

复苏迹象明显，业绩较为确定

报告关键点：

- 商品结构决定增长弹性较大
- 费用管理能力很强

报告摘要：

- 如果消费转好，公司增长的弹性比较大。公司的收入和利润来源主要依赖总店环市东店。从销售品类结构来看，化妆品、珠宝、名表占30%左右，高档家电占30%，服装占25%，家居用品和食品占15%。而公司一季度增长比较好的是一楼的奢侈品主要是名表、珠宝，我们认为随着消费的复苏，公司经营的奢侈品和高档家电可能首先反弹，收入增速可能超出预期。
- 财务简单、费用确定且管理能力强，净利润增速要高于收入增幅。公司费用控制能力很强，一季度公司销售收入增长持平，但是经营性费用同比下降了9.19%。由于公司近几年外延增长缓慢，基本没有大额的资本支出，因此经营性费用增幅很小，不确定性因素较少。
- 供给层面来看，商圈及来自同一定位的竞争并不激烈。广州的高端百货目前仍然主要集中在环市东商圈，2010年将有新的高端百货开业，从长期来看将对公司造成一定的分流。但至少未来2年公司在同一定位上面临的竞争并不十分激烈，而且作为广州高端百货的代表公司的形象和口碑早就深入人心。
- 广州的整体消费受冲击程度并没有原来想象得那么严重，消费信心的冲击仍然是主要的。09年公司有可能在佛山新开一家门店。我们调高对于公司下半年收入预测的假设，调整09年和2010年每股收益至0.75、0.80元，给予09年30倍PE，6个月21元的目标价，投资评级调整至增持-A。

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	2,774.3	3,030.9	3,455.3
Growth(%)	21.1%	14.3%	5.9%	9.3%	14.0%
净利润	191.0	257.1	269.2	285.9	321.0
Growth(%)	35.2%	34.6%	4.7%	6.2%	12.3%
毛利率(%)	24.2%	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润率(%)	8.3%	9.8%	9.7%	9.4%	9.3%
每股收益(元)	0.53	0.72	0.75	0.80	0.89
每股净资产(元)	2.74	3.21	3.40	4.12	4.84
市盈率	27.8	20.6	19.7	18.5	16.5
市净率	5.4	4.6	4.3	3.6	3.1
净资产收益率(%)	19.5%	22.4%	19.4%	18.4%	18.4%
ROIC(%)	-94.9%	-64.5%	-63.8%	222.7%	88.4%
EV/EBITDA	7.6	11.2	13.8	11.9	10.2
股息收益率	1.2%	1.7%	1.3%	1.5%	1.1%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-B

目标价格：
21.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 17.50 元

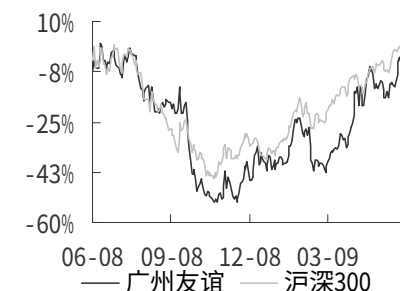
现价： 18.03 元

报告日期：
2009-06-16

市场数据

总市值(百万元)	6,472.01
流通市值(百万元)	6,460.10
总股本(百万股)	358.96
流通股本(百万股)	358.30
12 个月最高/最低	8.00/29.00 元
十大流通股(%)	67.65%
股东户数	20,249

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.60	40.27	(1.66)
绝对收益	12.50	72.37	(1.36)

研究员

储丽雯
助理行业分析师

021-68765335

chulw@essence.com.cn

前期研究成果

广州友谊：收入基本持平，费用管理进一步加强

2009-04-23

广州友谊：三项费用下降导致业绩超预期

2009-03-31

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 2009-6-16

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	2,774.3	3,030.9	3,455.3	成长性					
减:营业成本	1,737.4	1,989.5	2,108.8	2,304.4	2,626.4	营业收入增长率	21.1%	14.3%	5.9%	9.3%	14.0%
营业税费	27.3	33.0	35.2	38.5	43.5	营业利润增长率	31.6%	20.4%	5.3%	6.6%	17.2%
销售费用	155.0	191.8	198.6	219.4	245.7	净利润增长率	35.2%	34.6%	4.7%	6.2%	12.3%
管理费用	110.5	100.5	106.5	115.2	129.2	EBITDA 增长率	27.7%	16.7%	2.8%	6.9%	18.4%
财务费用	-22.1	-32.8	-25.0	-25.0	-23.0	EBIT 增长率	31.7%	18.1%	8.3%	7.1%	19.0%
资产减值损失	1.0	3.9	-5.4	-0.1	-0.1	NOPLAT 增长率	35.8%	33.0%	11.7%	6.8%	19.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	96.0%	12.8%	-130.6%	201.5%	82.8%
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%	20.8%	12.3%	17.4%
营业利润	283.7	341.7	359.7	383.5	449.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.8	-0.5	0.2	-1.0	1.0	毛利率	24.2%	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%
利润总额	282.9	341.3	359.9	382.5	450.6	营业利润率	12.4%	13.0%	13.0%	12.7%	13.0%
减:所得税	91.8	83.6	90.0	95.6	112.6	净利润率	8.3%	9.8%	9.7%	9.4%	9.3%
净利润	191.0	257.1	269.2	285.9	321.0	EBITDA/营业收入	12.6%	12.8%	12.5%	12.2%	12.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.4%	11.8%	12.1%	11.8%	12.3%
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	25	22	18
应收帐款	14.7	11.5	37.8	42.9	46.4	流动营业资本周转天数	-84	-85	-97	-111	-116
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	187	203	204	181	156
预付帐款	18.7	65.7	67.8	70.1	72.7	应收帐款周转天数	2	1	2	3	3
存货	94.5	111.8	115.5	126.3	143.9	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	242	209	179
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-41	-51	-18	29	53
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%	19.4%	18.4%	18.4%
投资性房地产	106.2	101.1	-	-	-	ROA	11.1%	13.1%	15.3%	16.3%	20.1%
固定资产	216.9	203.1	188.0	179.9	171.9	ROIC	-94.9%	-64.5%	-63.8%	222.7%	88.4%
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%	7.2%	7.2%	7.1%
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%	3.8%	3.8%	3.7%
资产总额	1,719.1	1,973.0	1,761.6	1,756.5	1,685.0	财务费用率	-1.0%	-1.3%	-0.9%	-0.8%	-0.7%
短期债务	-	-	10.0	67.5	10.0	三费/营业收入	10.6%	9.9%	10.1%	10.2%	10.2%
应付帐款	341.6	288.0	496.9	543.0	611.6	偿债能力					
应付票据	-	-	5.8	6.3	7.2	资产负债率	42.9%	41.7%	44.4%	46.2%	45.0%
其他流动负债	390.6	532.8	638.3	753.5	884.8	负债权益比	75.1%	71.4%	79.7%	85.8%	81.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.83	1.97	1.37	1.14	0.98
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	1.27	1.05	0.88
负债总额	737.1	821.9	1,108.7	1,339.0	1,500.6	利息保障倍数	-11.83	-9.42	-13.39	-14.34	-18.55
少数股东权益	1.4	1.8	2.5	3.4	18.6	分红指标					
股本	239.3	359.0	409.2	379.2	379.2	DPS(元)	0.18	0.25	0.20	0.23	0.17
留存收益	741.4	790.3	978.8	1,178.9	1,435.7	分红比率	33.8%	34.4%	30.0%	30.0%	20.0%
股东权益	982.0	1,151.1	1,390.4	1,561.4	1,833.4	股息收益率	1.2%	1.7%	1.3%	1.5%	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	269.2	285.9	321.0	EPS(元)	0.53	0.72	0.75	0.80	0.89
加:折旧和摊销	32.3	33.8	11.4	11.4	11.4	BVPS(元)	2.74	3.21	3.40	4.12	4.84
资产减值准备	1.0	3.9	-5.4	-0.1	-0.1	PE(X)	27.8	20.6	19.7	18.5	16.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.4	4.6	4.3	3.6	3.1
财务费用	-	-	-	-25.0	-25.0	P/FCF	14.7	17.6	11.6	11.0	12.0
投资收益	-1.9	-7.8	-4.0	-5.0	-16.0	P/S	2.3	2.0	2.2	1.8	1.6
少数股东损益	0.1	0.5	0.7	1.0	16.9	EV/EBITDA	7.6	11.2	13.8	11.9	10.2
营运资金的变动	107.3	31.0	308.6	154.7	195.3	CAGR(%)	14.5%	9.5%	-6.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	334.0	315.2	555.5	422.9	505.6	PEG	1.9	2.2	-3.2	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	20.5	-3.3	-5.4	2.9	13.9	ROIC/WACC	-9.5	-6.5	-6.4	22.4	8.9
融资活动产生现金流量	-64.6	-88.5	24.4	-33.2	-98.7	REP	0.7	1.5	-6.2	0.5	0.8

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

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@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