

**百货零售**

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 12.00元

当前股价: 9.55元

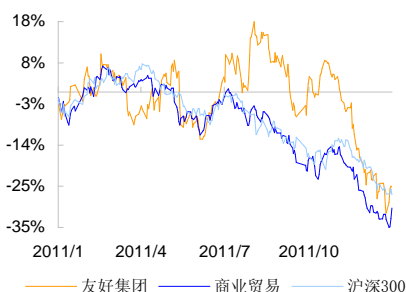
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2275.01
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	308
流通市值(亿)	29
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	-3.59	-17.74	-19.65
商业贸易	-4.64	-12.42	-28.13
沪深300指数	-2.71	-4.75	-21.66



**相关报告**

- 友好集团-库勒勒拿下两个大型超市项目, 百货与超市相得益彰 2011-11-14
- 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**

**600778**

**推荐**

**乌鲁木齐新签中环项目, 填补天山区东南部空白**

公司拟租赁位于乌鲁木齐天山区的“中环购物中心”约 2.04 万平米的商业物业, 用于开设购物中心(百货+超市大卖场)。租期 15 年零 6 个月, 折合租金水平 65 元/月/平米, 相对合理; 该项目周边没有强有力的竞争对手, 预计培育期 2 年左右。

**投资要点:**

- **乌鲁木齐密集布点:** 公司已在乌鲁木齐拥有 5 家百货门店(含 1 家托管、1 家参股)、10 余家超市(含便利店)和 1 家家电卖场, 市场控制力强, 规模优势突出。本次公告的项目位于乌市天山区的东南部, 填补了该区域综合性购物中心的空白。
- **本项目租金水平、装修改造费用合理:** 该项目租赁期限为 15 年零 6 个月, 自 2012 年 3 月 1 日至 2027 年 8 月 31 日; 免租期 6 个月。首期租赁单价为 1.8 元/天/平米, 折合 54 元/月/平米; 自第 4 年起每 3 年租金递增 10%。租金总额为 2.45 亿元, 租金水平合理。该项目开业前尚需投入 5,923 万元, 其中装修改造费用 3750 万元, 折合 1842 元/平米, 装修改造成本合理。
- **预计 2012 年 10-1 前开业, 培育期 2 年左右:** 预计该物业将于 2012 年 3 月份交付公司, 预计将于国庆节前开业。公司可行性报告中预计开业首年(完整年度)销售额 1.57 亿元, 第 2-5 年收入增速 30%, 首年综合毛利率 14.86%。我们认可公司关于收入和毛利率的预测, 但认为在费用处理上较为激进。我们预计开业首年(完整年度)亏损约 1075 万元, 培育期 2 年, 2014 年实现盈亏平衡。
- **规模优先, 积极扩张, 百货+超市+电器全业态发展:** 公司于 2011 年新开伊犁店、新大科技园家电卖场和近 10 家超市; 2012 年拟开业的有奎屯、阿克苏、美林花源、中环购物中心等项目; 2013 年拟在克拉玛依、石河子、吐鲁番开设门店; 2014 年拟在喀什、哈密开设门店; 2015 年拟在阿勒泰开设门店; 公司计划 2015 年商业主营业务收入达 100 亿元(含税), 我们预计公司会于 2014 年提前完成该目标。
- **下调盈利预测, 维持“推荐”:** 鉴于公司门店拓展激进、地产延至 2012 年下半年结算、大规模打折促销导致毛利率下滑, 我们维持商业板块 2011-2013 年营业收入分别为 32.61、45.71 和 60.64 亿元的判断(此处不含酒店、供暖等业务收入), 但下调商业主业 EPS 至 0.28、0.33 和 0.41 元; 友好百盛分红分别贡献 EPS 0.12、0.11、0.13 元, 合计 2011-13 年 EPS 0.40、0.44 和 0.54 元。按分部估值, 6-12 个月目标价 12 元, “推荐”评级。

**风险提示:** 2012 年新项目亏损超预期; 后续地产销售速度大幅放缓; 财务费用超预期

**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2917	3664	5002	6524
收入同比(%)	46%	26%	37%	30%
归属母公司净利润	105	125	138	167
净利润同比(%)	74%	19%	10%	22%
毛利率(%)	21.4%	20.2%	19.6%	19.0%
ROE(%)	10.1%	10.9%	10.9%	11.9%
每股收益(元)	0.34	0.40	0.44	0.54
P/E	28.42	23.89	21.72	17.84
P/B	2.87	2.60	2.37	2.13
EV/EBITDA	9	8	7	6

资料来源: 中投证券研究所

## 一、中环购物中心项目盈利测算

表 1、中环购物中心项目盈利测算

	首年	第二年	第三年
营业收入(万元)	15700	20410	26533
增速		30%	30%
毛利率	14.86%	15%	15%
毛利额(万元)	2333.02	3061.5	3979.95
职工薪酬(万元)	1372.29	1372.29	1372.29
租金(万元)	1337	1337	1337
折旧(万元)	281.4	281.4	281.4
水电费(万元)	203.54	203.54	203.54
空调及采暖费(万元)	62.6	62.6	62.6
利息费用(万元)	126.2	126.2	126.2
信用卡手续费(万元)	43.2	56.1	73.0
净利润(万元)	-1093.2	-377.7	524.0

资料来源：公司公告，中投证券研究所

注：本表除利息费用外，其他指标的假设均与公司公告的该项目可行性报告一致。

## 二、公司项目储备

表 2 公司主要储备项目基本信息

序号	项目名称	城市	业态	建筑面积(平方米)	物业性质	总投资额(万元)	单位面积投资额(元/平)	位置	预计开业时间
1	阿克苏购物中心项目	阿克苏市	购物中心	70,465.10	购买	59,658	8,466.40	阿克苏迎宾路与塔中路口	2012年3季度
2	奎屯购物中心项目	奎屯市	购物中心	47,500.00	购买	35,583	7,491.30	奎屯市中心飞鸿里小区南部	2012年2季度
3	西山友好超市	乌鲁木齐	超市	8,851.09	购买	13,749	15,534.20	乌鲁木齐西山路100号	2013年初
4	美林小区购物中心	乌鲁木齐	超市、电器	51,386.84	租赁	37,232	7,245.50	乌鲁木齐高新技术产业开发区长春南路218号	2012年3季度
5	伊犁铜锣湾家电卖场	伊宁	家电、家居	25,785.17	租赁	26,052	10,103.70	伊宁伊犁铜锣湾D、F、H区	2012年上半年

7	迎宾路友好超市	乌鲁木齐	超市	4,792.00	购买	7,232	15,091.53	乌鲁木齐迎宾路与太原路口	2012年
8	石河子聚百得超市项目	石河子	超市、电器	12,398.99	股权转让	4,250	3,427.70	石河子经济技术开发区	2012年
9	彼此满意超市项目	库尔勒	超市	11,382.53	租赁	2,571	2,258.61	库尔勒	
10	亿家汇好项目	库尔勒	超市	17,730.00	租赁	2,248	1,268.12	库尔勒	
11	怡和大厦项目	乌鲁木齐	百货、超市	21,306.36	租赁	N.A.	N.A.	乌鲁木齐天山区	
12	中环购物中心	乌鲁木齐	百货、超市	20,353.71	租赁	5,923	2,910.00	乌鲁木齐天山区	2012年下半年
合计				291,952		194,498			

资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 三、汇友地产项目结算

表3 汇友地产项目结算测算

年份	2012	2013	2014
结算比例	40%	40%	20%
结算收入(万元)	268,544	268,544	134,272
结算利润(万元)	46,526	46,526	23,262
权益利润(万元)	23,263	23,263	11,632
股本(万股)	31,149	31,149	31,149
EPS(元)	0.75	0.75	0.38

资料来源：公司公告，中投证券研究所

#### 四、友好百盛分红收益测算

公司持有友好百盛 49% 的股权，不并表。友好百盛 2011 年上半年含税销售收入 4.7 亿元，净利润为 3,368 万元；预计全年实现税后营业收入 8 亿元，净利润 6960 万元，公司所得分红占友好百盛净利润的 35%。综合考虑来自 2010 年末分配利润的分红 1159 万元；则 2011 年全年所得分红总额可达 3595 万元，折合 EPS 0.12 元。

表 4 友好百盛分红收益测算

	2010	2011E	2012E	2013E
税后营业收入 (万元)	66,667	80,000	92,000	105,801
增速		20%	15%	15%
平效 (元/年/平)	13,333	16,000	18,400	21,160
净利润(万元)	5,267	6,960	8,740	10,051
净利率	7.90%	8.70%	9.50%	9.50%
友好所得分红/ 净利润	29.00%	35.00%	40.00%	40.00%
友好所得分红 (万元)	1,537	3595	3,496	4,020
股本(万股)	31,149	31,149	31,149	31,149
EPS(元)	0.05	0.12	0.11	0.13

资料来源：公司公告，中投证券研究所

#### 五、下调盈利预测，维持“推荐”评级

鉴于公司门店拓展激进、地产项目延至 2012 年下半年结算、2011 年 4 季度以来的大规模打折促销导致毛利率下滑，我们维持商业板块 2011-2013 年营业收入分别为 32.61、45.71 和 60.64 的判断(此处不含酒店、供暖、物流等业务收入)，但下调商业主业 EPS 至 0.28、0.33 和 0.41 元；友好百盛分红分别贡献 EPS 0.12、0.11、0.13 元，合计 2011-13 年 EPS 0.40、0.44 和 0.54 元；地产项目 2012-2014 年分别结算 40%、40% 和 20%，分别贡献权益净利润 2.33、2.33 和 1.16 亿元，折合 EPS 0.75、0.75 和 0.38 元。按分部估值法，给予商业主业 20 倍 PE、百盛分红 15 倍 PE、地产业务 1 倍 PE，6-12 个月目标价 13.2 元。

**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	2117	3488	4352
现金	665	1097	1975	2543
应收账款	111	106	140	163
其他应收款	49	73	105	144
预付账款	225	292	442	528
存货	471	526	805	951
其他流动资产	20	22	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
其他非流动资产	423	448	498	509
<b>资产总计</b>	2878	3398	4732	5522
<b>流动负债</b>	1458	1581	2396	2691
短期借款	185	200	300	400
应付账款	376	439	563	687
其他流动负债	897	942	1533	1604
<b>非流动负债</b>	299	587	991	1345
长期借款	216	516	916	1266
其他非流动负债	82	71	75	79
<b>负债合计</b>	1757	2168	3387	4036
少数股东权益	81	82	83	84
股本	311	311	311	311
资本公积	498	498	498	498
留存收益	230	340	458	605
归属母公司股东权益	1040	1148	1262	1403
<b>负债和股东权益</b>	2878	3398	4732	5522

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	419	196	497	255
净利润	106	126	138	168
折旧摊销	112	111	114	118
财务费用	15	35	61	101
投资损失	-20	-37	-38	-41
营运资金变动	187	24	223	-87
其他经营现金流	18	-63	-2	-5
<b>投资活动现金流</b>	-330	-27	-40	-15
资本支出	354	0	0	0
长期投资	5	45	55	30
其他投资现金流	30	17	15	15
<b>筹资活动现金流</b>	72	263	420	329
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
其他筹资现金流	-106	-51	-80	-121
<b>现金净增加额</b>	161	432	877	569

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	2917	3664	5002	6524
营业成本	2294	2923	4023	5284
营业税金及附加	49	60	73	88
营业费用	140	172	275	356
管理费用	296	348	415	502
财务费用	15	35	61	101
资产减值损失	11	12	13	20
公允价值变动收益	-6	-1	-5	-6
投资净收益	20	37	38	41
<b>营业利润</b>	127	149	175	207
营业外收入	3	4	5	6
营业外支出	4	1	7	8
<b>利润总额</b>	126	152	173	205
所得税	21	27	35	37
<b>净利润</b>	106	126	138	168
少数股东损益	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	105	125	138	167
<b>EBITDA</b>	254	295	351	426
<b>EPS (元)</b>	0.34	0.40	0.44	0.54

**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%	25.6%	36.5%	30.4%
营业利润	99.3%	17.8%	17.2%	18.6%
归属于母公司净利润	73.9%	19.0%	10.0%	21.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.4%	20.2%	19.6%	19.0%
净利率	3.6%	3.4%	2.7%	2.6%
ROE	10.1%	10.9%	10.9%	11.9%
ROIC	22.5%	32.8%	128.7	195.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.0%	63.8%	71.6%	73.1%
净负债比率	22.86	33.03%	35.90	41.28%
流动比率	1.06	1.34	1.46	1.62
速动比率	0.73	1.01	1.12	1.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.11	1.17	1.23	1.27
应收账款周转率	25	29	41	43
应付账款周转率	7.47	7.18	8.03	8.45
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.40	0.44	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	0.63	1.60	0.82
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.69	4.05	4.50
<b>估值比率</b>				
P/E	28.42	23.89	21.72	17.84
P/B	2.87	2.60	2.37	2.13
EV/EBITDA	9	8	7	6

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
2011-11-14	友好集团 - 库尔勒拿下两个大型超市项目，百货与超市相得益彰
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。重点覆盖公司: 天虹商场、广州友谊、欧亚集团、友好集团、南京中商、通程控股等。

樊俊豪, 连锁零售行业分析师, 中山大学金融学硕士。重点覆盖公司: 海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.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