

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.71元

当前股价: 13.12元

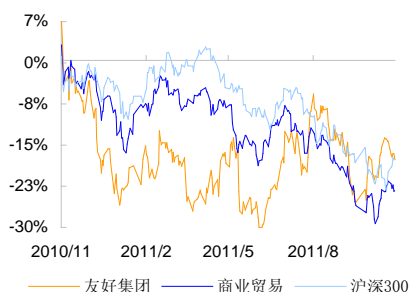
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2481.08
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	309
流通市值(亿)	41
EPS	0.34
每股净资产(元)	3.34
资产负债率	61.05%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
友好集团	10.34	-0.61	-1.29
商业贸易	5.40	-9.40	-17.77
沪深300指数	5.39	-4.57	-14.53



相关报告

友好集团-商业主业营收保持高增长, 销售费用侵蚀公司利润 2011-10-25

友好集团-新增2家超市储备项目, 业务版图新增石河子 2011-08-31

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

600778

推荐

库尔勒拿下两个大型超市项目, 百货与超市相得益彰

控股子公司库尔勒天百商贸(股权比例51%)拟在库尔勒市租赁两处物业开设超市。其中一处位于现有库尔勒天百的负一楼,面积1.77万平方米,租期11年,租赁总额6113万元;另一处为新疆彼此满意商业投资有限公司向公司转租的物业,面积为1.14万平米,租期12年零9个月,租金总额5836万元。两个超市项目将与库尔勒天百更好的发挥协同效应,有助于巩固公司的垄断地位,进一步提升市场份额、提高盈利能力。

投资要点:

- **库尔勒天百负一楼收入囊中,将与1-4层的百货业务形成协同效应,共享客流,提升盈利能力:**公司2007年与哈密领先实业共同出资成立库尔勒天百商贸有限公司,公司股权比例51%,主营库尔勒天百店。该店1-4层共计67,314平方米,用于经营购物中心;其负一楼租给亿家汇好用作超市。现租赁负一楼用于经营天百超市,必将使百货、超市凝聚更多人气,吸引更多客流,发挥协同效应,增收增利。
- **租赁新疆彼此满意公司转租的物业开设超市,实为接手彼此满意超市。**彼此满意公司有4家超市,分布于乌鲁木齐、克拉玛依(2家)和库尔勒。未来,公司不排除以租赁、收购等方式接手彼此满意的其他门店。
- **合理的租金水平、高起点、缓和的竞争环境,有助于缩短培育期:**(1)库尔勒天百负一楼和彼此满意项目租期内平均租金水平分别为26和33.5元/平米/月,租金水平合理;(2)将在两家超市的经营基础上高起点运营,预计元旦前后即可开业;公司尽量保持两家超市的平稳过渡,逐步进行投资改造和品牌调整。(3)库尔勒有好家乡、民家、汇嘉时代等百货和超市类公司。本次两个项目有助于提升市场占有率,缓和竞争并缩短培育期。
- **装修改造将逐步推进,以降低资金压力:**公司和哈密领先均不会增资,库尔勒天百商贸要靠自有资金缴纳租金、承担装修改造成本。为减轻库尔勒天百商贸的资金压力,装修改造将逐步推进。
- **维持盈利预测及“推荐”评级:新疆地区固定资产投资增速连创新高,人口数量稳步增加,带动终端消费快速增长。**公司作为百货、超市、电器全面发展的新疆龙头商业公司,必将充分受益于当地经济的大发展。但公司的外延扩张较为激进,将对公司的资金、运营管理、人才储备、近两年商业主业的业绩形成严峻考验。暂维持对公司商业主业2011-13年贡献EPS0.35、0.44和0.57元的预测。按分部估值法,给予目标价15.71元,“推荐”评级。
- **风险提示:**1、外延扩张激进,新门店严重拖累业绩;2、地产项目结算推迟

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2917	4335	7707	9215
收入同比(%)	46%	49%	78%	20%
归属母公司净利润	105	205	412	456
净利润同比(%)	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	39.39	20.24	10.04	9.08
P/B	3.98	3.37	2.58	2.08
EV/EBITDA	14	8	4	3

资料来源:中投证券研究所

一、库尔勒超市项目分析

表 1 库尔勒超市项目租金推算

	库尔勒天百		彼此满意项目
	负 1 楼	1-4 楼 (2010 年)	
租赁期租金总额(元)	61,126,214	624,625	58,364,336
租赁期限(年)	11	1	12.75
面积(平方米)	17,730	67,314.19	11,382.53
平均租金(元/平/月)	26.12	0.77	33.51

注: 库尔勒天百 1-4 楼租赁期为 2007 年 8 月 1 日至 2022 年 7 月 31 日, 每年租金根据当年盈利情况浮动。此处以 2010 年的租金水平为例进行分析。

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 2 库尔勒超市项目对比分析

指标	库尔勒天百负 1 楼 亿家汇好项目	彼此满意项目
首次租金缴纳金额	485 万元	1080 万元
首次租金缴纳时间	2011 年 11 月 25 日前	租赁合同签订后 5 日内
开业前库尔勒天百商贸有限公司尚需投入	2,248.38	2,570.87
其中: 1、装修改造费用	1130.86	1,707.38
2、设备及货架购置等	548.72	313
3、电子设备购置	68.8	50.49
4、满足商品经营所需的营运资金	500	500
面积(平方米)	17,730	11,383
单位面积投入(元/平米)	1,268	2,259
预计开业时间	元旦前后	元旦前后
库尔勒天百商贸资金需求(万元)	6,384	

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

经测算, 若在两家超市开业之前装修改造、设备购置等全部到位的话, 库尔勒天百商贸需投入资金 6384 万元。公司和哈密领先均不会向库尔勒天百商贸注资, 为减缓资金压力, 公司将逐步进行装修改造、设备购置等投资。

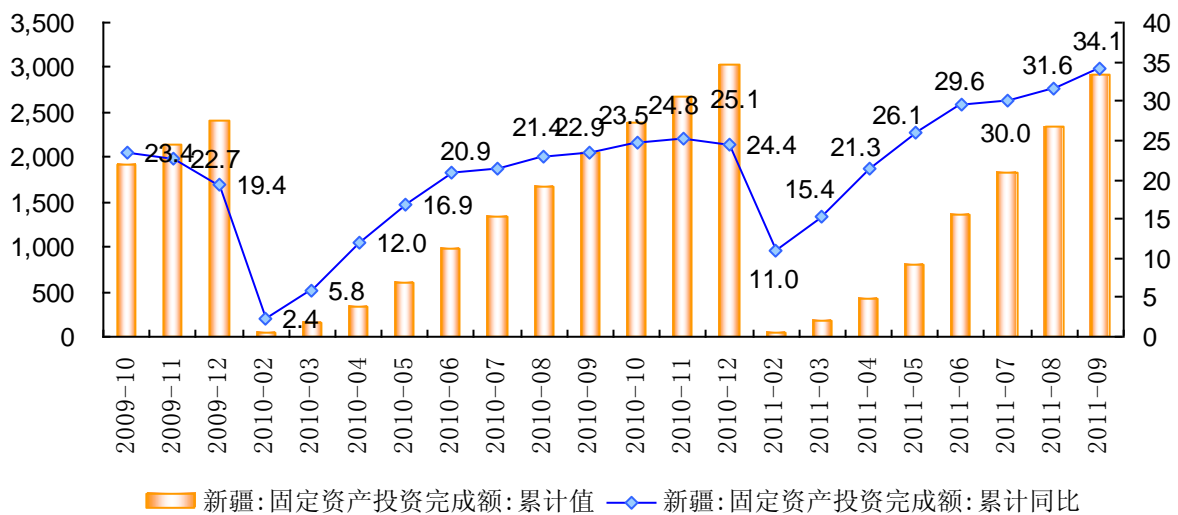
二、新疆经济、人口状况与突飞猛进的固定资产投资

表 3 新疆 2009 年经济、人口状况

	人均可支配 收入(元)	人均消费性 支出(元)	社会消费品零 售总额(亿元)	GDP (亿元)	人口 (万人)	人均 GDP
伊犁哈萨克自治州	11534.0	8554.0	154.30	735.87	444.32	1.66
喀什地区	10957.0			326.40	387.28	0.84
伊犁州直	11003.0	8142.0	88.62	333.66	276.30	1.21
乌鲁木齐	13075.0	9045.0	473.00	1094.52	241.19	4.54
阿克苏地区	12050.0	7783.9	61.52	237.50	230.50	1.03
和田地区	11552.4		18.49	84.77	195.58	0.43
昌吉回族自治州	12159.0	9202.0	100.54	444.71	157.20	2.83
巴音郭楞蒙古自治州	12500.0	9998.0	62.89	525.94	129.32	4.07
塔城地区	11048.0		36.96	242.31	94.30	2.57
阿勒泰地区			28.71	117.00	65.77	1.78
吐鲁番地区	11433.0	5075.0	23.80	158.00	61.46	2.57
哈密地区	11556.0		34.79	130.12	56.78	2.29
克孜勒苏柯尔克孜自治州	7700.0		6.94	32.46	53.02	0.61
博尔塔拉蒙古自治州			17.37	80.95	47.84	1.69
克拉玛依	15395.2	15940.1	29.60	480.00	39.35	12.20
石河子市	13300.0	10065.0	39.50	106.50	34.44	3.09

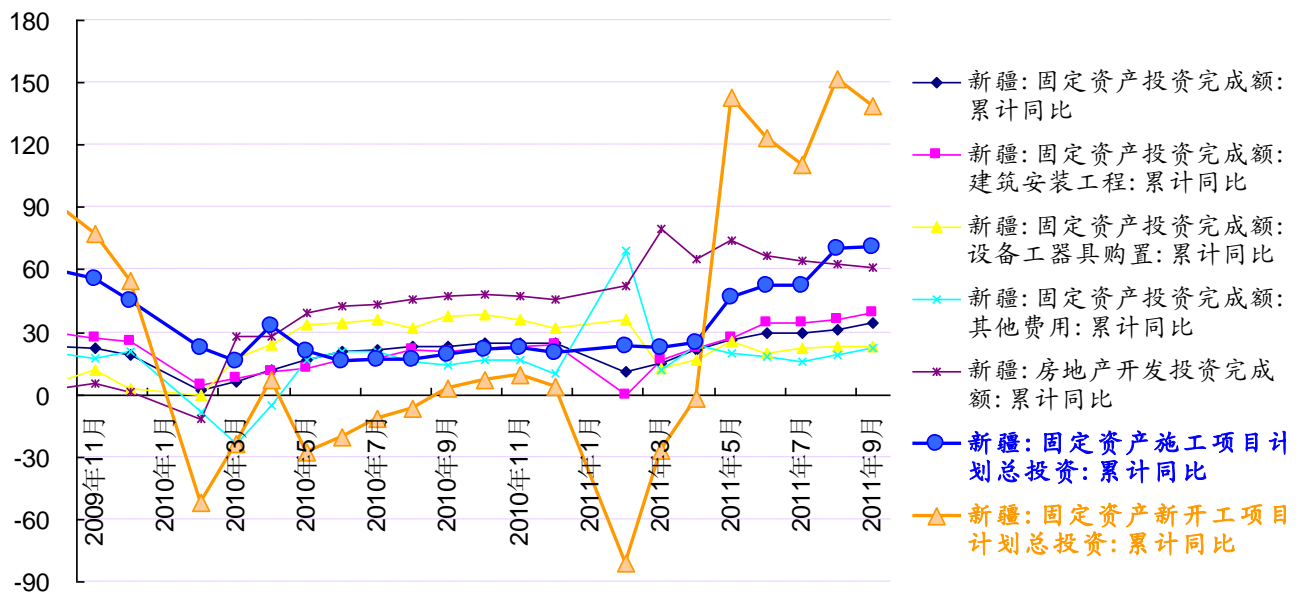
数据来源: Wind, 中投证券研究所

表 4 新疆地区固定资产投资投资完成额及累计同比 (%)



数据来源: Wind, 中投证券研究所

表 5 新疆地区固定资产投资投资完成额及累计同比 (%)



数据来源: Wind, 中投证券研究所

三、投资建议: 强烈推荐

维持盈利预测及“推荐”评级: 新疆地区固定资产投资增速连创新高, 人口数量稳步增加, 带动终端消费快速增长。公司作为百货、超市、电器全面发展的新疆龙头商业公司, 必将充分受益于当地经济的大发展。但公司的外延扩张较为激进, 将对公司的资金、运营管理、人才储备、近两年商业主业的业绩形成严峻考验。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 (偏高)、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。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1542	2491	5202	6375	营业收入	2917	4335	7707	9215
现金	665	1314	2997	3939	营业成本	2294	3369	5826	7073
应收账款	111	126	216	230	营业税金及附加	49	134	247	286
其他应收款	49	87	162	203	营业费用	140	163	227	269
预付账款	225	337	641	707	管理费用	296	337	540	647
存货	471	606	1165	1273	财务费用	15	34	55	89
其他流动资产	20	21	22	22	资产减值损失	11	11	13	20
非流动资产	1336	1281	1244	1171	公允价值变动收益	-6	-1	-5	-6
长期投资	53	57	57	62	投资净收益	20	31	32	35
固定资产	746	666	584	500	营业利润	127	317	827	861
无形资产	114	110	105	100	营业外收入	3	6	5	7
其他非流动资产	423	448	498	509	营业外支出	4	1	7	8
资产总计	2878	3773	6446	7546	利润总额	126	322	825	860
流动负债	1458	1815	3460	3569	所得税	21	56	165	155
短期借款	185	200	300	400	净利润	106	266	660	705
应付账款	376	505	816	920	少数股东损益	1	61	247	249
其他流动负债	897	1110	2345	2250	归属母公司净利润	105	205	412	456
非流动负债	299	587	991	1345	EBITDA	254	462	996	1067
长期借款	216	516	916	1266	EPS (元)	0.34	0.66	1.32	1.46
其他非流动负债	82	71	75	79					
负债合计	1757	2403	4451	4914	主要财务比率				
少数股东权益	81	142	390	639	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	311	311	311	311	成长能力				
资本公积	498	498	498	498	营业收入	45.8%	48.6%	77.8%	19.6%
留存收益	230	419	801	1195	营业利润	99.3%	150.1%	160.8	4.1%
归属母公司股东权益	1040	1228	1604	1992	归属于母公司净利润	73.9%	94.6%	101.6	10.5%
负债和股东权益	2878	3773	6446	7546	获利能力				
					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
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					P/E	39.39	20.24	10.04	9.08
					P/B	3.98	3.37	2.58	2.08
					EV/EBITDA	14	8	4	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-25	友好集团-商业主业营收保持高增长，销售费用侵蚀公司利润
2011-08-31	友好集团-新增 2 家超市储备项目，业务版图新增石河子
2011-08-23	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
2011-08-17	友好集团-商业主业同比大幅增长，友好百盛分红超预期
2011-07-08	友好集团-主力门店保持快速增长，地产反哺商业，百货、超市、电器全线扩张

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, 中投证券百货零售分析师, 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、广州友谊、欧亚集团、通程股份、友好集团等。

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>

深圳市

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

北京市

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

上海市

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