

上市公司调研简评研究报告

商业零售

稳健增长，好于预期

9月9日，我们对公司进行调研，概要如下：

销售增长情况：上半年公司的各可比门店的销售均超过 20%：环市东店销售增长 23%、时代店销售增长 22%，南宁店增长 24%，正佳店增长 26%。进入三季度后，销售有放缓的迹象，因此公司估计全年各个门店的同店增长可能会低于 20%。

世贸店 8 月 13 号开业，目前日销售 100 万元，2010 年全年预计实现销售收 1.5 亿元。该店每年的租赁费用 7800 万元。由于 1-6 月份清退原来租户，因此上半年亏损 1000 多万元。6-8 月份公司对 1-4 层进行装修，装修费用 200-300 万元，分 5 年摊销。公司预计世贸点完整经营年度实现销售收入 3-4 亿，2010 年净利润预计亏损 2000 万元，2011 年应能做到盈亏平衡。

西塔店装修已完成，公司的招商 90%已经可以保证。目前国际一线品牌的招商尚有难度。由于太古汇进入广州，LV、GUCCI、卡迪娅等品牌的争夺较为激烈。公司将采用先开业，培育成熟后再引入大品牌的策略。西塔店的开办费用需要 500-600 万元，年租金 7600 万元，预计 2010 年亏损 500 万元左右，2010 年亏损 2000-3000 万元。

佛山店建筑面积 3 万平米，位于佛山国际商业中心，商圈较为成熟。该店的业主方按照销售的 3-5%提取毛利，预计该店 2011 年下半年开出。2011 年预计亏损 1000 万元，公司认为现在租赁的物业面积过小，因此该物业开发商正加紧建设二期，租赁年限 12 年。

奥特莱斯长隆店开发商和政府就容积率问题未达成统一意见，开发延后，估计要到 2012 年以后才能开业。目前广州市的奥特莱斯仅此一家。

公司拥有 6 万平方米左右的零售商业物业租赁，包括写字楼、商铺、仓库等，09 年租金收入大约为 7500 万元。这部分物业陆续与原来租户租赁期满，在商业地产普遍升值、租金上调的大趋势中，我们认为公司的这部分物业有望带来较大的租赁收入增量，且其增加的收入部分可大部分转变为利润，成为 2011 年业绩增长不可小视的超预期因素。

公司的激励机制独特。公司内部规定高管人员须拿出年薪的 15%购买本公司股票，并且所购买股票基本上锁定至退休，如中间辞职等，必须以现金购买这部分股票。公司的这一策略基本上锁定了管理层的流失风险，并且成为有效的激励机制，

总结：此次调研反馈信息好于我们的预期。尤其是 2011 年的业绩存在超预期的可能，我们预测公司的 2010/2011 年业绩 0.95 元/1.17 元，对应 PE 分别为 32 和 26 倍，维持公司“增持”评级。

广州友谊（000987）

维持

增持

张新红

010-85130996

执业证书编号：S1440210080010

当前股价：29.53 元

目标价格 6 个月：35.00 元

调研日期：2010 年 09 月 09 日

发布日期：2010 年 09 月 13 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.5/7.3	19.7/16.1	37.5/48.4
12 月最高/最低价 (元)		31.92/20.11
总股本 (万股)		35,896
流通 A 股 (万股)		35,896
总市值 (亿元)		106
流通市值 (亿元)		106
近 3 月日均成交量 (万)		189
主要股东		
广州市人民政府国有资产监督管		51.89%
理委员会		

股价表现





2010/9/13

股价: 30.68

利润表	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	295,919.5	367,822.2	438,350.4	471,582.6	成长性				
减: 营业成本	228,971.1	283,274.8	337,441.7	362,855.5	营业收入增长率	13.0%	24.3%	19.2%	7.6%
营业税费	3,849.1	4,413.9	5,260.2	5,659.0	营业利润增长率	10.7%	20.2%	22.1%	15.7%
销售费用	19,203.2	25,011.9	28,492.8	29,238.1	净利润增长率	10.9%	20.1%	22.2%	15.7%
管理费用	9,439.1	11,770.3	12,273.8	11,789.6	EBITDA增长率	12.0%	30.3%	23.6%	12.4%
财务费用	-2,645.5	-592.8	139.6	-1,423.9	EBIT增长率	13.9%	27.6%	24.0%	12.9%
资产减值损失	-588.5	-738.6	-	-	NOPLAT增长率	15.1%	30.6%	24.1%	12.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	37.7%	-7.6%	54.1%	10.2%
投资和汇兑收益	137.4	800.0	800.0	800.0	净资产增长率	14.5%	15.8%	17.3%	17.0%
营业利润	37,828.5	45,482.7	55,542.3	64,264.4	利润率				
加: 营业外净收支	141.4	167.8	238.4	271.6	毛利率	22.6%	23.0%	23.0%	23.1%
利润总额	37,969.9	45,650.5	55,780.7	64,536.0	营业利润率	12.8%	12.4%	12.7%	13.6%
减: 所得税	9,455.2	11,412.6	13,945.2	16,134.0	净利润率	9.6%	9.3%	9.5%	10.3%
净利润	28,514.7	34,237.9	41,835.5	48,402.0	EBITDA/营业收入	12.7%	13.4%	13.8%	14.5%
资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	11.9%	12.2%	12.7%	13.3%
货币资金	175,209.1	202,302.2	246,422.1	284,781.5	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	24	22	23	21
应收账款	2,058.3	1,839.1	2,191.8	2,357.9	流动营业资本周转天数	-84	-74	-69	-74
应收票据	-	-	-	-	流动资产周转天数	216	205	204	222
预付账款	2,989.8	7,356.4	4,383.5	4,715.8	应收账款周转天数	1	1	1	1
存货	12,112.9	14,712.9	17,534.0	18,863.3	存货周转天数	14	13	13	14
其他流动资产	568.9	568.9	568.9	568.9	总资产周转天数	257	242	240	255
可供出售金融资产	-	-	-	-	投资资本周转天数	-57	-51	-52	-62
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	506.1	1,244.6	1,244.6	1,244.6	ROE	21.6%	22.4%	23.4%	23.1%
投资性房地产	9,626.5	9,626.5	9,626.5	9,626.5	ROA	12.6%	12.8%	13.3%	13.7%
固定资产	18,492.2	26,626.1	28,239.4	26,137.2	ROIC	-65.7%	-62.4%	-83.8%	-61.4%
在建工程	163.7	-	-	-	费用率				
无形资产	2,342.6	3,678.2	4,383.5	4,715.8	销售费用率	6.5%	6.8%	6.5%	6.2%
其他非流动资产	1,490.2	468.2	468.2	468.2	管理费用率	3.2%	3.2%	2.8%	2.5%
资产总额	225,560.3	268,423.2	315,062.6	353,479.9	财务费用率	-0.9%	-0.2%	0.0%	-0.3%
短期债务	-	9,304.4	-	-	三费/营业收入	21.5%	23.2%	23.2%	22.9%
应付账款	38,982.3	44,138.7	52,602.0	56,589.9	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	41.6%	41.7%	39.9%	37.9%
其他流动负债	54,280.9	56,136.0	66,715.3	71,700.1	负债权益比	71.2%	71.5%	66.4%	61.0%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	2.07	2.09	2.29	2.44
其他非流动负债	517.5	517.5	517.5	517.5	速动比率	1.94	1.95	2.14	2.30
负债总额	93,780.8	109,133.9	118,872.2	127,844.9	利息保障倍数	-13.30	-75.72	398.96	-44.13
少数股东权益	183.7	183.7	183.7	183.7	分红指标				
股本	35,895.8	35,895.8	35,895.8	35,895.8	DPS(元)	3.30	0.32	0.37	0.43
留存收益	95,699.9	116,585.1	142,941.4	173,434.7	分红比率	41.5%	34.0%	32.0%	32.0%
股东权益	131,779.5	152,664.6	179,021.0	209,514.2	股息收益率	10.8%	1.1%	1.2%	1.4%
现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	28,514.7	34,237.9	41,835.5	48,402.0	EPS(元)	0.79	0.95	1.17	1.35
加: 折旧和摊销	3,130.5	4,217.7	5,026.4	5,407.5	BVPS(元)	3.67	4.25	4.99	5.84
资产减值准备	-588.5	-738.6	-	-	PE(X)	38.6	32.2	26.3	22.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	8.4	7.2	6.2	5.3
财务费用	-	-	-592.8	139.6	P/FCF	2.5	33.6	22.5	19.2
投资收益	-137.4	-800.0	-800.0	-800.0	P/S	0.4	3.0	2.5	2.3
少数股东损益	0.0	-	-	-	EV/EBITDA	24.3	18.3	13.9	11.8
营运资金的变动	13,150.3	1,286.0	18,841.8	7,144.9	CAGR(%)	26.3%	21.5%	17.5%	19.3%
经营活动产生现金流量	43,996.9	37,610.2	65,043.3	58,730.5	PEG	1.5	1.5	1.5	1.2
投资活动产生现金流量	-52.9	-12,642.0	-6,252.8	-2,523.2	ROIC/WACC	-5.4	-5.1	-6.8	-5.0
融资活动产生现金流量	-11,845.6	-1,743.7	-22,831.3	-14,064.7	REP	3.1	3.5	1.6	1.9



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

张新红：中央财经大学金融学硕士，商业零售行业分析师，从事证券行业研究 2 年。对行业及公司运行趋势把握准确。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。