



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2012年8月30日

零售

研究部

钱炳

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511080004
qianbing@cicc.com.cn

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511080006
guohy@cicc.com.cn

中性

广州友谊 (000987.SZ)

业绩符合预期, 2 季度有改善

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	2,959	3,586	4,458	4,669	5,463
(+/-%)	13.0%	21.2%	24.3%	4.7%	17.0%
毛利	669	783	963	1,036	1,226
(+/-%)	6.2%	17.0%	23.0%	7.6%	18.3%
净利润	285	327	367	375	443
(+/-%)	10.9%	14.7%	12.2%	2.1%	18.2%
每股收益(元)	0.79	0.91	1.02	1.04	1.23
每股经营现金流(元)	1.23	1.28	2.03	2.15	2.24
市盈率	14.7	12.8	11.4	11.2	9.4
市净率	3.2	2.7	2.4	2.1	1.9
股价/经营现金	9.5	9.1	5.8	5.4	5.2
净资产收益率(%)	23.1	23.0	22.3	20.2	21.5
股息收益率(%)	2.6	3.4	4.3	4.4	5.2

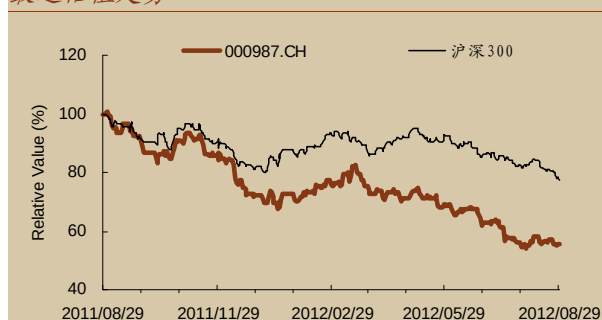
股票信息

	A股
股票代码	000987.CH
当前股价	人民币11.65
过去30日日均成交量(百万股)	1.68
52周最高价/最低价	人民币21.3/11.4
总市值(百万元)	4,193
发行股数(百万股)	359
其中: 流通股(百万股)	172

最近估值走势

%	近一周	1个月	3个月	年初至今
000987.CH	-3.40	-1.10	-19.99	-23.20
沪深300	-4.27	-5.72	-16.45	-4.18
中金A股零售	-2.98	-1.33	-18.97	-12.64

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2012 年上半年业绩符合预期

广州友谊 2012 年上半年实现营业收入 21.4 亿元, 同比增长 0.6%, 和去年同期基本持平, 净利润 1.92 亿元, 每股收益 0.53 元, 同比下降 5.4%, 和我们前期业绩预览一致, 占我们全年预测的 51%。其中 2 季度单季收入同比增长 7.3%, 净利润下降 4.0%, 比 1 季度略有收窄。

- **收入增速回暖, 毛利率提升 1 个百分点。**上半年受经济下行、消费疲软影响, 北上广深等一线城市、沿海城市零售市场增长乏力, 公司积极调整商品结构, 开展客户服务和促销, 收入基本持平。其中, 2 季度收入显著回升至 7.3%, 毛利率提升幅度较一季度的 1.3 个百分点收窄至 0.6 个百分点。
- **费用增长较快, 压制业绩表现。**上半年销售管理费用同比增长 23.4%, 显著快于收入增速, 主要受国金店以及租金、人工等刚性成本上升影响, 营业利润同比下降 2.6%。但是, 公司 2 季度通过努力实现转正, 同比上升 2.1%。
- **盈利具备弹性, 但广州新增商业物业较多, 可能会有所分流, 需持续关注。**公司定位高档, 同时精细化经营水平高, 若消费趋势有所回暖, 盈利具备弹性。但是需要适当关注的是太古汇、高德置地春夏、花城汇等商场陆续开业, 新增商业面积对原有零售商可能会形成一定影响。

发展趋势

估计公司 7 月份销售增速较 6 月份继续有所回升, 主要来自积极调整和促销活动所致, 但趋势能否持续仍需追踪。

盈利预测和估值建议

维持盈利预测不变, 预计 2012-13 年净利润增速分别为 2.1% 和 18.2%, 每股收益分别为 1.04 元和 1.23 元。

维持中性。目前公司 2012-2013 年市盈率 11.2 倍和 9.4 倍, 估值处于行业最低水平, 主要来自市场对于高端消费增速放缓, 公司销售表现弱于预期影响。目前来看, 公司经营情况体现出了一定的回暖趋势, 且其经营管理能力优秀、现金充沛 (15.26 亿现金)、分红比率平均达到 50% 左右, 若经济好转其弹性也相对更大, 可开始适当关注。

图表 1：季度分拆

百万元	1Q11	2Q11	1H11	3Q11	4Q11	2011A	1Q12	2Q12	1H12	1Q12+/-	2Q12+/-	1H12+/-	中金评论
营业收入	1,213	915	2,129	954	1,376	4,458	1,159	982	2,141	-4.5%	7.3%	0.6%	营业收入同比增长0.6%，和去年同期基本持平
营业成本	-943	-702	-1,646	-751	-1,099	-3,496	-886	-748	-1,634	-6.1%	6.5%	-0.7%	
营业税金及附加	-11	-12	-23	-12	-21	-56	-11	-12	-23	1.7%	-0.2%	0.7%	营业管理费用同比增长23.4%，快于收入增速
营业费用	-85	-76	-162	-88	-98	-347	-101	-106	-207	19.0%	38.3%	28.1%	
管理费用	-22	-25	-47	-26	-48	-121	-25	-25	-50	10.5%	3.8%	7.0%	
财务费用	4	7	11	4	25	39	5	17	21	20.6%	144.1%	98.3%	
资产减值损失	0	-0	-0	0	-0	-0	0	0	0	-	-	-	理财收益增加
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-	-	
投资收益	0	-0	-0	0	5	5	6	1	7	-	-	-	
营业利润	155	107	262	82	139	483	146	109	255	-5.9%	2.1%	-2.6%	
营业外收入	0	9	9	0	0	10	2	1	3	4331%	-95%	-72%	去年同期处置非流动资产利得
营业外支出	-0	-1	-1	-1	-0	-3	-1	-0	-1	1550%	-94%	-32%	
税前利润	155	115	270	81	139	490	148	109	257	-5.1%	-4.7%	-4.9%	净利润同比下降5.4%，业绩符合预期
所得税	-39	-29	-68	-20	-35	-123	-38	-27	-65	-1.3%	-6.5%	-3.5%	
有效税率	25.0%	25.1%	25.1%	25.1%	25.2%	25.1%	26.0%	24.6%	25.4%	1.0%	-0.5%	0.4%	
少数股东权益	0	-0	-0	0	-0	-0	-0	0	0	-155.6%	-561.1%	-966.7%	
净利润	117	86	202	60	104	367	109	82	192	-6.4%	-4.0%	-5.4%	净利润同比下降5.4%，业绩符合预期
摊薄每股收益（元）	0.32	0.24	0.56	0.17	0.29	1.02	0.30	0.23	0.53	-6.4%	-4.0%	-5.4%	
财务指标	1Q11	2Q11	1H11	3Q11	4Q11	2011A	1Q12	2Q12	1H12	1Q12+/-	2Q12+/-	1H12+/-	中金评论
毛利率	22.3%	23.2%	22.7%	21.3%	20.1%	21.6%	23.5%	23.8%	23.7%	1.3%	0.6%	1.0%	毛利率提升1个百分点
营业费用率	7.0%	8.4%	7.6%	9.2%	7.1%	7.8%	8.8%	10.8%	9.7%	1.7%	2.4%	2.1%	管理费用率上升0.1个百分点
管理费用率	1.8%	2.7%	2.2%	2.7%	3.5%	2.7%	2.1%	2.6%	2.3%	0.3%	-0.1%	0.1%	
营业利润率	12.8%	11.7%	12.3%	8.5%	10.1%	10.8%	12.6%	11.1%	11.9%	-0.2%	-0.6%	-0.4%	
净利润率	9.6%	9.4%	9.5%	6.3%	7.6%	8.2%	9.4%	8.4%	8.9%	-0.2%	-1.0%	-0.6%	
存货周转率（全年化）	23.3	17.6	20.6	17.8	25.8	20.5	19.0	16.8	18.3	-4.2	-0.8	-2.2	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	2,291	2,620	2,959	3,586	4,458	4,669	5,463
营业成本	-1,737	-1,990	-2,290	-2,803	-3,496	-3,632	-4,237
营业费用	-155	-192	-192	-234	-347	-415	-487
管理费用	-111	-100	-94	-95	-121	-117	-136
财务费用	22	33	26	28	39	41	43
营业利润	284	342	378	435	483	493	584
税前利润	283	341	380	435	490	500	593
所得税	-92	-84	-95	-108	-123	-126	-149
有效税率	32.5%	24.5%	24.9%	24.8%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	191	257	285	327	367	375	443
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
经营活动现金流	334	315	440	458	727	771	807
投资活动现金流	21	-3	-1	-40	-330	-60	-75
融资活动现金流	-65	-89	-118	-108	-144	-183	-217
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	1,208	1,431	1,752	2,063	2,316	2,844	3,359
应收款项	39	77	56	85	374	78	53
存货	94	112	121	159	181	129	101
固定资产净值	217	203	185	177	165	169	208
总资产	1,719	1,973	2,256	2,908	3,400	3,561	4,029
短期借款	0	0	0	0	0	0	0
应付款项	594	699	815	1,108	1,351	1,326	1,533
长期借款	0	0	0	0	0	0	0
总负债	737	822	938	1,371	1,640	1,609	1,849
股东权益	982	1,151	1,318	1,537	1,761	1,952	2,180

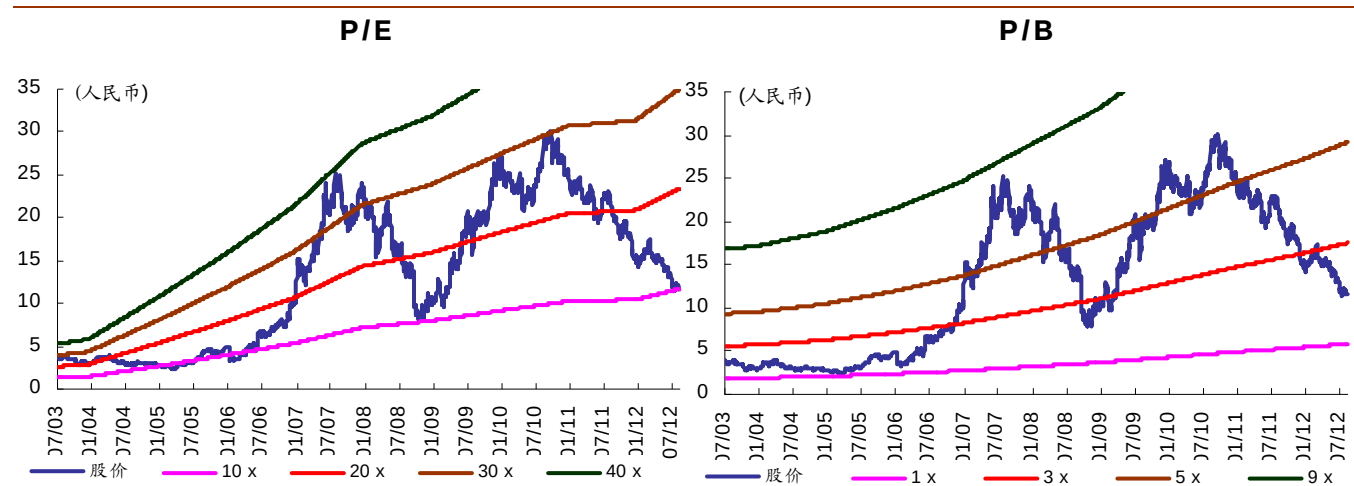
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			11年底-13年底 净利润CAGR	PEG	
					2011A	YoY	2012E	YoY	2013E	YoY	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E			
百货类公司																			
跨区域发展	600694.CH	大商股份	38.99	11,452	274	125.0%	910	232.3%	1,140	25.2%	0.93	3.10	3.88	41.8	12.6	10.0	104.0%	0.1	
	600859.CH	王府井 (经营性)	25.98	12,023	574	40.7%	695	21.1%	863	24.2%	1.24	1.50	1.87	21.0	17.3	13.9	22.7%	0.8	
	002419.CH	天虹商场	10.11	8,090	574	18.3%	627	9.2%	783	25.0%	0.72	0.78	0.98	14.1	12.9	10.3	16.8%	0.8	
	3368.HK	百盛集团	6.74	18,943	1123	13.2%	1,008	-10.2%	1,091	8.2%	0.49	0.47	0.50	13.7	14.5	13.4	-1.4%	-10.1	
	825 .HK	香港新世界	4.17	7,031	624	8.0%	687	10.2%	796	15.8%	0.37	0.41	0.47	11.3	10.2	8.8	13.0%	0.8	
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	7.58	5,912	379	22.5%	469	23.7%	594	26.8%	0.49	0.60	0.76	15.6	12.6	10.0	25.2%	0.5	
	600778.CH	友好集团 (整体)	10.80	3,364	143	36.2%	336	135.1%	442	31.3%	0.46	1.08	1.42	23.5	10.0	7.6	75.7%	0.1	
	600778.CH	友好集团 (零售, 经营性)	10.80	3,364	125	44.2%	117	-6.4%	146	24.3%	0.40	0.38	0.47	26.8	28.6	23.0	7.9%	3.6	
	000501.CH	鄂武商	11.20	5,681	331	12.9%	394	18.8%	493	25.2%	0.65	0.78	0.97	17.1	14.4	11.5	21.9%	0.7	
	600729.CH	重庆百货	24.84	9,268	605	14.7%	699	15.6%	875	25.2%	1.62	1.87	2.35	15.3	13.3	10.6	20.3%	0.7	
	600697.CH	欧亚集团	22.44	3,570	162	22.6%	199	23.1%	249	25.2%	1.02	1.25	1.57	22.1	17.9	14.3	24.1%	0.7	
	600785.CH	新华百货	15.08	3,128	252	17.2%	300	18.7%	357	19.2%	1.22	1.44	1.72	12.4	10.4	8.8	18.9%	0.6	
	002277.CH	友阿股份	15.72	5,489	290	34.4%	358	23.1%	439	22.7%	0.83	1.02	1.26	18.9	15.4	12.5	22.9%	0.7	
	600858.CH	银座股份	11.44	5,950	116	4.3%	258	122.8%	329	27.6%	0.22	0.50	0.63	51.4	23.1	18.1	68.6%	0.3	
	600828.CH	成商集团	4.66	2,658	196	41.5%	206	5.0%	251	22.3%	0.34	0.36	0.44	13.6	12.9	10.6	13.3%	1.0	
长三角地区	600827.CH	友谊股份 (经营性备考)	8.65	14,900	1190	21.1%	1382	16.1%	1,728	25.1%	0.69	0.80	1.00	12.5	10.8	8.6	20.5%	0.5	
	1833.HK	银泰百货(经营性)	7.99	15,959	732	42.7%	848	15.8%	1,056	24.5%	0.45	0.55	0.69	17.7	14.5	11.6	20.1%	0.7	
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	14.52	28,064	1172	24.4%	1220	4.1%	1,311	7.4%	0.75	0.82	0.88	19.4	17.7	16.5	5.7%	3.1	
	1700.HK	华地控股	3.70	9,250	583	30.9%	649	11.2%	719	10.8%	0.29	0.34	0.37	12.8	11.0	9.9	11.0%	1.0	
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	11.65	4,182	367	12.2%	375	2.1%	443	18.2%	1.02	1.04	1.23	11.4	11.2	9.4	9.8%	1.1	
	600723.CH	首商股份	7.63	5,024	346	44.7%	408	18.1%	494	21.1%	0.53	0.62	0.75	14.5	12.3	10.2	19.6%	0.6	
超市类公司																			
	601933.CH	永辉超市	24.17	18,560	467	52.8%	393	-15.9%	539	37.3%	0.61	0.51	0.70	39.8	47.3	34.4	7.4%	6.3	
	000759.CH	中百集团	6.41	4,365	267	6.3%	268	0.6%	313	16.6%	0.39	0.39	0.46	16.4	16.3	14.0	8.3%	2.0	
	600361.CH	华联综超	5.25	3,495	58	4.6%	62	8.1%	90	45.2%	0.09	0.09	0.14	60.7	56.2	38.7	25.3%	2.2	
	002251.CH	步步高	22.68	6,132	260	52.2%	331	27.2%	417	26.1%	0.96	1.22	1.54	23.6	18.5	14.7	26.6%	0.7	
	002264.CH	新华都	5.66	3,065	146	89.4%	178	22.1%	221	24.0%	0.27	0.33	0.41	21.0	17.2	13.8	23.0%	0.7	
	980.HK	联华超市(经营性)	6.91	7,736	594	-4.7%	639	7.6%	705	10.3%	0.65	0.74	0.82	10.6	9.3	8.5	9.0%	1.0	
	6808.HK	高鑫零售	9.76	93,108	1,600	55.2%	2,387	49.2%	2,881	20.7%	0.21	0.32	0.39	47.1	30.0	24.9	34.2%	0.9	
	6808.HK	高鑫零售 (经营性备考)	9.76	93,108	1,886	23.0%	2,241	18.9%	2,806	25.2%	0.24	0.31	0.38	40.0	32.0	25.6	22.0%	1.5	
	814.HK	京客隆	4.09	1,686	210	16.4%	182	-13.5%	215	18.2%	0.63	0.57	0.68	6.5	7.1	6.0	1.1%	6.4	
	1025.HK	物美集团	12.90	16,528	659	24.3%	756	14.8%	894	18.2%	0.63	0.77	0.91	20.3	16.8	14.2	16.5%	1.0	
	家电及电子消费品零售及分销公司																		
	家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	6.01	44,372	4821	20.2%	3778	-21.6%	3,971	5.1%	0.65	0.51	0.54	9.2	11.7	11.2	-9.2%	-1.3
		493.HK	国美电器	0.68	11,475	1840	-6.2%	504	-72.6%	1,018	102.0%	0.13	0.04	0.07	5.4	18.7	9.3	-25.6%	-0.7
		1280.HK	汇银家电	0.35	367	46	-60.4%	30	-35.2%	39	30.1%	0.05	0.04	0.05	6.4	9.4	7.2	-8.2%	-1.1

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼3层
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED