



上市公司年报点评

研究报告
批发和零售贸易

中性维持

广州友谊 (000987)

2010 年 3 月 27 日

09 年四季度收入因基数低等大增 27%，毛利率同比下降导致净利润增幅低于收入

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
luying@htsec.com
SAC 执业证书编号：S0850203100078
021-23219403

潘鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

2010 年 3 月 26 日收盘于 24.55 元
6 个月目标价：24.86 元 (2010 年 EPS 以 27.5 倍 PE)

年报概述。公司今日 (2010 年 3 月 27 日) 发布 2009 年报，2009 年公司实现营业收入 29.59 亿元，同比增长 12.96%；实现利润总额 3.80 亿元，同比增长 11.27%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.85 亿元，同比增长 10.89%，扣除非经常性损益的净利润 2.78 亿元，同比增长 10.69%；2009 年公司全面摊薄每股收益为 0.794 元，略低于我们之前 0.81 元的预测。

2009 年公司净资产收益率为 23.51%，较去年同期的 24.31% 减少 0.8 个百分点；公司 09 年归属于上市公司股东的每股净资产为 3.67 元，而去年同期为 3.20 元。此外，公司报告期每股经营性现金流 1.23 元，同比增长 39.77%，高于收入和净利润的增长幅度。

公司 2009 年的分配预案是：按 2009 年度实现可分配利润的 41.69% 进行现金分红，每 10 股派现金 3.00 元 (含税)。2006-08 年过去三年公司现金分红均占当年净利润的比重超过 45%。

简评和投资建议。我们基本维持之前对公司 2010 年 EPS 的预测 (参见表 2)，预计 2010 年营业总收入增长 13.5%，为 33.59 亿； (假设广州本地三家门店 2010 年收入增长 13%；南宁店 2010 年收入增长 20% 左右)，预计实现净利润 3.25 亿，同比增长 13.81%，EPS 为 0.90 元。

我们的预测未包括公司 2009 年下半年和 2010 年初以来的几次外延扩张，我们将在对这些门店项目概况做更细致的考察后再做分析和未来三年的业绩预测。整体来看，公司 2010 年的业绩主要还是靠过去门店的支撑，而 2010 年有望开业的环市东店扩场 (世贸中心商场) 项目基本不需要培育期，2011 年即有望为公司带来一定利润；同样是 2010 年有望开业的珠江新城国金店项目、和 2011 年开业的长隆奥特莱斯和佛山店可能需要更长一些的培育期。

我们认为公司拥有良好的资质和过往经营业绩，之前属于内生增长较强的投资品种，但外延扩张相对稳健，且除了小规模的南宁外地百货门店 (对公司损益影响不大，且培育、盈利周期处于行业平均水平)，基本没做其他扩张。

而 2009 年下半年以来，公司在外延扩张方面的步伐明显加快，共签订了四个重要项目，包括：广州珠江新城中央商务区高端消费商圈国金店项目、佛山店项目、长隆友谊购物公园项目 (奥特莱斯业态)，以及环市东店扩大的世贸中心商场项目。结合目前市场和零售板块的估值水平，以及公司在外延扩张方面的努力和给予的良好预期，我们略调高了公司的目标股价至 24.86 元 (2010 年 EPS 以 27.5 倍 PE)，维持“中性”的投资评级。

年报分析。

(1) 09 年四季度收入同比增幅创单季度新高。2009 年公司 1-4 季度营业收入的增幅分别为：0.34%、15.03%、10.98% 和 26.63%。二、四季度 15% 以上的同比增幅与当季度公司“清明节、劳动节、母亲节、端午节、父亲节”进行的数次成功

的营销活动有关;而四季度 26.63%的大幅增长除了与促销活动有关,与 2008 年四季度的低基数(收入同比增长不到 4%)也有很大关系。

整体来看,2009 年营业收入同比增长 12.96%,其中南宁店实现主营收入 16878 万元,同比增长 44.53%(超过我们之前增长 35%的预期);广州市三个单店实现主营收入 26.37 亿元,同比增长 12.18%,基本符合预期。

(2) 2009 年综合毛利率有所下滑,销售收入增幅大的季度更为明显。但由于促销活动的增加,以及处于培育期的南宁百货收入增幅更快(南宁店的主营毛利率较广东门店低两个百分点左右),公司报告期内综合毛利率同比下降了 1.06 个百分点,这一情况在四个季度均有所体现:1-4 季度综合毛利率分别为 23.76%、23.91%、22.88%和 20.60%,分别同比下降 0.34、1.45、0.53、2.98 个百分点,而在营销力度最强的二、四季度毛利率下降最为明显。

(3) 管理和销售费用占比仍出现较明显下降带动利润率微升。但公司管理和销售费用占营业收入比重继续下降的趋势仍旧未变:2009 年公司管理和销售费用占营业收入的比重 9.68%,比去年同期的 11.15%,同比下降了 1.47 个百分点,从而在毛利率整体有所下降的情况下,仍旧实现了净利润率的提升:由 2008 年的 9.83%提升至 2009 年的 9.89%,这一 A 股百货同业中最高的主业净利润率水平反映了公司目前所拥有的百货门店的优质的经营能力(南宁店扭亏也做了一点贡献,但最主要的还是主力百货门店的盈利能力体现)。公司 2008 年财务费用中反映的-3280 万(公司良好的现金流带来的利息收入)到 2009 年降低至-2646 万元,减少了 600 多万。

(4) 目前公司货币资金充裕。截至 2009 年末,公司账面货币资金 17.52 亿,较期初增加了 20%以上,折合每股 4.88 元。报告期预收款 4.75 亿,占营业收入的比重为 16%,去年同期该比例在 17%以上。

(5) 我们预计,四大扩张外延扩张项目除环市东店扩场(世界贸易中心)项目 2011 年有望带来利润增量外,其他项目需要的培育期较长,预计最快 2012 年之后增厚业绩。我们将对此做更深入的跟踪之后更新公司未来三年的业绩预测。

(A) 长隆友谊购物公园项目。2009 年 11 月临时股东大会审议通过了该项目。长隆友谊购物公园项目计划分两期建设,首期建筑面积约 6 万平方米,其中公司承租(位于番禺区汉溪大道的商业物业,所有者为广州市番禺区香江野生动物世界有限公司)约 5 万平方米作为奥特莱斯业态的经营区域(其余约 1 万平方米为餐饮等配套项目)。未来如果项目成熟拓展二期,总建筑面积可达 10 万平方米。

购物公园所处长隆旅游度假区,新光快速路、地铁 3 号线汉溪长隆 E 出口在附近,项目距离天河区中心位置约 15 公里(车程 10-15 分钟),与未来番禺石壁的广州新火车站距离 4 公里,交通状况适合奥特莱斯业态经营。而公司把该项目定位为“华南地区经营规模最大,商业档次最高,具备国际领先水平的生态休闲型的奥特莱斯主题购物公园”,项目由公司招商运营。

公司租赁该物业的租赁期限为 15 年,保底租金合计约 4.5 亿元人民币;营业额分成部分按照项目的年营业额,采取超额累进的方式分段计算,分成率为年营业额的 3.5%-5%。保底租金或营业额分成两者取其高作为最终年租金的计收。公司在项目可行性报告中预计,项目开业后第三年起营业额分成租金将高于保底租金(暗含公司预计项目开业后第三年销售收入达到 8.57 亿以上),其后年份营业额分成租金将作为最终年租金支付,为此预计十五年租赁期内项目的总租金可达约 9 亿元。

公司预计该项目开办总投入约 6000 万元,预计开业后首年(2012 年)销售收入为 6 亿元左右,之后销售年增幅在 10-20%;预计开业后前三年的毛利率在 12%左右,之后逐步上升至 13%;预计项目开业后第三年可盈利,租赁期 15 年内利润总额可达到 9 亿元。

我们预计,2011 年该项目开业后当年可能会因开办费,以及尚需一定培育等不会对净利润带来正面影响,而 2012 年完整的财务年度后,如果实现 6 亿的销售收入,则可带来 7000 万以上的毛利,租金、其他类型的销售和管理费用可能在 6000 万以上,再剔除各类税费,2012 年有望贡献 700 万以上的净利润,而 2013-14 年营业收入如果能够保持 15%的增长,则有望实现 1500 万和 2500 万的净利润。

(B) 佛山百货店项目。2009 年 11 月,公司董事会审议通过了《关于审议控股子公司开设佛山百货店的议案》,公司控股子公司广州新谊百货(公司直接、间接共持有其 97.5%股权)将租赁佛山市禅城区城门头路 18 号佛山国际商业中心的商业裙楼首至七层开设百货店(出租方为佛山市盈投置业有限公司)。该项目租赁总建筑面积为 30337.7 平米,租赁期十五年,年均租金约 1800 万元,租赁期内租金总额合计约 2.7 亿元。该项目计划 2011 年开业,预计开业当年不会对净利润带来正面影响。

该门店属于公司近几年来在广东省内广州市外的首次拓展,由于建筑面积 3 万左右,即使培育期不需要太长,2012 年之后对净利润的贡献也相对有限。我们初步预计 2012-13 年,该门店能贡献 2.5-3 亿的收入,500-1000 万的净利润。

(C) 环市东店扩场项目。2010 年 1 月,公司董事会审议通过了《关于租赁广州世界贸易中心大厦裙楼整体商场的议案》,公司已接管广州世界贸易中心大厦裙楼商场的租赁经营,计划于 2010 年内完成调整与环东店一体化商店模式。

公司租赁位于广州市环市东路 371-375 号广州世界贸易中心大厦首至六层的裙楼商场(总建筑面积合计约为 2.5 万平方米),用于开设经营百货店及相关配套设施。租金每年约 7883 万元人民币,租赁期 6 年,租金合计约 4.73 亿元。在本合同有效期内,同等条件下,公司有该物业的优先购买权。

环市东店一直是公司收入和利润最主要的来源,但之前已经受制于物业面积的限制越来越难以发挥其旗舰优势地位。此次对世界贸易中心大厦裙楼商场的租赁并进行与环市东店的整体经营,我们预计对公司收入和利润的提升短期内就能发挥较大作用。环市东店一直平效非常高,净利润率也在 10%以上(除了竞争优势和经营能力强,物业成本低也是净利润率高的主要原因),而此次获得扩场机会,将有望在 2010 年开业后的第一个完整年份 2011 年贡献较大收入和净利润。

我们初步测算,该项目有望在 2011 年即有望新增 5-6 亿收入和 2500 万以上的净利润。

(D) 珠江新城国金店项目。2010 年 1 月,公司董事会审议通过了《关于租赁广州国际金融中心裙楼整体商场的议案》,该项目计划于 2010 年内开业。公司将赁广州越秀城建国际金融中心有限公司位于其广州市珠江新城珠江江西路 5 号广州国际金融中心首至五层、地下负一层和负一夹层的裙楼商场(建筑面积近 4 万平米),用于开设经营百货店,租期为 15 年。

根据我们了解,广州国际金融中心(投资额 75 亿元的世界第六高楼,可能 2010 年亚运会前正式开业)位于珠江新城,即俗称的广州西塔。项目地处广州新城市中轴线,地铁 3、5 号线交汇点及与公共交通集运系统中心相连。目前珠江新城 CBD 还是以写字楼为主力,商业零售项目只是配套,因此广友进驻后可能需要相对较长的培育期,甚至在 1-2 年内还会产生一定亏损,但这种影响要在 2010-11 年才会有所体现。

表 1 是广州友谊 2009 年单季度合并损益表的分析。表 2 是我们对广州友谊 2010 年合并损益表的预测。

表 1 广州友谊单季度合并损益表分析

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
营业总收入(万元)	77154	53439	59628	71755	77418	61470	66172	90860
同比增长 (%)	25.37	16.24	13.40	3.98	0.34	15.03	10.98	26.63
营业总成本(万元)	66846	46783	53617	61337	66804	53206	59738	78480
营业成本(万元)	58560	39890	45670	54833	59021	46772	51033	72144
营业成本/营业收入 (%)	75.90	74.64	76.59	76.42	76.24	76.09	77.12	79.40
营业税金及附加(万元)	682	638	861	1116	881	605	1531	832
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.88	1.19	1.44	1.56	1.14	0.98	2.31	0.92
销售费用(万元)	5141	4472	5013	4550	5068	4406	5290	4439
销售费用/营业收入 (%)	6.66	8.37	8.41	6.34	6.55	7.17	7.99	4.89
管理费用(万元)	2779	2211	2346	2711	2124	1930	2152	3233
管理费用/营业收入 (%)	3.60	4.14	3.93	3.78	2.74	3.14	3.25	3.56
财务费用(万元)	-315	-447	-272	-2246	-290	-506	-268	-1581
资产减值损失(万元)	0	19	0	373	0	0	0	-588
非经营性净收益(万元)	0	719	0	61	0	-6	0	143
营业利润(万元)	10308	7375	6010	10478	10613	8258	6434	12524
同比增长 (%)	25.79	37.90	7.71	13.30	2.96	11.96	7.04	19.52
营业外收入(万元)	6	147	4	472	48	101	87	24
营业外支出(万元)	74	342	103	157	87	61	74	-104
利润总额(万元)	10240	7180	5912	10793	10574	8297	6447	12652
同比增长 (%)	25.54	34.66	6.37	16.73	3.26	15.56	9.04	17.22
所得税费用(万元)	2540	1757	1486	2582	2647	1979	1615	3214
有效所得税率 (%)	24.80	24.47	25.13	23.92	25.03	23.86	25.04	25.40

净利润(万元)	7700	5423	4426	8211	7927	6318	4832	9438
同比增长 (%)	40.33	51.47	19.40	29.61	2.94	16.50	9.17	14.94
净利润率 (%)	9.98	10.15	7.42	11.44	10.24	10.28	7.30	10.39
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7701	5385	4427	8202	7928	6318	4832	9437
同比增长 (%)	40.41	50.22	19.40	29.69	2.94	17.32	9.16	15.06
少数股东损益(万元)	-1	38	0	10	-1	0	0	1
摊薄每股收益(元)	0.215	0.150	0.123	0.228	0.221	0.176	0.135	0.263

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 广州友谊 2010 损益表预测 (20090327 更新)

	2006	2007	2008	2009	2010E
营业总收入 (万元)	189161	229102	261976	295920	335869
同比增长 (%)		21.12	14.35	12.96	13.50
营业总成本 (万元)	167837	200916	228583	258228	292796
营业成本 (万元)	143514	173744	198952	228971	258619
营业成本/营业总收入 (%)	75.87	75.84	75.94	77.38	77.00
营业税金及附加 (万元)	2395	2733	3296	3849	4366
营业税金及附加/营业总收入 (%)	1.27	1.19	1.26	1.30	1.3
销售费用 (万元)	13636	15497	19176	19203	21664
销售费用比例 (%)	7.21	6.76	7.32	6.49	6.45
管理费用 (万元)	9790	11054	10047	9439	10748
管理费用比例 (%)	5.18	4.82	3.83	3.19	3.2
财务费用 (万元)	-1697	-2212	-3280	-2646	-2600
资产减值损失 (万元)	199	101	392	-589	0
投资收益 (万元)	243	186	779	137	200
营业利润 (万元)	21566	28372	34172	37829	43272
营业外收入 (万元)	19	15	628	259	0
营业外支出 (万元)	71	95	675	118	0
利润总额 (万元)	21514	28292	34125	37970	43272
所得税费用 (万元)	7376	9182	8365	9455	10818
有效税率 (%)	34.29	32.46	24.51	24.90	25
净利润 (万元)	14138	19110	25761	28515	32454
净利润率 (%)	7.47	8.34	9.83	9.89	9.66
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	14130	19101	25714	28515	32454
同比增长 (%)		35.18	34.62	10.89	13.81
少数股东损益 (万元)	8	9	46	0	0
每股收益 (元)	0.59	0.80	0.72	0.79	0.90

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告:

广州友谊 2009 年三季报点评: 三季度净利润增长 9.16%增幅环比略降_中性, 调低_20091026
广州友谊 2009 半年报点评: 二季度净利润增长 17%, 增幅环比大幅提高_买入, 调高_20090818
广州友谊 2009 年一季报点评: 一季报收入利润略有增长_增持, 维持_20090423
广州友谊 2008 年报点评: 费用节约维持较高增长 现金优势明显_增持, 维持_20090331
广州友谊半年报点评: 业绩仍旧平稳增长, 估值吸引力比较明显_增持, 维持_20080825
广州友谊年报简评: 净利润增长 35.18%, 股价具备投资价值_增持, 调高_20080401

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。