

2011年11月11日

# 友好集团

## 新增门店数较多，面临费用压力

主力门店销售增速放缓，同时公司超市业务在2012年扩展速度略高于之前的预期，我们略微下调2011-13年的盈利预测，下调目标价至15.50元，维持买入评级。

### 支持评级的要点

- 主力门店4季度同店增速预计放缓。
- 2012年超市和百货业务新项目较多，费用压力超预期。

### 影响评级的主要风险

- 公司各门店销售增长低于预期。
- 地产项目结算进程低于预期。

### 估值

- 我们略微下调2011-13年的盈利预测，即公司每股收益为0.499、0.683和1.007元，其中零售行业贡献为0.391、0.453和0.653元，地产项目贡献0.123、0.246和0.369元，由于地产项目结算进程不明朗，整体业绩存在较大的弹性。鉴于新疆区域经济发展和集团本身的区域龙头地位，我们维持公司**买入**评级，给予31倍11年市盈率，目标价格由16.50元下调至15.50元。

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	4,661	7,076	9,789
变动(%)	28	46	63	52	38
净利润(人民币 百万)	60	105	156	213	314
全面摊薄每股收益(人民币)	0.168	0.372	0.499	0.683	1.007
变动(%)	(9.0)	120.8	34.3	36.8	47.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.523	0.729	1.056
调整幅度(%)	-	-	(4.6)	(6.3)	(4.6)
核心每股收益(人民币)	0.168	0.372	0.499	0.683	1.007
变动(%)	(9.0)	120.8	34.3	36.8	47.4
全面摊薄市盈率(倍)	79.0	35.8	26.6	19.5	13.2
核心市盈率(倍)	79.0	35.8	26.6	19.5	13.2
每股现金流量(人民币)	0.93	0.95	2.72	3.01	3.33
价格/每股现金流量(倍)	14.2	14.0	4.9	4.4	4.0
企业价值息税折旧前利润(倍)	24.7	16.5	9.5	6.1	3.8
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

**买入**  
 A 600778.SS - 人民币 13.29  
 目标价格：人民币 15.50(▼16.50)

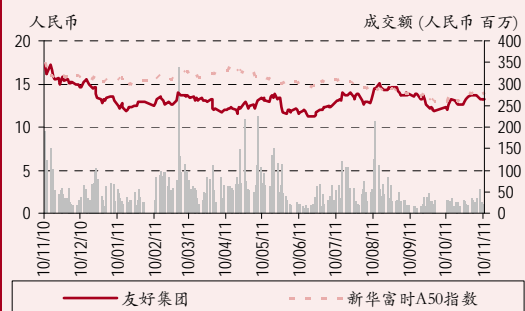
刘都\*

(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(%)	(0)	8	(5)	(23)
相对新华富时A50指数(%)	10	2	(3)	(3)

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(%)	82
流通股市值(人民币 百万)	3,409
3个月日均交易额(人民币 百万)	38
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
乌鲁木齐国资	18

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

## 主力门店同店增速放缓

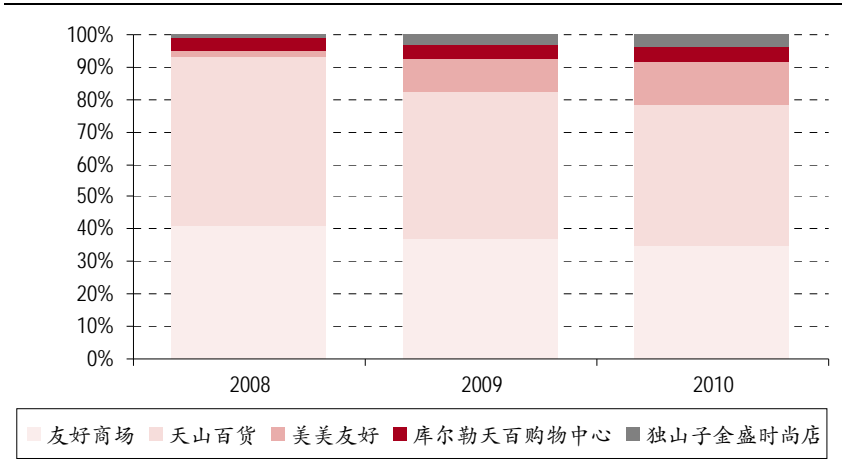
据我们了解,公司两大主力门店 10 月份销售增速放缓较为明显,友好商场和天山百货同比增长分别约为 17%和 10%。

公司在第三季度对天山百货地下一层超市进行了 2 个月的闭馆装修改造,将改造一新后的天百超市定位于中高端精品超市。改造前超市的销售收入占整个门店的 30%左右,开业后该超市销售业绩低于预期,目前该超市销售业绩与去年同期持平,拖累了整个天百的销售增长,使得该门店前三季度销售收入同比增幅为 25%,由于该店上半年同比增速约为 30%,我们可以推断,第三季度销售同比增长仅为 15%左右。该店 10 月份同比增长 10%,由此可以看出该店销售增速放缓较为明显。

天山百货和友好商场是公司两大主力门店,2010 年两店销售之和占公司自营门店销售总和的 80%左右。两店增速放缓,将会直接影响到公司零售业整体业绩的增长。

其余门店仍然保持较快增长,前 10 个月的增速分别为:美美友好 78%,库尔勒天百 80%,独山子金盛 40%。

图表 2.2008-2010 年自营门店销售收入



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

## 明年新项目较多, 费用压力集中体现

公司已公告的项目中,2012 年共有 9 个新项目,预计 2012 年比 11 年新增折旧摊销费用和租赁费用分别为 4,723 万元左右和 4,836 万元左右,合计 9,559 万元左右。9 个项目一次性提取的开办费约为 1,000-2,000 万元。随着项目的增多,我们预计 2012 年员工薪酬约增长 25%。我们认为明年项目的增多将导致各项费用压力集中体现。

**图表 3.2012 年公司已公告项目的折旧摊销费用及租赁费用**

门店	预计开业时间	经营面积 (万平方米)	当年折旧待摊费用 (百万元)	当年租金费用 (百万元)
美林花源项目	2012 上半年	5.13	2.28	21.49
天山区新民路 5 号商业房产	2012	0.56	1.1	1.425
沙依巴克区钱塘江路 216 号超市	2012	0.598	0.485	3.06
“伊犁铜锣湾” D、F、H 区业房产	2012	2.58	6.05	4.135
奎屯天百购物中心	2012 年初	4.75	11.41	自有
阿克苏天百购物中心	2012 年初	7.05	18.5	自有
库尔勒“彼此满意”超市	2011 年底或 2012 年初	1.14	3.5	10.8
库尔勒天百负一层	2011 年底或 2012 年初	1.77	2.9	4.85
怡和大厦项目	2012 年 11 月份	2.13	1	2.6
<b>合计</b>		<b>26.58</b>	<b>47.23</b>	<b>48.36</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 4.2011E-13E 年集团自营门店销售收入预测公司自营门店销售收入预测**

销售收入 (百万元)	2011E	2012E	2013E
百货			
友好商场	1,078.23	1,347.79	1,617.35
天山百货	1,279.91	1,612.69	1,935.23
美美友好	523.48	785.22	981.52
库尔勒天百购物中心	206.67	320.33	416.43
独山子金盛时尚店	136.84	177.89	213.47
伊犁铜锣湾购物中心	98.26	167.04	217.16
阿克苏天山购物中心		52.50	228.85
奎屯天百购物中心		99.17	203.82
2013 新开百货店			121.43
<b>合计</b>	<b>3,323.39</b>	<b>4,562.64</b>	<b>5,935.25</b>
超市			
嘉和园项目	85.47	111.11	144.44
美林花源		99.10	227.93
天山区新民路 5 号商业房产		10.82	24.88
沙依巴克区钱塘江路 216 号商业房产		11.56	26.59
“伊犁铜锣湾” D、F、H 区		75.00	172.50
佳雨 i 城			99.00
2011 开的标超	19.32	33.32	43.32
2012 年开的标超		25.76	44.43
2013 年开的标超			25.76
<b>合计</b>	<b>104.79</b>	<b>366.67</b>	<b>808.85</b>
<b>超市和百货合计</b>	<b>3,428.18</b>	<b>4,929.31</b>	<b>6,744.10</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究

### 调低盈利预测，维持买入评级

我们略微下调 2012-13 年的盈利预测，基本维持 2011 年的盈利预测，即公司每股收益为 0.499、0.683 和 1.007 元，其中零售行业贡献为 0.391、0.453 和 0.653 元，地产项目贡献 0.123、0.246 和 0.369 元，由于地产项目结算进度不明朗，业绩预测存在一定的不确定性。鉴于新疆区域经济发展和集团本身的区域龙头地位，维持公司**买入**评级。下调目标价格至 15.50 元。

**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	4,661	7,076	9,789
销售成本	(1,572)	(2,282)	(3,716)	(5,655)	(7,869)
经营费用	(220)	(329)	(574)	(880)	(1,173)
息税折旧前利润	166	246	372	540	747
折旧及摊销	(106)	(107)	(126)	(148)	(173)
经营利润(息税前利润)	60	138	245	392	573
净利息收入(费用)	(17)	(15)	(38)	(74)	(95)
其他收益/(损失)	27	3	21	22	26
税前利润	70	126	228	340	504
所得税	(15)	(21)	(34)	(51)	(76)
少数股东权益	6	(1)	(38)	(77)	(115)
净利润	60	105	156	213	314
核心净利润	52	116	156	213	314
每股收益(人民币)	0.194	0.337	0.499	0.683	1.007
核心每股收益(人民币)	0.168	0.372	0.499	0.683	1.007
每股股息(人民币)	0.045	0.045	0.090	0.100	0.150
收入增长(%)	28	46	63	52	38
息税前利润增长(%)	(32)	131	77	60	46
息税折旧前利润增长(%)	(9)	48	51	45	38
每股收益增长(%)	26	74	48	37	47
核心每股收益增长(%)	(9)	121	34	37	47

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	1,635	2,380	3,104
应收帐款	148	336	370	618	901
库存	447	471	736	870	926
其他流动资产	52	50	124	159	211
流动资产总计	1,171	1,542	2,865	4,028	5,141
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	4,327	6,000	7,440
应付帐款	990	1,272	2,134	3,093	4,033
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	2,719	3,679	4,618
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	867	1,043	1,305
股东权益	938	1,040	1,179	1,354	1,616
少数股东权益	81	81	115	153	192
总负债及权益	2,394	2,877	4,327	6,000	7,440
每股帐面价值(人民币)	3.01	3.34	3.78	4.35	5.19
每股有形资产(人民币)	2.64	2.97	3.42	3.99	4.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.38)	(0.58)	(2.36)	(3.15)	(4.83)

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	228	340	504
折旧与摊销	106	107	126	148	173
净利息费用	17	15	38	74	95
运营资本变动	134	71	564	578	550
税金	(15)	(21)	(34)	(51)	(76)
其他经营现金流	(22)	(3)	(77)	(150)	(210)
经营活动产生的现金流	291	296	846	939	1,037
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)	(87)	(178)	(32)
融资活动产生的现金流	65	(123)	313	294	137
现金变动	207	161	970	744	724
期初现金	297	504	665	1,635	2,380
公司自由现金流	146	289	662	456	593
权益自由现金流	122	367	1,034	877	692

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	8.5	8.6	8.0	7.6	7.6
息税前利润率(%)	3.1	4.8	5.3	5.5	5.9
税前利润率(%)	3.6	4.4	4.9	4.8	5.2
净利率(%)	3.1	3.7	3.3	3.0	3.2
<b>流动性</b>					
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	5.7	5.0	5.7
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
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	68.5	39.4	26.6	19.5	13.2
核心业务市盈率	79.0	35.8	26.6	19.5	13.2
目标价对应核心业务	98.0	44.4	33.0	24.2	16.4
市盈率					
市净率(倍)	4.4	4.0	3.5	3.1	2.6
价格/现金流(倍)	14.2	14.0	4.9	4.4	4.0
企业价值/息税折旧前	24.7	16.5	9.5	6.1	3.8
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	72.5	73.4	59.3	51.8	41.6
应收帐款周转天数	23.1	30.9	27.6	25.5	28.3
应付帐款周转天数	146.6	144.6	133.4	134.8	132.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	23.2	13.3	18.0	14.6	14.9
净资产收益率(%)	6.8	10.6	14.0	16.8	21.1
资产收益率(%)	2.2	4.4	5.8	6.5	7.3
已运用资本收益率(%)	4.7	9.5	13.2	15.6	18.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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**

英国伦敦嘉能街 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