



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年7月14日

零售

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

推荐

友好集团 (600778.SH)

业绩增速领先, 投资价值突显
——上半年业绩预览

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,570	2,000	2,917	4,277	5,852
(+/-%)	9.7%	27.4%	45.8%	46.6%	36.8%
零售业务	1,168	1,684	2,253	3,004	4,013
(+/-%)	-	44.1%	33.8%	33.4%	33.6%
地产业务	9	0	187	796	1327
(+/-%)	-	-	325.0%	66.7%	66.7%
净利润	48	60	105	156	228
(+/-%)	-12.3%	26.1%	73.9%	48.7%	45.7%
零售业务	54	59	85	116	153
(+/-%)	-	8.0%	44.9%	36.2%	32.1%
地产业务	-6	2	23	41	75
(+/-%)	-	20.0%	73.4%	84.7%	84.7%
每股收益(元)	0.15	0.19	0.34	0.50	0.73
零售业务	0.17	0.19	0.27	0.37	0.49
地产业务	0.00	0.00	0.06	0.13	0.24
市盈率	85.5	68.0	39.1	26.3	18.0
市净率	4.3	4.0	3.7	3.2	2.6

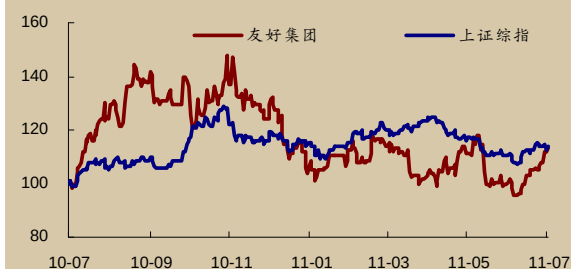
股票信息

当前股价	13.20
股票代码	600778.CH
日成交量(百万股)	4.97
52周最高价/最低价	10.928.88
市值(亿元)	41
目前总股数(百万股)	311
主要股东(持股比例)	乌鲁木齐国有资产经营有限公司(17.7%)

最近估值走势

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
友好集团	7.8	12.1	8.3	-0.9
上证综指	-0.5	3.5	-8.4	-0.4
零售指数	-0.4	3.7	-3.4	-5.1

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示:

零售板块估值已在历史低位, 下半年板块整体有望厚积薄发。“成长”和“价值”是投资的两个主题, 而友好集团是成长股的典范: 业绩高增长, 且持续性和确定性强。受益于新疆区域经济飞速发展, 友好集团有望复制合肥百货过去 4-5 年的高速增长。重申“推荐”评级。

理由:

- **领先板块业绩增速, 预计今年上半年公司收入增速达 35%, 净利润增速达 45.2%。**更加值得强调的是: 1) 公司去年上半年业绩基数较高(增速达 122%), 高成长基数下的快速增长, 体现了“新疆速度”; 2) 零售公司受季节性因素的影响, 二季度会暂时性放缓, 但友好的中报预计和 1 季度基本一致, 体现了公司的高成长性; 3) 规模效益提升, 相比去年人工成本年底结算, 现公司人工核算已平摊到每个季度, 但费用增速仍显著慢于收入增速, 良好的费用控制保证了利润率的提升。
- **资产价值突出。**公司资源丰富, 拥有两块土地(在乌鲁木齐市西北有 748 亩土地, 50%股权; 另一处 700 亩土地), 以及新疆城建和中粮可口可乐饮料(新疆)股权, 价值合计可达 20 亿。扣除土地和股权价值, 公司 2011 年零售市盈率仅 18 倍, 明显被低估。
- **公司外延扩张积极, 持续进取。**友好是一家积极进取的公司, 尽管已实现在新疆区域内的绝对“龙头”地位, 但公司还在积极拓展, 今年上半年租赁乌鲁木齐高新区优势地段 5 万平米用于开设购物中心, 超市业态也在快速扩张。公司定下目标, 到 2015 年零售业务实现销售收入 100 亿(百货 60 亿、超市和家电连锁 40 亿), 以此计算, 零售业务年复合增长率达 45%。

估值与建议:

给予公司 2011 年零售业务净利润 1.16 亿元 30 倍的目标市盈率、对应 35 亿市值, 而土地和股权价值达 20 亿元, 加总后公司的公允价值为 55 亿元, 折合每股公允价值 17.6 元。此外, 公司 PEG 值只有 0.6 倍, 2011 年市净率 3.2 倍也处于板块中低端, 体现出其业绩成长性和资产价值被双低估。

风险: 地产业务业绩入账的季度波动。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：友好集团百货门店一览

门店	所在城市	营业面积（平米）	物业	开业时间	市场定位
天山百货	乌鲁木齐	30000	自有	94年重开	精品百货
友好商场	乌鲁木齐	25000+5000多平米（2010年8月新增）	自有	1958开业,陆续扩容	中档大众
美美友好百货	乌鲁木齐	32,900	租赁	2009	高端
友好百盛	乌鲁木齐	40,000	自有	2002	中高端
库尔勒天百购物中心	巴州	67,314	租赁	2007	中高端
独山子金盛时尚百货	克拉玛依	13,000	自有	2008	时尚
伊犁百货店	伊犁	32,000	自有	2011年4月底	-
阿克苏天百购物中心	阿克苏	70465（建筑面积）	自有	2011年底或2012年初	购物中心
奎屯天百购物中心	奎屯	47500（建筑面积）	自有	2012年中	购物中心
天百名店	乌鲁木齐	自有6000，租15000		1998	折扣店

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 2：友好集团门店分布



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,373	1,431	1,570	2,000	2,917	4,277	5,852
营业成本	-1,126	-1,126	-1,227	-1,587	-2,294	-3,272	-4,389
销售费用	-49	-61	-75	-105	-140	-229	-328
管理费用	-128	-125	-159	-222	-296	-470	-653
财务费用	-29	-27	-28	-17	-15	-29	-31
营业利润	10	57	60	64	127	246	398
营业外收入	2	12	3	11	3	6	6
税前利润	10	63	60	70	126	248	400
少数股东损益	0	4	3	6	-1	-37	-80
净利润	9	55	48	60	105	156	228
现金流量表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流:	172	201	279	352	419	498	630
投资活动现金流:	-4	24	-169	-114	-330	-179	-180
融资活动现金流:	-190	-172	-53	-31	72	-141	-141
资产负债表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产:							
货币资金	187	240	297	504	665	843	1,152
应收款项	72	54	54	59	111	117	144
存货	192	155	178	447	471	574	710
	644	625	680	1,171	1,542	1,834	2,359
非流动资产:							
固定资产	613	594	622	611	746	873	994
无形资产	143	139	137	114	114	106	99
长期股权投资	107	68	67	58	53	53	53
	1,212	1,178	1,250	1,223	1,336	1,465	1,588
资产总计	1,855	1,803	1,930	2,394	2,878	3,299	3,948
流动负债:							
短期借款	452	263	175	228	185	285	205
应付款项	124	135	202	239	376	438	685
	869	708	779	1,278	1,458	1,898	2,269
非流动负债:							
长期借款	11	52	90	8	216	20	5
其他非流动负债	122	111	102	89	82	82	82
	133	163	192	97	299	102	87
负债合计	1,003	871	972	1,376	1,757	2,000	2,356
股东权益:	853	932	958	1,018	1,121	1,299	1,592

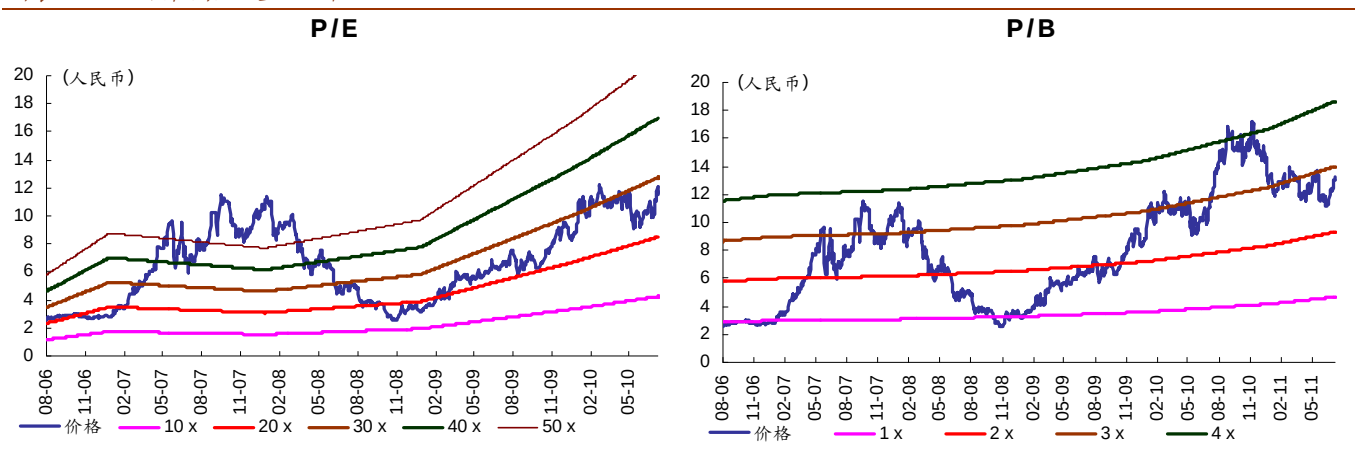
资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表4：零售公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG		
					2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A			2011E	2012E
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	41.81	12,280	122	-	335	175.2%	560	67.2%	0.41	1.14	1.91	100.8	36.6	21.9	114.5%	0.3
	600859.CH	王府井（经营性）	43.33	20,036	430	19.4%	707	64.5%	931	31.6%	0.93	1.53	2.01	46.6	28.3	21.5	47.1%	0.6
	002419.CH	天虹商场	23.31	18,653	485	36.3%	670	38.1%	892	33.2%	0.61	0.84	1.11	38.5	27.8	20.9	35.6%	0.8
	3368.HK	百盛集团	10.90	30,634	992	8.9%	1153	16.2%	1,384	20.1%	0.41	0.50	0.62	26.6	21.8	17.7	18.1%	1.2
	825 .HK	香港新世界	5.82	9,813	578	5.5%	685	18.6%	818	19.4%	0.34	0.41	0.48	17.0	14.3	12.0	19.0%	0.8
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	19.40	10,092	322	49.1%	429	33.1%	583	35.9%	0.62	0.82	1.12	31.3	23.3	17.3	34.5%	0.7
	000501.CH	鄂武商	19.22	9,749	294	22.9%	374	27.5%	504	34.7%	0.58	0.74	0.99	33.2	26.1	19.3	31.0%	0.8
	600778.CH	友好集团	13.20	4,112	105	73.9%	156	48.7%	228	45.7%	0.34	0.50	0.73	39.1	26.3	18.0	47.2%	0.6
	600729.CH	重庆百货	45.57	17,002	527	30.5%	707	34.2%	944	33.4%	1.41	1.90	2.53	32.2	23.5	18.0	33.8%	0.7
	600697.CH	欧亚集团	29.26	4,655	132	18.5%	165	25.0%	215	26.2%	0.83	1.04	1.35	35.3	28.2	21.6	27.7%	1.0
	600785.CH	新华百货	28.17	5,843	215	12.3%	259	20.2%	314	21.2%	1.04	1.25	1.51	27.2	22.6	18.6	20.7%	1.1
	002277.CH	友阿股份	22.67	7,916	216	44.5%	301	39.2%	408	35.6%	0.62	0.86	1.17	36.6	26.3	19.4	37.4%	0.7
	600858.CH	银座股份	21.88	6,322	111	-39.3%	216	95.0%	273	26.2%	0.38	0.75	0.94	57.0	29.2	23.2	56.9%	0.5
	600828.CH	成商集团	12.95	5,682	138	8.2%	198	43.2%	252	27.2%	0.32	0.45	0.57	41.1	28.7	22.6	34.9%	0.8
	000564.CH	西安民生	7.44	2,264	59	21.8%	78	31.7%	102	30.3%	0.20	0.26	0.33	38.1	28.9	22.2	31.0%	0.9
长三角地区	600827.CH	百联+友谊	18.64	32,107	1082	30.9%	1371	26.6%	1782	30.0%	0.63	0.80	1.03	29.7	23.4	18.0	28.3%	0.8
	600628.CH	上海新世界	10.17	5,408	199	10.1%	222	12.0%	265	19.1%	0.37	0.42	0.50	27.2	24.3	20.4	15.5%	1.6
	600655.CH	豫园商城	11.88	17,075	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	25.4	21.0	17.5	20.5%	1.0
	1833.HK	银泰百货	13.30	25,484	513	54.8%	702	36.8%	913	30.1%	0.31	0.45	0.60	43.5	29.8	22.3	33.4%	0.9
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	19.50	37,926	959	24.9%	1208	26.0%	1536	27.1%	0.57	0.76	0.99	34.0	25.7	19.8	26.5%	1.0
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	23.32	8,371	327	14.7%	410	25.1%	533	30.1%	0.91	1.14	1.48	25.6	20.4	15.7	27.6%	0.7
	600723.CH	西单商场	14.40	9,481	239	47.9%	305	27.6%	382	25.2%	0.36	0.46	0.58	39.7	31.1	24.8	26.4%	1.2
超市类公司																		
	000759.CH	中百集团	12.32	8,390	251	17.6%	301	20.1%	386	28.2%	0.37	0.44	0.57	33.4	27.8	21.7	24.1%	1.2
	600361.CH	华联综超	9.09	6,052	55	-9.4%	123	123.4%	185	50.3%	0.08	0.18	0.28	109.9	49.2	32.7	83.3%	0.6
	601933.CH	永辉超市	26.68	20,488	306	20.2%	535	75.3%	762	42.2%	0.40	0.70	0.99	67.1	38.3	26.9	57.9%	0.7
	002336.CH	人人乐	20.20	8,080	237	3.2%	285	20.2%	365	28.1%	0.59	0.71	0.91	34.1	28.4	22.1	24.1%	1.2
	002251.CH	步步高	25.49	6,891	171	3.4%	214	25.0%	270	26.5%	0.63	0.79	1.00	40.3	32.3	25.5	25.7%	1.3
	002264.CH	新华都	25.20	4,040	77	26.0%	147	90.0%	185	26.0%	0.42	0.81	1.02	59.4	31.3	24.8	54.7%	0.6
	980.HK	联华超市	17.46	19,548	623	22.8%	773	24.2%	956	23.6%	0.65	0.84	1.07	27.0	20.7	16.4	23.9%	0.9
	814.HK	京客隆	10.20	4,204	181	22.1%	226	25.0%	278	23.3%	0.51	0.67	0.84	20.0	15.3	12.1	24.2%	0.6
	1025.HK	物美集团	18.92	24,242	530	21.0%	648	22.3%	805	24.2%	0.48	0.62	0.79	39.3	30.7	24.1	23.2%	1.3
	家电及电子消费品零售及分销公司																	
家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	13.00	90,951	4012	38.8%	5220	30.1%	6685	28.0%	0.54	0.70	0.90	24.1	18.5	14.5	29.1%	0.6
	493.HK	国美电器	3.39	57,158	1,962	40.7%	2,485	26.7%	3,024	21.7%	0.13	0.17	0.21	26.8	20.1	16.2	24.1%	0.8
	1280.HK	汇银家电	1.52	1,593	117	20.4%	150	27.5%	202	35.0%	0.13	0.17	0.24	11.7	8.7	6.3	31.2%	0.3
手机分销	000829.CH	天音控股	9.61	9,100	307	63.0%	189	-38.5%	258	36.7%	0.32	0.20	0.27	29.6	48.1	35.2	-8.3%	-5.8
商业地产开发或购物中心经营型公司																		
	600415.CH	小商品城	13.12	35,707	809	-11.6%	1230	52.1%	1,569	27.5%	0.30	0.45	0.58	44.1	29.0	22.8	39.3%	0.7
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	6.42	5,735	49	-34.2%	119	140.8%	194	63.1%	0.07	0.16	0.26	96.2	40.0	24.5	98.2%	0.4

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表5：友好集团历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

