

友好集团 (600778.SH) 批发和零售贸易

积极拓展购物中心，乌鲁木齐再添一店

公司研究简报

◆公告梗概：

公司拟租赁乌鲁木齐市天山区大湾北路 465 号“中环购物中心”项目地下负一层及地上一层至六层的营业场所开设大型综合购物中心（百货及超市大卖场）。该项目总面积为 20354 平方米。租赁期限为 15 年零 6 个月，租赁期间租金总额为 2.45 亿元。

◆积极外延扩张，乌鲁木齐再添一店：

项目位于乌鲁木齐市天山区成熟生活圈，该项目周边 2.5 公里范围内住宅小区、企事业单位、医疗卫生机构及学校数量较多，常住人口约 20 万人，且人均收入稳定、具有较强的消费能力。同时，项目所在区域内无大型综合性购物中心，且距离最近的商圈较远。因此，该项目的建设可填补该区域内无大型综合购物中心的空白，发展空间巨大且竞争风险和压力较小。

中环店项目预计 2012 年 3 月 1 日交付进场装修，免租期为六个月，首期租赁单价为 1.8 元/天/平米，自第四年起每三年租金递增 10%，平均租赁单价为 2.2 元/天/平米，略低于 11 年 11 月 6 日公告租赁的天山区怡和大厦项目（平均租赁单价为 2.79 元）。公司测算，首年销售额 1.57 亿元、综合毛利率 14.86%，项目首年亏损 2089 万元，第 4 年可实现盈利，静态投资回收期为 7.79 年。本次交易是继铜锣湾、阿克苏、奎屯、美林小区、怡和大厦之后第六个“百货+超市”综合的购物中心业态，符合公司规模优先、加速新疆境内百货、超市及家电连锁经营扩张的战略发展目标。未来公司将继续加快新疆境内百货门店的区域扩张：12 年计划新开 3 家门店：奎屯、阿克苏、乌鲁木齐（长春路店）；13 年计划新开 3 家：克拉玛依、石河子、吐鲁番；14 年新开 2 家：喀什、哈密；15 年开设 1 家阿勒泰，形成涵盖南北疆的友好百货、超市及家电连锁业态的战略布局。

◆公司外延店积极，培育门店经营情况良好：

不考虑地产业务，我们调整公司 2011-13 年 EPS 分别至 0.37/0.39/0.45 元（之前为 0.35/0.38/0.47 元），其中主业分别为 0.41/0.39/0.45 元，认为公司合理价值在 11.67 元（含地产业务 1.92 元），对应 2012 年主业 25 倍市盈率。我们调整的主要原因是 1) 之前万嘉热力的预测过于悲观，从 2011-12 年 -0.06/-0.04 元 EPS 调整至 -0.04/-0.02 元 EPS。2) 由于此次公告门店我们分别预计 2012-2013 年将亏损 800（考虑了前六个月免租金因素）/1600 万元，折合 EPS -0.02/-0.05 元。3) 培育期门店目前较好的销售情况，我们分别上调 2012-2013 年每年 EPS 0.01 元。公司作为新疆零售龙头企业，中长期的零售连锁发展依然被我们看好，但短期新开门店较多，因此 2012 年零售主业我们认为爆发性增长较为困难，维持增持评级。

◆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	3,833	5,529	7,052
营业收入增长率	27.43%	45.82%	31.41%	44.25%	27.56%
净利润（百万元）	60	105	114	120	139
净利润增长率	26.05%	73.92%	8.59%	5.26%	15.71%
EPS（元）	0.19	0.34	0.37	0.39	0.45
ROE（归属母公司）	6.44%	10.11%	10.03%	9.82%	10.48%
P/E	49	28	26	25	21

增持（维持）

当前价/目标价：9.59/11.67 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

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebsecn.com

市场数据

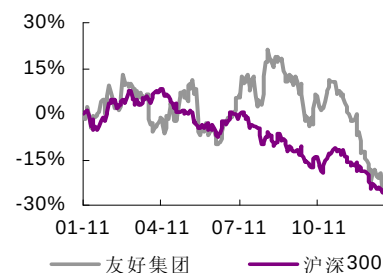
总股本(亿股)：3.11

总市值(亿元)：29.87

一年最低/最高(元)：8.44/15.27

近 3 月换手率：43.41%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.61	-17.04	-0.92
绝对	-8.32	-21.79	-22.56

相关研报

友好集团：剥离申友公司，逐步聚焦商业主业
---公司公告点评

..... 2011-12-24

友好集团：加速超市网点拓展，实现全业态发展
---公司公告点评

..... 2011-11-09

友好集团：承租大股东一处物业，积极发展多业态业务
---公司公告点评

图表1：友好集团2010-2013年EPS拆分（不含房地产业务）

友好集团 2010-2013 年 EPS 拆分 （2012 年 1 月 11 日更新）

EPS 拆分	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务	0.16	0.30	0.41	0.39	0.45
房地产业务	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
万嘉热力	0.03	-0.02	-0.04	-0.02	0.00
出售申友项目	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00
共计	0.19	0.34	0.37	0.39	0.45
2012		EPS	PE 倍数	价格	
主营业务		0.39	25	9.75	
房地产业务		1.92 ¹	1	1.92	
万嘉热力		-0.02	1	-0.02	
出售申友项目		0.02	1	0.02	
共计				11.67	

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

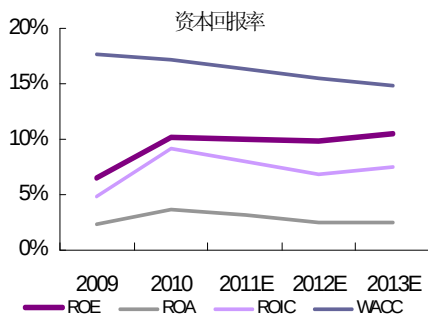
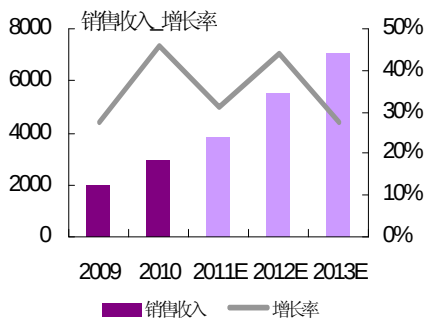
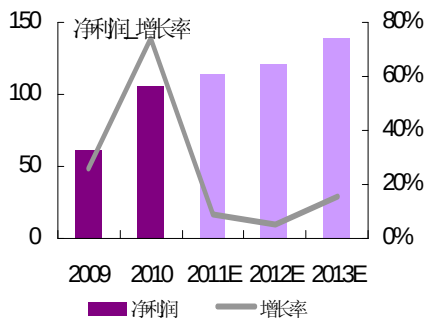
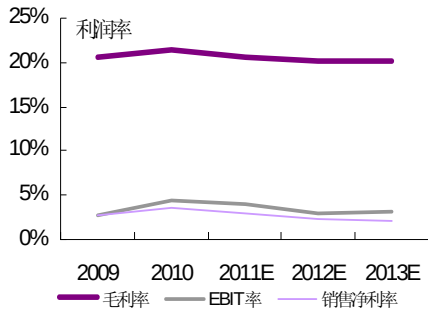
20111025 友好集团：扣非后业绩超预期，4Q2011 单季预计仍能延续高增速---3Q2011 季报点评

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 5.99 亿元净利润(50%)，EPS 约 1.92 元，一次计算在估值中。

20111107 友好集团：承租大股东一处物业，积极发展多业态业务---公司公告点评

20111109 友好集团：加速超市网点拓展，实现全业态发展---公司公告点评

20111124 友好集团：剥离申友公司，逐步聚焦商业主业---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	3,833	5,529	7,052
营业成本	1,587	2,294	3,043	4,418	5,634
折旧和摊销	39	53	101	120	140
营业税费	98	112	63	91	116
销售费用	105	140	188	276	353
管理费用	222	296	391	567	723
财务费用	17	15	34	51	71
公允价值变动损益	8	-6	-5	-5	-5
投资收益	17	20	25	34	25
营业利润	64	127	137	144	166
利润总额	70	126	137	144	166
少数股东损益	-6	1	2	2	2
归属母公司净利润	60.43	105.11	114.14	120.15	139.02

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,394	2,878	3,627	4,781	5,810
流动资产	1,171	1,542	2,212	3,187	4,055
货币资金	504	665	920	1,327	1,693
交易型金融资产	20	19	20	15	10
应收账款	59	111	92	133	169
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	51	49	115	166	212
存货	447	471	761	1,104	1,408
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	2,405	3,472	4,396
无息负债	1,079	1,355	1,729	2,420	3,045
有息负债	296	402	676	1,052	1,352
股东权益	1,018	1,121	1,222	1,309	1,413
股本	311	311	311	311	311
公积金	507	527	538	550	564
未分配利润	120	202	289	362	451
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	204	383	449
净利润	60	105	114	120	139
折旧摊销	39	53	101	120	140
净营运资金增加	-31	148	245	289	249
其他	284	112	-257	-146	-79
投资活动产生现金流	-114	-330	-175	-266	-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	-566	-575
融资活动现金流	-31	72	225	290	192
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	10	105	275	376	299
无息负债变化	394	276	373	691	625
净现金流	207	161	255	407	366

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%	31.41%	44.25%	27.56%
净利润增长率	26.05%	73.92%	8.59%	5.26%	15.71%
EBITDA 增长率	-13.72%	56.13%	116.02%	13.75%	24.54%
EBIT 增长率	-33.64%	130.41%	135.76%	10.40%	30.51%
估值指标					
PE	49	28	26	25	21
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	133	27	14	14	12
EV/EBIT	-188	50	23	24	20
EV/NOPLAT	70	30	28	28	23
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	20.65%	21.36%	20.60%	20.09%	20.11%
EBITDA 率	7.68%	8.22%	6.57%	5.18%	5.06%
EBIT 率	2.77%	4.37%	3.93%	3.01%	3.08%
税前净利润率	3.50%	4.33%	3.56%	2.60%	2.35%
税后净利润率 (归属母公	3.02%	3.60%	2.98%	2.17%	1.97%
ROA	2.28%	3.67%	3.20%	2.55%	2.43%
ROE (归属母公司) (摊	6.44%	10.11%	10.03%	9.82%	10.48%
经营性 ROIC	4.83%	9.20%	7.97%	6.81%	7.43%
偿债能力					
流动比率	0.92	1.06	1.04	1.00	0.99
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	1.68	1.16	0.98
有形资产/有息债务	7.44	6.69	5.10	4.38	4.17
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.19	0.34	0.37	0.39	0.45
每股红利	0.05	0.05	0.11	0.12	0.14
每股经营现金流	1.13	1.34	0.65	1.23	1.44
每股自由现金流(FCFF)	0.13	-0.86	-1.02	-1.02	-0.69
每股净资产	3.01	3.34	3.65	3.93	4.26
每股销售收入	6.42	9.36	12.30	17.75	22.64

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

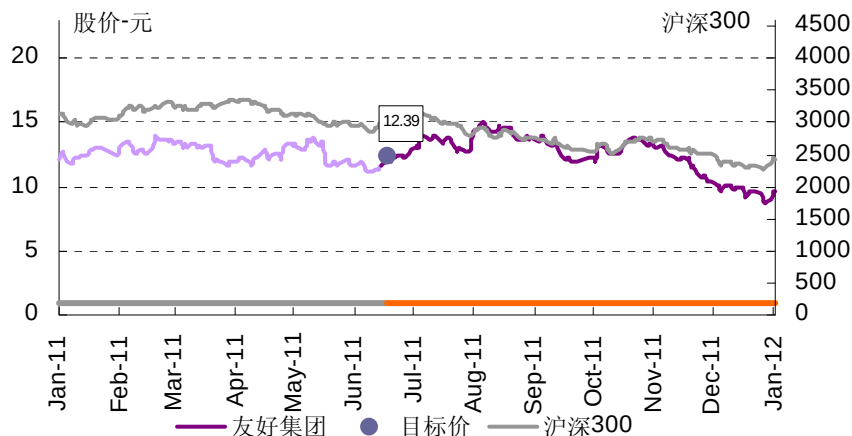
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿,毕业于德国波恩大学国民经济学,获得 CFA CAIA FRM 证书,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。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名,“金牛奖”第五名,2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。

投资建议历史表现图

友好集团 (600778)



日期	股价	目标价	评级
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
2011-11-06	13.67	14.09	增持
2011-11-09	13.30	14.09	增持
2011-12-24	9.93	11.66	增持

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—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	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com