

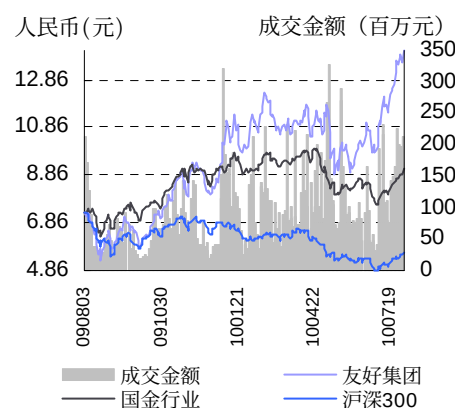
**友好集团 (600778.SH) 百货零售行业**
**评级：买入 维持评级**
**业绩点评**

市价 (人民币) : 14.09 元

目标 (人民币) : 14.23 元

**长期竞争力评级：高于行业均值**
**市场数据 (人民币)**

|                |            |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 307.79     |
| 总市值(百万元)       | 4,388.91   |
| 年内股价最高最低(元)    | 14.09/5.26 |
| 沪深 300 指数      | 2917.28    |
| 上证指数           | 2672.52    |


**相关报告**

1. 《占据天时、地利、人和的新疆百货第一股》，2010.7.12

**贾仁栋** 联系人  
 (8621)61038227  
 jiard@gjzq.com.cn

**文瑶** 联系人  
 (8621)61038260  
 wenyao@gjzq.com.cn

**张斌** 分析师 SAC 执业编号：S1130206080208  
 (8621)61038278  
 zhangbin@gjzq.com.cn

**公司基本情况 (人民币)**

| 项 目         | 2008    | 2009   | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
|-------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.154   | 0.194  | 0.401   | 0.723  | 0.890  |
| 每股净资产(元)    | 2.68    | 3.01   | 3.32    | 3.91   | 4.67   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.90    | 1.13   | 0.64    | 1.38   | 1.54   |
| 市盈率(倍)      | 20.40   | 45.82  | 25.26   | 15.37  | 12.49  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 29.12   | 59.57  | 59.57   | 59.57  | 59.57  |
| 净利润增长率(%)   | -12.23% | 26.05% | 126.92% | 64.32% | 23.03% |
| 净资产收益率(%)   | 5.75%   | 6.44%  | 13.26%  | 18.48% | 19.04% |
| 总股本(百万股)    | 311.49  | 311.49 | 311.49  | 311.49 | 311.49 |

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

■ 友好集团 10 年半年度实现收入 13.3 亿元，同比增长 38.1%。归属母公司净利润 4506.6 万元，EPS 0.145 元，同比增长 122.22%；好于业绩预告的增长 110%-120%。10 年半年度扣除非经常性损益 EPS0.150 元同比增长 277.5%。

**经营分析**

- **商业主业净利润增长 200%以上**：10 年半年度商业主业贡献 EPS 在 0.12 元左右同比去年的 0.04 元增长 200%以上。增长主要来自于成熟门店的经营杠杆发挥作用和成长门店的减亏和扭亏。由于友好百盛门店从过往来看一般在 4 季度集中体现投资收益，预计 10 年公司商业主业实现 EPS0.30 元以上是大概率事件。
- **房地产业务利润率水平偏低**：友好集团全资子公司友好华骏房地产开发公司 10 年上半年确认收入 1.7 亿元，实现净利润 737.3 万元，净利率 4.4%大幅低于我们预测的 14.5%的净利率水平。
- **毛利率上升，费用率下降**：友好集团半年度毛利率 21.8%同比上升 2.2 个百分点，三项费用率下降 1.1 个百分点，因此不考虑投资收益的营业利润率上升了 3.4 个百分点。毛利率的上升主要来自于商业主业毛利率 1.1 个百分点的上升和毛利率较高的房地产业务确认收入。
- **母公司预收账款持续上升**：半年度母公司预收账款同比上升 1.96 亿元，显示友好集团商业主业的地位不断提高，越来越受到消费者的青睐。
- **新收购 TOP 尚城小区 1、2 号楼商业房产**：公司在乌鲁木齐市的大超市有望达到 4 个，形成一定的协同效应。

**盈利调整**

■ 我们下调 10 年房地产业务盈利预测至 EPS0.10 元，维持商业主业盈利预测。公司 2010、11、12 年 EPS 分别为 0.40、0.72 和 0.89 元。

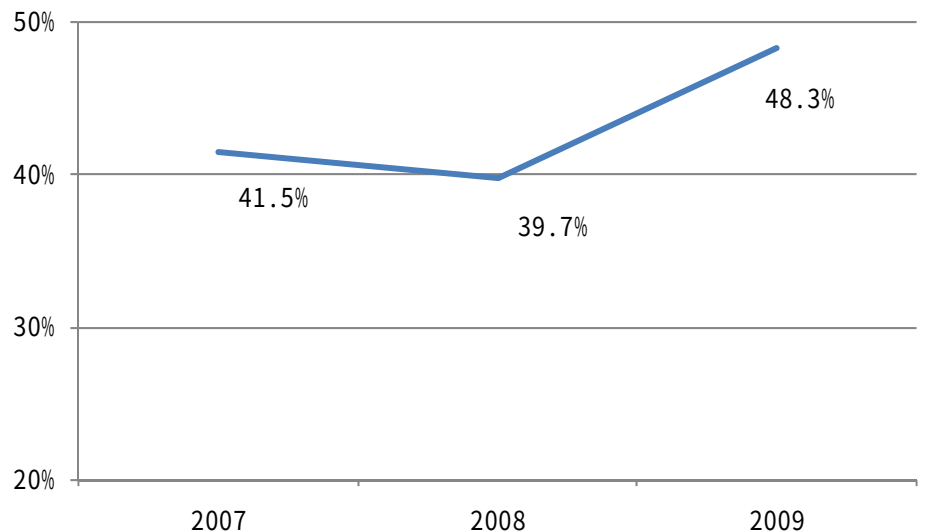
**投资建议**

■ 我们坚定看好公司是新疆振兴计划的最终受益者，维持买入建议。

### 商业主业高增长可期

- 10 年半年报情况来看商业主业在收入增长 21.0%的情况下，净利润实现了 200%的增长。需要指出的是公司半年报的商业收入和利润中未包括友好百盛门店（公司占 49%股权）的收益。从过往情况来看公司一般在每年的 4 季度确认友好百盛的投资收益。参考公司下半年商业收入通常高于上半年的惯例，我们认为公司全年在不考虑友好百盛的情况下保守估计商业实现 EPS0.24 元可期（半年度 0.12\*2），友好百盛至少全年贡献 2000 万元左右的投资收益对应 EPS0.055 元，因此 10 年实现商业主业 0.30 元是大概率事件。

图表1：友好集团商业半年收入占全年收入比重



来源：国金证券研究所

- 11、12 年依靠成熟门店的经营杠杆发挥作用和成长们的减亏及扭亏。我们认为友好商场和天百大楼两家门店在假设固定支出基本不变的情况下，11 年这两家老门店就能多贡献 EPS0.17 元左右。考虑到 11 年公司有伊犁项目、嘉和园小区项目和新公告的 TOP 尚城小区项目开业会带来开办费用和当期亏损的风险，我们维持 11、12 年商业主业贡献 0.46 和 0.63 元不变。

**图表2：友好商场和天百大楼11年收入和利润增量预测**

|             |      | 2011E    |           |
|-------------|------|----------|-----------|
| 税前收入增加额(万元) | 友好商场 | 18824.00 | 假设YOY 20% |
|             | 天山百货 | 16706.25 | 假设YOY 15% |
| 报表收入增加额(万元) | 友好商场 | 16088.89 | 销售额/1.17  |
|             | 天山百货 | 14278.85 |           |
| 毛利率         | 友好商场 | 20.50%   |           |
|             | 天山百货 | 19.50%   |           |
| 营业利润增加额(万元) | 友好商场 | 3298.22  |           |
|             | 天山百货 | 2784.38  |           |
| 净利润增加额(万元)  | 友好商场 | 2803.49  |           |
|             | 天山百货 | 2366.72  |           |
| EPS         | 友好商场 | 0.09     |           |
|             | 天山百货 | 0.08     |           |

来源：国金证券研究所

### 房地产业务利润率低于预期

- 友好集团全资子公司友好华骏房地产开发公司 10 年上半年确认收入过半，实现净利润 737.3 万元，净利率 4.4%低于我们预测的 14.5%的净利率水平。下半年房地产预计还将确认 1.3 亿元左右收入，按照中报的毛利率来看全年房地只能贡献 0.04 元。据我们了解到骏景家园项目建设用材考究且团队相对缺乏房地产开发经验，建安成本在 2200 元/平米左右高于乌鲁木齐 1500 元/平米的平均水平而售价与周边楼盘相当。但即便如此中报显示的利润水平依然令人费解。
- 11 年开始的房地产业务主要来自自由公司与新疆广汇合资的汇友房地产公司。中报显示该项目 10 年就能动工，预计 11 年贡献利润的概率较大。考虑到工程部分由经验丰富的新疆广汇方面负责，预计完成项目先期测算业绩的可能性较大。

**图表3：汇友项目整体测算**

|      |            |           |
|------|------------|-----------|
| 汇友项目 | 土地面积(平米)   | 499087.48 |
|      | 土地成本(万元)   | 58167.60  |
|      | 土地单价(万元/亩) | 77.70     |
|      | 总建筑面积(平米)  | 881300.00 |
|      | 容积率        | 1.77      |
|      | 单价         | 3290.09   |
|      | 收入         | 289955.84 |
|      | 净利润(万元)    | 49176.51  |
|      | 净利率        | 16.96%    |

来源：国金证券研究所

### 毛利率上升，费用率下降

- 友好半年度毛利率 21.81%同比上升 2.2 个百分点。毛利率的上升主要来自于商业主业毛利率 1.1 个百分点的上升和毛利率较高的房地产业务确认收入。百货门店毛利率上升较快的主要是独山子店和美美百货分别上升了 5 个百分点和 2 个百分点。
- 三项费用率下降 1.13 个百分点，其中管理费用率和财务费用率下降明显，销售费用率基本持平。我们认为财务费用率会反弹，原因是公司 2 季度增加了 1.07 亿元的长期借款。

图表4：半年度合并报表利润率和费用率对比

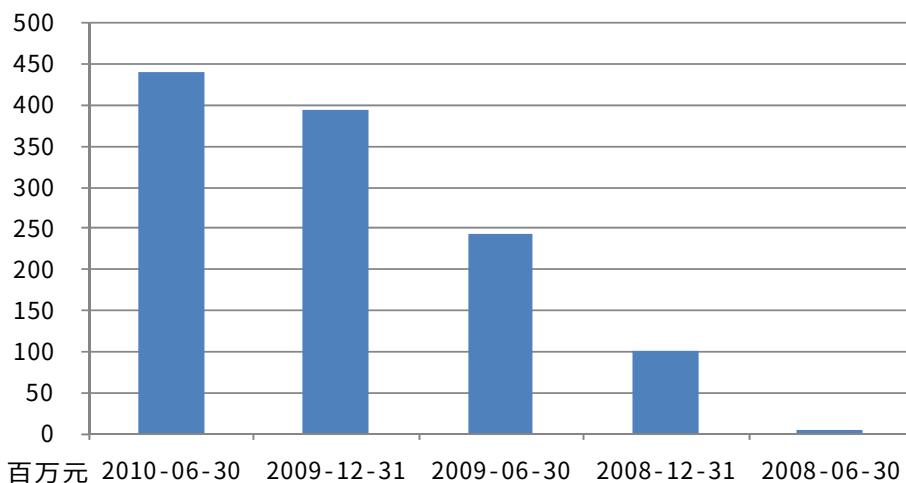
|             | 2010H1 | 2009H1 | 差额     |
|-------------|--------|--------|--------|
| 毛利率         | 21.81% | 19.60% | 2.21%  |
| 销售费用率       | 4.76%  | 4.72%  | 0.04%  |
| 管理费用率       | 10.89% | 11.58% | -0.69% |
| 财务费用率       | 0.55%  | 1.04%  | -0.49% |
| 剔除投资收益营业利润率 | 3.79%  | 1.72%  | 3.35%  |

来源：国金证券研究所

#### 母公司预收账款持续上升

- 友好集团母公司资产负债表（房地产业务均在子公司）预收账款项目持续上升，且增速远高于商业收入增速。我们认为这部分主要就是团购卡收入，因此友好集团后续的收入增长有良好的保障。

图表5：母公司资产负债表预收账款



来源：国金证券研究所

#### 超市业务新拓展

- 公司公告拟购买位于新疆乌鲁木齐市沙依巴克区珠江路南巷 28 号 TOP 尚城小区 1、2 号楼商业房产，用于开设定位于满足消费者一站式购物需求的大型超市（大卖场），从而增加主营业务收入、扩大市场份额。
- 项目位于主干道交汇处周边是居民聚居区有利于缩短大卖场培育期。
- 我们认为该项目的投入使用有利于公司“百货+超市”战略的推进；该项目投入使用后友好集团 11 年在乌鲁木齐市将拥有 4 家大型超市，能够在一定程度上形成在采购和仓储方面的协同效应。当然公司原有的超市卖场是与百货混业经营一般位于百货的地下一层，新项目将考验公司超市团队运营单独大卖场的能力。

图表4：友好在乌鲁木齐的超市

|        | 面积（平米） | 备注               |
|--------|--------|------------------|
| 友好超市   | 7282   | 占据09年超市业务90%以上份额 |
| 天百超市   | 5500   |                  |
| 嘉和园超市  | 12013  | 11年开业            |
| 尚城小区超市 | 5878   |                  |

来源：国金证券研究所

图表7：项目投资

|             |         |          |
|-------------|---------|----------|
| 总投资（万元）     | 4499.16 |          |
| 房产及税费合计（万元） | 3771.34 |          |
| 房款（万元）      | 3591.75 |          |
| 税费（万元）      | 179.59  |          |
| 装修总计（万元）    | 727.82  |          |
| 基本装修（万元）    | 465.00  |          |
| 设备设施（万元）    | 200.00  |          |
| 电子设备（万元）    | 62.82   |          |
| 物业条件        | 地下一层    | 地上一层     |
| 面积（平米）      | 4976.34 | 901.60   |
| 单价（元/平米）    | 4500.00 | 15000.00 |

来源：国金证券研究所

图表8：项目位置



来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 1    | 2    | 3    | 3    | 3    |
| 买入 | 1    | 4    | 4    | 4    | 4    |
| 持有 | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.50 | 1.63 | 1.60 | 1.59 | 1.68 |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价         |
|--------------|----|-------|-------------|
| 1 2010-07-12 | 买入 | 12.16 | 14.23~14.23 |

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；  
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；  
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；  
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；  
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。



**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室