

百货零售
署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 14.69元

当前股价: 11.29元

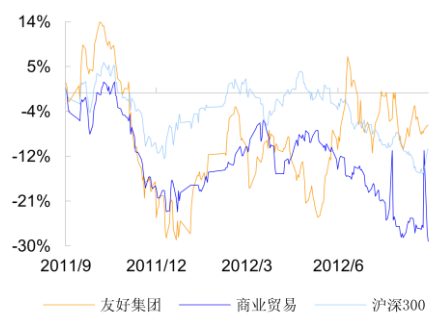
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2029.29
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	308
流通市值(亿)	34
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	-5.21	0.90	0.94
商业贸易	-3.86	-15.04	-20.0
沪深300指数	-3.77	-11.81	-13.2


相关报告

友好集团-2012年商业体量将翻番;下半年地产项目结算 — 2012年中报点评暨电话会议纪要 2012-08-28

友好集团-受政府之邀进军博乐市,定制物业、低价租赁开设购物中心 2012-07-27

友好集团-价值低估明显,获产业资本增持 2012-06-20

友好集团
600778
强烈推荐
**对政府影响力日益突显,招商引资项目成本优势突出
- 喀什项目点评**

公司计划租赁位于喀什市西城大道 7.05 万平米的商业房产用于开设大型综合性购物中心,租期 15 年 10 个月,租赁单价为 1.2 元/平米/天,租金成本优势显著,将大大缩短培育期。

投资要点:

- **受当地政府之邀进入喀什,免租期长、租赁成本低:** 该项目为喀什当地政府的重点招商引资项目,由公司向新疆天德立房地产开发有限公司定制、租赁物业,租期 15 年 10 个月。①免租期长:天德立房地产需在 2014 年 4 月 30 日前交付物业,免租期长达 10 个月,即租金从 2015 年 3 月 1 日起才开始计算。②租赁成本低:租金水平仅 1.2 元/平米/天,不递增。
- **喀什战略地位突出,经济发展迅速,商业模式和商业形态处于初级阶段:** ①喀什是我国向西开放的重要门户,是 2010 年 5 月中央召开的新疆工作座谈会上正式批准的“经济特区”,先后由深圳、上海对口支援。2010 年,喀什市区常住人口 70 万人,预计 2020 年中心城区人口规模可达 100 万人;2011 年,喀什地区 GDP 和社零额增速分别为 15.58% 和 21.82%,远高于全国水平。②喀什少数民族占比超过 80%,商业仍以街铺为主,单体百货有汇嘉时代(8500 平米)、新世界百货(5.3 万平米)、莱雅时代百货(5500 平米)、正大广场(1.15 万平米),目前缺乏综合性购物中心。
- **该项目地理位置佳:** 地处喀什主动脉之一西域大道与二环路交汇处,是由西进入中心区的咽喉,也是喀什四大商业片区之西区商圈的门户。项目周边 3 公里半径内,囊括了喀什大部分活跃的楼盘和所有的市政机关、团体、学校、部队和武警新疆医院、友谊医院,周边聚集人口近 22 万人。
- **预计项目 1 年亏损,2 年打平,第 3 年盈利:** 公司可行性报告预计该项目需 3 年培育期,第 4 年可盈利。综合考虑经济快速发展背景下喀什 2015 年的经济水平、人口规模和商业环境,我们预计该项目培育期在 2 年左右:1 年亏损,2 年打平,第 3 年盈利。
- **作为新疆地区的商业龙头企业,公司对上游有控制力、对政府有影响力、对消费者有吸引力:** ①对上游的控制力:公司成长的过程中扶持、带旺了一批品牌商、供应商,随着规模的快速增长,公司对上游的控制力愈发增强,形成了坚实的市场进入壁垒;②对政府的影响力:公司已成为疆内各级政府招商引资的对象,物业获取/租赁成本优势日益突显,博乐、喀什项目是极好的例子,预计后续会有阿勒泰等项目推出;③对消费者的吸引力:截至 2012 年 7 月 31 日,会员人数已达 38.6 万人。预计 2012 年公司商业主业贡献 EPS0.28 元、友好百盛分红贡献 EPS0.11 元、地产贡献 0.85 元;合计 2012-2014 年 EPS1.24、1.57、1.04 元。按分部估值法,目标价 14.69 元,维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

- 1、新疆经济增速放缓; 2、外延扩张过快,增收不增利; 3、恐怖事件发生

一、项目建筑面积：7.05 万平米；总投资额：4.4 亿元

项目投资总额为： 44,234.36 万元

- 1、十年租金费用： 24,505.70 万元（1.2 元/平米/天）
- 2、装修改造投入： 18,403.38 万元
- 3、设备及货架购置等： 120.00 万元
- 4、电子设备购置： 205.28 万元
- 5、满足商品经营需营运资金： 1,000.00 万元

二、2012 年以来开业及储备项目

表 1、2012 年以来开业及储备项目

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 (不含租金) (万元)	单位面积投 资额 (元/平)	位置	预计/已开 业时间
1	亿家汇好项目	库尔勒	超市	17,730	租赁	2,248	1,268	库尔勒	2012 年初
2	奎屯天百购物中心	奎屯市	购物中心	47,500	购买	35,583	7,491	奎屯市中心飞鸿里小区南部	2012 年 4 月
3	彼此满意超市项目	库尔勒	超市	11,383	租赁	2,571	2,259	库尔勒	2012 年 4 月
4	石河子聚百得超市项目	石河子	超市、电器	12,399	股权转让	4,250	3,428	石河子经济技术开发区	2012 年 7 月
5	美林小区购物中心	乌鲁木齐	超市、电器	51,387	租赁	37,232	7,246	乌鲁木齐高新技术开发区长春南路 218 号	2012 年 9 月
6	怡和大厦项目	乌鲁木齐	百货、超市	21,306	租赁	N.A.	N.A.	乌鲁木齐天山区	2012 年 9 月
7	中环购物中心	乌鲁木齐	百货、超市	20,354	租赁	5,923	2,910	乌鲁木齐天山区	2012 年 9 月
8	伊犁铜锣湾家电卖场	伊宁	家电、家居	25,785	租赁	26,052	10,104	伊宁伊犁铜锣湾 D、F、H 区	2012 年下半年
9	迎宾路友好超市	乌鲁木齐	超市	4,792	购买	7,232	15,092	乌鲁木齐迎宾路与太原路口	2012 年

10	阿克苏购物中心项目	阿克苏市	购物中心	70,465	购买	59,658	8,466	阿克苏迎宾路与塔中路品	2013年初
11	西山友好超市	乌鲁木齐市	超市	8,851	购买	13,749	15,534	乌鲁木齐市西山路100号	2013年初
12	奎屯友好时尚购物中心增购项目	奎屯市	购物中心	9,459	购买	10,364	10,957	奎屯市	2012年下半年
13	奎屯友好广场综合楼超市	奎屯市	超市	7,771	租赁	2,058	2,648	奎屯市	2012年底或13年初
14	会展中心项目	乌鲁木齐市	综合体	357,926	自建			乌鲁木齐市新市区	
15	博乐市项目	博乐市	购物中心	45,000	租赁	11,657	2,590	博乐市	2014年底或2015年初
16	喀什项目	喀什市	购物中心	70,494	租赁	19,729	2,799	喀什市	2015年
合计				782,602		238,306			

资料来源：公司公告、中投证券研究所

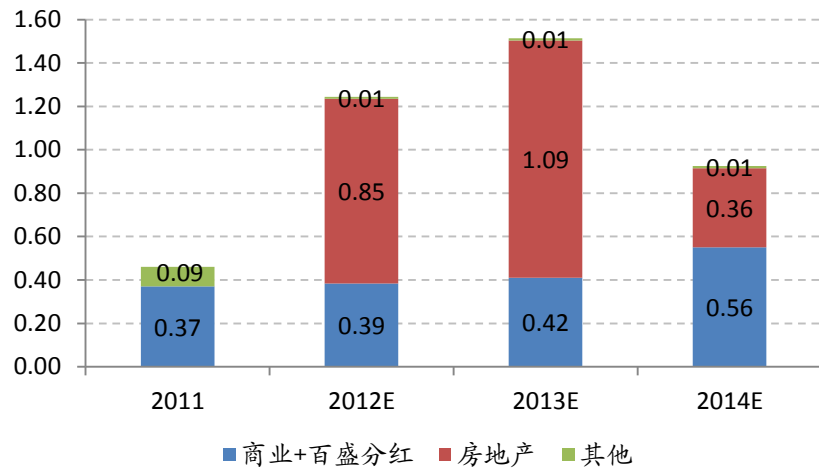
三、分部估值

表 2 分部估值

业务		2011	2012E	2013E	2014E
商业	EPS (元)	0.28	0.28	0.28	0.40
	PE	30	30	30	30
友好百盛分红	EPS (元)	0.09	0.11	0.13	0.15
	PE	20	20	20	20
房地产	EPS (元)	0	0.85	1.09	0.36
	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	0.42	0.56
	EPS (元) - 含地产	0.46	1.24	1.51	0.92
	股价 (元)	10.29	14.69	16.47	16.83

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 各项业务 EPS



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2012 年，公司将新增 22.5 万平方米以上的商业面积，体量翻番，相应的各项费用剧增，业绩承压。2013 年，次新门店的培育、当年新增 8 万平方米以上的商业面积将使得公司面临较大的费用压力。公司乌鲁木齐门店的培育期在 1 年左右，外地门店的培育期在 2 年左右，预计 2014 年公司店龄结构将大为改善，业绩进入拐点期。

预计 2012 - 2014 年营业收入（不含地产）分别为 51.75、69.98 和 89.09 亿元，同比增长 34.1%、35.2%和 27.3%；预计归属于母公司的净利润（不含地产）分别为 1.22、1.32 和 1.74 亿元，同比增长-15.0%、8.2 和 32.1%；对应 EPS 分别为 0.39、0.42 和 0.56 元。按分部估值法，6 - 12 个月目标价 14.69 元，维持“强烈推荐”评级。

相关报告

报告日期	报告标题
2012-08-28	友好集团 - 2012 年商业体量将翻番；下半年地产项目结算 — 2012 年中报点评暨电话会议纪要
2012-07-27	友好集团 - 受政府之邀进军博乐市，定制物业、低价租赁开设购物中心
2012-06-20	友好集团 - 价值低估明显，获产业资本增持
2012-05-11	友好集团 - 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
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速增长传奇 — 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速增长，销售费用侵蚀公司利润

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。

免责声明

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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