



上市公司年报点评

证券研究报告
批发和零售贸易-百货

增 持 维 持

广州友谊 (000987)

2011 年 3 月 29 日

净利润增长 15%符合预期，关注新开门店 经营前景

2011 年 3 月 28 日收盘于: 23.83 元
6 个月目标价: 27.90 元

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

汪立亭
SAC 执业证书编号: S0850210090001
wanglt@htsec.com
021-23219399

潘 鹤
SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

年报概述。广州友谊 2011 年 3 月 29 日发布 2010 年报，公司实现营业收入 35.86 亿元，同比增长 21.17%；实现利润总额 4.35 亿元，同比增长 14.60%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.27 亿元，同比增长 14.74%；扣除非经常性损益的净利润也为约 3.27 亿元，同比增长 17.58%。

2010 年公司基本每股收益为 0.91 元，加权净资产收益率为 23.24%，较 2009 年略减少 0.27 个百分点；公司 2010 年归属于上市公司股东的每股净资产为 4.28 元，同比增加 16.62%。公司报告期每股经营性现金流 1.28 元，与每股收益的比率为 1.4 倍，低于行业平均水平。

公司2010年分配预案：拟以报告期末公司总股本35896万股为基数，向全体股东按每10股派发现金股利4元（含税）。

简评和投资建议。

公司 2010 年 0.91 元的 EPS 和 14.74% 的业绩增速基本符合我们之前的预期 0.905 元。公司老门店经过商品结构和经营布局调整后较好的内生增长，而先后于 8 月开业的环市东店南馆以及 11 月开业的国金店为公司贡献了外延收入增长，综合带动公司年度 21.17% 的收入增长。同时，虽然有新开门店因素，但公司整体 8.38% 的期间费用率较 2009 年仍下降 0.4 个百分点，费用控制符合预期。

我们认为公司在老门店的内生增长之外，新的外延扩张将从 2011 年开始贡献收入，并且在经过 1-2 年的培育期后，开始逐步贡献增量利润，公司中长期业绩增长前景较好。短期看 2011 年，环市东店南馆有望贡献 2500 万左右净利润，但由于国金店的培育期亏损以及其他可能的外延扩张项目的推进，公司短期增速可能面临一定压力。

略调整盈利预测。预测公司 2011-13 年 EPS 分别 1.12、1.40 和 1.80 元，对应当前 23.83 元的股价，2011-13 年的 PE 分别为 21.35、17.01 和 13.24 倍，当前估值处于合理偏低水平，考虑公司仍可实现的 20% 左右的业绩增长，以及其长期以来值得肯定的经营管理水平，给予公司六个月目标价 27.90 元（对应于 2011 年 25 倍 PE）以上，维持“增持”评级。

风险与不确定性。新开门店培育亏损超预期。

年报点评。

(1) 营业收入 35.86 亿元，同比增长 21.17%，其中四季度收入增速为 23.35%，高于前三季度 20.21% 的水平。公司年内对主要老门店进行了商品结构和经营布局的调整，包括：环市东店的超级商场扩场；南宁店调整并引进了服饰、电器、家品等新品牌；正佳店调整、扩大了化妆品区域，新引入了一系列国际品牌。全年各门店均实现了销售两位数的增长，其中南宁店主营收入 2.15 亿元，同比增长 27.21%。

外延扩张上, 公司环市东店南馆 (世贸中心扩场店) 于 2010 年 8 月中旬开业, 新增营业面积近 2 万平米, 打造 “男士生活馆”, 并调整北馆 (原环市东店) 经营品类; 珠江新城国金店于 2010 年 11 月 18 日开业, 新增约 3 万平米营业面积, 目前经营状况符合预期。上述两家新开业门店为公司贡献了增量收入, 带动其四季度实现 11.21 亿元收入, 23.35% 的收入增速较前三季度高。四季度虽然有新店开业增加费用 (率) 因素, 但净利润仍实现了正增长。

(2) 综合毛利率 21.84%, 同比下降 0.79 个百分点。报告期内公司持续进行了 “女士购物节”、“感恩尊享日” 等主题促销活动, 并且由于毛利率相对低的南宁店收入增速较高, 以及新开业门店的培育等, 公司综合毛利率略有下滑。

表 1 广州友谊分季度收入 (万元) 及毛利率 (%)

	1Q10	2Q10	1H10	3Q10	4Q10	2H10	2010
营业收入 (万元)	95113	73979	169092	77404	112078	189482	358574
增速 (%)	22.86	20.35	21.75	16.97	23.35	20.66	21.17
毛利率 (%)	22.15	24.22	23.06	21.25	20.41	20.75	21.84
同比增减 (%)	-1.61	0.31	-0.77	-1.63	-0.19	-0.81	-0.79

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(3) 2010 年期间费用率 8.38%, 同比减少 0.4 个百分点。其中销售费用率为 6.53%, 同比略增加 0.04 个百分点, 管理费用率为 2.64%, 同比明显减少 0.55 个百分点。主要费用项中, 由于新增租赁世贸中心和珠江新城国金店物业, 公司租赁费较 2009 年增加 1822 万元, 此外, 由于新开店, 相应的装修维修费摊销净增 1218 万元, 增幅为 87.12%, 是费用中增加较多的项目, 但公司整体销售费用率并未明显上升, 控制较好。而公司 2010 年 9457 万元的管理费用额几乎与 2009 年持平, 持续表现出优秀的费用控制能力。

表 2 广州友谊销售与管理费用拆分 (万元)

		2009	2010	增加额（万元）	增速（%）
销售费用	租赁费	6693	8516	1822	27.23
	职工薪酬	5625	6236	611	10.86
	装修维修费	1398	2617	1218	87.12
	信用卡手续费	1697	2107	410	24.16
	折旧费	1222	1011	-210	-17.23
	其他费用	2568	2923	355	13.82
	合计	19203	23409	4206	21.90
管理费用	职工薪酬	4323	4464	141	3.26
	水电费	2621	2035	-587	-22.38
	维修费	138	512	373	270.23
	折旧费	527	463	-64	-12.07
	其他费用	1830	1984	154	8.39
	合计	9440	9457	17	0.18

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(4) 未来经营展望。我们预计公司环市东店在新增南馆后, 面积增加和品类组合调整将进一步巩固提升环市东店的经营实力, 并将带动该店 2011 年的外延内生增长。我们测算, 环市东店南馆将有望在 2011 年为公司新增贡献 6 亿左右收入和 2500 万以上净利润。

珠江新城国金店约 3 万平方建筑面积, 经营面积 1.8 万平方米左右, 于 2010 年 11 月开业后经营情况符合预期。未来该店所在区域有望成为广州的金融中心, 消费增长潜力较大, 且该店位置优势明显。但我们预计该店将至少需要 1-2 年的培育期, 预计 2011 年该店可实现 3 亿以上的收入。

公司此前还公告长隆 OUTLETS 和佛山店两个项目。其中长隆项目周边有较为成熟的可供各种年龄层次的人游玩的设施, 这些都为未来的长隆 OUTLETS 奠定了良好的顾客基础和软硬件基础, 预计开业后培育期不需要太长, 但该项目可能要推迟到 2012 年开业, 我们也调整了相应的收入预测。

佛山店位置处于传统商业区, 佛山祖庙附近, 该店建筑面积 3 万平方米左右, 预计 2012 年前后开业, 开业后的 2012-13 年, 该门店能贡献 2.5-3 亿的收入, 500-1000 万的净利润。

我们认为, 虽然公司当前加快外延扩张步伐可能带来一定的短期业绩压力, 但应对公司上述扩张举措予以积极评价和动态观察, 在中长期会有一定业绩贡献。

表3是我们对公司2010年单季度损益表的分析。表4是我们最新对公司的损益表预测。

表 3 广州友谊 2010 年单季度合并损益表分析

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010
营业总收入 (万元)	77418	61470	66172	90860	95113	73979	77404	112078
同比增长 (%)	0.34	15.03	10.98	26.63	22.86	20.35	16.97	23.35
营业总成本 (万元)	66804	53206	59738	78480	82603	63366	69738	99322
营业成本 (万元)	59021	46772	51033	72144	74047	56058	60957	89208
营业成本/营业收入 (%)	76.24	76.09	77.12	79.40	77.85	75.78	78.75	79.59
营业税金及附加 (万元)	881	605	1531	832	1056	1102	938	1502
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.14	0.98	2.31	0.92	1.11	1.49	1.21	1.34
销售费用 (万元)	5068	4406	5290	4439	5806	4427	6098	7078
销售费用/营业收入 (%)	6.55	7.17	7.99	4.89	6.10	5.98	7.88	6.32
管理费用 (万元)	2124	1930	2152	3233	1985	2151	2022	3300
管理费用/营业收入 (%)	2.74	3.14	3.25	3.56	2.09	2.91	2.61	2.94
财务费用 (万元)	-290	-506	-268	-1581	-292	-426	-278	-1809
资产减值损失 (万元)	0	0	0	-588	0	54	0	43
非经营性净收益 (万元)	0	-6	0	143	0	-6	0	-4
营业利润 (万元)	10613	8258	6434	12524	12510	10608	7666	12752
同比增长 (%)	2.96	11.96	7.04	19.52	17.87	28.46	19.15	1.82
营业外收入 (万元)	48	101	87	24	4	42	46	98
营业外支出 (万元)	87	61	74	-104	2	30	164	15
利润总额 (万元)	10574	8297	6447	12652	12511	10619	7548	12836
同比增长 (%)	3.26	15.56	9.04	17.22	18.32	27.99	17.09	1.45
所得税费用 (万元)	2647	1979	1615	3214	3131	2663	1892	3112
有效所得税率 (%)	25.03	23.86	25.04	25.40	25.02	25.07	25.07	24.25
净利润 (万元)	7927	6318	4832	9438	9380	7957	5656	9724
同比增长 (%)	2.94	16.50	9.17	14.94	18.34	25.94	17.05	3.03
净利率 (%)	10.24	10.28	7.30	10.39	9.86	10.76	7.31	8.68
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	7928	6318	4832	9437	9381	7957	5657	9724
同比增长 (%)	2.94	17.32	9.16	15.06	18.33	25.94	17.07	3.04
少数股东损益 (万元)	-1	0	0	1	-1	0	-1	0
摊薄每股收益 (元)	0.221	0.176	0.135	0.263	0.261	0.222	0.158	0.271

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

表 4 广州友谊合并损益表及预测 (20110329 更新)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入 (万元)	261976	295920	358574	474528	591308	718649
同比增长 (%)	14.35	12.96	21.17	32.34	24.61	21.54
营业总成本 (万元)	228583	258228	315029	421103	524247	632496
营业成本 (万元)	198952	228971	280271	371896	465621	564592
营业成本/营业收入 (%)	75.94	77.38	78.16	78.37	78.74	78.56
营业税金及附加 (万元)	3296	3849	4599	6086	7583	9216
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.26	1.30	1.28	1.28	1.28	1.28
销售费用 (万元)	19176	19203	23409	33217	38435	44556
销售费用/营业收入 (%)	7.32	6.49	6.53	7.00	6.50	6.20
管理费用 (万元)	10047	9439	9457	12338	14783	15810
管理费用/营业收入 (%)	3.83	3.19	2.64	2.60	2.50	2.20
财务费用 (万元)	-3280	-2646	-2805	-2531	-2273	-1776
资产减值损失 (万元)	392	-589	97	97	97	97

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

非经营性净收益 (万元)	779	137	-9	0	0	0
营业利润 (万元)	34172	37828	43536	53425	67061	86152
同比增长 (%)	20.44	10.70	15.09	22.72	25.52	28.47
营业外收入 (万元)	628	259	191	0	0	0
营业外支出 (万元)	675	118	212	0	0	0
利润总额 (万元)	34125	37970	43515	53425	67061	86152
同比增长 (%)	20.62	11.27	14.60	22.77	25.52	28.47
所得税费用 (万元)	8365	9455	10798	13356	16765	21538
有效所得税率 (%)	24.51	24.90	24.82	25.00	25.00	25.00
净利润 (万元)	25761	28515	32716	40069	50296	64614
同比增长 (%)	34.80	10.69	14.74	22.47	25.52	28.47
净利率 (%)	9.83	9.64	9.12	8.44	8.51	8.99
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	25714	28515	32719	40069	50296	64614
同比增长 (%)	34.62	10.89	14.74	22.46	25.52	28.47
少数股东损益 (万元)	46	0	-2	0	0	0
摊薄每股收益 (元)	0.716	0.794	0.911	1.116	1.401	1.800

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

广州友谊 2010 三季报点评：3Q 业绩增长 17%符合预期，外延扩张项目前景看好，维持增持 20101028

广州友谊 2010 年中报点评：业绩略超预期，外延扩张可能带来短期业绩压力，但中长期看好，维持增持 20100819

广州友谊调研简报：经营趋势良好，重现投资安全边际，调高投资评级至“增持”，目标价 27 元 20100706

广州友谊 2010 年一季报点评：一季度净利润增长 18%符合预期，未来三年是公司外延扩张的重要战略阶段_中性，维持 20100428

广州友谊2009年报点评: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_中性，维持 20100327

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

广州友谊年报简报：净利润增长 35.18%，股价具备投资价值_增持，调高_20080401

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城（600415.SH）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、百联股份（600631.SH）、中兴商业（000715.SZ）、益民商业（600824.SH）、南京中商（600280.SH）、友谊股份（600827.SH）、苏宁电器（002024.SZ）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、厦门国贸（600755.SH）、建发股份（600153.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、武汉中百（000759.SZ）、鄂武商（000501.SZ）、农产品（000061.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元控股（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、人人乐（002336.SZ）、海宁皮城（002344.SZ）、天虹商场（002419.SZ）、华联综超（600361.SH）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、永辉超市（601933.SH）、成商集团（600828.SH）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；			
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。			

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明