

百货零售



向涛 金琼

广州友谊 (000987)

商业零售行业研究员

经营回复至正常轨道

021-38565942

Xiangtao@xyzq.com.cn

推荐

2009年7月29日

投资要点

- **二季度公司经营复苏。**公司经营在二季度显著复苏，今年二季度公司销售收入同比增长保守预计在 10% 以上（一季度同比增长 0.34%，去年四季度同比增长 3.98%）。事实上，在经历去年四季度和年初的销售低迷后，从 2 月份开始公司销售即已经出现复苏迹象：率先反弹的是奢侈品的销售（同比出现翻倍增长），3 月份其他商品出现整体性反弹，5-6 月份家电零售出现反弹。考虑到去年下半年公司经营遭遇困境带来的较低基数以及今年下半年经济复苏预期，我们认为公司经营触底反转可以确认。
- **南宁店有望年底实现盈亏平衡。**南宁店在经历 2 年培育后经营趋于成熟，上半年南宁店收入同比增幅超过 40%，我们预计在 8000 万元左右，预计全年南宁店实现营业收入有望接近 2 亿（去年全年收入为 1.17 亿），公司预计南宁店全年有望实现盈亏平衡。广州地区门店收入增速稳定，二季度预计在 10% 以上。
- **其他业务利润增长或将趋于平稳。**公司近年来净利润实现高速增长，其他业务利润功不可没（见表 1）。目前公司其它业务利润主要包括两块：一是固定资产出租收入，一是管理费（如物业管理费）收入。05 年公司通过盘活自有可出租物业逾 6 万平米，实现了固定资产出租收入连续 2 年高速增长，07 年南宁店的开业又带来了连续 2 年管理费收入的大幅提升。需要注意的是，公司短期内暂时没有新的增量固定资产（物业）出租，管理费收入在南宁店日渐成熟后也将趋于稳定，因此未来若没有新的增量资产供出租，则其他业务利润增速或回落趋于平稳。公司已经在 08 年成立了广州友谊物业经营有限公司，未来将致力于物业出租的开发和管理。

表 1、其他业务利润对公司盈利影响和变动情况（单位：万元）

主要指标	2005A	2006A	2007A	2008A
营业利润	36,615	45,646	55,359	63,024
YOY	132.9%	24.7%	21.3%	13.8%
其他业务利润	6,313	9,823	12,591	14,088
YOY	35.0%	55.6%	28.2%	11.9%
占比	17.2%	21.5%	22.7%	22.4%
其他业务利润	6,313	9,823	12,591	14,088
YOY	35.0%	55.6%	28.2%	11.9%
其中：固定资产出租	4,098	6,204	7,972	7,888
YOY	40.2%	51.4%	28.5%	-1.1%
管理费	3,407	3,260	4,260	5,406
YOY	29.8%	-4.3%	30.7%	26.9%

资料来源：公司历年年报，兴业证券研发中心

- **未来将稳步开拓新的门店。**公司过去的经营中更多侧重于内生性增长挖掘，外延扩张方面相对保守，07年开业的南宁店的成功为公司外延拓展积累了经验和人才，公司未来有意在稳健经营现有门店的基础上继续进行新店的拓展，预计在今年底明年初将有新的门店开出，地点上仍然首先考虑广州地区。
- **对公司未来业绩增长的几点判断。**收入方面，我们认为公司已经走出去年下半年和一季度的经营困境，预计下半年公司营业收入增速有望恢复到 15%-20%以上，全年收入增速 16%左右，明年广州亚运会的召开将利好于公司尤其是位于商务酒店区的环东店；其它业务收入方面，**不考虑新开门店**，我们预计其增速或将放缓到 10%以下，这将导致公司综合毛利率水平的降低。费用方面，由于国家继续执行宽松的货币政策，公司帐面现金带来的利息收入同比将有回落。不考虑新店开出，公司销售和管理费率有望与去年同期持平，压力主要来自于南宁店等门店的租金提升。
- **盈利预测和估值：**暂不考虑未来新开门店，我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.79 元、0.92 元和 1.03 元，对应 PE 为 26 倍、22 倍和 20 倍，公司具备良好的基本面和持续分红能力，可享受 09 年市场平均 30 倍 PE，我们给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**经济复苏出现波动，甲型 H1N1 流感在秋季的演化超出大众预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1620	1905	2262	2638
货币资金	1431	1716	2044	2395
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4	5	6	6
其他应收款	7	9	8	8
存货	112	127	154	178
非流动资产	353	346	313	291
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	5	6	6	6
投资性房地产	101	103	102	102
固定资产	203	187	170	153
在建工程	2	1	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	25	23	21	20
资产总计	1973	2252	2574	2929
流动负债	821	934	1054	1190
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	225	302	358	407
其他	596	632	696	782
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
负债合计	822	935	1055	1191
股本	359	359	359	359
资本公积	60	60	60	60
未分配利润	501	638	807	989
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	1151	1317	1519	1738
负债及权益合计	1973	2252	2574	2929

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	257	284	331	371
折旧和摊销	34	23	23	23
资产减值准备	2	-1	0	-0
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-33	-27	-32	-38
投资损失	-8	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-35	-118	-96	-115
经营活动产生现金流量	284	383	428	470
投资活动产生现金流量	23	-7	-3	-5
融资活动产生现金流量	-56	-92	-96	-114
现金净变动	251	285	328	351
现金的期初余额	1208	1431	1716	2044
现金的期末余额	1459	1716	2044	2395

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2620	3038	3650	4192
营业成本	1990	2314	2794	3220
营业税金及附加	33	38	45	52
销售费用	192	216	260	300
管理费用	100	118	142	163
财务费用	-33	-27	-32	-38
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	8	0	0	0
营业利润	342	379	441	494
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	341	379	441	494
所得税	84	95	110	124
净利润	258	284	331	371
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	257	284	331	371
EPS (元)	0.72	0.79	0.92	1.03

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.3%	16.0%	20.1%	14.8%
营业利润增长率	20.4%	10.8%	16.5%	12.1%
净利润增长率	34.6%	10.4%	16.5%	12.1%
盈利能力(%)				
毛利率	24.1%	23.8%	23.5%	23.2%
净利率	9.8%	9.3%	9.1%	8.8%
ROE	22.4%	21.6%	21.8%	21.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	41.7%	41.5%	41.0%	40.7%
流动比率	1.97	2.04	2.15	2.22
速动比率	1.84	1.90	2.00	2.07
营运能力(次)				
资产周转率	141.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	64561.7	63711.7	65167.7	63695.7
每股资料(元)				
每股收益	0.72	0.79	0.92	1.03
每股经营现金	0.88	1.07	1.19	1.31
每股净资产	3.20	3.66	4.23	4.84
估值比率(倍)				
PE	29.0	26.2	22.5	20.1
PB	6.5	5.7	4.9	4.3

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。