

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 10.79元

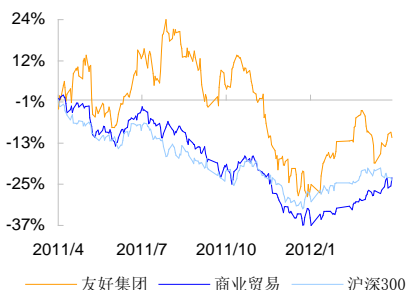
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2334.99
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	308
流通市值(亿)	33
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	-9.92	19.12	-15.32
商业贸易	-0.43	14.15	-7.47
沪深300指数	-0.44	7.51	-3.00



相关报告

- 友好集团 - 引入战略投资者, 公司发展翻开新篇章 2012-03-02
- 友好集团 - 乌鲁木齐新签中环项目, 填补天山区东南部空白 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

600778

推荐

2011年完美收官; 2012年商业收入将延续高增长传奇
— 2011年报、2012年1季报点评

公司2011年营业收入增长32.4%, 其中商业板块营业收入增长47.98%, 归属净利润增长36.15%, EPS0.46元; 1季度营业收入增长31.7%, 归属净利润增长25.57%, EPS0.15元, 符合预期。

投资要点:

- **2011年, 商业板块内生外延齐发力:** 1、2011年, 受益于新疆经济飞速发展的大环境和公司自身经营能力的进一步提高, 公司老门店呈现了高速内生增长。天山百货大楼、友好商场在高基数的基础上实现同店增长24%和32%; 友好美美、库尔勒天百和独山子金盛分别实现同店增长70%、91%和44%。2、新门店经营超预期: 2011年, 伊犁天百开业8个月实现营业收入1.05亿元。
- **2012年1季度, 同店增速放缓, 但仍远高于国内同行:** 2011年年底以来, 受全国经济增速放缓的波及, 公司门店同店增速放缓, 但仍远高于同行。2012年1季度, 天百大楼和友好商场两大主力店同店增长分别为7%和23%, 友好美美、库尔勒天百、独山子金盛的增速分别为33%、80%和46%; 伊犁天百营业收入7000万元。
- **毛利率下滑:** 2011年年底以来, 公司打折促销力度加大、新店占比上升, 2011年和2012年1季度, 商业板块毛利率均下滑了1个百分点; 综合毛利率也呈下降态势。
- **2011年期间费用率升0.57个百分点, 1季度降0.22个百分点:** (1) 2011年, 职工薪酬同比增长41.7%: 新开门店使得职工人数同比增10%, 且老员工不断得到晋升, 薪酬上涨; 公司业绩超额完成, 员工工资不同程度上调, 且足额兑现奖金承诺; (2) 租赁费同比增39.4%: 租赁物业门店增加, 租赁费上涨; (3) 长期待摊费用摊销同比增89.3%: 新开门店增加, 装修、改造费用等剧增。2012年1季度, 虽费用率有所下降, 但已提前体现储备项目的人员培训费、广告费、装修费等。
- **2012年, 公司将新开7家以上门店, 建筑面积增加超25万平米:** 老门店的同店增速将与1季度持平, 预计全年商业板块收入增速超40%; 毛利率下滑1个百分点, 期间费用率进一步上升。
- **维持“推荐”评级:** 预计2012年公司商业主业营业收入增长42%, 贡献EPS0.32元, 相比2010年增长15%; 考虑其他业务但不考虑地产, 2012-2013年EPS分别为0.46、0.53、0.63元; 地产业务2012-2014年分别贡献EPS0.58、0.77和0.48元。按分部估值法, 目标价14.75元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 1、经济放缓, 同店增速大幅下降; 2、新门店费用超预期, 商业主业无增长

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3860	5175	6998	8909
收入同比(%)	32%	34%	35%	27%
归属母公司净利润	143	144	164	196
净利润同比(%)	36%	1%	14%	19%
毛利率(%)	20.9%	19.9%	19.4%	19.0%
ROE(%)	12.7%	11.3%	11.6%	12.4%
每股收益(元)	0.46	0.46	0.53	0.63
P/E	24.42	24.29	21.35	17.88
P/B	3.10	2.75	2.49	2.22
EV/EBITDA	10	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

一、业绩概况：收入快速增长，净利润增速滞后收入增速

2011年，公司营业收入38.6亿元，同比增长32.36%；商业板块实现营业收入34.8亿元，同比增长47.98%；归属于母公司所有者的净利润1.43亿元，折合EPS0.46元，同比增长36.15%，符合预期。

2012年1季度，公司营业收入12.19亿元，同比增长31.7%；归属净利润同比增长25.57%，EPS0.15元；扣非后归属净利润同比增长18%，符合预期。利润增速低于收入增速的原因包括：（1）毛利率降0.92个百分点；（2）期间费用率虽降0.22个百分点，但销售费用和管理费用中已开始体现储备项目的前期投入，如人员培训费、招商费、广告费等；（3）非经常性损益采用的25%税率，而主营采用15%的税率；（4）少数股东损益同比增232%-初步判断是万嘉热力少数股东权益所致。

二、商业：内生外延齐发力，快速增长将持续

公司业务复杂，除了商业外还有酒店、热力、燃料、房地产、物流、生物等业务，公司将这些商业之外的业务也归为“主营业务”，且经常出现补贴、返还等非经常性损益使得归属净利润与扣非后净利润有较大差别。公司业务较杂有历史遗留的原因，公司会在合适的时机出售非商业业务。我们认为，应将更多的关注点放在公司商业板块上。

表 1 公司营业收入与商业板块营业收入

项目	2009年	2010年	2011年
商业板块营业收入(亿元)	17.58	23.52	34.80
增速		33.78%	47.98%
商业占公司营业收入比例	87.9%	80.6%	90.2%
商业毛利率	17.4%	17.9%	16.9%
公司营业收入(亿元)	20.00	29.17	38.60
增速		45.82%	32.36%
综合毛利率	20.65%	21.36%	20.89%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

1、2011年，受益于新疆经济飞速发展的大环境和公司自身经营能力的进一步提高，公司老门店呈现了高速内生增长。天山百货大楼、友好商场在高基数的基础上实现同店增长24%和32%；友好美美、库尔勒天百和独山子金盛分别实现同店增长70%、91%和44%。

2、新门店经营超预期：

（1）2011年，伊犁天百开业8个月实现营业收入1.05亿元，折合每天44万元；2012年1季度，伊犁天百实现营业收入7000万元。

（2）2011年开业的门店还有嘉和园友好超市、新民路友好超市、钱塘江路友好超市、阳光嘉苑友好超市、林清园友好超市、新大科技园电器卖场、库尔勒亿

家汇好超市。公司超市业务网点日益增多，规模效益突显，已成公司新的利润增长点。

3、2012年1季度，同店增速有所放缓，但仍远高于同行

2011年年底以来，受全国经济增速放缓的波及，公司门店同店增速放缓，但仍远高于同行。2012年1季度，天百大楼和友好商场两大主力店的同店增长分别为7%和23%，友好美美、库尔勒天百、独山子金盛的增速分别为33%、80%和46%。

表 2 公司主要门店 2011 及 2012 年 1 季度增速

门店	2011 年			2012 年 1 季度同店增速
	含税销售额(亿元)	税后(亿元)	同比增速测算	
天山百货大楼	14.7	12.56	24%	7%
友好商场	12.95	11.07	32%	23%
友好美美	6	5.13	70%	33%
友好百盛	9.56	8.17	18%	
库尔勒天百	2.7	2.03	90.56%	80%
独山子金盛	1.5	1.28	43.81%	46%
伊犁天百	1.8	1.05	-	1 季度 7000 万元的收入

资料来源：公司公告、中投证券研究所

展望 2012 年全年，我们认为：

老门店的同店增速将与 1 季度持平；综合考虑新门店，预计全年商业板块收入增速超 40%。

将先后于 2012 年年内和 2013 年 1 季度末前开业的项目主要有：奎屯友好时尚购物中心、阿克苏天百时尚购物中心、石河子聚百得友好超市、伊犁铜锣湾二期、库尔勒彼此满意友好超市、长春路友好时尚购物中心、怡和大厦购物中心、中环路购物中心、西山路佳雨 i 城友好超市。

表 3 2012 年年内和 2013 年 1 季度末前开业的项目

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	奎屯友好时尚购物中心	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	阿克苏天百时尚购物中心	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	石河子	超市大卖	1.24	受让	10,118.64	3,492.34	2012.6	2011 年上半年，GDP 增

	大卖场		场		股权				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	伊犁铜锣湾二期	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

三、毛利率：打折促销、新门店占比增加使毛利率下滑

由于 2011 年 4 季度以来，公司打折促销力度加大、新开超市较多，公司商业板块的毛利率下滑了 1 个百分点；综合毛利率也呈下降态势。

表 4 2012 年年内和 2013 年 1 季度末前开业的项目

分行业	2011 年		2012 年 1 季度	
	毛利率	同比增减	毛利率	同比增减
商业	16.90%	降 1 个百分点	-	约下降 1 个百分点
综合毛利率	20.89%	降 0.47 个百分点	20.22%	降 0.92 个百分点

资料来源：公司公告，中投证券研究所

展望 2012 年全年，我们认为，由于新开 7 家以上门店，新店毛利率较低加上老门店的促销力度不会明显减弱，商业板块毛利率比 2011 年要再降 1 个百分点左右，即约 15.9%。

三、2011 年期间费用率上升 0.57%，1 季度降 0.22%

(1) 2011 年，职工薪酬同比增长 41.7%，占营收的比例高达 7%。主要是由于：

- 新开门店的原因，公司职工人数同比增 10%至 3523 人，且老员工不断得到晋升，薪酬上涨；
- 2011 年，公司业绩超额完成，员工工资不同程度上调，且足额兑现奖金承诺；

(2) 租赁费同比增 39.4%，源于租赁物业的门店增加，租赁上涨；

(3) 长期待摊费用摊销同比增 89.3%，源于新开门店增加，装修、改造费用等剧增。

表 5 期间费用情况

指标	2011 年报	2011 年同比 增减	2012 一季度	2012 年 1 季度 同比增减
销售期间费用率(%)	16.04	0.57	14.69	-0.22
销售费用率(%)	5.71	0.91	4.58	-0.14
管理费用率(%)	9.66	-0.48	9.26	-0.24
财务费用率(%)	0.68	0.15	0.85	0.16
销售净利率(%)	3.82	0.20	4.25	0.00

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 6 主要费用项

费用项	2011 年(万元)	增速	占营业收入 的比例	2010 (万元)
职工薪酬(含劳务派遣费)	27,109	41.7%	7.0%	19,126
折旧	6,384	15.4%	1.7%	5,531
租赁费	4,848	39.4%	1.3%	3,479
长期待摊费用摊销	2,842	89.3%	0.7%	1,501
费用性税金	2,107	108.4%	0.5%	1,011
合计	43,291	41.3%	11.2%	30,648

资料来源：公司公告，中投证券研究所

展望 2012 年全年，我们认为，由于新开 7 家以上门店，人工成本、租赁费、装修费、开办费、财务费用等将共同促使期间费用进一步上升。

四、其他业务或投资收益

1、友好百盛

2011 年分红共计 3379 万元，考虑 15% 的所得税后，贡献 EPS 约 0.09 元；其中 1159 万元是来自 2010 年末分配利润，2220 万元来自 2011 年 1-9 月的未分配利润。

2、万嘉热力子公司实现净利润 2788 万元，约贡献权益利润 2314 万元，贡献 EPS0.07 元。

万嘉热力 2011 年度扭亏为盈的原因：（1）政府同意将 4 年来 2000 多万元的代收环保基金直接抵扣成本；（2）于 2011 年 4、12 月收到地税局退税款 77 万元。

3、汇友地产

2011 年底预收款 19.9 亿元，预计 2012 年 3-4 季度交房，可结算 21 亿元，贡献权益净利润 1.8 亿元，折合 EPS0.58 元。

五、盈利预测

预计 2012 年公司商业主营业收入增长 42%，贡献 EPS0.32 元，相比 2010 年增长 15%；考虑其他业务但不考虑地产，2012-2013 年 EPS 分别为 0.46、0.53、0.63 元；地产业务 2012-2014 年分别贡献 EPS0.58、0.77 和 0.48 元。按分部估值法，目标价 14.75 元，维持“推荐”评级。

表 7 公司分部估值

业务		2010	2011	2012E	2013E	2014E
商业	EPS (元)	0.28	0.28	0.32	0.37	0.44
	PE		30	30	30	30
友好百盛分红	EPS (元)	0.05	0.09	0.11	0.13	0.16
	PE		20	20	20	20
房地产	EPS (元)	0.04	0	0.58	0.77	0.48
	PE			5	5	5
万嘉热力	EPS (元)	-0.01	0.07	0.02	0.02	0.02
	PE		1	1	1	1
物流、广告、生物等	EPS (元)	-0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
	PE		1	1	1	1
合计	EPS (元) - 不含地产	0.3	0.46	0.46	0.53	0.63
	EPS (元) - 含地产	0.34	0.46	1.04	1.30	1.11
	目标股价 (元)		10.29	14.75	17.58	18.87

资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3957	2494	4237	5220
现金	1107	1059	2123	2759
应收账款	102	150	196	223
其他应收款	86	104	147	196
预付账款	175	414	621	721
存货	2469	746	1129	1299
其他流动资产	17	22	22	22
非流动资产	2389	2306	2185	2015
长期投资	49	57	57	62
固定资产	929	1164	1183	1094
无形资产	149	144	139	134
其他非流动资产	1262	940	806	725
资产总计	6346	4800	6423	7235
流动负债	3878	2141	3222	3514
短期借款	120	200	300	400
应付账款	630	621	790	938
其他流动负债	3128	1320	2132	2176
非流动负债	1057	1104	1508	1862
长期借款	733	1033	1433	1783
其他非流动负债	325	71	75	79
负债合计	4935	3245	4730	5376
少数股东权益	285	286	287	289
股本	311	311	311	311
资本公积	457	457	457	457
留存收益	358	502	644	815
归属母公司股东权益	1126	1269	1406	1571
负债和股东权益	6346	4800	6423	7235

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1524	-264	728	370
净利润	147	145	165	197
折旧摊销	131	159	195	216
财务费用	26	72	103	144
投资损失	-35	-37	-38	-41
营运资金变动	1291	-591	304	-141
其他经营现金流	-38	-11	-1	-5
投资活动现金流	-1491	-92	-40	-15
资本支出	1496	0	0	0
长期投资	0	106	55	30
其他投资现金流	5	14	15	15
筹资活动现金流	409	307	376	281
短期借款	-65	80	100	100
长期借款	516	300	400	350
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-41	0	0	0
其他筹资现金流	0	-73	-124	-169
现金净增加额	442	-48	1064	636

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3860	5175	6998	8909
营业成本	3054	4143	5644	7214
营业税金及附加	60	85	101	134
营业费用	220	292	385	486
管理费用	373	435	577	704
财务费用	26	72	103	144
资产减值损失	-1	12	13	20
公允价值变动收益	-3	-1	-5	-6
投资净收益	35	37	38	41
营业利润	159	172	208	242
营业外收入	12	4	5	6
营业外支出	3	1	7	8
利润总额	168	175	206	240
所得税	21	31	41	43
净利润	147	145	165	197
少数股东损益	4	1	1	1
归属母公司净利润	143	144	164	196
EBITDA	317	403	506	602
EPS (元)	0.46	0.46	0.53	0.63

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	32.4%	34.1%	35.2%	27.3%
营业利润	25.5%	8.3%	20.7%	16.3%
归属于母公司净利润	36.2%	0.5%	13.8%	19.4%
获利能力				
毛利率	20.9%	19.9%	19.4%	19.0%
净利率	3.7%	2.8%	2.3%	2.2%
ROE	12.7%	11.3%	11.6%	12.4%
ROIC	16.7%	13.8%	25.3%	34.4%
偿债能力				
资产负债率	77.8%	67.6%	73.6%	74.3%
净负债比率	17.28	37.98%	36.63	40.60%
流动比率	1.02	1.16	1.32	1.49
速动比率	0.38	0.82	0.96	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.93	1.25	1.30
应收账款周转率	27	36	40	43
应付账款周转率	6.07	6.62	8.00	8.35
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.46	0.53	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	4.89	-0.85	2.34	1.19
每股净资产(最新摊薄)	3.61	4.07	4.51	5.04
估值比率				
P/E	24.42	24.29	21.35	17.88
P/B	3.10	2.75	2.49	2.22
EV/EBITDA	10	8	6	5

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
2012-03-02	友好集团 - 引入战略投资者, 公司发展翻开新篇章
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

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