

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

友好集团

600778

推荐

商业主业营收保持高增长, 销售费用侵蚀公司利润

2011年1-9月公司实现营业收入25.98亿元, 同比增长31.40%; 实现归属于母公司所有者的净利润7,938.06万元, 较上年同期增长38.63%; 基本每股收益0.26元。

投资要点:

- **商业主业保持高速增长:** 3季度, 公司商业主业增速略快于上半年, 增速水平在50%左右。其中, 主力门店友好商场增速加快3个百分点至37%左右; 而另一主力门店天山百货大楼由于负一楼的超市装修影响了客流, 增速降至30%以下; 其他门店均延续了今年以来的高增长态势。8月友好美美喜来登一侧已开业, 约增加了3000-4000平米的经营面积; 伊犁天百日均流水额已超库尔勒天百。
- **3季度销售费用同比上升46.37%, 侵蚀公司业绩:** 一方面, 伊犁天百、马市小区超市、宝山路超市等新门店的开业使人工、水电、租赁费用等大幅上升; 另一方面, 3季度公司一次性支付了科学大厦原租户搬迁装修补偿费931万元。
- **长期借款急剧上升, 但财务费用率仍可控制:** 随着用于购买奎屯店物业、阿克苏店物业、石河子聚百得超市的贷款逐步落实, 公司的长期借款由年初的2.16亿升至6.28亿元, 资产负债率升至76%, 但财务费用增速低于营收增速, 财务费用率不升反降0.01%至0.71%。
- **汇友地产中央郡、马德里春天、航空嘉园项目销售态势良好, 售价不降反升, 预售款结算动力强:** 汇友地产仅9月便售出433套, 位居乌鲁木齐地产公司销量榜首; 航空嘉园10月10-16日一周便售出374套。根据我们的草根调研, 3个项目10月20日起取消购房优惠, 或每平方米提价50元。截止3季度末, 汇友地产预售款已超11亿元。面对新门店的巨额资金需求, 公司地产项目结算动力强。
- **新疆经济快速前行, 公司作为地区商业龙头充分受益:** 前3季度, 新疆GDP、社会消费品零售总额增速分别为11.1%和17.3%, 高出全国1.7和0.3个百分点; 而1-8月, 新疆限额以上企业零售额增速为26.3%, 高出全国2.8个百分点。公司成熟门店30%以上、新门店50%以上的收入增速正是得益于当地经济的大发展。
- **维持盈利预测及“推荐”评级:** 预计商业板块2011-2013年营业收入分别为32.61、45.91和60.70亿元, 贡献EPS分别为0.35、0.44和0.57元; 友好百盛分红分别贡献EPS分别为0.12、0.11、0.12元。按分部估值法, 维持6-12个月目标价15.71元, “推荐”评级。
- **风险提示:** 1、财务费用大幅上升; 2、新门店盈利能力不达预期

6-12个月目标价: 15.71元

当前股价: 12.61元

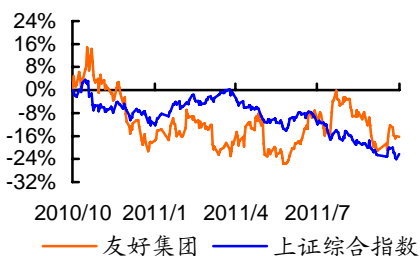
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2370.33
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	309
流通市值(亿)	39
EPS (TTM)	0.41
每股净资产(元)	3.60
资产负债率	61.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
友好集团	-0.63	-9.86	3.74
上证综合指数	-2.58	-14.45	-21.26



相关报告

《友好集团-新增2家超市储备项目, 业务版图新增石河子》2011-8-31  
《友好集团-储备项目稳步推进, 地产项目结算动力强——中期业绩解读电话会议纪要》  
《友好集团-商业主业同比大幅增长, 友好百盛分红超预期》2011-8-17

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2917	4335	7707	9215
同比(%)	46%	49%	78%	20%
归属母公司净利润(百万元)	105	205	412	456
同比(%)	74%	95%	102%	11%
毛利率(%)	21.4%	22.3%	24.4%	23.2%
ROE(%)	10.1%	16.7%	25.7%	22.9%
每股收益(元)	0.34	0.66	1.32	1.46
P/E	37.37	19.21	9.53	8.62
P/B	3.78	3.20	2.45	1.97
EV/EBITDA	13	7	3	3

资料来源: 中投证券研究所

## 分部估值与投资建议：目标价 15.71 元，“推荐”评级

表 1 分部估值

业务		2010	2011E	2012E	2013E
商业	EPS (元)	0.25	0.35	0.44	0.57
	PE		35	30	30
房地产	EPS (元)	0.04	0.19	0.75	0.75
	PE		10	10	10
万嘉热力	EPS (元)	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	PE		1	1	1
物流、广告、生物等	EPS (元)	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	PE		1	1	1
其他业务	EPS (元)	0.03	0.03	0.03	0.03
	PE		1	1	1
友好百盛分红	EPS (元)	0.05	0.12	0.11	0.12
	PE		15	15	15
合计	EPS (元)	<b>0.34</b>	<b>0.66</b>	<b>1.32</b>	<b>1.46</b>
	股价		15.71	22.40	26.59

注：公司其他业务收入除了友好百盛的租金 2500 万元/年外，主要是向供应商收取的管理费、促销费、场地租赁费等，与商业经营紧密相关，可视为商业贡献的利润。

维持公司 2011-2013 年营业收入分别为 43.35、77.07 和 92.15 亿元；其中商业板块营业收入分别为 32.61、45.91 和 60.70 亿元，贡献 EPS 分别为 0.35、0.44 和 0.57 元。按分部估值法，给予 6-12 个月目标价 15.71 元，维持“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1542	2491	5202	6375
现金	665	1314	2997	3939
应收账款	111	126	216	230
其它应收款	49	87	162	203
预付账款	225	337	641	707
存货	471	606	1165	1273
其他	20	21	22	22
<b>非流动资产</b>	1336	1281	1244	1171
长期投资	53	57	57	62
固定资产	746	666	584	500
无形资产	114	110	105	100
其他	423	448	498	509
<b>资产总计</b>	2878	3773	6446	7546
<b>流动负债</b>	1458	1815	3460	3569
短期借款	185	200	300	400
应付账款	376	505	816	920
其他	897	1110	2345	2250
<b>非流动负债</b>	299	587	991	1345
长期借款	216	516	916	1266
其他	82	71	75	79
<b>负债合计</b>	1757	2403	4451	4914
少数股东权益	81	142	390	639
股本	311	311	311	311
资本公积	498	498	498	498
留存收益	230	419	801	1195
归属母公司股东权益	1040	1228	1604	1992
<b>负债和股东权益</b>	2878	3773	6446	7546

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	419	418	1314	664
净利润	106	266	660	705
折旧摊销	112	111	114	118
财务费用	15	34	55	89
投资损失	-20	-31	-32	-35
营运资金变动	187	101	519	-208
其它	18	-63	-2	-5
<b>投资活动现金流</b>	-330	-33	-46	-21
资本支出	354	0	0	0
长期投资	5	45	55	30
其他	30	11	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	72	265	414	300
短期借款	-43	15	100	100
长期借款	208	300	400	350
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	12	0	0	0
其他	-106	-50	-86	-150
<b>现金净增加额</b>	161	649	1682	943

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	2917	4335	7707	9215
营业成本	2294	3369	5826	7073
营业税金及附加	49	134	247	286
营业费用	140	163	227	269
管理费用	296	337	540	647
财务费用	15	34	55	89
资产减值损失	11	11	13	20
公允价值变动收益	-6	-1	-5	-6
投资净收益	20	31	32	35
<b>营业利润</b>	127	317	827	861
营业外收入	3	6	5	7
营业外支出	4	1	7	8
<b>利润总额</b>	126	322	825	860
所得税	21	56	165	155
<b>净利润</b>	106	266	660	705
少数股东损益	1	61	247	249
<b>归属母公司净利润</b>	105	205	412	456
<b>EBITDA</b>	254	462	996	1067
<b>EPS (元)</b>	0.34	0.66	1.32	1.46

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	45.8%	48.6%	77.8%	19.6%
营业利润	99.3%	150.1%	160.8	4.1%
归属于母公司净利润	73.9%	94.6%	101.6	10.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.4%	22.3%	24.4%	23.2%
净利率	3.6%	4.7%	5.4%	4.9%
ROE	10.1%	16.7%	25.7%	22.9%
ROIC	22.5%	74.9%	-312.7	-640.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.0%	63.7%	69.1%	65.1%
净负债比率	22.86	29.81%	27.32	33.90%
流动比率	1.06	1.37	1.50	1.79
速动比率	0.73	1.04	1.17	1.43
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.11	1.30	1.51	1.32
应收账款周转率	25	32	45	41
应付账款周转率	7.47	7.65	8.82	8.15
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.66	1.32	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.34	4.22	2.13
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.94	5.15	6.40
<b>估值比率</b>				
P/E	37.37	19.21	9.53	8.62
P/B	3.78	3.20	2.45	1.97
EV/EBITDA	13	7	3	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

徐晓芳, 中投证券商业分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士, 3 年证券行业从业经验。重点覆盖公司: 天虹商场、友好集团、欧亚集团、广州友谊、通程控股、天音控股等。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434