

多业态谋求发展，单位面积投资额上升较快

公司研究简报

◆公告梗概：

公司公告租赁新疆两处物业用于商业零售经营。其中 1) 伊宁市伊犁铜锣湾 D/F/H 区租赁面积 2.58 万平米，用于家电和家居卖场，租期 15 年 6 个月（前 6 个月免租金，首期 2011 年 7 月 1 日计算），共计租金 2.03 亿元，装修开办等费用 5743 万元。2) 乌鲁木齐市沙依巴克区科学大厦一处，租赁面积 3489 平米，用于家电卖场，租期 15 年（外加三个月免租期，2011 年 6 月 30 日交付）共计租金 5957 万元，装修开办费用 1885 万元。

◆多业态谋求发展，打造大型商业综合体：

公司此次两家租赁物业，均和之前开业或将开业门店相互连接。其中此次伊犁铜锣湾和之前公告伊犁天白国际购物中心相连，未来通过家电和家居卖场业态的补充，将在伊宁地区成为首屈一指的大型商业综合体，奠定伊犁州百货零售的龙头地位。而科学大厦项目紧贴美美友好购物中心，未来在扩大美美百货经营面积的同时，亦丰富了该门店的经营品类和业态格局，提升公司在乌鲁木齐零售龙头的整体竞争力。

◆单位面积投资额上升较快，短期业绩承受一定压力：

我们注意到近一年公司外延扩张策略积极，目前已公告八个项目（剔除 TOP 尚城项目），未来两年内将新增建筑面积近 25 万平米（目前公司百货业态经营面积仅为约 13 万平米），尤其是今年年底或明年开业的自有物业阿克苏天百以及今年租赁的美林小区购物中心，建面分别为 7.05 万和 5.14 万平米，将对公司短期业绩造成一定压力。此外我们认为公司虽然地处新疆垄断优势极为明显，但新疆人均消费水平较低现状也将造成培育期相应也较经济发达地区延长的困局。同时我们注意到近期几处项目的单位面积投资金额上升较快（参见下文表 2），对于公司新开门店的培育期也将造成一定压力。

◆维持中性评级，仍有波段性主题投资机会：

我们维持公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.41/0.46/0.55 元的估计，以 2010 年为基期未来三年 CAGR17.4%，认为公司合理价值在 12.39 元，对应 2011 年主业 30 倍市盈率。我们认为新疆板块作为较为热门的主题，未来仍有波段投资机会，但考虑到未来较大体量新门店需一定培育期，造成短期业绩压力，因此仍然维持中性观点不变。

◆风险提示：

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,000	2,917	4,326	5,297	5,999
营业收入增长率	27.43%	45.82%	48.33%	22.45%	13.25%
净利润（百万元）	60	105	128	145	170
净利润增长率	26.05%	73.92%	22.00%	12.88%	17.59%
EPS（元）	0.19	0.34	0.41	0.46	0.55
ROE（归属母公司）	6.44%	10.11%	11.13%	11.51%	12.30%
P/E	60	34	28	25	21

敬请参阅最后一页特别声明

- 1 -

中性（维持）

当前价/目标价：11.64/12.39 元

目标期限：6 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

联系人

市场数据

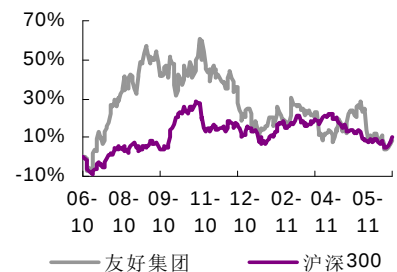
总股本(亿股)：3.11

总市值(亿元)：36.26

一年最低/最高(元)：9.50/17.79

近 3 月换手率：98.39%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-14.30	-1.89	-2.53
绝对	-13.06	-9.99	8.11

相关研报

友好集团：外延扩张积极，疆内战略布局得当---公司公告点评

..... 2011-05-25

友好集团：业绩符合预期，中长期具有战略价值--1Q2011 季报

..... 2011-04-21

友好集团：业绩符合预期，房地产项目进程低于预期---2010 年年报点评

..... 2011-04-15

图表 1：友好集团 2010-2014 年 EPS 拆分

友好集团 2010-2014 年 EPS 拆分（2011 年 05 月 25 日更新）

EPS 拆分	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
主营业务	0.16	0.30	0.36	0.38	0.44	0.51
房地产业务	0.00	0.06	0.11	0.11	0.11	0.11
万嘉热力	0.03	-0.02	-0.06	-0.03	0.00	0.00
共计	0.19	0.34	0.41	0.46	0.55	0.62
2011		EPS	PE 倍数	价格		
主营业务		0.36	30	10.80		
房地产业务		0.11	15	1.65		
万嘉热力		-0.06	1	-0.06		
共计				12.39		

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：友好集团外延积极扩张，短期单位投资额上升较快

友好集团近期外延扩张公告一览表（2011 年 06 月 26 日更新）

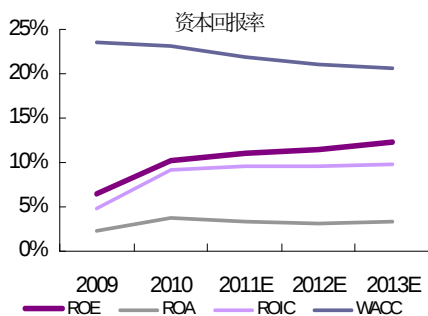
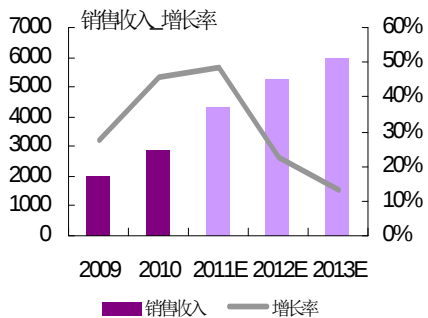
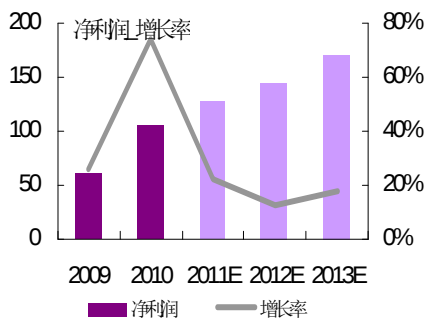
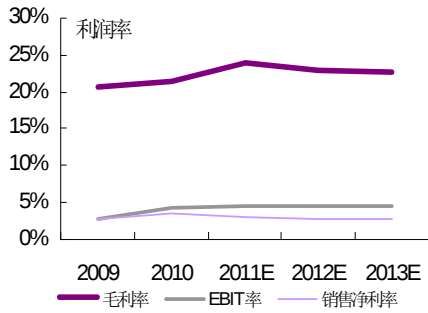
编号	公告时间	门店	用途	地址	物业	建筑面积 平米	投资总额 万元	单位面积 投资额(元 /平米)	开业时间
1	2010.6.1	嘉和园小区 商业房产	大卖场	新疆乌鲁木齐沙依 巴克区阿勒泰路 313 号	自有	12012.69	9937.35	8272.38	2012.6
2	2010.6.1	铜锣湾购物 中心	百货+ 超市	新疆伊宁市伊犁铜 锣湾 B 区	自有	32192.42	25600	7952.18	1Q2011
3	2010.8.3	TOP 尚城小 区	大卖场	新疆乌鲁木齐沙依 巴克区珠江路南巷 28 号	自有	5877.94	4499.16	7654.31	已经取消
4	2010.12.14	阿克苏天百 购物中心	百货+ 超市	新疆阿克苏塔中路 2 号	自有	70465.14	59658.86	8466.44	2011.8.31
5	2011.3.12	奎屯天百购 物中心	百货+ 超市	新疆奎屯市飞鸿里 小区	自有	47500	35583.63	7491.29	2011.9.30
6	2011.5.14	西山友好超 市	超市	新疆乌鲁木齐市西 山路 100 号	自有	8851.09	13749.45	15534.19	2012.9.30
7	2011.5.25	美林小区购 物中心	百货+ 超市	乌鲁木齐市高新技 术开发区长春南路 218 号广汇美居物 流园美林花源小区	租赁	51386.84	37232.17	7245.47 ¹	2011.8
8	2011.6.27	伊犁铜锣湾 家电家居卖 场	家电 家居 卖场	新疆伊宁市伊犁铜 锣湾 D,F,H 区	租赁	25785.17	26052.64	10103.73	2011.7.1
9	2011.6.28	科学大厦卖 场	家电 卖场	乌鲁木齐市沙依巴 克区西北路 458 号科学大厦	租赁	3488.72	7842.14	22478.56	2011.6.30

资料来源：公司公告、光大证券研究所

¹ 美林小区投资额不包含装修开办等费用。

相关报告:

- 20100727 区域连锁为发展主线的边疆龙头—公司调研报告
- 20100803 业绩符合预期，区域连锁模式初露端倪—1H2010 公司中报点评
- 20101028 业绩符合预期，区域零售龙头仍是看点—3Q2010 公司季报点评
- 20101214 大手笔购买门店，提升区域百货协同效应—公司公告点评
- 20110131 业绩符合预期，伊犁和阿克苏项目是 2011 年看点—公司公告点评
- 20110314 全力以赴，打造区域百货连锁龙头---公司公告点评
- 20110415 友好集团：业绩符合预期，房地产项目进程低于预期---2010 年年报点评
- 20110421 友好集团：业绩符合预期，中长期具有战略价值--1Q2011 季报
- 20110525 友好集团：友好集团：外延扩张积极，疆内战略布局得当---公司公告点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,000	2,917	4,326	5,297	5,999
营业成本	1,587	2,294	3,294	4,078	4,632
折旧和摊销	39	53	101	120	140
营业税费	98	112	113	131	143
销售费用	105	140	278	315	348
管理费用	222	296	442	530	592
公允价值变动损益	17	15	51	70	79
投资收益	8	-6	-5	-5	-5
营业利润	17	20	20	20	20
利润总额	64	127	163	183	215
少数股东损益	70	126	163	183	215
归属母公司净利润	-6	1	2	2	2
	60.43	105.11	128.23	144.75	170.21

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,394	2,878	3,859	4,594	5,149
流动资产	1,171	1,542	2,445	3,000	3,395
货币资金	504	665	1,038	1,271	1,440
交易型金融资产	20	19	20	15	10
应收账款	59	111	104	127	144
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	51	49	130	159	180
存货	447	471	823	1,019	1,158
可供出售投资	97	111	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	58	53	53	53	53
固定资产	611	746	906	1,058	1,198
无形资产	114	114	112	109	106
总负债	1,376	1,757	2,624	3,251	3,678
无息负债	1,079	1,355	1,902	2,298	2,591
有息负债	296	402	722	952	1,087
股东权益	1,018	1,121	1,236	1,343	1,471
股本	311	311	311	311	311
公积金	507	527	539	554	571
未分配利润	120	202	301	393	502
少数股东权益	81	81	83	85	87

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	352	419	300	391	437
净利润	60	105	128	145	170
折旧摊销	39	53	101	120	140
净营运资金增加	-31	148	304	164	108
其他	284	112	-235	-37	18
投资活动产生现金流	-114	-330	-180	-280	-280
净资本支出	137	350	300	300	300
长期投资变化	58	53	0	0	0
其他资产变化	-309	-733	-480	-580	-580
融资活动现金流	-31	72	253	122	12
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	10	105	320	231	135
无息负债变化	394	276	547	396	292
净现金流	207	161	373	233	168

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	27.43%	45.82%	48.33%	22.45%	13.25%
净利润增长率	26.05%	73.92%	22.00%	12.88%	17.59%
EBITDA 增长率	-13.72%	56.13%	157.68%	19.32%	17.06%
EBIT 增长率	-33.64%	130.41%	211.85%	19.63%	17.45%
估值指标					
PE	60	34	28	25	21
PB	4	3	3	3	3
EV/EBITDA	161	33	14	12	11
EV/EBIT	-228	60	21	19	16
EV/NOPLAT	85	36	26	23	21
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	4	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	20.65%	21.36%	23.86%	23.02%	22.79%
EBITDA 率	7.68%	8.22%	6.95%	6.77%	7.00%
EBIT 率	2.77%	4.37%	4.60%	4.50%	4.66%
税前净利润率	3.50%	4.33%	3.76%	3.46%	3.59%
税后净利润率 (归属母公	3.02%	3.60%	2.96%	2.73%	2.84%
ROA	2.28%	3.67%	3.37%	3.19%	3.34%
ROE (归属母公司) (摊	6.44%	10.11%	11.13%	11.51%	12.30%
经营性 ROIC	4.83%	9.20%	9.57%	9.49%	9.83%
偿债能力					
流动比率	0.92	1.06	1.04	1.01	1.00
速动比率	0.57	0.73	0.69	0.67	0.66
归属母公司权益/有息债务	3.16	2.59	1.60	1.32	1.27
有形资产/有息债务	7.44	6.69	5.10	4.64	4.58
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.19	0.34	0.41	0.46	0.55
每股红利	0.05	0.05	0.13	0.14	0.17
每股经营现金流	1.13	1.34	0.96	1.26	1.40
每股自由现金流(FCFF)	0.13	-0.86	-1.10	-0.47	-0.13
每股净资产	3.01	3.34	3.70	4.04	4.44
每股销售收入	6.42	9.36	13.89	17.01	19.26

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

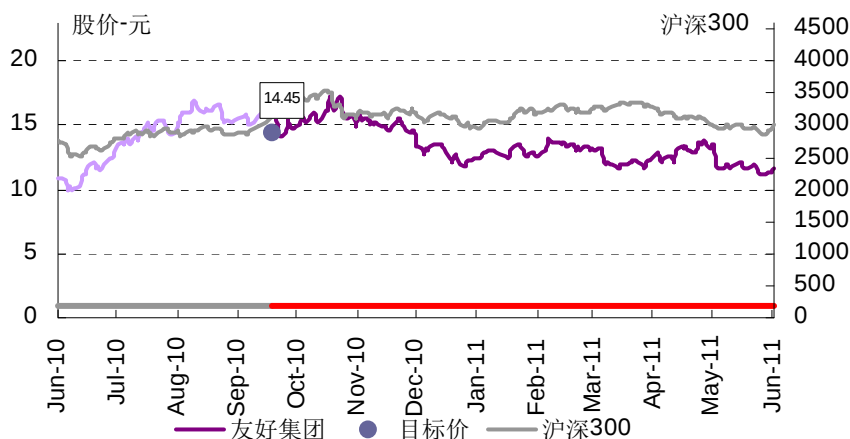
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，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。

投资建议历史表现图

友好集团（600778）



日期	股价	目标	评级
2010-10-10	13.56	14.45	增持
2010-10-28	15.37	14.44	中性
2010-12-14	14.54	14.84	中性
2011-01-31	12.95	13.39	中性
2011-03-13	13.39	13.74	中性
2011-04-15	12.30	12.69	中性
2011-04-21	11.88	12.69	中性
2011-05-25	13.41	12.39	中性

资料来源：光大证券研究所

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%；
 卖出一未来 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

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com