

承租大股东一处物业，积极发展多业态业务

公司研究简报

◆公告概要：

公司向第一大股东乌鲁木齐国有资产经营有限公司的全资子公司乌鲁木齐市新资源地产投资开发有限公司（新资源地产）承租位于乌鲁木齐市天山区新华南路808号怡和大厦商业项目，租用面积合计21,306.36平方米，平均租金单价为2.79元/平米/天，平均年租金为2166万元。租赁期限自2012年11月1日起至2032年10月31日止，共计20年，租赁期间租金总额为4.33亿元。

◆地理位置便利，但租金方面没有优势：

友好集团此次所承租商业项目毗邻乌鲁木齐市传统商圈，地理位置便利，公司拟租赁本项目开设大型综合购物中心。该商业场所前两年租金单价为2元/平米/天，第三年起至第十四年每两年按上一年度租金分别递增5%-10%，自第十五年起每三年按上一年度租金递增10%。我们通过赶集网搜集了周边商业地产的租金情况，认为2元/平米/天的租金基本和周边商业项目租金相符合，但考虑到大股东的物业项目，认为租金方面并没有特别优势。

◆大力发展购物中心业态，多业态全面开花：

本次交易是继铜锣湾、阿克苏、奎屯、美林小区之后第五个“百货+超市”综合的购物中心业态，对于公司在乌鲁木齐市连锁发展战略的推进以及开拓乌鲁木齐市商业市场份额而言起到积极作用，标志着公司商业经营目前已在新疆区域形成连锁经营优势，百货、超市和家电业态未来将全面开花。我们认为公司未来最大看点在于类似于合肥百货的区域垄断性以及区域渠道下沉连锁业态，未来公司力图成为百货、大卖场、便利店、购物中心等多业态并进的零售商业连锁龙头，短期业绩虽将面临一定阵痛期，但将对未来长期业绩提供较确立的支撑。

◆长期增持评级，短期估值有压力：

鉴于公司地产业务确认的不确定性，不考虑地产业务我们调整公司2011-13年EPS分别至0.35/0.36/0.47元（之前含地产分别为0.62/1.08/0.94元），其中主业分别为0.41/0.39/0.47元，认为公司合理价值在14.09元（含地产业务1.25元），对应2012年主业33倍市盈率。公司外延扩张在2012年较为积极，因此将对2012年业绩有一定负面影响，但鉴于公司门店超预期的表现，认为老店同店增长超预期和新店培育期缩短是大概率事件，考虑到西北地区未来的经济消费增速以及新疆板块的主题投资机会，维持长期增持评级的观点不变，短期估值优势不明显。

◆风险提示：公司新门店培育期过长，规模扩张时管理风险。

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	3,859	5,370	6,821
营业收入增长率	27.43%	45.82%	32.33%	39.12%	27.03%
净利润（百万元）	60	105	108	112	146
净利润增长率	26.05%	73.92%	2.91%	3.11%	31.31%
EPS（元）	0.19	0.34	0.35	0.36	0.47
ROE（归属母公司）	6.44%	10.11%	9.55%	9.21%	11.07%
P/E	70	41	39	38	29

增持（维持）

当前价/目标价：13.67/14.09 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@ebcn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjz@ebcn.com

市场数据

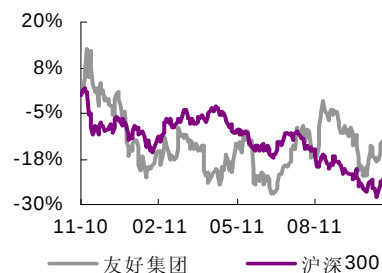
总股本(亿股)：3.11

总市值(亿元)：42.58

一年最低/最高(元)：10.92/17.79

近3月换手率：54.38%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.92	10.43	9.58
绝对	14.98	5.81	-11.93

相关研报

友好集团：扣非后业绩超预期，4Q2011 单季预计仍能延续高增速---3Q2011 季报点评

.....2011-10-25
友好集团：新添两处超市门店，业态发展更全面---公司公告点评

.....2011-08-31
友好集团：业绩符合预期，经营高速增长进行时---1H2011 中报点评

图表 1：友好集团 2010-2013 年 EPS 拆分

友好集团 2010-2013 年 EPS 拆分（2011 年 11 月 06 日更新）

EPS 拆分	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务	0.16	0.30	0.41	0.39	0.47
房地产业务	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
万嘉热力	0.03	-0.02	-0.06	-0.03	0.00
共计	0.19	0.34	0.35	0.36	0.47
2012		EPS	PE 倍数	价格	
主营业务		0.39	33	12.87	
房地产业务		1.25 ¹	1	1.25	
万嘉热力		-0.03	1	-0.03	
共计				14.09	

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：此次租赁项目租金并无优势

乌鲁木齐新华南路附近商业地产租金情况

地址	面积（平米）	租金（元/平米/天）	类型
新华南路小西门成功广场	580	3.45	餐饮广场
新华南路小西门	300	1.11	瑜伽会所
新华南路华侨宾馆	555	2.76	商铺
新华南路	3000	2	宾馆用地
新华南路大西门附近	400	1	写字楼
新华南路近人民路附近	335	1	写字楼

资料来源：赶集网

图表 3：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 11 月 06 日更新）

编号	公告时间	门店		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)	租金(平 米/天/ 元)
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	
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	
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	
4	2010.12.1 4	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	
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	
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	

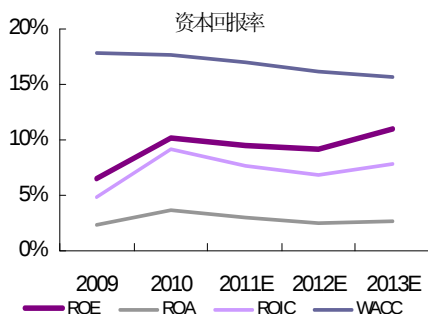
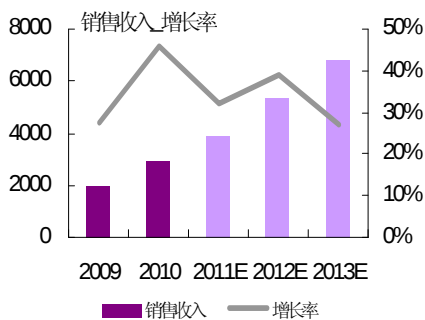
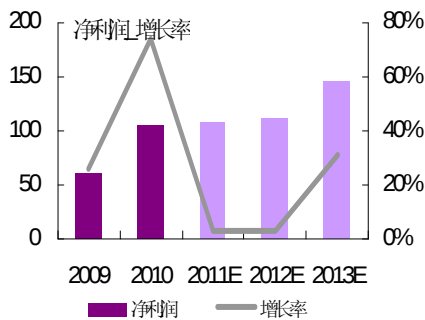
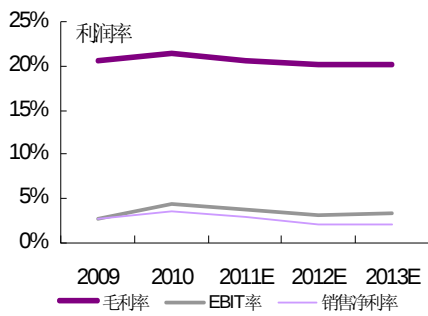
¹ 我们将广汇合作地产项目的净利润全部汇总，预计将获得 7.8 亿元净利润，EPS 约 1.25 元，一次计算在估值中。

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	1.32
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	1.44
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	3.12
10	2011. 8. 31	友好超市迎宾路店	超市	乌鲁木齐市迎宾路 136 号的商业房产	自有	4792.23	7231.86	15090.80	
11	2011. 8. 31	石河子聚百得超市	超市	新疆石河子开发区 56 号小区 9 号楼 106 号	自有	12398.99	4250		
12	2011. 11. 7	怡和大厦商业项目	购物中心	乌鲁木齐市天山区新华南路 808 号 B1-4F	租赁	21306.36	43325.16	20334.38	2.79

资料来源：公司公告、光大证券研究所

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
- 20110626 友好集团：多业态谋求发展，单位面积投资额上升较快---公司公告点评
- 20110708 友好集团：新门店经营超预期，调升至增持评级---公司调研简报
- 20110817 友好集团：业绩符合预期，经营高速增长进行时----1H2011 中报点评
- 20110831 友好集团：新添两处超市门店，业态发展更全面---公司公告点评
- 20111025 友好集团：扣非后业绩超预期，4Q2011 单季预计仍能延续高增速---3Q2011 季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,000	2,917	3,859	5,370	6,821
营业成本	1,587	2,294	3,066	4,283	5,439
折旧和摊销	39	53	101	120	140
营业税费	98	112	66	91	116
销售费用	105	140	193	268	341
管理费用	222	296	394	553	692
财务费用	17	15	34	51	69
公允价值变动损益	8	-6	-5	-5	-5
投资收益	17	20	25	25	25
营业利润	64	127	130	134	175
利润总额	70	126	130	134	175
少数股东损益	-6	1	2	2	2
归属母公司净利润	60.43	105.11	108.17	111.53	146.44

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,394	2,878	3,643	4,687	5,673
流动资产	1,171	1,542	2,228	3,092	3,919
货币资金	504	665	926	1,289	1,637
交易型金融资产	20	19	20	15	10
应收账款	59	111	93	129	164
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	51	49	116	161	205
存货	447	471	766	1,071	1,360
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	2,427	3,391	4,263
无息负债	1,079	1,355	1,740	2,354	2,949
有息负债	296	402	687	1,037	1,314
股东权益	1,018	1,121	1,216	1,296	1,410
股本	311	311	311	311	311
公积金	507	527	537	549	563
未分配利润	120	202	283	351	448
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	200	372	450
净利润	60	105	108	112	146
折旧摊销	39	53	101	120	140
净营运资金增加	-31	148	250	255	236
其他	284	112	-260	-115	-72
投资活动产生现金流	-114	-330	-175	-275	-275
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	-475	-575	-575
融资活动现金流	-31	72	236	265	173
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	10	105	286	350	277
无息负债变化	394	276	385	614	595
净现金流	207	161	261	362	348

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%	32.33%	39.12%	27.03%
净利润增长率	26.05%	73.92%	2.91%	3.11%	31.31%
EBITDA 增长率	-13.72%	56.13%	110.29%	16.32%	27.57%
EBIT 增长率	-33.64%	130.41%	125.28%	14.64%	35.80%
估值指标					
PE	70	41	39	38	29
PB	5	4	4	4	3
EV/EBITDA	189	38	20	18	15
EV/EBIT	-267	70	33	31	24
EV/NOPLAT	100	42	39	37	29
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	5	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	20.65%	21.36%	20.55%	20.24%	20.26%
EBITDA 率	7.68%	8.22%	6.35%	5.31%	5.34%
EBIT 率	2.77%	4.37%	3.73%	3.07%	3.28%
税前净利润率	3.50%	4.33%	3.36%	2.49%	2.56%
税后净利润率 (归属母公	3.02%	3.60%	2.80%	2.08%	2.15%
ROA	2.28%	3.67%	3.02%	2.42%	2.62%
ROE (归属母公司) (摊	6.44%	10.11%	9.55%	9.21%	11.07%
经营性 ROIC	4.83%	9.20%	7.60%	6.86%	7.80%
偿债能力					
流动比率	0.92	1.06	1.04	1.00	0.98
速动比率	0.57	0.73	0.68	0.65	0.64
归属母公司权益/有息债务	3.16	2.59	1.65	1.17	1.01
有形资产/有息债务	7.44	6.69	5.04	4.35	4.19
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.19	0.34	0.35	0.36	0.47
每股红利	0.05	0.05	0.11	0.11	0.14
每股经营现金流	1.13	1.34	0.64	1.19	1.44
每股自由现金流(FCFF)	0.13	-0.86	-1.06	-0.92	-0.63
每股净资产	3.01	3.34	3.64	3.89	4.25
每股销售收入	6.42	9.36	12.39	17.24	21.90

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

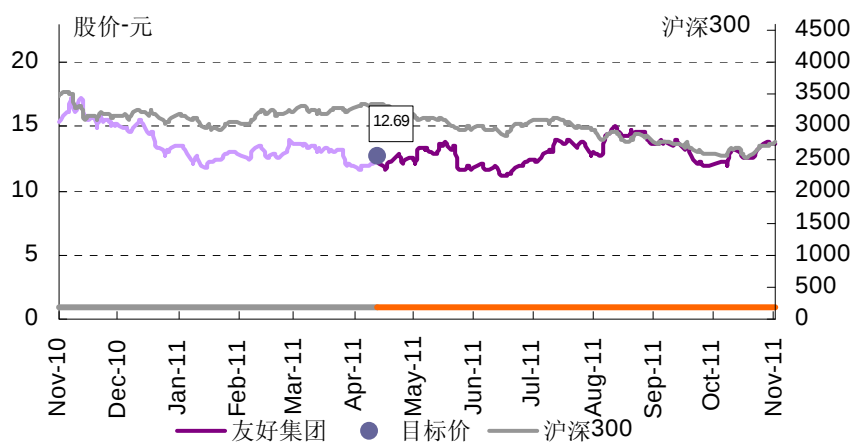
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料与工程系工学学士。现主要负责零售行业研究。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）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
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
2011-06-26	11.64	12.39	中性
2011-07-08	12.43	13.34	增持
2011-08-17	14.61	13.94	增持
2011-08-31	14.61	14.09	增持
2011-10-25	12.61	14.09	增持

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

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	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
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com