百货零售

署名人：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6－12 个月目标价： 13.33 元

当前股价： 10.71 元

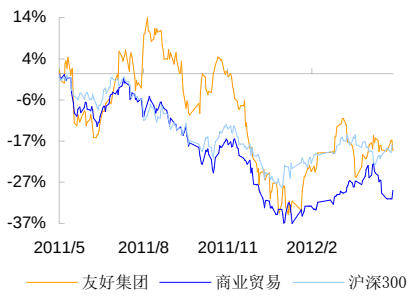
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2408.59
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	308
流通市值(亿)	33
EPS	0.46
每股净资产（元）	3.61
资产负债率	77.76%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
友好集团	1.04	3.68	-16.32
商业贸易	6.32	12.20	-8.69
沪深 300 指数	7.51	10.22	-0.99



相关报告

友好集团－新疆经济的快速发展是公司高增长的动力源泉 2012-05-02

友好集团－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 2012-04-20

友好集团－引入战略投资者，公司发展翻开

友好集团 600778 推荐

加密布点奎屯：增购奎屯友好时尚购物中心物业、租赁奎屯友好广场物业开设超市

公司公告：1、拟以 5500 元/平米的价格增购位于奎屯飞鸿里小区的商业房产 9459 平米。该物业是奎屯友好时尚购物中心的一部分，因涉及拆迁进度不同而分批购买。2、拟租赁位于奎屯友好广场综合楼项目的 7771 平米物业开设超市。

投资要点：

- **增购奎屯友好时尚购物中心物业：**2011 年 3 月，公司以单价 5500 元/平米、共约 2.6 亿元的价格购买了位于新疆奎屯飞鸿里小区的 4.75 万平米物业，用于开设奎屯友好时尚购物中心。该项目已于 2012 年 4 月 29 日开业。公司公告拟增购该购物中心 9,458.77 平米的物业，单价 5,500 元/平米，购房款总额为 5,202 万元；增购后本购物中心的总面积为 56,958.77 平米。
- **增购物业折合租金水平 0.4 元/平米/天，成本优势显著：**本次增购总投资额 10364 万元包括：购房 5202 万元+购房相关税费 286 万元+装修改造 3500 万元+设备货架 875 万元+运营资金 500 万元；折合单位面积总投资额 10,957 元。若按 40 年折旧，则增购物业成本相当于租金水平为 0.4 元/平米/天，成本优势显著。
- **增购使产权更完备，购物中心布局更合理：**本次增购物业将使公司拥有奎屯友好时尚购物中心的完整产权，有利于优化布局、丰富经营业态和品类，提升市场占有率。增购部分分别于 2012 年 5 月 31 日和 7 月 31 日前交付使用，预计下半年开业。
- **租赁奎屯友好广场综合楼项目 7771 平米开设超市：**公司拟拟租赁由奎屯宏源时代房地产开发有限公司开发建设的友好广场综合楼项目的商业地产开设超市，该商业地产位于奎屯市阿克苏西路以北、团结南街以西，面积为 7,771.21 平米。租期 16 年（2012.8.1-2028.7.31）；提供 1 年免租期，租金自 2013 年 8 月 1 日起计算。租金水平：1 元/平米/天，每三年递增 10%；16 年租金共计 5195 万元。
- **奎屯友好广场综合楼超市开业前尚需投入 2058 万元：**装修改造 1073 万元+设备购置 385 万元+营运资金 600 万元。预计 2012 年底或 13 年初开业，培育期 1-2 年。
- **购物中心+连锁超市，密集布点，充分发挥规模效益：**奎屯成为公司继乌鲁木齐、库尔勒后第三个同时布局购物中心和连锁超市的城市。密集布点的战略有助于公司发挥多业态的协同效应，抢占疆内有限的市场份额，提升市场控制力和盈利能力。
- **维持"推荐"评级：**预计 2012 年公司商业主业营业收入增长 44.67%，贡献 EPS0.28 元，相比 2011 年增长-2%；2012 年，友好百盛分红贡献 EPS0.11 元，增长 20%；考虑其他业务但不考虑地产，2012-2014 年 EPS 分别为 0.39、0.48、0.68 元；按分部估值法，目标价 13.33 元，维持"推荐"评级。

风险提示：1、大批项目集中于 2012 年开业，前期亏损侵蚀业绩；2、资本开支大幅增加，财务费用剧增；3、当地经济增速放缓，项目培育期变长

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	121	149	212
净利润同比(%)	36%	-16%	23%	43%
毛利率(%)	20.9%	19.9%	19.4%	19.0%
ROE(%)	12.7%	9.7%	10.9%	13.7%
每股收益(元)	0.46	0.39	0.48	0.68
P/E	23.31	27.61	22.38	15.70
P/B	2.96	2.68	2.43	2.14
EV/EBITDA	10	8	6	5

资料来源：中投证券研究所

一、增购奎屯友好时尚购物中心物业 9459 平方米

预计增购部分总投资 10,364.45 万元，包括①新增购买房产所需资金：5,202.32 万元；②新增购置房产的相关税费：286.13 万元；③新增装修改造投入：3,500 万元；④新增设备、货架等购置：836 万元；⑤新增电子设备购置：40 万元；⑥新增营运资金：500 万元。

本项目折合单位面积总投资额 10,957 元。若按 40 年折旧，则增购物业成本相当于租金水平为 0.4 元/平米/天，成本优势显著。

表 1、奎屯友好时尚购物中心增购项目投入项目

指标	金额	单位
总投资额	**10,364.45**	**万元**
商品房建筑面积	9,458.77	平方米
每平方米价格	5,500	元/平米
商品房总价	5,202.32	万元
购买房产及相关税费	286.13	万元
装修改造投入	3,500	万元
设备购置、货架及桌椅等	836	万元
电子设备购置	40	万元
满足商品运营需营运资金	500	万元
单位面积总投资额	**10,957**	**元/平米**

资料来源：公司公告，中投证券研究所

二、租赁奎屯友好广场综合楼项目 7771 平米开设超市

1、公司拟租赁奎屯友好广场综合楼项目负一层(租赁面积为 7,404.33 平方米)，三号段地上一层（租赁面积为 366.88 平方米），租赁面积共计 7,771.21 平方米。

2、租赁期限为 16 年，自 2012 年 8 月 1 日起至 2028 年 7 月 31 日止。

3、房产租金的缴纳期限：

⑴、租金的起算日：租金自 2013 年 8 月 1 日起计算。

⑵、房产租金：该商业房产租赁单价为每平方米每天 1.00 元起价，每三年递增 10%。具体租金金额如下：

自 2013 年 8 月 1 日至 2016 年 7 月 31 日，每年租金为人民币 2,836,492 元；

自 2016 年 8 月 1 日至 2019 年 7 月 31 日，每年租金为人民币 3,120,141 元；

自 2019 年 8 月 1 日至 2022 年 7 月 31 日，每年租金为人民币 3,432,155 元；

自 2022 年 8 月 1 日至 2025 年 7 月 31 日，每年租金为人民币 3,775,370 元；

自 2025 年 8 月 1 日至 2028 年 7 月 31 日，每年租金为人民币 4,152,907 元。

租赁期间(十六年)租金共计人民币 51,951,196 元。(上述租金为含税租金。)

(3)、租金支付方式为：每年支付一次。

4、预计该项目开业前尚需投入：①装修改造费用：1,073.00 万元，②设备等购置费用：241.00 万元，③电子设备购置：144.00 万元，④满足商品经营所需的营运资金：600 万元，合计 2,058 万元。**折合单位面积投资额（不含租金）为 2648 元/平米**。

三、储备项目

表 2、公司储备项目

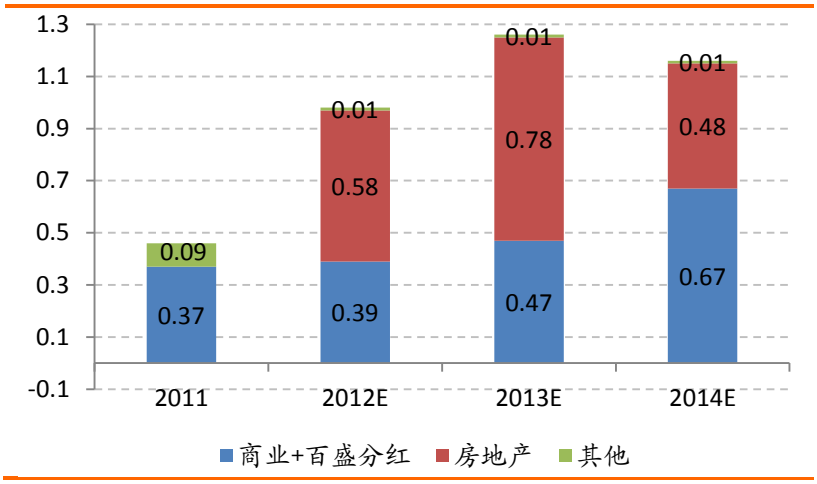
序号	项目名称	城市	定位	建筑面积（万平米）	物业性质	总投资额（万元）	拟定增募集资金投入额（万元）	预计开业时间
0	彼此满意超市	库尔勒	超市大卖场	1.14	租赁	2,571	0	2012.4.19
0	奎屯友好时尚购物中心	奎屯	综合性购物中心	4.75	购买	35,583.63	6,150.39	2012.4
1	阿克苏天百时尚购物中心	阿克苏	综合性购物中心	7.05	购买	59,658.86	15,085.90	2012.9
2	石河子聚百得友好超市	石河子	超市大卖场	1.24	受让股权	10,118.64	3,492.34	2012.6
3	乌鲁木齐西山路佳雨 i 城友好超市	乌鲁木齐	超市大卖场	0.89	购买	13,732.69	1,465.87	2013.2
4	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
5	乌鲁木齐美林花源大型综合购物中心（长春路）	乌鲁木齐	综合性购物中心	5.14	租赁	4,427.54	2,469.29	2012.8
6	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
7	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	2012.10
8	迎宾路友好超市	乌鲁木齐	超市	0.48	购买	7,232	0	2012 年
9	奎屯友好时尚购物中心增购项目	奎屯市	购物中心	0.95	购买	10,364	0	2012 年下半年
10	奎屯友好广场综合楼超市	奎屯市	超市	0.78	租赁	2,058	0	2012 年底或 13 年
合计				29.16		160,903	43,820.67	

资料来源：公司公告，中投证券研究所

四、维持盈利预测及“推荐”评级

预计 2012 年公司商业主业营业收入增长 44.67%，贡献 EPS0.28 元，相比 2011 年增长-2%；2012 年，友好百盛分红贡献 EPS0.11 元，同比增长 20%；考虑其他业务但不考虑地产，2012-2014 年 EPS 分别为 0.39、0.48、0.68 元；地产业务 2012-2014 年分别贡献 EPS0.58、0.78 和 0.48 元。按分部估值法，目标价 13.33 元，维持“推荐”评级。

图 1　2011-2014 年各业务 EPS 贡献



资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 3　分部估值

业务		2011	2012E	2013E	2014E
商业	EPS（元）	0.28	0.28	0.34	0.51
	PE	30	30	30	30
友好百盛分红	EPS（元）	0.09	0.11	0.13	0.16
	PE	20	20	20	20
房地产	EPS（元）	0	0.58	0.78	0.48
	PE		5	5	5
万嘉热力	EPS（元）	0.07	0	0	0
	PE	1	1	1	1
物流、广告、生物等	EPS（元）	0.02	0.01	0.01	0.01
	PE	1	1	1	1
合计	EPS(元)- 不含地产	0.46	0.39	0.48	0.68
	EPS(元)- 含地产	0.46	0.97	1.26	1.16
	股价（元）	10.29	13.33	16.70	20.82

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	2471	4203	5205
现金	1107	1036	2089	2744
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	4777	6388	7220
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	288
股本	311	311	311	311
资本公积	457	457	457	457
留存收益	358	478	609	800
归属母公司股东权益	1126	1246	1372	1556
负债和股东权益	6346	4777	6388	7220

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1524	-269	734	376
净利润	147	122	150	214
折旧摊销	131	159	195	216
财务费用	26	90	124	133
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	290	358	294
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	-90	-142	-156
现金净增加额	442	-71	1053	655

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	298	382	481
管理费用	373	440	577	699
财务费用	26	90	124	133
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	144	190	263
营业外收入	12	4	5	6
营业外支出	3	1	7	8
利润总额	168	147	188	261
所得税	21	26	38	47
净利润	147	122	150	214
少数股东损益	4	1	1	1
归属母公司净利润	143	121	149	212
EBITDA	317	393	509	612
EPS（元）	0.46	0.39	0.48	0.68

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%	-9.4%	31.5%	38.6%
归属于母公司净利润	36.2%	-15.6%	23.4%	42.5%
获利能力				
毛利率	20.9%	19.9%	19.4%	19.0%
净利率	3.7%	2.3%	2.1%	2.4%
ROE	12.7%	9.7%	10.9%	13.7%
ROIC	16.7%	13.2%	25.6%	35.3%
偿债能力				
资产负债率	77.8%	67.9%	74.0%	74.5%
净负债比率	17.28	37.98%	36.63	40.60%
流动比率	1.02	1.15	1.30	1.48
速动比率	0.38	0.81	0.95	1.11
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.93	1.25	1.31
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	0.39	0.48	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	4.89	-0.86	2.36	1.21
每股净资产(最新摊薄)	3.61	4.00	4.40	4.99
估值比率				
P/E	23.31	27.61	22.38	15.70
P/B	2.96	2.68	2.43	2.14
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
2012-05-02	友好集团－新疆经济的快速发展是公司高增长的动力源泉
2012-04-20	友好集团－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
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，旨为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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434