

## 友好集团 (600778.SH) 批发和零售贸易

## 业绩略超预期，成长门店发力推动业绩增长

## 公司研究简报

## ◆公告梗概：

公司公告，经公司财务部门初步测算，预计 2011 年度实现归属于母公司所有者的净利润将比上年同期增长 30%—50%。

## ◆成长门店逐渐完善是业绩增长主要驱动力：

按公司 2010 年净利润 1.05 亿元（折合 EPS 0.337 元）计算，2011 年净利润预计可达 1.37 亿元-1.58 亿元（折合 EPS 0.439 元-0.506 元），4Q2011 单季度的净利润在 0.58 亿元-0.79 亿元之间，同比增长 20.83%-64.58%，超出之前我们的预期。

我们认为公司四季度在零售行业整体增速下滑的大背景下，仍能维持强劲增速，主要有以下两点原因：1) 公司作为新疆零售企业龙头，长期受益于西部大开发等倾斜性政策扶持和区域垄断优势 2) 库尔勒、独山子、美美等成长门店逐渐成熟，有超预期表现。公司以首府乌鲁木齐为核心，辐射南北疆，目前已经实现四城七店的格局，并拥有 18 家超市，规模优势渐显。3) 公司奖金费用 2011 年采取按季平摊法则，而 2010 年集中于 4Q2010 年体现，因此 4Q2011 年相应费用率将较往年同期有所下降。

## ◆借力新疆消费增长趋势，以店养店快速扩张

乌鲁木齐圣诞和春节重点百货店的同比增速分别为 71.38% 和 31.61%，增速均在全国各省市中名列前茅。我们认为新疆在未来 2-3 年内将成为消费增长较快的省份之一，而友好集团在同时间段内扩张计划积极，2012-2015 年分别计划开设 3 家、3 家、2 家以及 1 家门店，恰好可借力这波消费增长。公司店龄梯队将逐渐完善，成熟门店产生的贡献可部分对冲新开门店的亏损，最终实现以店养店，在业绩受新店冲击较小的情况下，实现快速扩张。

## ◆公司外延展店积极，维持增持评级：

不考虑地产业务，我们调整公司 2011-13 年 EPS 分别至 0.46/0.40/0.47 元（之前为 0.37/0.39/0.45 元），其中主业分别为 0.43/0.40/0.47 元（之前为 0.41/0.39/0.45 元），认为公司合理价值在 11.91 元（含地产业务 1.92 元），对应 2012 年主业 25 倍市盈率。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 (2012/2013 仅为主业)

| 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    | 145    | 124     | 147    |
| 净利润增长率     | 26.05% | 73.92% | 37.68% | -14.32% | 18.18% |
| EPS（元）     | 0.19   | 0.34   | 0.46   | 0.40    | 0.47   |
| ROE（归属母公司） | 6.44%  | 10.11% | 12.38% | 9.93%   | 10.79% |
| P/E        | 49     | 28     | 21     | 24      | 20     |

## 增持（维持）

当前价/目标价：9.59/11.91 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](mailto:tangjiarui@ebcn.com)

## 联系人

梁江泽

021-22169312

[liangjiz@ebcn.com](mailto:liangjiz@ebcn.com)

感谢李坤为本报告编制所提供的帮助

## 市场数据

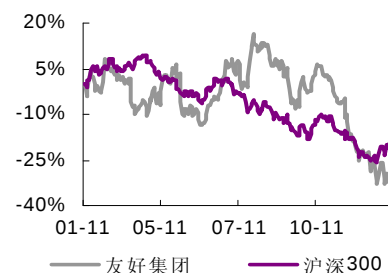
总股本(亿股)：3.11

总市值(亿元)：29.87

一年最低/最高(元)：8.44/15.27

近 3 月换手率：42.94%

## 股价表现(一年)



## 收益表现

| %  | 一个月    | 三个月    | 十二个月   |
|----|--------|--------|--------|
| 相对 | -13.04 | -25.59 | -12.77 |
| 绝对 | -6.58  | -34.76 | -31.74 |

## 相关研报

友好集团：积极拓展购物中心，乌鲁木齐再添一店

.....2012-01-11

友好集团：剥离中友公司，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

**图表1：友好集团2010-2013年EPS拆分（不含房地产业务）**

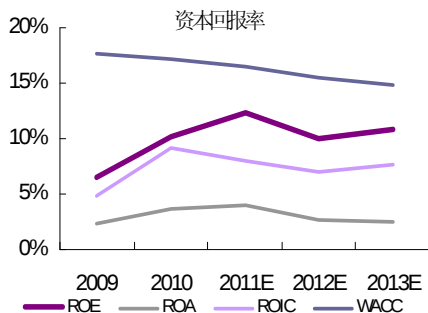
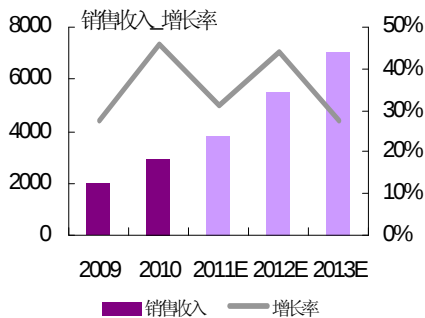
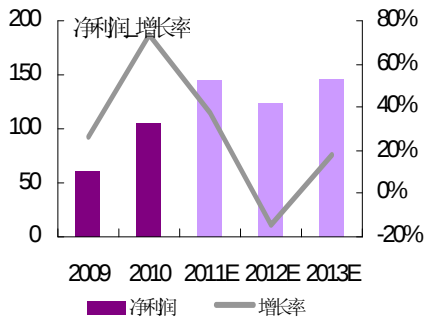
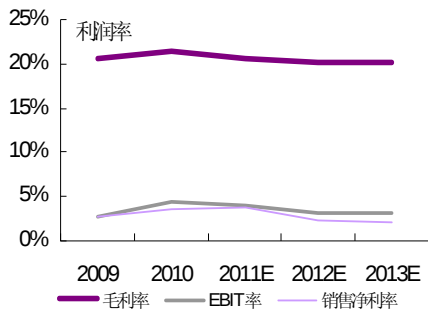
友好集团 2010-2013 年 EPS 拆分 （2012 年 1 月 30 日更新）

| EPS 拆分      | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E        | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|--------------|-------|
| 主营业务        | 0.16  | 0.30  | 0.43  | 0.40         | 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 | -0.03 | -0.02        | 0.00  |
| 其他非经常科目     |       |       | 0.06  |              |       |
| 出售申友项目      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.02         | 0.00  |
| 共计          | 0.19  | 0.34  | 0.46  | 0.40         | 0.47  |
| <b>2012</b> |       | EPS   | PE 倍数 | 价格           |       |
| 主营业务        |       | 0.40  | 25    | 10.00        |       |
| 房地产业务       |       | 1.92  | 1     | 1.92         |       |
| 万嘉热力        |       | -0.03 | 1     | -0.03        |       |
| 出售申友项目      |       | 0.02  | 1     | 0.02         |       |
| 共计          |       |       |       | <b>11.91</b> |       |

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
- 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
- 20120112 友好集团：积极拓展购物中心，乌鲁木齐再添一店---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    | 346    |
| 管理费用      | 222   | 296    | 391    | 564    | 723    |
| 财务费用      | 17    | 15     | 33     | 50     | 69     |
| 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    | 138    | 148    | 175    |
| 利润总额      | 70    | 126    | 173    | 148    | 175    |
| 少数股东损益    | -6    | 1      | 2      | 2      | 2      |
| 归属母公司净利润  | 60.43 | 105.11 | 144.71 | 123.99 | 146.54 |

| 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 | 2,375 | 3,447 | 4,365 |
| 无息负债        | 1,079 | 1,355 | 1,729 | 2,420 | 3,045 |
| 有息负债        | 296   | 402   | 646   | 1,027 | 1,320 |
| 股东权益        | 1,018 | 1,121 | 1,252 | 1,334 | 1,445 |
| 股本          | 311   | 311   | 311   | 311   | 311   |
| 公积金         | 507   | 527   | 541   | 553   | 568   |
| 未分配利润       | 120   | 202   | 316   | 384   | 478   |
| 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  | 234   | 385   | 455   |
| 净利润         | 60   | 105  | 145   | 124   | 147   |
| 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  | -258  | -148  | -81   |
| 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   | 196   | 288   | 186   |
| 股本变化        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 债务净变化       | 10   | 105  | 244   | 381   | 293   |
| 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  |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>   |         |         |         |         |        |
| 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%  | 37.68%  | -14.32% | 18.18% |
| EBITDA 增长率           | -13.72% | 56.13%  | 116.02% | 14.85%  | 25.78% |
| EBIT 增长率             | -33.64% | 130.41% | 135.76% | 12.24%  | 32.55% |
| <b>估值指标</b>          |         |         |         |         |        |
| PE                   | 49      | 28      | 21      | 24      | 20     |
| PB                   | 3       | 3       | 3       | 2       | 2      |
| EV/EBITDA            | 133     | 27      | 14      | 13      | 12     |
| EV/EBIT              | -188    | 50      | 23      | 23      | 19     |
| EV/NOPLAT            | 70      | 30      | 27      | 27      | 22     |
| EV/Sales             | 2       | 1       | 1       | 1       | 1      |
| EV/IC                | 3       | 3       | 2       | 2       | 2      |
| <b>盈利能力 (%)</b>      |         |         |         |         |        |
| 毛利率                  | 20.65%  | 21.36%  | 20.60%  | 20.09%  | 20.11% |
| EBITDA 率             | 7.68%   | 8.22%   | 6.57%   | 5.23%   | 5.16%  |
| EBIT 率               | 2.77%   | 4.37%   | 3.93%   | 3.06%   | 3.18%  |
| 税前净利润率               | 3.50%   | 4.33%   | 4.50%   | 2.68%   | 2.48%  |
| 税后净利润率 (归属母公         | 3.02%   | 3.60%   | 3.78%   | 2.24%   | 2.08%  |
| ROA                  | 2.28%   | 3.67%   | 4.05%   | 2.64%   | 2.56%  |
| ROE (归属母公司) (摊       | 6.44%   | 10.11%  | 12.38%  | 9.93%   | 10.79% |
| 经营性 ROIC             | 4.83%   | 9.20%   | 7.97%   | 6.93%   | 7.67%  |
| <b>偿债能力</b>          |         |         |         |         |        |
| 流动比率                 | 0.92    | 1.06    | 1.06    | 1.01    | 0.99   |
| 速动比率                 | 0.57    | 0.73    | 0.69    | 0.66    | 0.65   |
| 归属母公司权益/有息债务         | 3.16    | 2.59    | 1.81    | 1.22    | 1.03   |
| 有形资产/有息债务            | 7.44    | 6.69    | 5.34    | 4.49    | 4.27   |
| <b>每股指标(按最新预测年度股</b> |         |         |         |         |        |
| EPS                  | 0.19    | 0.34    | 0.46    | 0.40    | 0.47   |
| 每股红利                 | 0.05    | 0.05    | 0.14    | 0.12    | 0.14   |
| 每股经营现金流              | 1.13    | 1.34    | 0.75    | 1.24    | 1.46   |
| 每股自由现金流(FCFF)        | 0.13    | -0.86   | -1.02   | -1.01   | -0.67  |
| 每股净资产                | 3.01    | 3.34    | 3.75    | 4.01    | 4.36   |
| 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

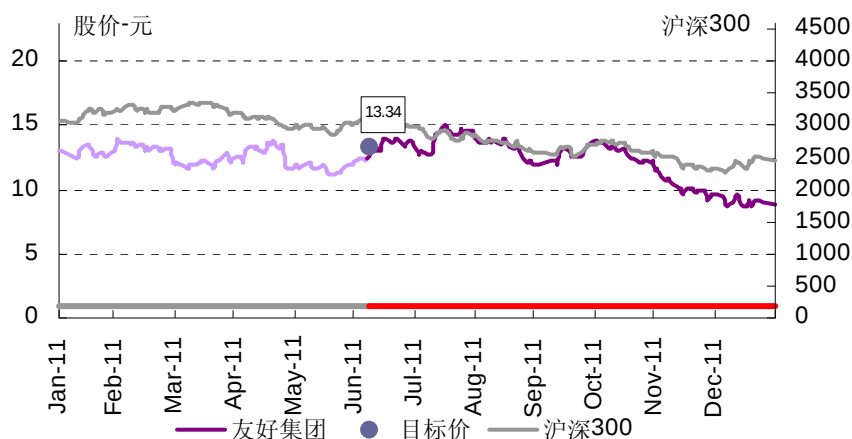
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

唐佳睿，唐佳睿，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 |
|------------|-------|-------|----|
| 2011-07-08 | 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 |
| 2012-01-11 | 9.59  | 11.67 | 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     |