

友好集团（600778）

推荐（维持）

主业表现积极，关注地产结算进度

市场数据

报告日期	2011-6-2
收盘价(元)	11.71
总股本(百万股)	311.49
流通股本(百万股)	308.84
总市值(百万元)	3647.56
流通市值(百万元)	3616.48
净资产(百万元)	1090.23
总资产(百万元)	3633.83
每股净资产	3.50

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2917	5065	6096	7427
同比增长(%)	45.8%	73.7%	20.4%	21.8%
净利润(百万元)	105	241	287	362
同比增长(%)	73.9%	129.1%	19.4%	25.8%
毛利率(%)	21.4%	28.1%	27.0%	25.7%
净利率(%)	3.6%	4.8%	4.7%	4.9%
净资产收益率(%)	10.1%	18.8%	18.8%	19.5%
每股收益(元)	0.34	0.77	0.92	1.16
每股经营现金流(元)	1.34	2.32	1.81	2.69

相关报告

《友好集团（600778）：中期业绩符合预期》2010-8-3

《友好集团（600778）：明月出天山》2010-7-12

投资要点

- **核心门店维持同店高增长。**一季度天百、友好销售增速在30%以上，友好美美增速在60-70%，库尔勒店1-4月份的销售增幅在90%以上，依托于新疆大建设背景，公司核心主力门店仍然维持高速增长。
- **未来2年经营面积有望翻番。**截止今年5月底公司先后公告了近8个收购或租赁物业开店项目意向，其中伊宁店已于今年4月开业。未来2年内公司将新开23万平米商业物业，相当于再造一个友好集团。我们预计上述项目投入资金超过15亿元，完整年度带来营业收入近12亿元。
- **地产项目贡献不菲收益。**合资公司汇友房地产公司项目已经开始建设，我们预测该项目有望为合资公司带来营业收入约75亿元，税后净利润11.5亿元，对应友好集团权益净利润5.7亿元，EPS1.84元。
- **盈利预测及投资评级。**预测公司2011-2013年的EPS分别为0.77元、0.92元、1.16元，同比增长129%、19%、26%；其中主营业务贡献EPS分别为0.40元、0.55元、0.79元，同比增长33%、37%、43%；地产业务分5年平均结算，2011-2013年分别贡献EPS0.37元；维持对公司“推荐”的投资评级。

分析师 向涛

021-3856 5942

xiangtao@xyzq.com.cn

SAC:S0190209080152

1、零售主业同店维持高增长

1.1 2010 年主要门店经营情况回顾

得益于新疆区域建设的蓬勃发展和当地居民收入提升，友好集团各门店近 2 年来收入取得飞速增长。

2010 年核心门店销售情况：天山百货 2010 年为 11.9 亿（含税销售，下同），友好商场 9 个亿，友好美美 3.5 个亿，参股公司友好百盛 7.8 亿元；天百、友好及百盛三家成熟门店同店增长在 20-30% 不等，友好美美收入同比增长接近翻倍。

1.2 2011 年一季度主要门店经营情况

2011 年一季度天百、友好的销售增速在 30% 以上，其中友好商场 1-4 月销售增幅在 33%，该店商品品类结构调整幅度较大，一季度增幅最大的是女装，达到 58%，男装增幅在 23% 左右，超市增长超过 27%。经过调整目前友好商场女装、男装的销售占比合计已经超过 35%（超市销售占比在 28% 左右），但与一般百货店 50% 的服装销售占比相比仍有进一步提升空间。

友好美美增速在 60-70%，该店 1 楼贡献收入占比在 40% 左右，公司计划在今年对 2-4 楼的品牌进行调整，主要是考虑引进国际二线品牌，与一楼奢侈品形成互补，解决客群衔接问题。我们预计该店在去年亏损 800 万后，今年有望实现盈亏平衡。

异地门店中，库尔勒店 1-4 月份的销售增幅在 90% 以上，是友好旗下门店增速最高的门店，主要源于公司有效盘活了库尔勒店 3、4 楼的物业。目前在整个库尔勒市，友好和汇嘉百货的市场份额比已经从过去的 2:8 提升到了现在的 5:5。

公司在今年 4 月底新开伊宁店，这也是公司第三家乌鲁木齐外的百货门店，也是所有门店中装修最好的。该店开业后做了 9 天促销，日均销售超过 500 万，活动期间总销售额超过 4700 万。目前该店平均日商在 30 万左右，后续若可持续我们预测该店今年亏损幅度较小甚至有望当年实现盈亏平衡。

表 1、友好集团百货门店基本概况

门店名称	地址	持股比例	开业时间	定位	面积 (万平方米)	物业权属
友好商场	乌鲁木齐	分公司		大众	2.70	自有
天山百货大楼	乌鲁木齐	分公司		中高端	3.00	自有
美美友好百货分公司	乌鲁木齐	分公司	2009 年 3 月	高端	4.11	租赁
独山子金盛时尚百货分公司	克拉玛依	分公司	2008 年 9 月		1.00	自有
库尔勒天百购物中心	库尔勒	51%	2007 年 9 月		6.73	租赁
友好伊宁店	伊宁	分公司	2011 年 4 月		3.20	自有
友好百盛	乌鲁木齐	参股		流行	7.00	自有

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

超市业态方面，公司去年新开 10 家超市，目前拥有超市 10 余家，大卖场 1 家是今年 1 月开业的嘉和园店，合计面积约 2 万平米。今年公司的计划是新开超市 20 家，2-3 家大卖场。目前公司超市业务贡献营业收入在 5 亿元左右（包含百货店下面的超市），毛利率方面百货业态超市在 15% 左右，独立超市在 12% 左右。

2、扩张激进，未来 2 年公司建面翻倍

公司为近 2 年来在新疆地区扩张态度最为积极的零售公司，根据我们的统计，截止今年 5 月底公司先后公告了近 8 个收购或租赁物业开店项目意向，其中包括 4 家百货门店（伊宁店已于 4 月底开业）、4 家大卖场。项目未来合计增加公司建筑面积近 23 万平米，几乎相当于再造一个友好集团。

表 2、公司未来拟开业百货及卖场项目

序号	拟开业项目	主力业态	建筑面积（平米）	投资额（万元）
1	伊宁市项目	百货	32,192	25,600
2	乌鲁木齐市阿勒泰路嘉和园项目	大卖场	12,013	9,937
3	阿克苏市项目	百货	70,465	59,659
4	奎屯市项目	百货	47,500	35,584
5	乌鲁木齐市西山路佳雨 i 城	大卖场	8,851	13,749
6	乌鲁木齐市天山区新民路项目	大卖场	5,600	租赁
7	乌鲁木齐市沙依巴克区钱塘江路项目	大卖场	5,984	租赁
8	乌鲁木齐市高新技术开发区长春南路项目	百货+卖场+家电	51,387	租赁
小计			233,992	144,529

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

我们预计上述项目将在 2011 年、2012 年内开业完毕，完整年度产生营业收入近 12 亿元（平均坪效 5000 元/平米）。但是由于多数项目为收购物业开业，公司前期资本开支较大。预计未来这些项目开业共需投入资金超过 15 亿元，占目前公司总资产的 40% 以上，是净资产的 1.15 倍。租赁物业方面，未来 2 年内这些项目将增加公司年租金成本 2000 万以上。

公司激进的扩张战略带来的最大问题是资金紧缺，显然公司无法仅仅依赖零售业务产生现金来支持后续的开店计划，未来公司开店资金来源将主要依赖其与广汇房地产公司合作开发的住宅地产项目。

3、房地产业务分析

公司此前通过竞拍得原新疆地区第一运输公司宗地项目（合计约 750 亩）进行开发建设，相关收购及工业用地转商住用地合计支出成本约 6 亿元。

随后公司与新疆广汇房地产公司各出资 2 亿元成立合资公司汇友房地产开发有限公司，友好持有其 50% 权益。公司将拍得地块以成本加税费的价格转让给汇

友房地产公司，转让成本 7.05 亿元。

目前汇友房地产公司已经开始相关建设，一共包含三个楼盘项目，分别为中央郡（建筑面积 40 万平米）、马德里的春天（70 万平米）、航空嘉园（30 万平米），相关楼盘目前售价分别为 8000 元/平米、6000 元/平米、5000 元/平米。

我们根据最新数据对该地产项目收益情况进行了测算，我们假设项目建安成本 2500 元/平米，项目销售面积取建筑面积的 85%，相关营业税金及附加率 15.5%，两项费用率 8%，企业所得税率 25%。根据测算，该地产项目有望为合资公司带来营业收入约 75 亿元，税后净利润 11.5 亿元，对应友好集团权益净利润 5.7 亿元，EPS1.84 元。

我们预计整个地产项目开发周期将在 5 年左右，假设平均开发销售，每年地产业务贡献的 EPS 在 0.37 元左右。

表 3、汇友房地产项目盈利测算表

项目	测算	单位
土地面积	50	万平米
土地成本	70,500	万元
单位地价	470	元/平米
容积率	3	
建筑面积	140	万平米
建筑单价	2,500	元/平米
建筑成本	350,000	万元
销售单价	6,000	元/平米
销售额	750,000	万元
项目毛利率	43.93%	
项目毛利	329,500	万元
营业税金及附加	116,250	万元
两项费用	60,000	万元
税前利润	153,250	万元
税后利润	114,938	万元
权益净利润	57,469	万元
EPS	1.84	元

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心测算

综述，我们认为依托于新疆建设，公司未来几年内零售主业核心门店的高增长有望得到维持；2011-2012 年陆续新开店将使得公司建筑面积翻倍，外延增长亦可启动。

公司短期来看最大的压力来自于资本开支，多个门店收购项目、租赁成本的增加都将增加公司资金压力，公司将以合资地产公司的项目开发来进行资金周转。但是考虑到地产业务初期亦需要大额资金投入（汇友公司注册资金 4 亿元，全部用于收购项目地块，开发资金我们预计未来需要借贷解决），我们认为头 2 年公司财务成本上升难以避免。

4、盈利预测与估值

● 盈利预测假设

1、主营业务：

1) 营业收入假设:

友好商场、天山百货 2011-2013 年营业收入同比分别增长 20%、18%、15%; 友好美美 2011-2013 年营业收入同比分别增长 50%、40%、30%;

库尔勒店分别增长 80%、50%、30%;

独山子店分别增长 35%、30%、20%;

2011-2013 年新增超市和百货门店实现营业收入 2.5 亿元、5.3 亿元、11.16 亿元;

2) 不考虑地产业务, 2011-2013 年的综合毛利率分别为 21.5%、21.5%、21.1%;

3) 不考虑地产业务, 2011-2013 年销售费用分别同比增长 24%、17%、21%; 管理费用分别同比增长 27%、22%、23%;

2、房地产业务:

房地产业务分 5 年平均结算, 每年产生收入 15 亿元, 地产业务毛利率 44%, 营业税金及附加 2.3 亿元, 销售费用和管理费用各 6000 万元。

3、2011-2013 年财务费用分别同比增长 68%、91%、9%;

● 盈利预测假设

我们的测算公司盈利预测如下:

1、预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.77 元、0.92 元、1.16 元, 同比分别增长 129%、19%、26%;

2、其中主营业务贡献 EPS 分别为 0.40 元、0.55 元、0.79 元, 同比分别增长 33%、37%、43%;

3、地产业务 2011-2013 年分别贡献 EPS0.37 元;

我们假设地产业务 2011 年开始分 5 年平均结算, 其具体结算期间将对盈利预测产生影响。

● 投资风险及评级

我们看好公司未来几年有望取得的高成长前景, 维持对其“推荐”的投资评级。

投资风险方面, 主要是地产业务结算不达预期带来的资金成本压力上升, 宏观调控收紧对消费需求的抑制。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1542	2886	3363	3843
货币资金	665	1195	1422	1740
交易性金融资产	19	15	20	20
应收账款	111	218	254	308
其他应收款	49	152	171	193
存货	471	1000	1100	1100
非流动资产	1336	1968	2443	2384
可供出售金融资产	111	100	100	100
长期股权投资	53	71	68	67
投资性房地产	215	230	224	224
固定资产	746	1342	1849	1803
在建工程	18	19	16	16
油气资产	0	0	0	0
无形资产	114	115	116	117
资产总计	2878	4854	5806	6226
流动负债	1458	3081	3666	3651
短期借款	185	765	1238	1049
应付票据	0	6	5	7
应付账款	376	580	715	884
其他	897	1730	1708	1711
非流动负债	299	301	300	300
长期借款	216	216	216	216
其他	82	85	84	84
负债合计	1757	3381	3966	3951
股本	311	311	311	311
资本公积	498	498	498	498
未分配利润	202	418	641	923
少数股东权益	81	192	308	425
股东权益合计	1121	1473	1840	2275
负债及权益合计	2878	4854	5806	6226

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	105	241	287	362
折旧和摊销	112	156	243	301
资产减值准备	-83	-2	-0	-0
无形资产摊销	21	29	34	39
公允价值变动损失	-6	0	0	0
财务费用	15	26	50	54
投资损失	-20	-20	-20	-20
少数股东损益	1	111	116	116
营运资金的变动	105	231	-123	26
经营活动产生现金流量	239	723	564	838
投资活动产生现金流量	-80	-746	-723	-235
融资活动产生现金流量	87	553	387	-286
现金净变动	246	530	227	317
现金的期初余额	504	665	1195	1422
现金的期末余额	750	1195	1422	1740

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2917	5065	6096	7427
营业成本	2294	3640	4450	5515
营业税金及附加	49	279	299	327
销售费用	140	233	262	305
管理费用	296	436	518	624
财务费用	15	26	50	54
资产减值损失	11	9	10	9
公允价值变动	-6	0	0	0
投资收益	20	20	20	20
营业利润	127	463	527	613
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	126	463	527	613
所得税	21	111	124	135
净利润	106	352	403	478
少数股东损益	1	111	116	116
归属母公司净利	105	241	287	362
EPS (元)	0.34	0.77	0.92	1.16

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	45.8%	73.7%	20.4%	21.8%
营业利润增长率	99.3%	265.3%	13.9%	16.2%
净利润增长率	73.9%	129.1%	19.4%	25.8%
盈利能力(%)				
毛利率	21.4%	28.1%	27.0%	25.7%
净利率	3.6%	4.8%	4.7%	4.9%
ROE	10.1%	18.8%	18.8%	19.5%

偿债能力(%)

资产负债率	61.0%	69.7%	68.3%	63.5%
流动比率	1.06	0.94	0.92	1.05
速动比率	0.73	0.61	0.62	0.75

营运能力(次)

资产周转率	110.6%	131.0%	114.4%	123.5%
应收帐款周转率	2893.8	3083.8	2583.7	2640.3

每股资料(元)

每股收益	0.34	0.77	0.92	1.16
每股经营现金	1.34	2.32	1.81	2.69
每股净资产	3.34	4.11	4.92	5.94

估值比率(倍)

PE	35.0	15.3	12.8	10.2
PB	3.5	2.9	2.4	2.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。