

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

友好集团

600778

推荐

商业 1 季度表现好于预期

— 2013 年 1 季报点评

6-12 个月目标价: 10.16 元

当前股价: 8.92 元

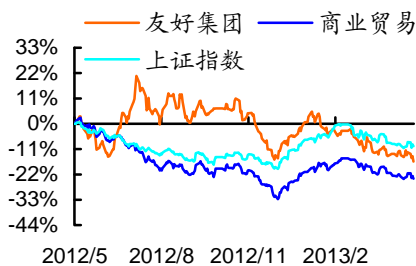
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2199.31
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	309
流通市值(亿)	28
EPS	1.08
每股净资产(元)	4.68
资产负债率	76.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
友好集团	-5.71%	-12.72%	-17.64%
商业贸易	-6.38%	-4.51%	-5.11%
上证指数	-5.48%	-4.02%	4.65%



相关报告

《友好集团-2012 年年报点评: 处快速扩张的初期》2013-4-18

《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

2013 年 1 季度, 公司实现营业收入 18.3 亿元, 同比增长 50.1%; 其中, 汇友地产结算 2.24 亿元; 商业实现营业收入 16.1 亿元, 同比增长 31.69%; 公司实现归属净利润 4198 万元, 同比增长-12.61%; 其中汇友地产贡献权益净利润 1297 万元, 万嘉热力贡献权益净利润-1487 万元; 我们测算, 剔除地产和万嘉热力后, 商业 1 季度实现权益净利润 2783 万元, 同比增速约-28.5%, 好于我们的预期。

投资要点:

- **新疆经济增长减速, 但公司商业延续内生、外延双轮驱动的高增长, 在疆内社零额中的占比进一步提升:** 1、1 季度, 新疆 GDP 增速 10.3%, 同比下降 0.4 个百分点; 社零额增速 12.4%, 同比大幅下降 3.5 个百分点; 2、成熟门店增速放缓: 天百增速 1-2%, 友好增速 11-12%, 独山子店增速小于 10%; 3、次新门店发力: 美美增速 15-20%, 伊犁增速超 40%, 库尔勒增速超 40%且实现盈利; 4、同店增速在 15-20%左右。5、2012 年新增商业体量 21 万平米, 处于快速培育中。
- **综合毛利率提升 2.19 个百分点至大 22.41%, 因去年同期没有地产结算, 故不可比:** 剔除房地产因素后, 我们推算商业的毛利率有所下滑, 原因有二: 一是因为去年新增的门店普遍毛利率较低, 乌鲁木齐的新增门店毛利率在 15%左右, 外埠门店毛利率在 11-13%; 二是预计公司 1 季度进行了积分兑换所致。
- **地产与万嘉热力:** 1、预计汇友地产 2013 年结算金额与 2012 年相当, 在 27.6 亿元左右; 2、万嘉热力自 2012 年下半年由烧煤改为煤天然气以来, 亏损加大; 根据公司公告, 有望于 2013 年将万嘉热力成功转让出去。
- **2013 年外延扩张新增体量约 10 万平米, 少于 2012 和 2014 年, 有助于休养生息:** 2013 年, 7.05 万平米的阿克苏天百购物中心将开业, 另有数家连锁超市将开业。
- **投资价值不仅看业绩, 维持盈利预测与评级:** 以社零额为分母, 公司 12 年在乌鲁木齐的市占率 4.88%, 在疆内的市占率 2.6%; 疆内市场容量有限, 友好的先发优势和高市占率对竞争对手形成天然壁垒; 众多品牌历史上是依托友好的门店发展壮大的, 友好对其突出的控制力是竞争对手面临的人为壁垒。剔除地产后 PS 仅 0.4; 自有物业 25 万平米, 占比 57%。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、新疆投资放缓, 波及零售业; 2、万嘉热力流拍; 3、财务费用剧增

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	7910	9050	10313	10844
收入同比(%)	105%	14%	14%	5%
归属母公司净利润	335	267	219	5
净利润同比(%)	134%	-20%	-18%	-98%
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	8.29	10.40	12.69	558.75
P/B	1.91	1.61	1.46	1.49
EV/EBITDA	3	6	6	9

资料来源: 中投证券研究所

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	5294	5421	营业收入	7910	9050	10313	10844
现金	777	1203	2343	2506	营业成本	5660	6760	7817	8512
应收账款	82	262	289	271	营业税金及附加	259	362	392	324
其它应收款	185	181	217	239	营业费用	512	638	733	798
预付账款	395	676	860	851	管理费用	567	894	1015	1071
存货	2971	1217	1563	1532	财务费用	62	97	115	145
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	261	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	8430	8377	利润总额	911	326	259	6
流动负债	4757	3503	4521	4147	所得税	234	57	39	1
短期借款	312	200	300	400	净利润	677	269	220	5
应付账款	923	1014	1094	1107	少数股东损益	342	2	1	0
其他	3522	2289	3126	2640	归属母公司净利润	335	267	219	5
非流动负债	1225	1232	1636	1990	EBITDA	1147	604	587	379
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	6156	6137					
少数股东权益	374	375	377	377	主要财务比率				
股本	311	311	311	311	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	469	469	469	469	成长能力				
留存收益	677	944	1123	1095	营业收入	104.9	14.4%	14.0%	5.2%
归属母公司股东权益	1457	1724	1897	1864	营业利润	457.2	-63.6%	-19%	-97.0%
负债和股东权益	7813	6833	8430	8377	归属于母公司净利润	134.2	-20.3%	-18%	-97.7%
					获利能力				
					毛利率	28.4%	25.3%	24.2%	21.5%
					净利率	4.2%	3.0%	2.1%	0.0%
					ROE	23.0%	15.5%	11.5%	0.3%
					ROIC	26.3%	15.8%	19.1%	6.9%
					偿债能力				
					资产负债率	76.6%	69.3%	73.0%	73.3%
					净负债比率	21.49	28.74%	30.22	37.65%
					流动比率	0.93	1.02	1.17	1.31
					速动比率	0.31	0.67	0.83	0.94
					营运能力				
					总资产周转率	1.12	1.24	1.35	1.29
					应收账款周转率	62	48	37	39
					应付账款周转率	7.29	6.98	7.41	7.74
					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	2.68	-0.30
					每股净资产(最新摊薄)	4.68	5.53	6.09	5.98
					估值比率				
					P/E	8.29	10.40	12.69	558.75
					P/B	1.91	1.61	1.46	1.49
					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
2013-4-18	《友好集团-2012 年年报点评：处快速扩张的初期》
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