

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.08元

当前股价: 10.65元

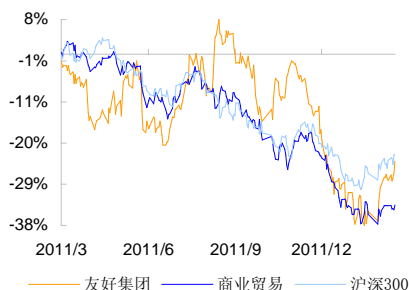
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2428.49
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	308
流通市值(亿)	32
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	17.03	-7.82	-22.81
商业贸易	8.37	-6.44	-21.31
沪深300指数	6.32	3.60	-8.23



相关报告

- 友好集团-乌鲁木齐新签中环项目, 填补天山山区东南部空白 2012-01-13
- 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 2011-11-14
- 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

600778

推荐

引入战略投资者, 公司发展翻开新篇章

公司公告非公开发行预案: 拟向乌鲁木齐国有资产经营有限公司和领翔投资(弘毅五期)非公开发行5750万股, 募集资金5.03亿元用于新门店和补充流动资金。

投资要点:

- **非公开发行的目的:** 2010年5月新疆工作座谈会后, 伴随着一系列扶持政策的落实, 新疆经济进入发展的快车道。为把握由此带来的疆内商业发展历史性机遇, 公司拟非公开发行股票, 将募集资金用于开设新门店和补充流动资金。
- **非公开发行概况:** 以8.75元/股向乌鲁木齐国资经营有限公司和领翔投资(弘毅五期)非公开发行5750万股, 募集不超过5.03亿元。其中, 乌鲁木齐国资公司以现金1.79亿元认购2050万股, 占比36%; 领翔投资以3.24亿元认购3700万股, 占比64%。发行后, 乌市国资股权比例由17.7%上升至20.5%; 领翔股权比例10%。
- **弘毅的进入印证了公司的广阔发展前景:** 弘毅自2003年成立以来, 已成功投资了建材、医药、装备制造、消费品等多个领域的国资、民营和跨境企业, 已投资的商业企业有苏宁电器、重庆新世纪、物美商业、世纪金花、商之都、快乐购物等。领翔投资为弘毅五期旗下全资控股公司。弘毅的进入印证了公司广阔的发展前景。
- **募集资金助力新项目开业:** 募集资金投向的奎屯、阿克苏、石河子超市大卖场等8个新项目合计建筑面积25.82万平米, 总投资额13.87亿元, 拟使用本次募集资金中的4.38亿元。其中7个项目将于2012年开业, 合计新增建筑面积24.93万平米。
- **有利于公司发展:** 1、此次增发有助于公司快速扩张, 抢占市场份额, 尽享新疆经济大发展: 新疆地广人稀, 市场容量有限, 一个城市往往只能容纳1-2家大型购物中心, 抢占疆内各大城市至关重要; 2、有助于公司降低资产负债率, 减轻财务费用: 本次增发若可节约等量银行贷款, 则5亿元资金保守按6%的利率推算, 可节约年利息费用3000万元; 3、追求绝对收益的战略投资者进入后, 公司的一、二大股东间将形成良好的制衡, 有助于公司在规模和效益间取得平衡。
- **盈利预测与估值:** 鉴于非公开增发尚存在不确定性, 暂维持盈利预测不变。预计2011-2013年EPS分别为0.47、0.46和0.55元(商业、万嘉热力, 不含地产); 对应增发摊薄后的EPS为0.40、0.39和0.46元。预计汇友地产2012、2013年分别结算30%、40%, 贡献EPS0.58和0.77元(摊薄前)。给予商业2012年25倍PE、地产1倍PE, 目标价12.08元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 1、涉及房地产项目, 增发被否决; 2、2012年7家新门店前期亏损超预期

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2917	3664	5025	6598
收入同比(%)	46%	26%	37%	31%
归属母公司净利润	105	146	143	171
净利润同比(%)	74%	39%	-2%	20%
毛利率(%)	21.4%	20.9%	19.7%	19.0%
ROE(%)	10.1%	12.5%	11.1%	12.0%
每股收益(元)	0.34	0.47	0.46	0.55
P/E	28.42	20.51	20.93	17.49
P/B	2.87	2.56	2.33	2.09
EV/EBITDA	9	8	7	6

资料来源: 中投证券研究所

一、非公开发行概况：拟发行 5750 万股，募集 5.03 亿

元

公司公告非公开发行预案，拟向乌鲁木齐国有资产经营有限公司、弘毅五期旗下的领翔投资有限公司发行 5750 万股。其中，乌鲁木齐国有资产经营有限公司是公司目前的第一大股东，持股比例 17.7%，本次以现金 1.79 亿元认购 2050 万股，占本次发行的 35.65%；弘毅五期旗下的领翔投资为公司此次非公开发行引入的战略投资者，拟以 3.24 亿元认购 3700 万股，占本次发行的 64.35%。

本次发行价格为 8.75 元/股，该价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。

本次发行预计募集资金总额不超过 5.03 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于发展奎屯天百购物中心、阿克苏天百购物中心、石河子友好超市大卖场等 8 家新门店以及补充流动资金，其中 43,820.67 万元用于新开门店装修，其余用于补充流动资金。

本次非公开发行预案已获董事会通过，尚需获得新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会的批准、公司股东大会的批准、商务部的批准以及中国证监会的核准。若顺利发行，则现第一大股东乌鲁木齐国有资产经营有限公司的股权比例将由 17.7% 上升至 20.50%；领翔投资将成为公司的第二大股东，股权比例 10.03%。

表 1 非公开发行前后股权对比

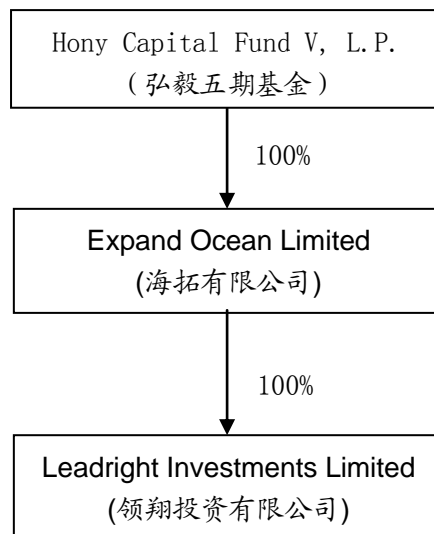
	上市公司	乌鲁木齐国资经营有限公司		领翔投资	
	股本（股）	持股数量（股）	股权比例	持股数量（股）	股权比例
发行前	311,491,352	55,146,308	17.70%	0	0.00%
本次非公开发行	57,500,000	20,500,000	35.65%	37,000,000	64.35%
发行后	368,991,352	75,646,308	20.50%	37,000,000	10.03%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

二、弘毅投资和领翔投资基本情况

弘毅投资成立于 2003 年，是联想控股有限公司旗下从事股权投资及管理业务的专业公司。弘毅投资管理着美元和人民币两类基金，截止 2011 年，总资金规模超过 450 亿元人民币。自成立以来，弘毅投资已成功投资了中国玻璃、中联重科、巨石集团、中银国际、新华人寿、先声药业、博洛尼等企业，涵盖了建材、医药、装备制造、消费品、新能源、新材料、商业连锁、文化传媒、金融服务等多个领域，企业类型囊括了国资、民营和跨境企业。弘毅投资在商业领域经验丰富，已投资的商业企业有苏宁电器、重庆商社新世纪百货公司、物美商业、世纪金花商业控股、安徽商之都、深圳龙浩天地商贸、快乐购物等。此次，弘毅五期旗下的领翔投资参与公司的非公开增发从侧面反映了公司作为新疆地区的商业龙头发展前景广阔。

图 1、领翔投资股权关系图



资料来源：公司公告，中投证券研究所

三、募集资金用途：8 家新门店的拓展及补充流动资金

本次非公开发行股票募集资金总额预计为 50,312.50 万元，扣除发行费用后的募集资金净额将投资以下项目：

表 2 非公开发行前后股权对比

项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
一、门店发展项目	138,678.24	43,820.67
二、补充流动资金项目	6,491.83	6,491.83
合计	145,170.07	50,312.50

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 3 非公开增发募集资金投向的 8 个新项目

序号	项目名称	城市	定位	建筑 面积 (万 平米)	物 业 性 质	总 投 资 额 (万 元)	募 集 资 金 拟 投 入 额 (万 元)	预 计 开 业 时 间	目 标 市 场 容 量
1	奎屯天百购物中心	奎屯	综合性购物中心	4.75	购买	35,583.63	6,150.39	2012.4	人口：户政管辖人口超过 30 万人，市区常住人口 16.63 万人；社零额：2011 年 1—11 月，18.1 亿元，同比增长 20.5%
2	阿克苏天百购物中心项目	阿克苏	综合性购物中心	7.05	购买	59,658.86	15,085.90	2012.9	2011 年 GDP 同比增速 21.13%；社零额 39.8 亿元，同比增长 21.07%。人口：常住 49.62 万人，其中城市人口 27.03 万人

3	石河子友好超市大卖场	石河子	超市大卖场	1.24	受让股权	10,118.64	3,492.34	2012.6	2011年上半年, GDP 增速 22.3%; 2010年末, 人口 67.34 万人
4	乌鲁木齐西山超市大卖场	乌鲁木齐	超市大卖场	0.89	购买	13,732.69	1,465.87	2013.2	2010年社零额增速: 19%; 2011年人口: 311 万人
5	伊犁铜锣湾(D、F、H区)友好电器及家居卖场	伊犁	家电及家居大型综合性卖场	2.58	租赁	5,743	5,743	2012.9	2011年, GDP 增速 16.1%、社零额增速 19.3%、人均可支配收入增速 17.4%
6	乌鲁木齐美林花源大型综合购物中心	乌鲁木齐	综合性购物中心	5.14	租赁	4,427.54	2,469.29	2012.8	2010年社零额增速: 19%; 2011年人口: 311 万人
7	乌鲁木齐中环购物中心	乌鲁木齐	社区百货店	2.04	租赁	5,922.93	5,922.93	2012.9	2010年社零额增速: 19%; 2011年人口: 311 万人
8	乌鲁木齐怡和大厦项目	乌鲁木齐	社区百货店	2.13	租赁	3,490.95	3,490.95	2012.1	2010年社零额增速: 19%; 2011年人口: 311 万人
				25.82		138,678.24	43,820.67		

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

本次非公开增发募集资金投向的 8 个新项目合计建筑面积 25.82 万平方米, 总投资额 13.87 亿元, 拟使用本次募集资金中的 4.38 亿元。从物业性质来看, 8 个新项目中, 有 4 个为购买物业(含受让股权), 合计建筑面积 13.93 万平方米; 另外 4 个为租赁物业, 合计建筑面积 11.89 万平方米。从业态来看, 8 个新项目中, 有 3 个综合性购物中心, 2 家超市大卖场, 2 家社区百货店和 1 家家电及家居卖场。从城市分布来看, 8 个新项目有 4 个位于乌鲁木齐, 另外 4 个分别位于奎屯、阿克苏、石河子和伊犁。从开业时间来看, 8 个储备项目有 7 个将于 2012 年开业。这 7 家 2012 年开业的新项目合计建筑面积达 24.93 万平方米, 总投资额达 12.49 亿元。

四、此次非公开增发, 有利于公司发展

我们认为, 此次非公开增发有利于公司的发展:

首先, 有助于公司快速扩张, 抢占市场份额, 尽享新疆经济的快速发展

本次募集资金投向的 8 个新项目均是此前已公告的项目, 合计建筑面积达 25.82 万平方米, 总投资额高达 13.87 亿元, 且其中 7 个项目集中在 2012 年开业, 给公司带来了巨大的资金压力。募集资金有助于缓解公司的资金紧张现状, 使新项目顺利开业。

2010 年 5 月中央召开新疆工作座谈会, 就促进新疆维吾尔自治区跨越式发展和实现新疆维吾尔自治区长治久安做出重大部署, 将推动新疆跨越式发展提升到国家战略高度。从此, 新疆经济进入了发展的快车道, GDP 增速自 2010 年下半年起便持续高于全国水平, 居民收入快速增长, 消费能力迅速提高, 疆内商业蓬勃发展。但另一方面, 新疆地广人稀, 市场容量有限, 一个城市往往只能容纳 1-2 家大型购物中心。因此, 抢先占领疆内各大城市至关重要。此次非公开增发在帮助公司储备项目顺利开业的同时, 也有助于公司腾挪更多的资金用于后续的外延扩张。

其次，有助于公司降低资产负债率，减轻财务费用

2008 年以来，公司资产负债率不断攀升。2011 年 3 季度，公司资产负债率已升至 75.93%，创历年来的新高；2011 年前 3 季度财务费用为 1857 万元，已超过 2009 和 2010 年全年的水平。此次非公开发行募集资金 5.03 亿元左右，若该部分资金全部由银行进行贷款，保守按 6% 的利率推算，则利息费用超 3000 万元。此次增发有助于降低公司资产负债率，减轻财务费用。

图 1 公司资产负债率

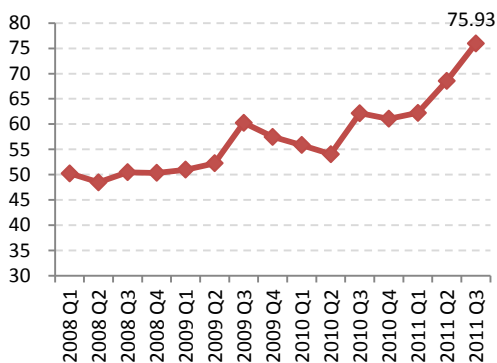
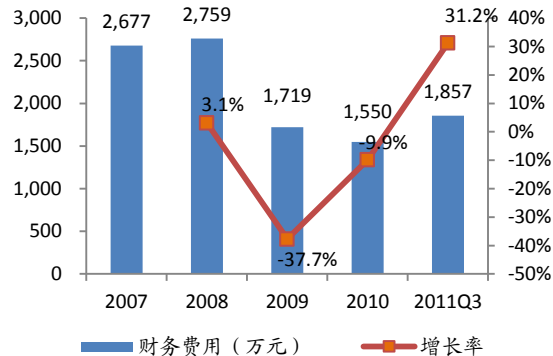


图 2 公司财务费用及增长率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

第三，引入追求绝对收益的战略投资者，有助于公司在规模和效益间取得平衡

为抓住新疆经济快速发展所带来的机遇，公司实施规模优先、积极扩张的战略。2011 年以来，公司在高成本、重资产快速外延扩张上略显激进，不仅带来沉重的资金压力，而且新门店的前期亏损将使得公司 2012、2013 年的业绩严重承压。追求绝对收益的战略投资者进入后，我们认为公司的一、二大股东间将形成良好的制衡，有助于公司在规模和效益间取得平衡。

四、维持“推荐”评级

公司目前已在新疆维吾尔自治区 4 个主要城市拥有 6 家百货店（含超市连锁 6 家和家电连锁 6 家）、托管 1 家百货店、16 家独立超市连锁门店（含家电连锁 2 家）。公司门店梯队完善，业态上囊括了购物中心、单体百货、超市连锁和家电连锁，定位上囊括了奢侈品、高端百货和大众百货，店龄结构上囊括了成熟门店、次新门店、新门店和储备项目，区域上已涵盖了省会城市和 3 个地级市。作为新疆地区的商业龙头，公司必将充分受益于新疆地区经济的快速发展。弘毅旗下领翔投资的进入有助于公司抢占市场份额、减轻财务费用，并在规模和效益上取得平衡。

鉴于此次非公开增发尚存在不确定性，我们暂维持盈利预测不变。预计 2011-2013 年归属于母公司股东的净利润为 1.46、1.43 和 1.71 亿元（包括商业主业、万嘉热力，不含地产），对应 EPS 分别为 0.47、0.46 和 0.55 元；对应增发摊薄后的 EPS 为 0.40、0.39 和 0.46 元。预计汇友地产 2012、2013 年分别结算 30%、40%，贡献 EPS 0.58 和 0.77 元（摊薄前）。给予商业 2012 年 25 倍 PE、地产 1 倍 PE，目标价 12.08 元，维持“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	2134	3520	4402	营业收入	2917	3664	5025	6598
现金	665	1121	2001	2574	营业成本	2294	2898	4036	5344
应收账款	111	106	141	165	营业税金及附加	49	60	73	89
其他应收款	49	73	106	145	营业费用	140	172	276	360
预付账款	225	290	444	534	管理费用	296	348	417	508
存货	471	522	807	962	财务费用	15	35	61	100
其他流动资产	20	22	22	22	资产减值损失	11	12	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	37	38	41
固定资产	746	666	584	500	营业利润	127	174	182	212
无形资产	114	110	105	100	营业外收入	3	4	5	6
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	3415	4764	5573	利润总额	126	178	180	210
流动负债	1458	1577	2405	2716	所得税	21	31	36	38
短期借款	185	200	300	400	净利润	106	147	144	172
应付账款	376	435	565	695	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	897	942	1540	1621	归属母公司净利润	105	146	143	171
非流动负债	299	587	991	1345	EBITDA	254	320	357	430
长期借款	216	516	916	1266	EPS (元)	0.34	0.47	0.46	0.55
其他非流动负债	82	71	75	79					
负债合计	1757	2164	3396	4061	主要财务比率				
少数股东权益	81	82	83	84	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%	25.6%	37.2%	31.3%
留存收益	230	360	481	630	营业利润	99.3%	37.6%	4.1%	16.5%
归属母公司股东权益	1040	1169	1285	1428	归属于母公司净利润	73.9%	38.6%	-2.0%	19.6%
负债和股东权益	2878	3415	4764	5573	获利能力				
					毛利率	21.4%	20.9%	19.7%	19.0%
					净利率	3.6%	4.0%	2.8%	2.6%
					ROE	10.1%	12.5%	11.1%	12.0%
					ROIC	22.5%	37.5%	135.5	206.1%
					偿债能力				
					资产负债率	61.0%	63.4%	71.3%	72.9%
					净负债比率	22.86	33.09%	35.81	41.03%
					流动比率	1.06	1.35	1.46	1.62
					速动比率	0.73	1.02	1.13	1.27
					营运能力				
					总资产周转率	1.11	1.16	1.23	1.28
					应收账款周转率	25	29	41	43
					应付账款周转率	7.47	7.15	8.07	8.48
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.47	0.46	0.55
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	0.71	1.61	0.83
					每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.75	4.12	4.58
					估值比率				
					P/E	28.42	20.51	20.93	17.49
					P/B	2.87	2.56	2.33	2.09
					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
2012-01-13	友好集团 - 乌鲁木齐新签中环项目, 填补天山区东南部空白
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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434