

2011年10月25日

友好集团

业绩增长符合预期

公司 2011 年 1-9 月实现营业收入 25.98 亿元，同比增长 31.40%；实现营业利润 9,117.59 万元，同比增长 38.40%；实现净利润 7,756.55 万元，同比增长 37.17%；折合每股收益 0.255 元。

支持评级的要点

- 公司按照既有目标稳健执行跨区域多业态的战略扩张。
- 公司各门店销售增长基本符合我们的预期。

影响评级的主要风险

- 未来集团各门店的销售增长低于预期。
- 房地产结算进程低于预期。

估值

- 不考虑非经常性损益的影响，我们维持之前的盈利预测，2011-13 年的每股收益为 0.523、0.729 和 1.056 元，其中零售业贡献为 0.415、0.499 和 0.703 元，地产贡献为 0.123、0.246 和 0.369 元，维持**买入**评级和 16.50 元的目标价格。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,959	2,856	4,700	7,042	9,903
变动(%)	28	46	65	50	41
净利润(人民币 百万)	60	105	163	227	329
全面摊薄每股收益(人民币)	0.194	0.337	0.523	0.729	1.056
变动(%)	26	74	55	39	45
全面摊薄市盈率(倍)	68.0	39.1	25.2	18.1	12.5
核心市盈率(倍)	82.0	34.9	25.2	18.1	12.5
每股现金流量(人民币)	0.503	0.723	0.929	1.205	1.612
价格/每股现金流量(倍)	26.3	18.3	14.2	11.0	8.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.8	16.8	10.6	6.6	4.2
每股股息(人民币)	0.045	0.045	0.090	0.100	0.150
股息率(%)	0.3	0.3	0.7	0.8	1.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

A
买入

600778.SS - 人民币 12.61

目标价格：人民币 16.50

刘都*

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(5)	(1)	(10)	(14)
相对新华富时A50指数(%)	8	(1)	2	9

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	311
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	3,882
3个月日均交易额(人民币 百万)	42
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	24
乌鲁木齐国资	

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*林琳为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

主营业务增长基本符合预期

公司 1-9 月实现主营业务收入 25.98 亿元，同比增长 31.4%，息税前利润实现 9,161 万元，同比增长 39.14%。3 季度单季度来看，主营业务收入 8.75 亿元，同比增长 35.7%，息税前利润实现 1,665 万元，同比增长 7.5%，扣非后归属于母公司股东的净利润实现 2,530 万元，同比增长 58.74%。实现每股收益 0.255 元。

同店增长良好

我们可以通过母公司利润表（基本反映除库尔勒和友好百盛以外零售业务的盈利数据）来观察公司零售业务能力。

公司零售业务前 3 季度实现营收 30.12 亿元，扣除上半年母公司向其控股子公司汇友地产出售六宗工业建设用地使用权，所得收入 7.05 亿元，得到前 3 季度营收为 23.06 亿元，同比增长 45.31% 左右。3 季度单季度实现营收 7.88 亿元，同比增长 42.47%。

3 季度主营业务综合毛利率约为 21.58%，同比降低 1% 不到。主要原因：第一，随着公司加大对超市业务的投入，其营收比重逐渐增加，将会逐步拉低主营业务的毛利率。第二，伊犁天百今年 4 月份刚开业，促销活动较多，毛利率水平较低，也拉低了零售综合毛利率。

因为公司 3 季度单季度母公司营收增速为 43%，今年上半年公司只新开了 1 家嘉禾园超市和伊犁天百，3 季度新开了 2 家标超和若干家便利店，我们可以大体的认为母公司零售业务增长为同店增长。

可比门店前三季度销售状况总体符合预期

天山百货前三季度增长率略有回落，由于 3 季度天山百货地下室改造 2 个月，影响了该店 3 季度的销售，使得前 3 季度销售同比增长 25% 左右，略低于上半年 30% 左右增幅的水平。

其余可比门店（友好商场、美美友好、库尔勒天百、独山子天百）前三季度销售增长率略高于上半年增长率水平。

新增项目导致销售费用率略有上升

在费用率方面，由母公司报表公司三季度单季度销售费用率为5.13%，同比增长0.4个百分点，环比增长0.16个百分点，主要是由新增项目导致的，在报告期内，公司新租赁或购买了若干物业用于开展零售业务，期间产生装修费用850万元、购买物业1.34亿元、租金1,747万元及搬迁补偿费用931万元。预计随着明年新开业及储备项目的增多，销售费用率较难回落。

三季度单季管理费用率为9.78%，同比下降1.52个百分点，环比下降0.19个百分点。随着集团规模的扩大和管理的日趋完善，规模效应将逐步体现，管理费用率将会逐步下降。

今年新增项目经营状况良好

元旦开业的嘉和园超市，目前经营状况良好，预计今年的含税营收在1亿元左右，毛利率水平较低，在11-12%之间。超市业务除了嘉和园之外目前另有10家不到的便利店。

今年4月份开业伊犁天百，由于新开业促销活动较多，毛利率水平较低，在13-14%之间。目前营收状况基本与库尔勒天百持平，目前每月的含税营收在2,000万元左右。

超市业务新增两项储备项目

目前公司的主营业务收入主要由百货业务贡献，公司计划在未来5年内逐步扩大超及家电业务的占比，使得公司的业态更为丰富。2011年下半年在乌鲁木齐市还会有钱塘江路大型超市卖场、新民路超市及若干家便利店(宝山路店、喀什西路店和马市小区店已于7月份开业)相继开业。预计到今年共有6家新超市开业(营业面积均大于3,000平米)另外依照计划公司下半年还将开设2家独立的家电卖场。在报告期内，公司新增了两项超市储备项目：

1.收购新疆聚百得超市有限公司100%股权，开拓石河子市场
公司收购聚百得100%的股权，用于开设大卖场。此项目收购价格为4,365万元(含土地价值3,781万元)。该项目位于石河子经济开发区，是石河子未来发展规划的重点区域。

该物业共有 1.24 万平米，其中地下一层 2,242.20 平方米，地上一层 4,829.89 平方米，地上二层 4,867.18 平方米，预计于今年 10 月 30 日交付使用，该超市预计明年年初开业。

2. 购买位于新疆乌鲁木齐市迎宾路 136 号的商业房产

该房产位于乌市高新区，物业为地上一层至四层，合计 4,790 平米，用于开设“友好超市”，投资总额约为 7,232 万元。预计于今年 10 月 30 日交付使用，该超市预计今年明年年初开业。

房地产业务

从 3 季报披露数据可以发现，一运司安置房项目的应收账款为 11 亿元左右，目前尚不能确定到年底该项目的结算款。我们维持之前半年报点评中的预测，2011-13 年的结算额分别为 9 亿元、18 亿元和 27 亿元，归属母公司税后净利润分别为 3,825 万元、7,650 万元和 1.15 亿元，贡献每股收益 0.123、0.246 和 0.369 元。

维持目标价和买入评级

我们认为，公司正进入良好的业务快速发展期，不考虑非经常性损益的影响，我们维持之前的盈利预测，2011-13 年的每股收益为 0.523、0.729 和 1.056 元，其中零售业贡献为 0.415、0.499 和 0.703 元，地产贡献为 0.123、0.246 和 0.369 元，看好公司发展前景并维持**买入**评级。

图表 2.2010 年和 2011 年 3 季度母公司利润表摘要

母公司报表 (人民币, 百万)	10 年 3 季度	11 年 3 季度	同比变动(%)
营业收入	553.01	787.88	42.47
营业成本	428.11	617.83	44.32
毛利率(%)	22.59	21.58	
毛利润	124.90	170.06	36.15
营业税金及附加	12.16	16.95	39.47
销售费用	26.14	40.39	54.55
销售费用率(%)	4.73	5.13	
管理费用	62.53	77.07	23.26
管理费用率(%)	11.31	9.78	
息税前利润	24.08	35.64	47.97
息税前利润率(%)	4.35	4.52	
财务费用	6.72	6.09	(9.34)
投资收益	0.47	0.17	(63.48)
营业外收入—营业外支出—资产 减值损失+公允价值变动收益	3.48	(2.82)	(181.07)
利润总额	21.31	26.90	26.21
所得税	2.27	4.00	76.22
所得税率(%)	10.65	14.87	
净利润	19.04	22.90	20.25
扣除非经常性净利润	15.94	25.30	58.74
扣除非经常性净利润率(%)	2.88	3.21	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,959	2,856	4,700	7,042	9,903
销售成本	(1,572)	(2,282)	(3,749)	(5,627)	(7,966)
经营费用	(220)	(329)	(571)	(858)	(1,171)
息税折旧前利润	166	246	381	557	765
折旧及摊销	(106)	(107)	(126)	(148)	(173)
经营利润(息税前利润)	60	138	254	409	592
净利息收入(费用)	(17)	(15)	(38)	(74)	(96)
其他收益/(损失)	27	3	21	22	26
税前利润	70	126	237	357	522
所得税	(15)	(21)	(36)	(54)	(78)
少数股东权益	6	(1)	(38)	(77)	(115)
净利润	60	105	163	227	329
核心净利润	52	116	163	227	329
每股收益(人民币)	0.194	0.337	0.523	0.729	1.056
核心每股收益(人民币)	0.168	0.372	0.523	0.729	1.056
每股股息(人民币)	0.045	0.045	0.090	0.100	0.150
收入增长(%)	28	46	65	50	41
息税前利润增长(%)	(32)	131	84	61	45
息税折旧前利润增长(%)	(9)	48	55	46	37
每股收益增长(%)	26	74	55	39	45
核心每股收益增长(%)	(9)	121	41	39	45

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	524	684	1,651	2,394	3,163
应收帐款	148	336	373	615	911
库存	447	471	742	866	937
其他流动资产	52	50	125	159	213
流动资产总计	1,171	1,542	2,891	4,034	5,225
固定资产	878	979	1,102	1,468	1,772
无形资产	116	116	113	110	108
其他长期资产	229	241	246	394	419
长期资产总计	1,223	1,335	1,461	1,972	2,299
总资产	2,394	2,877	4,353	6,006	7,523
应付帐款	990	1,272	2,152	3,078	4,080
短期债务	288	185	585	585	585
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,278	1,458	2,737	3,664	4,666
长期借款	97	299	314	813	1,013
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	311	311	311	311	311
储备	626	728	875	1,064	1,341
股东权益	938	1,040	1,187	1,376	1,652
少数股东权益	81	81	115	153	192
总负债及权益	2,394	2,877	4,353	6,006	7,523
每股帐面价值(人民币)	3.01	3.34	3.81	4.42	5.30
每股有形资产(人民币)	2.64	2.97	3.45	4.06	4.96
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.38)	(0.58)	(2.41)	(3.20)	(5.02)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	70	126	237	357	522
折旧与摊销	106	107	126	148	173
净利息费用	17	15	38	74	96
运营资本变动	134	71	572	561	580
税金	(15)	(21)	(36)	(54)	(78)
其他经营现金流	(22)	(3)	(77)	(150)	(211)
经营活动产生的现金流	291	296	862	937	1,083
购买固定资产净值	(101)	(220)	(209)	(488)	(450)
投资减少/增加	95	28	20	0	0
其他投资现金流	(142)	179	0	0	0
投资活动产生的现金流	(149)	(12)	(189)	(488)	(450)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(3)	98	415	500	200
支付股息	(14)	(14)	(14)	(28)	(31)
其他融资现金流	81	(208)	(88)	(177)	(33)
融资活动产生的现金流	65	(123)	313	295	136
现金变动	207	161	986	744	769
期初现金	297	504	665	1,651	2,394
公司自由现金流	146	289	678	454	638
权益自由现金流	122	367	1,049	875	737

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.5	8.6	8.1	7.9	7.7
息税前利润率(%)	3.1	4.8	5.4	5.8	6.0
税前利润率(%)	3.6	4.4	5.0	5.1	5.3
净利率(%)	3.1	3.7	3.5	3.2	3.3
流动性					
流动比率(倍)	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	2.8	6.9	5.9	5.2	5.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	68.0	39.1	25.2	18.1	12.5
核心业务市盈率	82.0	34.9	25.2	18.1	12.5
目标价对应核心业务	98.0	44.4	31.5	22.6	15.6
市盈率					
市净率(倍)	4.3	3.9	3.4	2.9	2.4
价格/现金流(倍)	26.3	18.3	14.2	11.0	8.2
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	24.8	16.8	10.6	6.6	4.2
周转率					
存货周转天数	72.5	73.4	59.1	52.2	41.3
应收帐款周转天数	23.1	30.9	27.5	25.6	28.1
应付帐款周转天数	146.6	144.6	133.0	135.5	131.9
回报率					
股息支付率(%)	23.2	13.3	17.2	13.7	14.2
净资产收益率(%)	6.8	10.6	14.6	17.7	21.7
资产收益率(%)	2.2	4.4	6.0	6.7	7.4
已运用资本收益率(%)	4.7	9.5	13.6	16.1	18.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371