

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

友好集团

600778

推荐

处快速扩张的初期

— 2012 年年报点评

6-12 个月目标价: 10.16 元

当前股价: 9.44 元

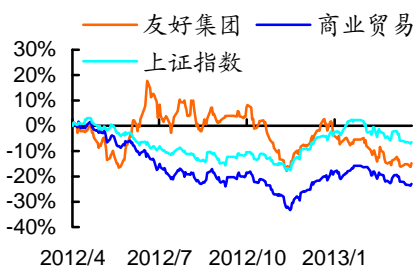
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2225.78
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	309
流通市值(亿)	29
EPS	0.47
每股净资产(元)	4.03
资产负债率	78.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
友好集团	1.29%	-10.78%	-16.75%
商业贸易	-4.43%	-3.48%	-4.70%
上证指数	-4.00%	-2.18%	5.23%



相关报告

《主业亏损幅度大于预期, 时间早于预期》

2013-1-17

《友好集团-乌鲁木齐新签 10 万平米购物中心项目, 机遇、挑战并存》2012-10-23

《友好集团-收入延续高增长, 地产结算接力利润增长 2012 年 3 季报点评》

2012-10-20

2012 年, 公司实现营业收入 79.1 亿元, 同比增长 104.9%; 其中商业主业营业收入 46.93 亿元, 同比增长 34.84%; 实现归属净利润 3.35 亿元, 折合 EPS1.08 元; 其中房地产业务贡献权益净利润 3.48 亿元, 贡献 EPS1.12 元; 剔除房地产业务后, 公司 2012 年度的净利润为-1285.5 万元; 每 1 股派送现金 0.33 元 (含税)。

投资要点:

- **2012 年商业体量增长 95.8%, 成熟门店盈利已无法覆盖新门店的亏损:** 2012 年, 公司新增 10 家门店, 扩容 1 家, 新增商业建筑面积 20.78 万平米, 增幅 95.8%, 引致租金、人工、开办费、财务费用等剧增。由于大量门店处于培育期, 而商业主业的利润来源主要是天百大楼、友好商场这两家成熟门店, 2012 年剔除房地产后亏损 1285.5 万元。
- **公司处快速扩张的初期, 新门店培育压力较大, 资本开支将维持高位, 财务费用不断上升:** 按现有储备项目, 2013 年, 公司将新增 10 万平方米左右的商业面积, 2014-15 年每年新增 15-20 万平米商业面积; 公司新门店培育期 2-4 年, 培育期门店占比阶段性上升; 2011、12 年资本开支分别为 14.96、12.97 亿元, 未来将维持高位; 2012 年, 财务费用增长 137%至 6224 万元, 未来将继续上行。
- **房地产项目陆续结算, 接力商业主业:** 1、2012 年, 汇友地产结算 27.6 亿元, 贡献权益净利润 3.48 亿元。汇友地产 3 大项目合计建筑面积 145 万平, 预计可累计实现营业收入 75.6 亿元, 贡献权益净利润 9.5 亿元; 在 2013、2014 年分别结算营业收入总额的 36.5%、27%, 贡献权益净利润 3.48、2.58 亿元。2、红光山会展中心项目为公司的首个城市综合体项目, 预计 2015 年其地产部分开始结算。
- **公司投资价值不只看业绩:** 由于公司为新疆地区的商业龙头企业, 所处省份为国家重点扶持的区域, 公司在当地具有绝对的垄断优势。公司的投资价值不只看业绩, 公司市值仅 29.4 亿元, 剔除地产因素后 PS 仅 0.42; 自有物业面积达 24.8 万平米, 占比 57%; 公司存在较大的收购价值, 广汇集团 (9.7%)、盛景汇通 (4.86%) 或其他产业资本的进一步增持都有可能成为股价上行的催化剂。
- **盈利预测与估值:** 预计 2013-2015 年商业营业收入分别为 62.5、78.1 和 97.7 亿元, 贡献 EPS-0.26、-0.13 和 -0.02 元; 房地产分别结算 27.6、20.4 和 1.04 亿元, 贡献 EPS1.12、0.83 和 0.04 元, 合计 EPS0.86、0.70 和 0.02 元。给予 2013 年商业 0.45 倍 PS; 地产 1 倍 PE, 目标价 10.16 元, “推荐”评级。
- **风险提示:** 1、新疆遭遇严重恐怖袭击; 2、能源价格大跌, 新疆经济受损等

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	7910	9050	10000	10450
收入同比(%)	105%	14%	10%	4%
归属母公司净利润	335	267	218	5
净利润同比(%)	134%	-20%	-18%	-97%
毛利率(%)	28.4%	25.3%	24.2%	21.5%
ROE(%)	23.0%	15.5%	11.5%	0.3%
每股收益(元)	1.08	0.86	0.70	0.02
P/E	8.77	11.01	13.49	538.45
P/B	2.02	1.71	1.55	1.58
EV/EBITDA	3	6	6	9

资料来源: 中投证券研究所

一、概述：商业亏损，房地产业务成利润贡献主力

2012年，公司实现营业收入79.1亿元，同比增长104.9%；其中商业主营业务收入46.93亿元，同比增长34.84%，毛利率下降1.3个百分点至15.6%；房地产贡献营业收入27.6亿元。

2012年，公司实现归属于上市公司股东的净利润3.35亿元，折合EPS1.08元；其中房地产业务贡献权益净利润3.48亿元；剔除房地产业务后，公司2012年度的净利润为-1285.5万元，主要原因为：

1) 新开10家门店，扩容1家(伊犁天百二期)；新增商业建筑面积20.78万平方米，增幅95.8%，租金、人工、开办费、财务费用等剧增；

2) 控股子公司乌鲁木齐万嘉热力由于成本上升，2012年净利润为-1647万元。

二、2012年新增10家门店，商业体量增长95.8%

2012年，公司新增10家门店，扩容1家(伊犁天百二期)；新增商业建筑面积20.78万平方米，相比2011年末的商业建筑面积21.7万平方米(不含由百盛实际经营的友好百盛和只收托管费的天百名店)增长95.8%，几乎在1年的时间内再造了一个友好集团。

表1 公司2012年新增门店

序号	门店	城市	业态	建筑面积(平方米)	物业性质	位置	已开业时间
1	奎屯友好时尚购物中心	奎屯市	购物中心	47,500	购买	奎屯市中心飞鸿里小区南部	2012-4-29
2	长春路友好时尚购物中心	乌鲁木齐		51,387	租赁	乌鲁木齐高新技术开发区长春南路218号	2012-8-26
3	友好中环百货	乌鲁木齐	社区百货	20,354	租赁	乌鲁木齐天山区	2012.9.28
4	友好金盛百货	乌鲁木齐		21,306	租赁	乌鲁木齐天山区	2012.11.10
5	石河子聚百得超市	石河子	大型超市	12,399	股权转让	石河子经济技术开发区	2012-7-27
6	库尔勒亿家汇好超市	库尔勒		17,730	租赁	库尔勒	2012年初
7	库尔勒彼此满意超市	库尔勒		11,383	租赁	库尔勒	2012.4
8	伊犁铜锣湾家电卖场	伊宁	家电、家居	25,785	租赁	伊宁伊犁铜锣湾D、F、H区	2012.9
11	便利店3家	乌鲁木齐	便利店		租赁		
合计				207,844			

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

门店体量的翻番带来:

- 1) 商业主业营业收入的快速增长: 2012 年增长 34.84%;
- 2) 新开门店毛利率较低, 拉低了整体毛利率水平;
- 3) 带来人工、租赁费、资本开支的大幅上升

表 2 公司各地区营业收入增速 (剔除了房地产和上海申友)

地区名称	2012		
	营业收入 (万元)	营收增速	毛利率
乌鲁木齐市	383,358	25.11%	18.05%
克拉玛依市	15,104	17.72%	13.43%
库尔勒市	41,306	103.50%	10.03%
伊犁地区 - 伊宁市	19,590	86.60%	11.95%
伊犁地区 - 奎屯市	12,981		12.97%
石河子市	3,740		11.42%
合计	476,079	36.01%	16.77%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部

三、汇友地产结算 27.6 亿元, 净利率高达 25.22%

2012 年, 公司持股 50% 的汇友地产旗下的"中央郡"、"马德里春天"和"航空嘉园"三个项目开始结算。2012 年, 汇友地产结算 27.59 亿元, 毛利率约 47%, 实现净利润 6.96 亿元, 净利率 25.22%; 贡献权益净利润 3.48 亿元, 折合 EPS1.12 元。

"中央郡"、"马德里春天"和"航空嘉园"三个项目合计建筑面积 145.45 万平方米, 按 85% 的建筑面积可售, 均价 6500 元/平米测算, 可累计实现营业收入 75.6 亿元; 按 25.22% 的税率测算, 可累计实现净利润 19 亿元, 贡献权益净利润 9.5 亿元。预计三大项目在 2013、2014 年分别结算营业收入总额的 36.5% (与 2012 年相同)、27%, 贡献权益净利润 3.48、2.58 亿元, 折合 EPS1.12、0.83 元。

四、未来展望: 2013、14 年靠地产; 2016 年商业发力

2013 年, 公司力争实现商业主营业务收入较 2012 年度增长 15-30%, 并努力控制营业成本及费用的上升, 确保营业成本、费用与 2012 年度相比增长不超过 60%。

根据公司目前储备的项目推算, 预计 2013-2015 年新增商业建筑面积分别在 10 万、15 万、18 万平方米左右。2012 年以来, 新增的门店培育期在 2-4 年 (考虑财务费用的分摊)。考虑到培育期门店占比的不断上升, 预计 2013、2014 年商业主业持续亏损, 业绩靠地产贡献; 2015 年商业打平, 2016 年公司店龄结构将明显改善, 大量门店进入盈利期, 商业开始发力。

表 3 公司储备项目

序号	门店	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)	预计时间
1	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	2013 年
2	奎屯友好广场综合楼超市	奎屯市	超市	7,771	租赁	2,058	2,648	2013 年
3	西山友好超市	乌鲁木齐市	超市	8,851	购买	13,749	15,534	2013 年
4	昊元上品项目	乌鲁木齐市	购物中心	100,912	租赁	36,003	3,568	2014 年
5	博乐市项目	博乐市	购物中心	45,000	租赁	11,657	2,590	2014 年底或 2015 年
6	喀什项目	喀什市	购物中心	70,494	租赁	19,729	2,799	2015 年
7	昌吉项目	昌吉	购物中心	66,314	租赁	19,196	2,895	2015 年
8	红光山会展中心项目	乌鲁木齐市	综合体	357,926	自建	N.A.		2015 年
合计				727,733		162,049		

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

五、投资建议：推荐

由于公司为新疆地区的商业龙头企业，所处省份为国家重点扶持的区域，公司在当地具有绝对的垄断优势。公司的投资价值不只看业绩，公司市值仅 29.4 亿元，剔除地产因素后 PS 仅 0.42；自有物业面积达 24.8 万平米，占比 57%；公司存在较大的收购价值，广汇集团（9.7%）、盛景汇通（4.86%）或其他产业资本的进一步增持都有可能成为股价上行的催化剂。

预计 2013-2015 年商业营业收入分别为 62.5、78.1 和 97.7 亿元，贡献 EPS-0.26、-0.13 和 -0.02 元；房地产分别结算 27.6、20.4 和 1.04 亿元，贡献 EPS1.12、0.83 和 0.04 元（红光山项目贡献），合计 EPS0.86、0.70 和 0.02 元。给予 2013 年商业 0.45 倍 PS；地产 1 倍 PE，目标价 10.16 元，“推荐”评级。

六、风险提示

- 1、新疆遭遇恐怖袭击，商业首当其冲；
- 2、能源、有色是新疆的经济支柱产业之一，若大宗商品价格出现较大跌幅，将对新疆经济产生严重影响；
- 3、公司快速扩张，商业供给过剩，新门店培育期超出 4 年；
- 4、财务费用剧增严重侵蚀公司业绩。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4429	3561	5166	5286	营业收入	7910	9050	10000	10450
现金	777	1203	2304	2476	营业成本	5660	6760	7580	8203
应收账款	82	262	280	261	营业税金及附加	259	362	380	312
其它应收款	185	181	210	230	营业费用	512	638	710	763
预付账款	395	676	834	820	管理费用	567	894	975	1032
存货	2971	1217	1516	1477	财务费用	62	97	115	146
其他	20	22	22	22	资产减值损失	2	12	13	20
非流动资产	3384	3273	3137	2956	公允价值变动收益	-1	-1	-5	-6
长期投资	50	57	57	62	投资净收益	40	37	38	41
固定资产	1458	1612	1590	1476	营业利润	887	322	260	8
无形资产	512	508	503	497	营业外收入	27	4	5	6
其他	1364	1096	987	920	营业外支出	2	1	7	8
资产总计	7813	6833	8302	8242	利润总额	911	326	258	6
流动负债	4757	3503	4394	4012	所得税	234	57	39	1
短期借款	312	200	300	400	净利润	677	269	219	5
应付账款	923	1014	1061	1066	少数股东损益	342	2	1	0
其他	3522	2289	3033	2546	归属母公司净利润	335	267	218	5
非流动负债	1225	1232	1636	1990	EBITDA	1147	604	586	380
长期借款	861	1161	1561	1911	EPS (元)	1.08	0.86	0.70	0.02
其他	364	71	75	79					
负债合计	5982	4734	6029	6002	主要财务比率				
少数股东权益	374	375	377	377	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	311	311	311	311	成长能力				
资本公积	469	469	469	469	营业收入	104.9	14.4%	10.5%	4.5%
留存收益	677	944	1122	1095	营业利润	457.2	-63.6%	-19%	-96.7%
归属母公司股东权益	1457	1724	1896	1863	归属于母公司净利润	134.2	-20.3%	-18%	-97.5%
负债和股东权益	7813	6833	8302	8242	获利能力				
					毛利率	28.4%	25.3%	24.2%	21.5%
					净利率	4.2%	3.0%	2.2%	0.1%
					ROE	23.0%	15.5%	11.5%	0.3%
					ROIC	26.3%	15.8%	18.6%	6.8%
					偿债能力				
					资产负债率	76.6%	69.3%	72.6%	72.8%
					净负债比率	21.49	28.74%	30.86	38.50%
					流动比率	0.93	1.02	1.18	1.32
					速动比率	0.31	0.67	0.83	0.95
					营运能力				
					总资产周转率	1.12	1.24	1.32	1.26
					应收账款周转率	62	48	37	39
					应付账款周转率	7.29	6.98	7.31	7.71
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.08	0.86	0.70	0.02
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	2.53	2.56	-0.27
					每股净资产(最新摊薄)	4.68	5.53	6.09	5.98
					估值比率				
					P/E	8.77	11.01	13.49	538.45
					P/B	2.02	1.71	1.55	1.58
					EV/EBITDA	3	6	6	9

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
2013-1-17	《主业亏损幅度大于预期，时间早于预期》
2012-10-23	《友好集团 - 乌鲁木齐新签 10 万平米购物中心项目，机遇、挑战并存》
2012-10-20	《友好集团 - 收入延续高增长，地产结算接力利润增长 2012 年 3 季报点评》
2012-9-26	《友好集团 - 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》
2012-8-27	《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》
2012-7-27	《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》
2012-6-20	《友好集团 - 价值低估明显，获产业资本增持》
2012-5-10	《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》
2012-5-1	《友好集团 - 新疆经济的快速发展是公司高增长的动力源泉》
2012-4-18	《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》

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、奢侈品分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

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	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