

2010-12-14

百货商店

友好集团 600778.SH

维持

中性

当前价格	15.18 元
目标价格	14.84 元
目标期限	6 个月

分析师:

唐佳睿 (执业证书编号: S0930210060002)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	311
总市值(百万元)	4,728
流通比例(%)	99.15%
12 个月最高/最低(元)	17.79/8.23
近 3 月日均成交量(百万股)	5.20
主要股东	乌鲁木齐国有资产经营有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.56	-19.12	68.58
绝对收益	-9.50	-12.38	57.03

相关报告:

业绩符合预期, 区域零售龙头仍是看点——友好集团 2010 年三季报点评

..... 2010-10-28
业绩符合预期, 区域连锁模式初露端倪——1H2010 友好集团中报点评..... 2010-08-03
区域连锁为发展主线的边疆龙头
..... 2010-07-27

大手笔购买门店, 提升区域百货协同效应

◇ 事件: 公司公告拟投资 59659 万元购买新疆阿克苏一处商业房产

◆公告概要:

公司公告拟投资 59659 万元, 购买新疆阿克苏市塔中路 2 号商业房产, 总面积 70465.14 平方米。其中购买房产及税金 44176.02 万元, 占公司最近一期经审计净资产比例的 47.11% (价格每平方米为 6045 元/平方米), 装修改造投入 11781 万元, 设备购置和消防费用 350 万元, 电子设备 152 万元, 餐桌等 200 万元以及营运资金 3000 万元。该方案仍需提交公司股东大会审议通过。

◆大手笔购买门店, 提升区域百货协同效应:

我们认为公司此次计划投资近 6 亿资金(之前伊宁门店投资额为 2.56 亿), 符合友好集团目前积极拓展主营百货零售业务战略发展的规划, 该项目是公司继库尔勒市、独山子市及伊宁市(预计 1Q2011 年开业)后, 提升区域百货协同效应的又一大手笔投资。由于公司采取分期支付款项方式, 首批 1.28 亿元(总房款 30%) 预计将在明年支付, 而后续将分三期(50%/10%/10%) 支付, 因此该投资项目虽占最新一期净资产的 47.11%, 但对资金需求的影响已降至最低。目前公司已有六家百货门店(其中友好百盛为成本法核算), 而明年储备项目伊宁和阿克苏门店预计将开业, 因此公司较为稳健的外延扩张, 将为友好集团在新疆形成绝对的市场竞争优势奠定基础。

◆维持中性评级, 属于长期战略品种:

我们调整公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.34/0.45/0.50 元(原先为 0.34/0.48/0.58 元), 以 2009 年为基期未来三年 CAGR36.8%, 认为公司合理价值在 14.84 元, 对应 2011 年主业 40 倍市盈率, 维持中性评级。由于阿克苏门店体量较大, 我们认为将对近三年业绩造成一定影响, 我们分别下调 2011-13 年 EPS0.03/0.08/0.08 元, 但随着该门店在 2014 年逐渐脱离培育期, 长期将对公司的主营业务提供一定业绩支持, 预计 2014 年该门店将增厚当年 EPS0.01 元。我们认为公司主营零售业务作为西部大开发受益较为确立的品种, 随着区域百货门店外延拓展, 区域垄断优势渐显, 此外新疆板块未来主题投资机会较大, 因此公司隶属零售业长期战略投资品种。

◆风险分析:

公司新门店培育期过长, 规模扩张时管理风险, 大股东被要约收购风险。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,570	2,000	2,867	3,830	4,640
营业收入增长率	9.68%	27.43%	43.35%	33.60%	21.13%
净利润(百万元)	48	60	107	139	155
净利润增长率	-12.23%	26.05%	77.47%	29.70%	11.31%
EPS(元)	0.15	0.19	0.34	0.45	0.50
ROE(归属母公司)	5.75%	6.44%	10.42%	12.21%	12.33%
P/E	99	78	44	34	31
P/B	6	5	5	4	4
EV/EBITDA	28	51	23	16	16

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

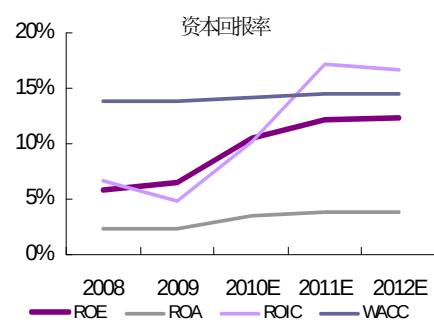
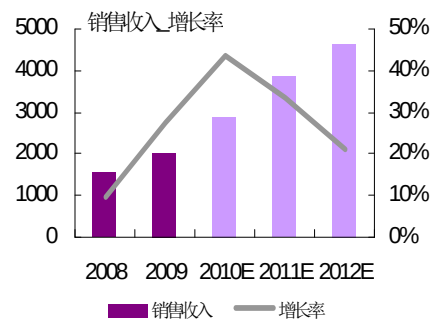
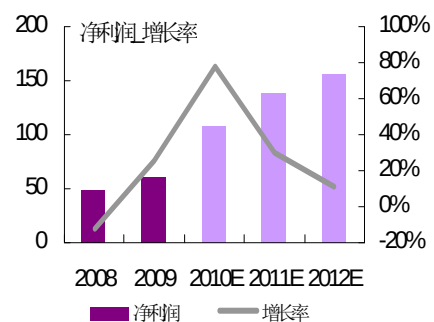
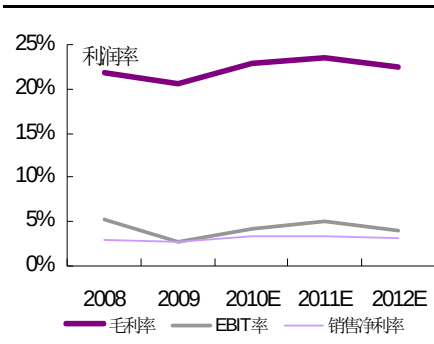
图表 1：友好集团 2010-2014 年 EPS 拆分

友好集团 2010-2014 年 EPS 拆分 （2010 年 12 月 14 日更新）

EPS 拆分	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
主营业务	0.16	0.26	0.29	0.31	0.38	0.53
房地产业务	0.00	0.10	0.22	0.22	0.22	0.22
万嘉热力	0.03	-0.02	-0.06	-0.03		
共计	0.19	0.34	0.45	0.50	0.60	0.75
2011		EPS	PE 倍数	价格		
主营业务		0.29	40	11.60		
房地产业务		0.22	15	3.30		
万嘉热力		-0.06	1	-0.06		
共计				14.84		

资料来源：公司公告、光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,570	2,000	2,867	3,830	4,640
营业成本	1,227	1,587	2,212	2,932	3,595
折旧和摊销	93	39	83	88	93
营业税费	21	27	61	80	93
销售费用	75	105	171	232	278
管理费用	159	222	302	396	485
财务费用	28	17	14	10	13
公允价值变动损益	-5	8	0	0	0
投资收益	10	17	17	-15	10
营业利润	60	64	125	166	186
利润总额	60	70	125	166	186
少数股东损益	-3	-6	-10	-10	-10
归属母公司净利润	47.94	60.43	107.26	139.11	154.85

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,930	2,394	2,752	3,344	3,858
流动资产	680	1,171	1,633	2,215	2,770
货币资金	297	504	688	967	1,249
交易型金融资产	9	20	20	20	20
应收账款	53	59	86	115	139
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款	85	51	86	115	139
存货	178	447	663	879	1,078
可供出售投资	32	97	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	67	58	60	59	60
固定资产	622	611	627	638	603
无形资产	137	114	111	108	106
总负债	972	1,376	1,652	2,144	2,552
无息负债	686	1,079	1,517	2,136	2,544
有息负债	286	296	136	8	8
股东权益	958	1,018	1,100	1,200	1,306
股本	311	311	311	311	311
公积金	430	507	521	541	562
未分配利润	91	120	197	287	382
少数股东权益	125	81	71	61	51

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	279	352	358	559	374
净利润	48	60	107	139	155
折旧摊销	93	39	83	88	93
净营运资金增加	-115	-31	35	-85	61
其他	253	284	133	417	65
投资活动产生现金流	-169	-114	16	-114	-41
净资本支出	-139	-116	100	100	50
长期投资变化	67	58	-2	2	-1
其他资产变化	-96	-56	-82	-215	-90
融资活动现金流	-53	-31	-190	-166	-51
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-29	10	-161	-127	0
无息负债变化	130	394	437	619	408
净现金流	57	207	184	279	281

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	9.68%	27.43%	43.35%	33.60%	21.13%
净利润增长率	-12.23%	26.05%	77.47%	29.70%	11.31%
EBITDA 增长率	-891.60%	-46.69%	117.06%	36.40%	0.79%
EBIT 增长率	74.37%	-33.64%	119.50%	56.79%	-1.11%
估值指标					
PE	99	78	44	34	31
PB	6	5	5	4	4
EV/EBITDA	28	51	23	16	16
EV/EBIT	59	86	39	24	23
EV/NOPLAT	79	111	50	30	30
EV/Sales	3	2	2	1	1
EV/IC	5	5	5	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	21.83%	20.65%	22.86%	23.46%	22.52%
EBITDA 率	11.25%	4.71%	7.13%	7.28%	6.06%
EBIT 率	5.31%	2.77%	4.23%	4.97%	4.06%
税前净利润率	3.83%	3.50%	4.35%	4.32%	4.00%
税后净利润率 (归属母公司)	3.05%	3.02%	3.74%	3.63%	3.34%
ROA	2.33%	2.28%	3.53%	3.86%	3.75%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.75%	6.44%	10.42%	12.21%	12.33%
经营性 ROIC	6.71%	4.83%	10.12%	17.23%	16.69%
偿债能力					
流动比率	0.87	0.92	1.04	1.07	1.12
速动比率	64.38%	56.68%	61.80%	64.80%	68.54%
归属母公司权益/有息债务	2.91	3.16	7.58	134.47	148.18
有形资产/有息债务	6.00	7.44	19.06	375.59	436.56
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.15	0.19	0.34	0.45	0.50
每股红利	0.05	0.05	0.09	0.12	0.14
每股经营现金流	0.90	1.13	1.15	1.79	1.20
每股自由现金流(FCFF)	1.19	0.62	0.14	0.71	0.41
每股净资产	2.68	3.01	3.30	3.66	4.03
每股销售收入	5.04	6.42	9.20	12.30	14.90

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CAIA, FRM, CFA Charter pending candidate, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

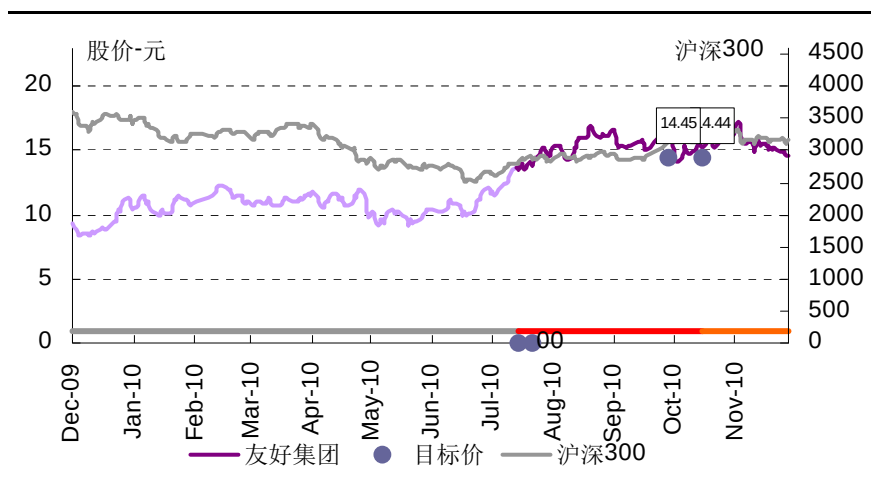
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

友好集团 (600778)

分析师: 唐佳睿



资料来源: 光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-07-27	13.69	0.00	增持
2010-08-03	13.56	0.00	增持
2010-10-10	13.56	14.45	增持
2010-10-28	15.37	14.44	中性

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下, 光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易, 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。因此, 投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。