

三项费用下降导致业绩超预期

——广州友谊 08 年年报点评

报告关键点：

- 期间费用的减少、财务收入的增加使四季度业绩超出预期
- 四季度营业收入增长3.98%

报告摘要：

- 08年实现营业收入26.19亿，同比增长14.35%；归属于母公司的净利润2.57亿，同比增长34.62%；每股收益0.72元，略高于市场预期。公司充沛的闲置资金带来利息收入3280万，扣税后对每股收益的影响为0.07元。08年分红预案为每10股派现金3.30元（含税）。
- 销售收入增长逐季下滑明显符合市场预期。四季度营业收入同比增长3.98%，预计百货零售收入同比增长为3.63%左右，定位较高的环市东店受金融危机的冲击较大，四季度出现负增长。综合毛利率四季度为23.58%，比第三季度还略有回升，11月和12月公司举行了2次力度较大的促销活动（合计影响收入为1亿左右），促销对毛利率的损害并不显著。
- 第四季度实现净利润8202万，超出市场预期的主要原因为：（1）经营性费用（销售费用+管理费用）率降至10.12%，同比下滑5.25%，表明公司收入增长乏力的情况有效地遏制了可控的费用；（2）银行存款年底结息四季度利息收入为2246万，而前三季度利息收入总和为1034万，与07年的情况相似。
- 分门店来看，估计08年环市东店全年增长在9.5%左右，正佳店在20%左右，时代店略有增长。08年的高基数使09年净利润增长面临压力。08年春节的冰雪天气，本地消费者减少外游包括前往香港购物，御寒衣物单价较高等因素导致商业火爆，08年一季度实现归属于母公司的净利润7700万，非经营性的原因对利润的影响较小；而且公司的费用进一步缩紧的空间已经不大。我们了解到1月份和2月份加总的收入增长为负，因此09年一季度净利润很有可能负增长，但有望在第二、三季度得到缓和。
- 仍然维持原来门店增长的假设，根据08年的业绩调高公司未来2年的每股收益至0.7、0.78元，评级由中性-A调为增持-B。

评级：
增持-B

上次评级： 中性-A

目标价格： **15.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 15.00 元

现价： 11.97 元

报告日期： **2009-03-30**

市场数据

总市值(百万元)	4,296.73
流通市值(百万元)	4,288.82
总股本(百万股)	358.96
流通股本(百万股)	358.30
12 个月最高/最低	8.00/36.45 元
十大流通股股东(%)	16.72%
股东户数	6,298

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.09)	(28.44)	(1.67)
绝对收益	5.66	7.86	(37.89)

研究员

储丽雯

021-68765335

助理行业分析师

chulw@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,291.0	2,619.8	2,727.2	2,952.2	3,276.9
Growth(%)	21.1%	14.3%	4.1%	8.3%	11.0%
净利润	191.0	257.1	252.3	279.0	272.5
Growth(%)	35.2%	34.6%	-1.9%	10.6%	-2.3%
毛利率(%)	24.2%	24.1%	24.0%	24.0%	23.8%
净利率(%)	8.3%	9.8%	9.3%	9.4%	8.3%
每股收益(元)	0.53	0.72	0.70	0.78	0.76
每股净资产(元)	2.74	3.21	3.37	4.07	4.68
市盈率	24.2	18.0	18.4	16.6	17.0
市净率	4.7	4.0	3.8	3.2	2.8
净资产收益率(%)	19.5%	22.4%	18.4%	18.1%	16.2%
ROIC(%)	-94.9%	-64.5%	-59.0%	240.6%	82.8%
EV/EBITDA	6.1	9.2	12.3	10.2	9.5
股息收益率	1.4%	1.4%	1.4%	1.7%	1.1%

前期研究成果

 广州友谊：一季度销售增速将继续下滑
 2009-02-25

财务报表预测和估值数据汇总
单位
百万元 模型更新时间
2009-3-30

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,291.0	2,619.8	2,727.2	2,952.2	3,276.9	成长性					
减: 营业成本	1,737.4	1,989.5	2,072.9	2,244.5	2,498.6	营业收入增长率	21.1%	14.3%	4.1%	8.3%	11.0%
营业税费	27.3	33.0	34.6	37.5	32.8	营业利润增长率	31.6%	20.4%	0.0%	9.5%	1.9%
销售费用	155.0	191.8	200.6	213.7	252.3	净利润增长率	35.2%	34.6%	-1.9%	10.6%	-2.3%
管理费用	110.5	100.5	107.2	112.2	127.8	EBITDA 增长率	27.7%	16.7%	-3.4%	10.9%	8.9%
财务费用	-22.1	-32.8	-28.0	-25.0	-0.0	EBIT 增长率	31.7%	18.1%	1.6%	11.3%	9.2%
资产减值损失	1.0	3.9	1.9	-0.1	-0.1	NOPLAT 增长率	35.8%	33.0%	3.2%	12.6%	9.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	96.0%	12.8%	-127.6%	219.0%	74.9%
投资和汇兑收益	1.9	7.8	4.0	5.0	16.0	净资产增长率	14.8%	17.2%	19.8%	12.1%	14.9%
营业利润	283.7	341.7	341.8	374.3	381.5	利润率					
加: 营业外净收支	-0.8	-0.5	-4.5	-1.0	1.0	毛利率	24.2%	24.1%	24.0%	24.0%	23.8%
利润总额	282.9	341.3	337.3	373.3	382.5	营业利润率	12.4%	13.0%	12.5%	12.7%	11.6%
减: 所得税	91.8	83.6	84.3	93.3	95.6	净利润率	8.3%	9.8%	9.3%	9.4%	8.3%
净利润	191.0	257.1	252.3	279.0	272.5	EBITDA/营业收入	12.6%	12.8%	11.9%	12.2%	12.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.4%	11.8%	11.5%	11.8%	11.6%
货币资金	1,207.8	1,431.1	1,300.0	1,286.0	1,200.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	35	29	26	22	19
应收帐款	14.7	11.5	37.4	42.3	44.9	流动营业资本周转天数	-84	-85	-98	-112	-119
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	187	203	207	185	163
预付帐款	18.7	65.7	67.7	70.0	72.5	应收帐款周转天数	2	1	2	3	3
存货	94.5	111.8	113.6	123.0	136.9	存货周转天数	13	14	15	14	14
其他流动资产	5.6	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	249	254	246	214	188
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-41	-51	-19	28	52
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	8.7	5.4	20.0	20.0	20.0	ROE	19.5%	22.4%	18.4%	18.1%	16.2%
投资性房地产	106.2	101.1	-	-	-	ROA	11.1%	13.1%	14.4%	16.0%	17.1%
固定资产	216.9	203.1	188.0	179.9	171.9	ROIC	-94.9%	-64.5%	-59.0%	240.6%	82.8%
在建工程	1.0	2.0	1.8	1.7	1.6	费用率					
无形资产	24.8	24.7	23.1	21.7	20.3	销售费用率	6.8%	7.3%	7.4%	7.2%	7.7%
其他非流动资产	20.3	16.7	7.6	8.0	8.2	管理费用率	4.8%	3.8%	3.9%	3.8%	3.9%
资产总额	1,719.1	1,973.0	1,759.2	1,752.5	1,676.4	财务费用率	-1.0%	-1.3%	-1.0%	-0.8%	0.0%
短期债务	-	-	10.0	67.5	10.0	三费/营业收入	10.6%	9.9%	10.3%	10.2%	11.6%
应付帐款	341.6	288.0	488.4	528.8	581.9	偿债能力					
应付票据	-	-	5.7	6.1	6.8	资产负债率	42.9%	41.7%	44.3%	46.0%	45.0%
其他流动负债	390.6	532.8	636.5	748.7	873.2	负债权益比	75.1%	71.4%	79.5%	85.2%	81.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.83	1.97	1.39	1.16	1.00
其他非流动负债	4.9	1.1	1.1	1.1	1.1	速动比率	1.70	1.84	1.28	1.06	0.91
负债总额	737.1	821.9	1,096.3	1,316.6	1,451.3	利息保障倍数	-11.83	-9.42	-11.21	-13.97#####	
少数股东权益	1.4	1.8	2.5	3.4	16.3	分红指标					
股本	239.3	359.0	409.2	379.2	379.2	DPS(元)	0.18	-	0.18	0.22	0.14
留存收益	741.4	790.3	966.9	1,162.2	1,380.2	分红比率	33.8%	0.0%	30.0%	30.0%	20.0%
股东权益	982.0	1,151.1	1,378.6	1,544.7	1,775.6	股息收益率	1.4%	0.0%	1.4%	1.7%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	191.1	257.6	252.3	279.0	272.5	EPS(元)	0.53	0.72	0.70	0.78	0.76
加: 折旧和摊销	32.3	33.8	11.4	11.4	11.4	BVPS(元)	2.74	3.21	3.37	4.07	4.68
资产减值准备	1.0	3.9	1.9	-0.1	-0.1	PE(X)	24.2	18.0	18.4	16.6	17.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.7	4.0	3.8	3.2	2.8
财务费用	-	-	-	-28.0	-25.0	P/FCF	12.8	15.3	10.6	9.9	12.3
投资收益	-1.9	-7.8	-4.0	-5.0	-16.0	P/S	2.0	1.8	1.9	1.7	1.5
少数股东损益	0.1	0.5	0.7	1.0	14.3	EV/EBITDA	6.1	9.2	12.3	10.2	9.5
营运资金的变动	107.3	31.0	298.7	146.3	173.1	CAGR(%)	13.6%	3.6%	-5.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	334.0	315.2	533.0	407.6	455.3	PEG	1.8	4.9	-3.2	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	20.5	-3.3	-12.7	2.9	13.9	ROIC/WACC	-9.5	-6.5	-5.9	24.2	8.3
融资活动产生现金流量	-64.6	-88.5	32.5	-31.2	-112.0	REP	0.5	1.2	-6.2	0.4	0.7

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声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

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@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