

业绩略低于预期，租金成本压力逐渐显现

公司研究简报

◆业绩略低于预期，1H2011 净利润同比增长 16.79%:

1H2011 期间公司实现营业收入 21.29 亿元，同比增速 25.89%，而归属母公司净利润 2.02 亿元，同比增长 16.79% (EPS=0.56 元)，略低于我们中报 EPS0.60 元和净利润增速 24% 的预测。其中 2010 年新开两家租赁门店（国金店和世贸店每年新增加租金 7655 万和 7883 万元¹），导致租赁费用同比增加 110%（近 5000 万费用）是拖累当期业绩的主要原因。

◆毛利率同比下降 0.37 个百分点，租金成本推动期间费用率上升:

1H2011 期间公司毛利率同比下降 0.37 个百分点至 22.69%，其中低毛利率的黄金首饰销售收入同比增长 50% 以上，拖累毛利率水平。此外新开两家门店打折促销力度较大，对于毛利率下滑也有一定影响，但考虑到下半年提升物业租金收入的因素，我们维持全年毛利率 22.37% 的估计不变。

1H2011 期间公司期间费用率同比上升 1.22 个百分点至 9.30%，其中销售/管理/财务费用率分别同比变化 1.54/-0.24/-0.08 个百分点 7.59%/2.21%/0.51%。我们认为由于 2010 年租赁世贸和国金两家物业，导致销售费用中租赁费用支出同比上升 110%，拉升了销售费用率整体水平。而管理费用绝对额基本与 1H2010 年持平，体现出公司一贯较为优异的成本控制能力。预计随着下半年佛山店开业（每年租金 1800 万），2011 年整体期间费用率仍将有所上升。

◆维持增持评级，六个月目标价 26.75 元:

我们下调公司 2011-2013 年 EPS 分别至 1.11/1.38/1.66 元（之前为 1.13/1.42/1.70 元），以 2010 年为基期三年 CAGR 为 22.1%，认为公司合理价值为 26.75 元（其中 2011 年主业 EPS 0.91 元给予 25 倍，租赁业务 EPS 0.20 元给予 20 倍估值）。2010 年以来，公司外延扩张较为积极，租金成本存在一定压力，而 2H2011 及 2012 年预计佛山店以及长隆店的开张，我们认为 2012-13 年折旧及摊销成本绝对值上升是必然趋势，考虑到上述新门店的业绩压力，维持增持评级。

◆风险提示:

2010 年两家新门店培育期过长，广州百货业态竞争激烈程度加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,959	3,586	4,780	6,300	7,437
营业收入增长率	12.96%	21.17%	33.30%	31.80%	18.06%
净利润（百万元）	285	327	399	496	596
净利润增长率	10.89%	14.74%	21.88%	24.45%	20.12%
EPS（元）	0.79	0.91	1.11	1.38	1.66
ROE（归属母公司）	21.67%	21.31%	22.27%	23.33%	23.61%
P/E	29	25	21	17	14

增持（维持）

当前价/目标价：23.03/26.75 元

目标期限：6 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebsecn.com

市场数据

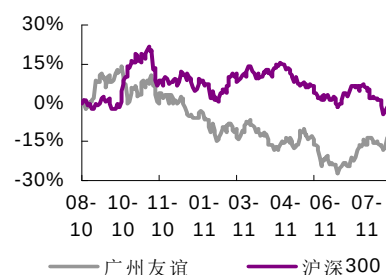
总股本(亿股)：3.59

总市值(亿元)：82.67

一年最低/最高(元)：19.90/32.30

近 3 月换手率：26.49%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.40	4.56	-14.72
绝对	-0.36	-2.35	-15.95

相关研报

广州友谊：提高物业租金收入，增厚 2011 年 EPS 约 0.04 元——公司公告点评

..... 2011-07-26

广州友谊：业绩符合预期，短期仍有费用压力——1Q2011 季报点评

..... 2011-04-28

¹ 其中国世贸店每年五楼出租 5500 平米，约能获得 1300 万左右租金收入。

图表 1：环东北馆仍是业绩利润主要贡献门店

广州友谊 2007-2013 年 EPS 拆分（2011 年 8 月 17 日更新）

单位：元	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
环东店	0.30	0.41	0.50	0.62	0.70	0.76	0.84
时代店	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05
正佳店	0.06	0.08	0.09	0.12	0.14	0.16	0.18
南宁店	-0.02	-0.01	0.02	0.03	0.05	0.06	0.09
环东扩店	0.00	0.00	0.00	-0.06	0.00	0.03	0.07
国金店	0.00	0.00	0.00	-0.04	-0.06	-0.03	0.03
佛山店	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.01	0.03
长隆店	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.04
2013 年项目	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01
误差项及租赁收入	0.15	0.16	0.11	0.13	0.20	0.23	0.25
其他主营收入	0.01	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09
EPS	0.53	0.72	0.79	0.91	1.11	1.38	1.66

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：2Q2011 单季广州友谊净利润下滑较大

2008-1H2011 广州友谊单季经营情况拆分明细

时间	营业总收入 (万)	营业总收入 增速 (%)	营业成本 (万)	销售毛利率 (%)	归属母公司 净利润 (万)	归属母公司 净利率增速 (%)
1Q2008	77154.03	N/A	58559.71	24.10%	7701.06	N/A
2Q2008	53439.01	N/A	39889.53	25.36%	5384.97	N/A
3Q2008	59627.75	N/A	45669.57	23.41%	4426.58	N/A
4Q2008	71754.75	N/A	54832.89	23.58%	8201.61	N/A
1Q2009	77417.65	0.34%	59021.50	23.76%	7927.59	2.94%
2Q2009	61469.73	15.03%	46772.36	23.91%	6317.85	17.32%
3Q2009	66172.00	10.98%	51032.81	22.88%	4832.15	9.16%
4Q2009	90860.12	26.63%	72144.41	20.60%	9437.10	15.06%
1Q2010	95112.91	22.86%	74047.39	22.15%	9381.04	18.33%
2Q2010	73979.17	20.35%	56058.14	24.22%	7956.87	25.94%
3Q2010	77403.65	16.97%	60956.90	21.25%	5657.12	17.07%
4Q2010	112078.28	23.35%	89208.48	20.41%	9723.66	3.04%
1Q2011	121349.35	27.58%	94334.41	22.26%	11651.98	24.21%
2Q2011	91516.92	23.71%	70243.12	23.25%	8596.48	8.04%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3：2Q2011 单季广州友谊期间费用率同比上升 1.99 个百分点

2008-1H2011 广州友谊单季期间费用拆分明细

时间	期间费用 (万)	期间费用 率 (%)	销售费用 (万)	销售费用 率 (%)	管理费用 (万)	管理费用 率 (%)	财务费用 (万)	财务费用 率 (%)
1Q2008	7604.95	9.86%	5140.79	6.66%	2779.38	3.60%	-315.22	-0.41%
2Q2008	6236.07	11.67%	4471.84	8.37%	2210.96	4.14%	-446.73	-0.84%
3Q2008	7086.99	11.89%	5013.45	8.41%	2345.55	3.93%	-272.01	-0.46%
4Q2008	5015.29	6.99%	4550.11	6.34%	2710.77	3.78%	-2245.59	-3.13%

1Q2009	6902.25	8.92%	5067.87	6.55%	2124.26	2.74%	-289.88	-0.37%
2Q2009	5829.25	9.48%	4406.05	7.17%	1929.59	3.14%	-506.40	-0.82%
3Q2009	7174.50	10.84%	5290.30	7.99%	2152.48	3.25%	-268.28	-0.41%
4Q2009	6090.79	6.70%	4438.98	4.89%	3232.76	3.56%	-1580.95	-1.74%
1Q2010	7499.33	7.88%	5806.08	6.10%	1984.93	2.09%	-291.68	-0.31%
2Q2010	6151.31	8.31%	4426.74	5.98%	2150.56	2.91%	-425.99	-0.58%
3Q2010	7842.55	10.13%	6098.12	7.88%	2022.38	2.61%	-277.95	-0.36%
4Q2010	8568.85	7.65%	7078.40	6.32%	3299.54	2.94%	-1809.09	-1.61%
1Q2011	10363.21	8.54%	8520.63	7.02%	2241.29	1.85%	-398.71	-0.33%
2Q2011	9423.23	10.30%	7644.86	8.35%	2455.39	2.68%	-677.02	-0.74%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表4：1H2011 省内门店营业收入增速较快

1H2011 广州友谊主营业务分地区情况

地区	1H2011 营业收入（万元）	营业收入同比增长（%）
省内	191191.20	30.70%
省外	10196.00	5.96%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表5：租赁大幅提高，拉高销售费用率水平

1H2011 广州友谊销售费用拆分明细

项目	1H2011（万）	1H2010（万）	同比变化（%）	占销售费用比重（%）
租赁费	8972.62	4260.01	110.62%	55.50%
职工薪酬	3343.36	2976.60	12.32%	20.68%
装修维修费	713.64	622.05	14.72%	4.41%
信用卡手续费	1313.19	887.52	47.96%	8.12%
折旧费	503.70	487.60	3.30%	3.12%
广告费	84.72	78.01	8.61%	0.52%
运杂费	171.75	219.08	-21.61%	1.06%
业务宣传费	83.82	86.41	-2.99%	0.52%
其他费用	978.68	615.53	59.00%	6.05%
合计	16165.49	10232.82	57.98%	100.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表6：除职工薪酬上升较快外，管理费用控制良好

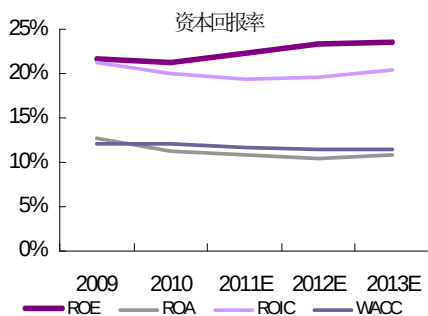
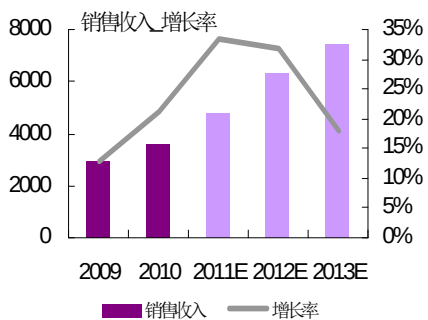
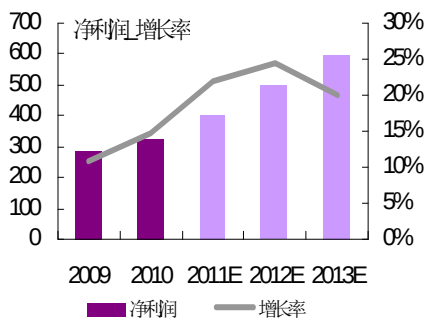
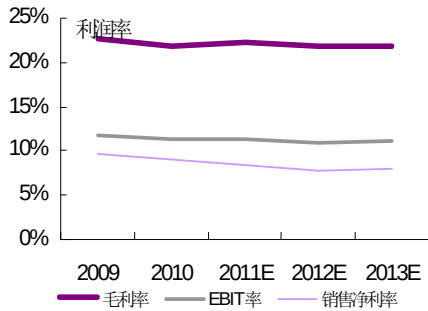
1H2011 广州友谊管理费用拆分明细

项目	1H2011（万）	1H2010（万）	同比变化（%）	占管理费用比重（%）
职工薪酬	2179.03	1737.96	25.38%	46.40%
水电费	1119.82	1011.57	10.70%	23.84%
维修费	247.82	302.04	-17.95%	5.28%
折旧费	238.76	225.13	6.06%	5.08%
堤围防护费	204.65	219.31	-6.69%	4.36%
费用性税金	189.08	179.26	5.48%	4.03%
业务费	175.45	151.49	15.82%	3.74%

2011-08-18 广州友谊

其他费用	342.08	308.73	10.80%	7.28%
合计	4696.68	4135.49	13.57%	100.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,959	3,586	4,780	6,300	7,437
营业成本	2,290	2,803	3,711	4,923	5,818
折旧和摊销	31	111	28	30	33
营业税费	38	46	62	82	97
销售费用	192	234	320	419	483
管理费用	94	95	143	186	212
财务费用	-26	-28	12	29	33
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	1	1
营业利润	378	435	532	662	795
利润总额	380	435	532	662	795
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	285.15	327.19	398.76	496.27	596.13

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,256	2,908	3,699	4,731	5,504
流动资产	1,929	2,307	3,175	4,187	4,943
货币资金	1,752	2,063	2,868	3,780	4,462
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5	1	8	11	13
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	15	42	24	31	37
存货	121	159	200	266	314
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	5
固定资产	185	177	193	208	222
无形资产	23	23	22	21	20
总负债	938	1,371	1,907	2,602	2,977
无息负债	938	1,371	1,585	2,079	2,453
有息负债	0	0	321	523	525
股东权益	1,318	1,537	1,792	2,129	2,527
股本	359	359	359	359	359
公积金	316	349	349	349	349
未分配利润	641	828	1,083	1,420	1,817
少数股东权益	2	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	440	458	586	933	950
净利润	285	327	399	496	596
折旧摊销	31	111	28	30	33
净营运资金增加	80	28	577	534	394
其他	43	-9	-417	-127	-74
投资活动产生现金流	-1	-40	42	-49	-49
净资本支出	1	40	50	50	50
长期投资变化	5	5	0	0	0
其他资产变化	-6	-84	-8	-99	-99
融资活动现金流	-118	-108	178	28	-218
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	321	201	2
无息负债变化	116	433	215	494	374
净现金流	321	311	805	912	682

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	12.96%	21.17%	33.30%	31.80%	18.06%
净利润增长率	10.89%	14.74%	21.88%	24.45%	20.12%
EBITDA 增长率	14.00%	35.82%	9.99%	26.21%	19.47%
EBIT 增长率	16.38%	16.25%	33.23%	27.03%	19.90%
估值指标					
PE	29	25	21	17	14
PB	6	5	5	4	3
EV/EBITDA	21	16	15	12	10
EV/EBIT	23	20	16	13	11
EV/NOPLAT	31	27	21	17	14
EV/Sales	3	2	2	1	1
EV/IC	7	5	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	22.62%	21.84%	22.37%	21.85%	21.77%
EBITDA 率	12.90%	14.46%	11.93%	11.43%	11.56%
EBIT 率	11.84%	11.36%	11.36%	10.94%	11.12%
税前净利润率	12.83%	12.14%	11.12%	10.50%	10.69%
税后净利润率 (归属母公	9.64%	9.12%	8.34%	7.88%	8.02%
ROA	12.64%	11.25%	10.78%	10.49%	10.83%
ROE (归属母公司) (摊	21.67%	21.31%	22.27%	23.33%	23.61%
经营性 ROIC	21.23%	20.02%	19.30%	19.54%	20.35%
偿债能力					
流动比率	2.07	1.71	1.70	1.64	1.70
速动比率	1.94	1.59	1.59	1.54	1.59
归属母公司权益/有息债务	-	-	5.57	4.07	4.81
有形资产/有息债务	-	-	10.52	8.44	9.89
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.79	0.91	1.11	1.38	1.66
每股红利	0.30	0.40	0.44	0.55	0.66
每股经营现金流	1.23	1.28	1.63	2.60	2.65
每股自由现金流(FCFF)	0.58	0.98	-0.53	-0.10	0.58
每股净资产	3.67	4.28	4.99	5.93	7.03
每股销售收入	8.24	9.99	13.32	17.55	20.72

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

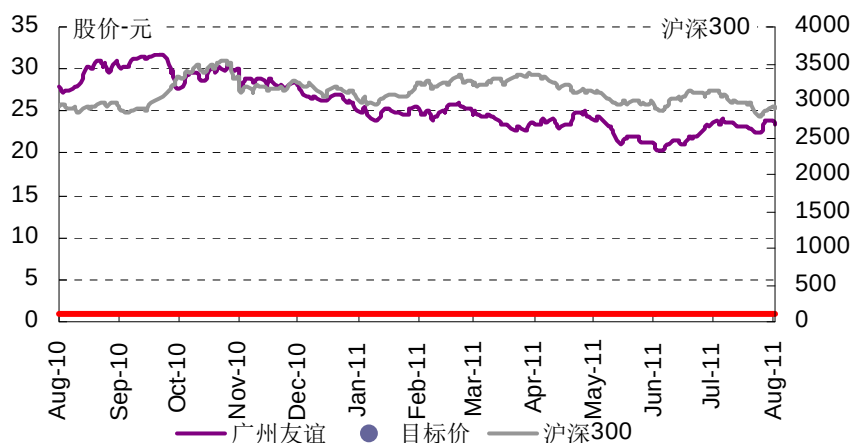
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.)，同济大学高分子材料与工程系工学学士，精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

投资建议历史表现图

广州友谊 (000987)



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-11-13	30.60	-	增持
2008-08-27	14.40	17.25	增持
2009-08-18	16.62	20.50	买入
2011-02-12	25.41	34.50	买入
2011-03-12	25.23	28.75	增持
2011-04-28	23.65	27.25	增持
2011-07-26	23.67	27.25	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com