备	2.0	1.0	3.9	-4.9	0.3	0.3
折旧摊销	30.5	32.3	33.8	13.3	13.0	12.7
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	0.0	0.0	0.0	-27.8	-34.7	-42.0
营运资本变动	125.5	107.3	31.0	274.3	177.2	199.4
其它	-2.4	-1.8	-7.3	0.1	0.2	0.2
经营活动现金流	298.7	334.0	315.2	549.2	487.4	548.7
资本开支	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其它投资现金流	2.4	31.7	3.8	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	-3.8	20.5	-3.3	0.0	0.0	0.0
权益性融资	0.0	0.0	119.7	0.0	0.0	0.0
负债净变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
支付股利、利息	-40.7	-64.6	0.0	-88.2	-99.3	-113.4
其它融资现金流	17.0	22.1	-86.9	27.8	34.7	42.0
融资活动现金流	-40.7	-64.6	-88.5	-60.4	-64.7	-71.3
现金净变动	254.3	289.9	223.4	392.8	405.6	458.3
货币资金的期初余额	663.6	917.9	1,207.8	1,431.1	1,823.9	2,229.5
货币资金的期末余额	917.9	1,207.8	1,431.1	1,823.9	2,229.5	2,687.8
企业营运自由现金流	329.1	328.6	260.1	448.6	467.0	526.8
权益自由现金流	345.5	349.9	291.9	469.3	492.8	558.1

资产负债表(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	917.9	1,207.8	1,431.1	1,823.9	2,229.5	2,687.8
应收款项	28.0	14.7	11.5	21.9	24.6	27.7
存货净额	73.1	94.5	111.8	123.2	138.0	154.8
其他流动资产	16.1	24.4	65.7	75.3	85.8	97.6
流动资产合计	1,035.1	1,341.3	1,620.1	2,044.3	2,477.8	2,967.9
固定资产	233.6	216.9	203.1	193.4	184.7	175.5
无形资产及其他	35.9	46.1	43.4	39.0	34.6	31.1
投资性房地产	111.3	106.2	101.1	101.1	101.1	101.1
长期股权投资	32.6	8.7	5.4	12.7	12.7	12.7
资产总计	1,448.5	1,719.1	1,973.0	2,390.6	2,811.1	3,288.4
短期借款及交易性金融						
负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	388.8	439.7	357.9	544.2	614.0	693.3
其他流动负债	200.8	292.5	462.9	581.5	714.5	864.0
流动负债合计	589.6	732.2	820.8	1,031.0	1,218.1	1,429.1
长期借款及应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	3.3	4.9	1.1	2.5	3.9	5.5
非流动负债合计	3.3	4.9	1.1	2.5	3.9	5.5
负债合计	592.9	737.1	821.9	1,033.5	1,222.0	1,434.6
少数股东权益	1.3	1.4	1.8	2.0	2.2	2.3
普通股股东权益	854.3	980.7	1,149.3	1,355.1	1,586.9	1,851.4
负债和股东权益总计	1,448.5	1,719.1	1,973.0	2,390.6	2,811.1	3,288.4
关键财务与估值指标	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.394	0.532	0.716	0.819	0.923	1.053
每股红利	0.11	0.18	0.00	0.25	0.28	0.32
每股净资产	2.38	2.74	3.21	3.78	4.43	5.16
ROIC(%)	150.01	-139.39	-80.27	-86.81	-62.30	-53.17
ROE(%)	16.52	19.46	22.38	21.68	20.85	20.39
毛利率(%)	24.13	24.16	24.06	24.18	24.30	24.42
EBIT Margin(%)	10.50	11.42	11.79	12.29	12.24	12.36
EBITDA Margin(%)	12.03	12.66	12.91	12.70	12.60	12.67
收入增长(%)	22.59	21.12	14.35	13.16	12.20	12.38
净利润增长(%)	48.03	35.18	34.62	14.36	12.61	14.11
资产负债率(%)	40.93	42.88	41.66	43.23	43.47	43.63
P/E	30.81	22.80	16.93	14.81	13.15	11.52
P/B	5.09	4.43	3.78	3.21	2.74	2.35
EV/Sales	1.02	0.72	1.10	0.85	0.64	0.45
EV/EBITDA	8.47	5.66	8.55	6.66	5.05	3.53

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

薄玉, 商业贸易行业分析师, 金融学硕士, 2007 年 7 月开始跟踪商贸行业。

重点跟踪公司: 中国铅笔、百联股份、友谊股份、新华都、合肥百货、东百集团、开元控股、广百股份、广州友谊

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122