

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

友好集团

600778

推荐

新增 2 家超市储备项目，业务版图新增石河子

公司公告两项投资项目：1、以 7,232 万元购买位于乌鲁木齐市迎宾路 136 号的 4,792 平方米商业房产，用于开设友好超市；2、以 4,250 万元收购自然人王咏、自然人加那特·何德尔拜所持有的注册在石河子市的新疆聚百得超市有限公司 100% 股权。我们认为：两项投资价格合理，有助于公司加快在疆内抢占市场份额；但同时也进一步增加了公司的财务压力。

投资要点：

- **收购乌鲁木齐新市区物业开设友好超市：**公司拟与健坤置地签署《预购意向书》，购买该公司在乌鲁木齐市迎宾路 136 号的商业房产。公司购买的物业建筑面积合计 4,792.23 平方米，价格为每平方米 12,000 元，购房总金额为：人民币 5,750.68 万元。公司购买该物业用于开设大型综合性超市卖场。
- **迎宾路友好超市预计年底或年初开业：**该项目位于乌鲁木齐市新市区，新市区是乌鲁木齐市未来发展的重点，及早进入有助于降低物业成本，获取先发优势。公司目前在新市区有 1 家购物中心储备项目—美林花源项目、1 家房地产项目—航空嘉园和 1 家超市储备项目—该迎宾路友好超市项目。健坤置地将于 2011 年 10 月 30 日前将物业交付公司装修，预计本友好超市将于年底或明年初开业。
- **收购聚百得超市 100% 股权，业务版图新增石河子：**所购资产主要包括：1、无形资产：位于石河子市北三路 40 号小区的一宗国有出让土地使用权，面积 11,699 平方米。2、位于该地块上的正在建设过程中的超市大卖场：建筑总面积约 12,398.99 平方米。收购价为 4250 万元，若仅以土地使用权测算，则该项目折合地价 3,232 元/平方米；若以完工的整体物业测算，则折合 3,428 元/平方米。
- **聚百得公司所得土地使用权面积为 11,699.65 平方米，而在建物业的单层面积不足 5,000 平方米。**公司接手后，不但将会追加资金以完成整体建筑，还将更加充分的开发利用该地块。这是该项目非常重要的价值所在。
- **疆内大力发展超市业务正当时：**公司现有 15 家独立超市和友好商场、天百大楼、伊犁天百 3 个配套超市。2011 年上半年公司超市业务销售收入 3.35 亿元，同比增长 31%。目前，新疆境内的超市业务发展尚不充分，以夫妻店为主；疆内大力发展超市业务正当时。
- **两个新项目虽会增加公司的财务负担，但因投资额绝对值较小，预计亏损有限，不会对公司业绩产生重大影响，暂不做盈利预测调整。**维持公司商业板块营业收入预测分别为 32.61、45.91 和 60.70 亿元，贡献 EPS 分别为 0.35、0.44 和 0.57 元。目标价 15.71 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**门店扩张速度太快，新店亏损严重拖累业绩；财务费用急剧上升

6-12 个月目标价： 15.00 元

当前股价： 14.61 元

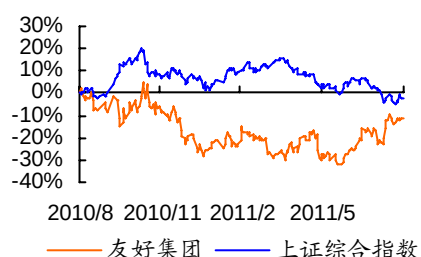
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2566.60
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	309
流通市值(亿)	45
EPS (TTM)	0.41
每股净资产(元)	3.60
资产负债率	61.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
友好集团	6.02	26.62	12.19
上证综合指数	-5.00	-5.16	-11.65



相关报告

《友好集团-储备项目稳步推进，地产项目结算动力强——中期业绩解读电话会议纪要》

《友好集团-商业主业同比大幅增长，友好百盛分红超预期》2011-8-17

《友好集团-主力门店保持快速增长，地产反哺商业，百货、超市、电器全线扩张》

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2917	4335	7707	9215
同比(%)	46%	49%	78%	20%
归属母公司净利润(百万元)	105	204	412	455
同比(%)	74%	94%	102%	10%
毛利率(%)	21.4%	22.3%	24.4%	23.2%
ROE(%)	10.1%	16.6%	25.7%	22.8%
每股收益(元)	0.34	0.66	1.32	1.46
P/E	43.53	22.42	11.10	10.06
P/B	4.40	3.73	2.85	2.30
EV/EBITDA	16	9	4	4

资料来源：中投证券研究所

一、项目 1: 收购乌鲁木齐新市区物业开设友好超市

公司拟与健坤置地签署《预购意向书》，购买该公司在乌鲁木齐市迎宾路 136 号的商业房产。公司购买的物业建筑面积合计 4,792.23 平方米，价格为每平方米 12,000 元，购房总金额为：人民币 5,750.68 万元。公司购买该物业用于开设大型综合性超市卖场。该项目的资金来源为银行贷款和自筹资金，预计将进一步加重公司的财务负担。

表 1 迎宾路友好超市投资额细分

指标	数值	单位
总投资额	7231.86	万元
总面积	4,792	平方米
单位面积投资额	15,091	元/平方米
购房总金额	5,751	万元
房价	12,000	元/平方米
购房税费	201	万元
装修改造费用	540	万元
单位面积装修改造费用	1,127	元/平方米
设备及货架购置等	180	万元
电子设置购置	60	万元
营运资金	500	万元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 公司乌鲁木齐市百货门店及储备项目、本项目分布图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

该项目位于乌鲁木齐市新市区的迎宾路与太原路交汇处，交通便利，周边小区有各类小区。新市区是乌鲁木齐市未来发展的重点，及早进入有助于降低物业成本，获取先发优势。公司目前在新市区有 1 家购物中心储备项目——美林花源项目、1 家房地产项目——航空嘉园和 1 家超市储备项目——该迎宾路友好超市项目。

健坤置地将于 2011 年 10 月 30 日前将物业交付公司装修，预计本友好超市将于年底或明年初开业。

二、收购聚百得超市 100% 股权，业务版图新增石河子

公司拟以 4250 万元的价格收购自然人王咏和加那特·何德尔拜持有的新疆聚百得超市有限公司 100% 股权。

经评估，在持续经营等假设条件下，新疆聚百得超市有限公司股东全部权益于评估基日 2011 年 6 月 30 日所表现的公允价值为 4,365.01 万元，评估值比账面净资产价值增值 2,365.01 万元，增值率 118.25%。双方最终确定的价格为 4250 万元，其中王咏股权转让款 1700 万元（40%），加那特·何德尔拜股权转让款 2550 万元（60%）。公司是在资金紧张，无力支撑后续投资的情况下选择出让股权的。

所购聚百得超市于 2011 年 1 月 20 日成立，正在筹建营业场所，未正式营业。其资产主要包括两部分：1、无形资产：位于石河子市北三路 40 号小区的一宗国有出让土地使用权，面积 11,699.65 平方米，土地用途为批发零售，土地终止使用时间为 2052 年 12 月 26 日。2、位于该地块上的正在建设过程中的超市大卖场：建筑总面积约 12,398.99 平方米，其中地下一层 2,242.20 平方米，地上一层 4,829.89 平方米，地上二层 4,867.18 平方米，机房 274.96 平方米。目前，建设工程完工 50%。

粗略推算，若仅以土地使用权测算，则该项目折合地价 3,232 元/平方米；若以完工的整体物业测算，则折合 3,428 元/平方米。聚百得公司的超市项目位于石河子市经济技术开发区，紧邻石河子市人民政府，是石河子市主要的居民住宅区；周边市政配套设施完善，是石河子未来发展规划的重点区域。该转让价格与石河子市同等条件的物业价格相匹配，代表了市场公允价值。公司所得土地使用权面积为 11,699.65 平方米，而在建物业的单层面积不足 5,000 平方米。**我们认为，公司接手后，不但将会追加资金以完成整体建筑，还将更加充分的开发利用该地块。这是该项目非常重要的价值所在。**

建设工程有望于 2011 年 10 月 30 日主体竣工并达到进场装修条件，公司将在此进行超市及家电业态的布局，预计将于 2011 年底或 2012 年初开业。该项目资金来源为银行贷款和公司自筹，预计将进一步加大公司财务负担。但因投资额有限，预计不会对 2011-2012 年业绩产生重大影响。

该项目将成为公司在石河子市的第一家门店，同时标志着公司在外延扩张方面又开拓了新模式——股权转让。

三、超市业务发展正当时

公司现有 15 家独立超市（含便利店）和友好商场、天百大楼、伊犁天百 3 个配套超市。2011 年上半年公司超市业务销售收入 3.35 亿元，同比增长 31%，实现毛利率 4789 万元，毛利率约为 14.3%。

未来，公司超市业务有 3000-5000 平米之间的标准超市为主，便利店不再是超市业务扩张的重点。1 月份嘉和园悦园超市（1.2 万平米）和东方雅园便利店（1093 平米）、7 月马市小区店、宝山路店、喀什西路店均已开业。此次公告的迎宾路友好超市和石河子超市也有望在年内开业。全年有望超过年初制定的新增 4 万平米超市的目标。目前，新疆境内的超市业务发展尚不充分，以夫妻店为主；疆内大力发展超市业务正当时。

表 2 公司储备项目一览

序号	项目名称	城市	业态	建筑面积 (平方米)	物业性质	总投资额 (万元)	单位面积投 资额 (元/平)	位置	预计 开业时间
1	阿克苏购物中心项目	阿克苏市	购物中心	70,465.10	购买	59,658	8,466.40	阿克苏迎宾路与塔中路路口	2012 年 3 季度
2	奎屯购物中心项目	奎屯市	购物中心	47,500.00	购买	35,583	7,491.30	奎屯市中心飞鸿里小区南部	2012 年 2 季度
3	西山友好超市	乌鲁木齐	超市	8,851.09	购买	13,749	15,534.20	乌鲁木齐西山路 100 号	2013 年 初
4	美林小区购物中心	乌鲁木齐	超市、电器	51,386.84	租赁	37,232	7,245.50	乌鲁木齐高新技术开发区长春南路 218 号	2012 年 初
5	伊犁铜锣湾家电卖场	伊宁	家电、家居	25,785.17	租赁	26,052	10,103.70	伊宁伊犁铜锣湾 D、F、H 区	2011 年下 半年
6	科学大厦卖场	乌鲁木齐	家电卖场	3,488.72	租赁	2,113	6,059.19	乌鲁木齐沙依巴克区西北路科学大厦	2011 年下 半年
7	迎宾路友好超市	乌鲁木齐	超市	4,792.00	购买	7,232	15,091.53	乌鲁木齐迎宾路与太原路口	2011 年底 或 2012 年 初
8	石河子聚百得超市项目	石河子	超市、电器	12,398.99	股权转让	4,250	3,427.70	石河子经济技术开发区	2011 年底 或 2012 年 初
合 计				224,668		185,873	8,273.21		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、投资建议：维持“推荐”评级

表 3 分部估值

业务		2010	2011E	2012E	2013E
商业	EPS (元)	0.25	0.35	0.44	0.57
	PE		35	30	30
房地产	EPS (元)	0.04	0.19	0.75	0.75
	PE		10	10	10
万嘉热力	EPS (元)	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	PE		1	1	1
物流、广告、生物等	EPS (元)	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	PE		1	1	1
其他业务	EPS (元)	0.03	0.03	0.03	0.03
	PE		1	1	1
友好百盛分红	EPS (元)	0.05	0.12	0.11	0.12
	PE		15	15	15
合计	EPS (元)	0.34	0.66	1.32	1.46
	股价		15.71	22.40	26.59

注：公司其他业务收入除了友好百盛的租金 2500 万元/年外，主要是向供应商收取的管理费、促销费、场地租赁费等，与商业经营紧密相关，可视为商业贡献的利润。

两个新项目虽会增加公司的财务负担，但因投资额绝对值较小，预计亏损有限，不会对公司 2011-2012 年业绩产生重大影响，暂不做盈利预测调整。维持公司 2011-2013 年营业收入分别为 43.35、77.07 和 92.15 亿元；其中商业板块营业收入分别为 32.61、45.91 和 60.70 亿元，贡献 EPS 分别为 0.35、0.44 和 0.57 元。分部估值法中商业板块 2011 年估值上调至 35 倍 PE。目标价 15.71 元，维持“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1542	2491	5201	6373	营业收入	2917	4335	7707	9215
现金	665	1314	2996	3937	营业成本	2294	3369	5826	7073
应收账款	111	126	216	230	营业税金及附加	49	134	247	286
其它应收款	49	87	162	203	营业费用	140	160	220	267
预付账款	225	337	641	707	管理费用	296	337	547	650
存货	471	606	1165	1273	财务费用	15	34	55	89
其他	20	22	22	22	资产减值损失	11	12	13	20
非流动资产	1336	1281	1244	1171	公允价值变动收益	-6	-1	-5	-6
长期投资	53	57	57	62	投资净收益	20	31	32	35
固定资产	746	666	584	500	营业利润	127	318	827	860
无形资产	114	110	105	100	营业外收入	3	4	5	6
其他	423	448	498	509	营业外支出	4	1	7	8
资产总计	2878	3772	6445	7544	利润总额	126	321	825	858
流动负债	1458	1815	3460	3569	所得税	21	56	165	154
短期借款	185	200	300	400	净利润	106	265	660	703
应付账款	376	505	816	920	少数股东损益	1	61	247	249
其他	897	1110	2345	2250	归属母公司净利润	105	204	412	455
非流动负债	299	587	991	1345	EBITDA	254	463	996	1067
长期借款	216	516	916	1266	EPS (元)	0.34	0.66	1.32	1.46
其他	82	71	75	79	主要财务比率				
负债合计	1757	2403	4451	4914	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	81	142	390	638	成长能力				
股本	311	311	311	311	营业收入	45.8%	48.6%	77.8%	19.6%
资本公积	498	498	498	498	营业利润	99.3%	151.0%	159.8	4.0%
留存收益	230	419	800	1193	归属于母公司净利润	73.9%	94.2%	102.0	10.3%
归属母公司股东权益	1040	1227	1604	1991	获利能力				
负债和股东权益	2878	3772	6445	7544	毛利率	21.4%	22.3%	24.4%	23.2%
现金流量表					净利率	3.6%	4.7%	5.4%	4.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	10.1%	16.6%	25.7%	22.8%
经营活动现金流	419	417	1314	662	ROIC	22.5%	23.6%	23.9%	23.8%
净利润	106	265	660	703	偿债能力				
折旧摊销	112	111	114	118	资产负债率	61.0%	63.7%	69.1%	65.1%
财务费用	15	34	55	89	净负债比率	22.86	29.81%	27.32	33.90%
投资损失	-20	-31	-32	-35	流动比率	1.06	1.37	1.50	1.79
营运资金变动	187	39	519	-208	速动比率	0.73	1.04	1.17	1.43
其它	18	-1	-2	-5	营运能力				
投资活动现金流	-330	-33	-46	-21	总资产周转率	1.11	1.30	1.51	1.32
资本支出	354	0	0	0	应收账款周转率	29	37	45	41
长期投资	5	45	55	30	应付账款周转率	7.47	7.65	8.82	8.15
其他	30	11	9	9	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	72	265	414	299	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.66	1.32	1.46
短期借款	-43	15	100	100	每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.34	4.22	2.13
长期借款	208	300	400	350	每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.94	5.15	6.39
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	12	0	0	0	P/E	43.53	22.42	11.10	10.06
其他	-106	-50	-86	-151	P/B	4.40	3.73	2.85	2.30
现金净增加额	161	649	1683	941	EV/EBITDA	16	9	4	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳, 中投证券商业分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士, 3 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434