

## 零售行业

## 友好集团 (600778.SH)

## 公司点评报告

评级: 增持

首次评级

目标价: 13.90 元

收盘价: 11.68 元

分析师:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号: S0120511030002

## 广汇继续增持, 公司成长进一步提速

## 事件概述及简要点评:

公司公布了 2012 年半年度报告: 2012 年 1-6 月份公司实现营业收入 22.53 亿元, 同比增长 30.72%; 实现营业利润 6490 万元, 同比下降 13.85%; 归属于母公司所有者的净利润 6281 万元, 比上年同期下降 5.11%, 扣除非经常性损益后的归属于母公司的净利润 5881 元, 同比下降 10.09%。摊薄 EPS 为 0.20 元。

根据财务报表分析, 公司上半年业绩下滑主要原因在于:

- 1) 毛利率同比略有下滑, 2012H1 为 19.89%, 同比下降 0.87 个百分点, 单季来看, 第二季度仅为 19.49%, 环比下降 0.73 个百分点。我们认为, 毛利率下降既是宏观、行业环境下行风险加大的情况下公司采取的诸多促销活动所致, 又是公司新开门店、增加异地门店所占比例的结果 (与乌市相比, 新疆地州城市门店的毛利率较低)。
- 2) 管理费用比率略上升, 2012H1 为 10.44%, 同比上升 0.23 个百分点, 尤其是第二季度达 11.82%, 创三年历史新高; 上半年管理费用增加 33.63%, 增速快于销售收入。公司管理费用主要由职工薪酬、租赁费用、折旧摊销及水电费用构成, 这四项约占公司管理费用的 80%, 上半年同比增长 41.3%, 其中摊销费用、职工薪酬、租金费用分别增长 57.2%、55.2% 和 39.2%, 增速均要高于销售收入。公司目前正处于快速扩张期, 新开门店增加的各种开支费用将是制约公司未来业绩充分释放的主要因素。
- 3) 2012H1 财务费用大幅增长 70%。一方面, 公司项目储备丰富, 资本开支较大; 另一方面, 公司融资结构单一, 银行贷款是主要渠道 (我们发现, 近十年来公司尚未在资本市场上进行过融资), 上半年由于贷款数量和贷款利率同步上扬, 公司财务费用呈现大幅攀升。

表 1 公司收入费用分析

|            | 2009A  | 2010A | 2011A | 2012H1 | 2012E | 备注                                                                    |
|------------|--------|-------|-------|--------|-------|-----------------------------------------------------------------------|
| 销售收入 (百万元) | 2,000  | 2,917 | 3,860 | 2,253  | 5,243 | 公司今年销售增长主要来源于新店及次新店的贡献, 包括 2011 年开业的伊犁店和 2012 年新开的奎屯店、长春路店、中环店和金盛百货等。 |
| 同比增幅 (%)   | 27.4%  | 45.8% | 32.4% | 30.7%  | 35.8% |                                                                       |
| 销售毛利 (百万元) | 413    | 623   | 806   | 448    | 1,016 |                                                                       |
| 毛利率 (%)    | 20.6%  | 21.4% | 20.9% | 19.9%  | 19.4% |                                                                       |
| 销售费用 (百万元) | 105    | 140   | 220   | 105    | 270   |                                                                       |
| 同比增幅 (%)   | 39.7%  | 33.6% | 57.3% | 25.0%  | 22.6% |                                                                       |
| 管理费用 (百万元) | 222    | 296   | 373   | 235    | 515   | 预计 2012 年管理费用将继续快速上扬, 主要原因为人工成本、租金费用、折旧摊销及水电费用这四项费用的快速增加。             |
| 同比增幅 (%)   | 39.6%  | 33.5% | 26.0% | 33.6%  | 38.2% |                                                                       |
| 财务费用 (百万元) | 17     | 15    | 26    | 23     | 42    | 公司目前资本开支持续扩大, 由于融资渠道单一, 银行贷款为主, 公司财务费用压力较大。                           |
| 同比增幅 (%)   | -37.7% | -9.9% | 69.6% | 70.6%  | 59.0% |                                                                       |
| 净利润额 (百万元) | 60     | 105   | 143   | 63     | 133   |                                                                       |
| 同比增幅 (%)   | 26.1%  | 73.9% | 36.2% | -5.1%  | -7.0% |                                                                       |

资料来源: 德邦研究

我们认为, 公司作为国内相对出色的区域零售商, 具有很好的成长性。2012 年是公司外延扩张明显提速的一年, 2012-2014 年公司储备项目较多, 每年持续将有大店开出, 新增项目将对公司盈利状况产生一定的负面影响, 由于下半年有部分地产收入得到确认, 公司全年业绩依然有望获得较大提升 (公司预计 2012 年 1-9 月净利同比增速 70%-120%)。

广汇集团今年以来持续增持进一步夯实了公司的投资安全边际, 截至目前持股比例已上升至 7.67%。

请务必阅读正文后的免责条款部分

### 盈利预测及投资评级:

通过对门店实地调研我们发现, 2012 年上半年公司门店经营整体良好, 尽管友好、天百等主力门店同比销售增速有所下降, 但美美、伊犁等次新店增长快速, 尤其是伊犁、库尔勒和独山子三家成长型异地门店呈现了出色的销售增长态势, 预计全年同比增长分别为 108.5%、50%和 35%。

我们预计, 2012 年公司零售部分收入 48 亿元, 同比增长 41.8%; 2012-2014 年 EPS 分别为 1.00 元/1.13 元/1.31 元, 其中零售 EPS0.427 元/0.556 元/0.728 元。给予公司 12 个月目标价 13.90 元, 对应 2012 年/13 年/14 年 PE 为 14X/12X/11X。

表 2 核心门店面积统计

| 面积 (m²) | 2011A  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 友好商场    | 30000  | 30000  | 30000  | 30000  | 30000  | 30000  | 30000  |
| 天百大楼    | 34000  | 34000  | 34000  | 34000  | 34000  | 34000  | 34000  |
| 友好百盛    | 50000  | 50000  | 50000  | 50000  | 50000  | 50000  | 50000  |
| 美美百货    | 41056  | 41056  | 42936  | 42936  | 42936  | 42936  | 42936  |
| 库尔勒店    | 67314  | 67314  | 67314  | 67314  | 67314  | 67314  | 67314  |
| 独山子店    | 12988  | 12988  | 12988  | 12988  | 12988  | 12988  | 12988  |
| 伊犁天百    | 32192  | 57977  | 57977  | 57977  | 57977  | 57977  | 57977  |
| 奎屯购物    |        | 56959  | 56959  | 56959  | 56959  | 56959  | 56959  |
| 长春路店    |        | 51387  | 51387  | 51387  | 51387  | 51387  | 51387  |
| 中环路店    |        | 20354  | 20354  | 20354  | 20354  | 20354  | 20354  |
| 友好金盛    |        | 21300  | 21300  | 21300  | 21300  | 21300  | 21300  |
| 阿克苏店    |        |        | 70500  | 70500  | 70500  | 70500  | 70500  |
| 博乐购物    |        |        |        | 45000  | 45000  | 45000  | 45000  |
| Σ       | 267550 | 443335 | 515715 | 560715 | 560715 | 560715 | 560715 |

表 3 核心门店收入预测

| 收入 (万元) | 2011A  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 友好商场    | 110684 | 119658 | 130427 | 140209 | 150024 | 160526 | 171763  |
| 天百大楼    | 125641 | 132479 | 142415 | 152384 | 163050 | 173649 | 184936  |
| 友好百盛    | 81709  | 96009  | 110410 | 124763 | 138487 | 152336 | 166046  |
| 美美百货    | 51282  | 65385  | 88269  | 105923 | 127108 | 149352 | 174741  |
| 库尔勒店    | 23077  | 34615  | 43269  | 51923  | 62308  | 74769  | 89723   |
| 独山子店    | 12821  | 17308  | 20769  | 24923  | 29908  | 35291  | 41643   |
| 伊犁天百    | 15385  | 32081  | 40101  | 48121  | 57746  | 69295  | 83154   |
| 奎屯购物    |        | 11500  | 29900  | 37375  | 44850  | 53820  | 64584   |
| 长春路店    |        | 8667   | 32500  | 39000  | 46800  | 56160  | 67392   |
| 中环路店    |        | 3750   | 18750  | 22500  | 27000  | 32400  | 38880   |
| 友好金盛    |        | 3750   | 18750  | 23000  | 27600  | 33120  | 39744   |
| 阿克苏店    |        |        | 10950  | 35000  | 45500  | 56875  | 68250   |
| 博乐购物    |        |        |        | 13500  | 30375  | 37969  | 45563   |
| Σ       | 338889 | 429192 | 576100 | 693858 | 812268 | 933225 | 1070372 |

表 4 核心门店坪效统计

| 坪效 (元/m²) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 友好商场      | 36895 | 39886 | 43476 | 46736 | 50008 | 53509 | 57254 |
| 天百大楼      | 36953 | 38964 | 41887 | 44819 | 47956 | 51073 | 54393 |
| 友好百盛      | 16342 | 19202 | 22082 | 24953 | 27697 | 30467 | 33209 |
| 美美百货      | 12491 | 15926 | 20558 | 24670 | 29604 | 34785 | 40698 |
| 库尔勒店      | 3428  | 5142  | 6428  | 7714  | 9256  | 11108 | 13329 |
| 独山子店      | 9871  | 13326 | 15991 | 19189 | 23027 | 27172 | 32063 |
| 伊犁天百      | 4779  | 5533  | 6917  | 8300  | 9960  | 11952 | 14343 |

|         |       |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 奎屯购物    |       | 2019  | 5249  | 6562  | 7874  | 9449  | 11339 |
| 长春路店    |       | 1687  | 6325  | 7589  | 9107  | 10929 | 13115 |
| 中环路店    |       | 1842  | 9212  | 11054 | 13265 | 15918 | 19102 |
| 友好金盛    |       | 1761  | 8803  | 10798 | 12958 | 15549 | 18659 |
| 阿克苏店    |       |       | 1553  | 4965  | 6454  | 8067  | 9681  |
| 博乐购物    |       |       |       | 3000  | 6750  | 8438  | 10125 |
| AVERAGE | 17251 | 13208 | 15707 | 16950 | 19532 | 22186 | 25178 |

表 5 核心门店净利预测

| 净利(万元) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 友好商场   |       | 13734 | 15210 | 16528 | 17849 | 19275 | 20814 |
| 天百大楼   |       | 15308 | 16615 | 18248 | 19683 | 21475 | 23025 |
| 友好百盛   |       | 8991  | 11213 | 13427 | 15538 | 17669 | 19778 |
| 美美百货   |       | 270   | 386   | 958   | 2003  | 3016  | 4101  |
| 库尔勒店   |       | 20    | 886   | 1778  | 2785  | 4166  | 5859  |
| 独山子店   |       | 622   | 981   | 1424  | 2094  | 2707  | 3441  |
| 伊犁天百   |       | -2533 | -2043 | -999  | 81    | 1444  | 2905  |
| 奎屯购物   |       | -3162 | -2867 | -1211 | -42   | 1399  | 2967  |
| 长春路店   |       | -1266 | -830  | 165   | 1378  | 2282  | 3524  |
| 中环路店   |       | -1312 | -1172 | -523  | 101   | 818   | 1635  |
| 友好金盛   |       | -641  | -439  | 229   | 927   | 1717  | 2203  |
| 阿克苏店   |       |       | -1979 | -3270 | -1704 | 95    | 1664  |
| 博乐购物   |       |       |       | -2919 | -1156 | -201  | 754   |
| Σ      |       | 25626 | 30468 | 37257 | 51924 | 67205 | 82979 |

数据来源：德邦研究

## 公司财务报表及预测（不含地产业务）

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2011        | 2012E        | 2013E        | 2014E        | 会计年度            | 2011        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| <b>流动资产</b>    | 3,957       | 4,272        | 3,671        | 4,454        | <b>营业收入</b>     | 3,860       | 5,243        | 7,076        | 8,571        |
| 现金             | 1,107       | 2,301        | 1,061        | 1,286        | 营业成本            | 3,054       | 4,227        | 5,719        | 6,894        |
| 应收账款           | 102         | 189          | 204          | 272          | 营业税金及附加         | 60          | 82           | 110          | 134          |
| 其他应收款          | 86          | 115          | 156          | 189          | 营业费用            | 220         | 270          | 343          | 399          |
| 预付款项           | 175         | 241          | 326          | 393          | 管理费用            | 373         | 515          | 705          | 836          |
| 存货             | 2,469       | 1,409        | 1,906        | 2,298        | 财务费用            | 26          | 42           | 42           | 100          |
| 其他流动资产         | 17          | 17           | 17           | 17           | 资产减值损失          | -1          | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 2,389       | 2,693        | 3,239        | 3,339        | 公允价值变动净收益       | -3          | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资         | 49          | 49           | 49           | 49           | 投资净收益           | 35          | 44           | 55           | 66           |
| 固定资产           | 929         | 1,549        | 2,212        | 2,393        | 汇兑净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产           | 149         | 193          | 260          | 280          | <b>营业利润</b>     | 159         | 151          | 210          | 275          |
| 其他非流动资产        | 1,262       | 902          | 718          | 616          | 营业外净收支          | 9           | 10           | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 6,346       | 6,965        | 6,910        | 7,794        | <b>利润总额</b>     | 168         | 161          | 210          | 275          |
| <b>流动负债</b>    | 3,878       | 4,175        | 3,196        | 3,650        | 所得税             | 21          | 24           | 32           | 41           |
| 短期借款           | 120         | 100          | 100          | 100          | 未确认的投资损失        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 630         | 779          | 1,128        | 1,170        | <b>净利润</b>      | 147         | 137          | 179          | 234          |
| 其他流动负债         | 3,128       | 3,296        | 1,968        | 2,380        | 少数股东损益          | 4           | 4            | 5            | 7            |
| <b>非流动负债</b>   | 1,057       | 1,257        | 1,357        | 1,457        | <b>归属母公司净利润</b> | 143         | 133          | 173          | 227          |
| 长期借款           | 733         | 933          | 1,033        | 1,133        | EBITDA          | 317         | 299          | 405          | 564          |
| 其他非流动负债        | 325         | 325          | 325          | 325          | EPS (元)         | 0.46        | 0.43         | 0.56         | 0.73         |
| <b>负债合计</b>    | 4,935       | 5,432        | 4,553        | 5,107        | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 285         | 289          | 295          | 302          | <b>会计年度</b>     | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |
| 股本             | 311         | 311          | 311          | 311          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 457         | 457          | 457          | 457          | 营业收入            | 32.4%       | 35.8%        | 35.0%        | 21.1%        |
| 留存收益           | 358         | 475          | 634          | 842          | 营业利润            | 25.5%       | -4.9%        | 38.8%        | 30.9%        |
| 归属母公司股东权益      | 1,126       | 1,243        | 1,402        | 1,610        | 归属于母公司净利润       | 36.2%       | -7.0%        | 30.2%        | 30.9%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 6,346       | 6,965        | 6,250        | 7,019        | <b>盈利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 毛利率(%)          | 20.9%       | 19.4%        | 19.2%        | 19.6%        |
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 净利率(%)          | 3.7%        | 2.5%         | 2.4%         | 2.6%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | ROE(%)          | 12.7%       | 10.7%        | 12.4%        | 14.1%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 1,524       | 1,421        | -1,304       | 360          | ROIC(%)         | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 净利润            | 147         | 137          | 179          | 234          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 131         | 106          | 153          | 190          | 资产负债率(%)        | 77.8%       | 78.0%        | 65.9%        | 65.5%        |
| 财务费用           | 26          | 42           | 42           | 100          | 流动比率            | 1.02        | 1.02         | 1.15         | 1.22         |
| 投资损失           | -35         | -44          | -55          | -66          | 速动比率            | 0.90        | 0.69         | 0.55         | 0.59         |
| 营运资金变动         | 1,291       | 1,179        | -1,622       | -97          | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金流        | -38         | 0            | 0            | 0            | 总资产周转率          | 0.84        | 0.79         | 1.02         | 1.17         |
| <b>投资活动现金流</b> | -1,491      | -349         | -640         | -232         | 净资产周转率          | 3.57        | 4.43         | 5.35         | 5.69         |
| 资本支出           | 919         | 300          | 564          | 200          | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 长期投资           | -61         | 0            | 0            | 0            | EPS             | 0.46        | 0.43         | 0.56         | 0.73         |
| 其他投资现金流        | -633        | -49          | -76          | -32          | 每股净资产           | 3.61        | 3.99         | 4.50         | 5.17         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 409         | 123          | 43           | -19          | 每股经营现金流         | 4.89        | 4.56         | -4.19        | 1.16         |
| 短期借款           | -65         | -20          | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 长期借款           | 516         | 200          | 100          | 100          | P/E             | 25.42       | 27.34        | 21.00        | 16.05        |
| 普通股增加          | 0           | 0            | 0            | 0            | P/B             | 3.23        | 2.93         | 2.59         | 2.26         |
| 资本公积增加         | -41         | 0            | 0            | 0            | P/S             | 0.94        | 0.69         | 0.51         | 0.42         |
| 其他筹资现金流        | 0           | -57          | -57          | -119         | EV/EBITDA       | 9.88        | 10.46        | 7.73         | 5.55         |
| <b>现金净增加额</b>  | 442         | 1,194        | -1,900       | 110          |                 |             |              |              |              |

数据来源：德邦研究

## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级

### 一、行业评级

|                  |                           |
|------------------|---------------------------|
| 推荐 – Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 – In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 – Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

### 二、股票评级

|                  |                            |
|------------------|----------------------------|
| 买入 – Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$  |
| 增持 – Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%     |
| 中性 – Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10% |
| 减持 – Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$     |

## 特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。