

2011年11月24日

张露
zhanglu@e-capital.com.cn

目标价(元) 14.7

公司基本资讯

产业别	商业零售
A 股价 (11/11/23)	12.06
上证综合指数 (11/11/23)	2395.07
股价 12 个月高/低	15.79/11.15
总发行股数 (百万)	311.49
A 股数 (百万)	308.84
A 市值 (亿元)	37.25
主要股东	乌鲁木齐国有资产经营有限公司 (17.70%)
每股净值 (元)	3.48
股价/帐面净值	3.47
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	-4.36 -17.90 -18.84

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

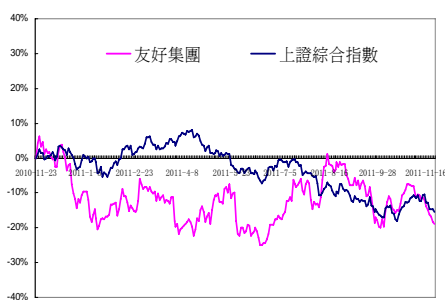
产品组合

零售	91%
----	-----

机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	1.78%
基金	20.06%
一般法人	20.1%

股价相对大盘走势



友好集团(600778.SH)

BUY (买入)

做大做强乌鲁木齐，全面覆盖新疆全区

友好集团是新疆地区零售业龙头，公司现拥有 6 家百货门店和 8 家大型超市，在乌鲁木齐零售市场具有绝对的领先优势，占据单体百货销售前四名，并积极覆盖自治区内其他城市。我们看好公司长期在新疆省内的零售龙头地位，2012 年的新门店培育压力稍大，结转的房地产业务利润较多能够弥补主业增长略低的不利影响。

结论与建议：

- 公司现拥有 6 家百货门店和 8 家大型超市(超市门店目前全部在乌鲁木齐市内)，在乌鲁木齐零售市场具有绝对的领先优势，占据单体百货销售前四名。2011 年前三季度公司实现营收 25.98 亿元，YOY 增长 31.4%；实现净利润 7938 万元，YOY 增长 38.6%。
- 2012 年将是公司门店拓展较为集中的一年，有奎屯天百购物中心和美林花源，8 月份有阿克苏天百购物中心分别开业，百货营业面积增加超过 50%，此外还有几间大型超市将开。新开门店中 2 家为异地扩张门店，1 家位于乌市的新城区，培育期至少需要 3 年，2012 年 3 间新店合计亏损在 3000 万元以上，考虑到原有门店的成长，预计 2012 年来自零售主业的利润增幅在 15%左右。
- 公司控股 50%的汇友房地产公司在建设的"中央郡"、"马德里春天"和"航空嘉园"三个专案，预计全部销售完成能够实现营收 60 亿元。该部分收入将分 3 年结转完，2012 年将结转房地产收入的一半约 30 亿元。我们保守估计该项业务的营业利润率为 20%（正常年份在 25-30%之间），2012-2014 年结转的房地产收入能够给公司带来净利润 2.25 亿元、1.5 亿元和 0.75 亿元。
- 预计公司 2011-2013 年公司将分别实现净利润 1.35、3.79 和 3.42 亿元，零售主业净利润 2011-2013 年分别为 1.35、1.54 和 1.92 亿元，YOY 分别增长 28.6%、13.5%和 25%，EPS 为 0.43、0.49 和 0.62 元；房地产 2012 和 2013 年 EPS 分别为 0.72 和 0.48 元。扣除房地产业务的市值，目前股价对应的零售主业 PE 为 19.5 倍，给予买入的投资建议，目标价 14.7 元，对应公司零售主业 2012 年 25 倍 PE。

..... 接续下页

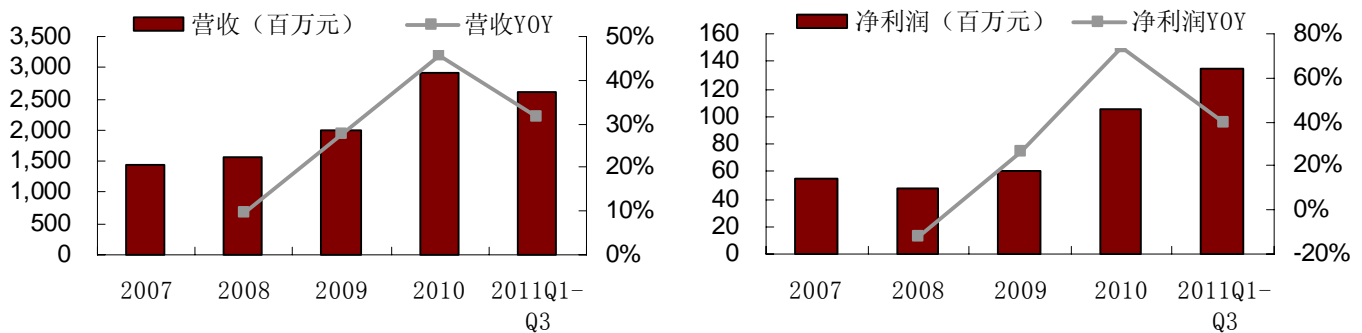
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	48	60	105	135	379
同比增减	%	-12.23%	26.05%	73.94%	28.63%	179.95%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.15	0.19	0.34	0.43	1.22
同比增减	%	-12.23%	26.05%	73.94%	28.63%	179.95%
市盈率(P/E)	X	78.36	62.16	35.74	27.78	9.92
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%

公司介绍

公司前身是乌鲁木齐友好商场，始建于1958年，1993年以定向募集方式改制为股份有限公司，1996年股票在上海证券交易所挂牌上市。目前零售业务为公司的主业，今年来自该业务的营收占据公司总营收的91%。公司现拥有6家百货门店和8家大型超市（超市门店目前全部在乌鲁木齐市内），在乌鲁木齐零售市场具有绝对的领先优势，占据单体百货销售前四名。

公司在2006年更换的领导班子改善了公司的门店和管理，并积极推进门店拓展，使得营收在金融危机时期仍然实现增长，2009年后随着新开门店逐步成熟，公司营收增长更是基本保持在30%以上。2011年前三季度公司实现营收25.98亿元，YOY增长31.4%；实现净利润7938万元，YOY增长38.6%。

图1、公司营收和净利润增长情况



资料来源：公司公告

门店情况

天山百货

天山百货始建于1957年，1994年12月28日重新开业，营业面积30000平方米，定位为精品百货店，为乌鲁木齐单体百货销售第一名，2010年销售收入近11亿元（包括店内超市的营业额），由于门店基本成熟所以未来数年的营业额增速在15%左右，2011全年实现营收超过12亿元。

友好商场

友好商场始建于1958年，商品定位中档大众品牌，在乌鲁木齐单体百货排名第二。2008年公司购买佳雨大厦2至4层共计4095平方米物业，经装修后成为该门店三期，于2010年8月开业，目前公司的营业面积一共3万平米，2010年营业额约为8亿元，YOY增长30%。

营业面积的增加带来了营收的大幅增长，上半年的营收增幅超过30%，预计全年的收入增速仍保持在30%，2011年的营业额10亿元左右。

友好百盛

友好百盛为公司与百盛商业集团合资设立，2002年开业，商品定位中高档时尚百货，友好集团占股权比例49%。门店营业面积4万平米，在乌鲁木齐单体百货中排行第三。该店物业为友好集团自有，友好集团每年从该店获得2500万元左右的租赁收入以及49%的税后净利。

2010年公司从该门店获得的投资收益为2500万元，该店已进入成熟期，每年的净利润增长20%，预计2011年为公司带来的投资收益3000万元。

库尔勒天百购物中心

该门店由公司和哈密领先集团共同投资，公司占51%股权，为公司在乌鲁木齐市外的第一家门店，2007年8月开业，营业面积6.7万平米。门店面积较大因此培育期较长，直到2010年才开始盈利，2010全年实现营收约1亿元，YOY增长50%。该店目前正处于快速成长期。预计2011年的营收增长4成，全年营业额1.4亿元。

独山子金盛时尚百货

门店开业于2008年9月，位于克拉玛依市独山子区，是公司在乌鲁木齐以外的第二家门店，集超市、百货、餐饮娱乐于一体的大型购物休闲中心，定位为中档大众百货。2010年门店约1亿元，YOY增长80%。预计2011年营收增长5成，全年

营业额 1.5 亿元。

美美友好百货

美美友好百货于 2009 年 3 月开业，由公司和香港华懋集团合作建设，位于乌鲁木齐市内的核心商圈友好商圈，是公司定位最高端的百货门店，门店一楼集聚了 LV、Cartier、Armani 等国际一线品牌，2010 年门店收入近 3 亿元。乌鲁木齐高端消费很旺盛，受益新疆的区域振兴，以及进入快速成长期，上半年门店收入增长 6 成，预计 2011 年实现营收 4.8 亿元，基本达到盈亏平衡。

伊宁天百

伊宁天百门店营业面积 2.1 万平方米，于今年 5 月开业，是目前伊犁面积最大、硬体最好、档次最高、品类最全、业态最丰富的购物场所。汇聚了友好集团友好超市、肯德基、美食美尚餐饮广场、友好电器等，是全州首座集购物、休闲、超市、餐饮、文化、康体、商务、服务等多功能为一体的一站式购物中心。由于处于培育期，预计 2011 年的营收 5000 万元左右，亏损 1000 万元，2012 年的营收增长预计 6 成左右，基本实现盈亏平衡。

表 1、公司的门店情况

门店	营业面积（平方米）	开业时间	物业性质	所在市
友好商场	30000	1958	自有	乌鲁木齐
天山百货	30000	1994	自有	乌鲁木齐
天百名店（托管店）	21000	1998	自有 6000，租赁 15000	乌鲁木齐
友好百盛（持股 49%）	40000	2002	自有	乌鲁木齐
库尔勒天百购物中心（持股 51%）	67000	2007	租赁	库尔勒
独山子金盛时尚百货	13000	2008	自有	克拉玛依
美美友好百货	32900	2009	租赁	乌鲁木齐
伊宁天百	21000	2011.5	自有	伊犁
奎屯天百购物中心	40000	2012.5	自有	伊犁
美林花源	40000	2012.5	租赁	乌鲁木齐
阿克苏天百购物中心	60000	2012.8	自有	阿克苏

资料来源：公司公告

门店拓展

公司目前已经成为乌鲁木齐市零售业龙头，并计划到 2015 年实现在疆内经济条件较好的二级城市开设百货店，完成公司主营业务收入达到 100 亿元，其中百货业态销售额达到 60 亿元，超市连锁、家电连锁两业态销售额合计达到 40 亿元的战略发展目标，完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。

2012 年将是公司门店拓展较为集中的一年，有奎屯天百购物中心和美林花源，8 月份有阿克苏天百购物中心，合计 3 家百货门店开业，百货营业面积增加超过 50%，此外还有几间大型超市即将开业。

由于 2012 年开业的门店 2 家为异地扩张门店，1 家位于乌市的新城区，培育期至少需要 3 年左右的时间，预计在 2014 年基本实现盈亏平衡，2015 年实现盈利。

奎屯天百购物中心

奎屯市是伊犁自治州直辖的县级市，奎屯天百购物中心预计营业面积 4 万平方米左右，是北疆最大的综合类购物中心，集购物、影院、娱乐、餐饮、休闲广场和儿童乐园于一体，该项目共计投入约 3.56 亿元，为自有门店，预计在 2012 年二季度末开业。按照项目的总投入计算，每年的折旧费用大约 2000 万元，加上运营所需的其他费用，2012 年各项费用合计 2500 万元。假设由开业至年底合计实现营收 6000 万元，则全年亏损额 1500 万元。

阿克苏天百购物中心

阿克苏天百购物中心位于阿克苏市塔中路 2 号，该商业房产项目总面积为 7.05 万平方米，价格每平方米 6045 元，共计约 4.26 亿元。公司计划在该项目阿克苏天百购物中心上总投资 5.96 亿元（包括购买房产的支出和装修），按照该投入计算

每年的折旧费用大约为 2500 万元，加上经营期间的各项费用，2012 年的费用支出大约为 2000 万元（由于开业时间在下半年，因此费用为正常全年支出的一半）。预计开业半年该店能够实现营收合计 5000 万元，则 2012 年的亏损大约为 1000 万元。

美林花源项目

美林花源项目位于乌鲁木齐市高新技术开发区，项目总面积为 5.1 万平方米，为租赁门店，租赁期限 15 年，租金及物业管理费总额为 3.7 亿元，加上经营期间的人员管理等费用，每年的支出在 3500 万元左右。预计开业至年底合计实现营收 1 亿元，则 2012 年亏损额 1500 万元。

新疆商业情况

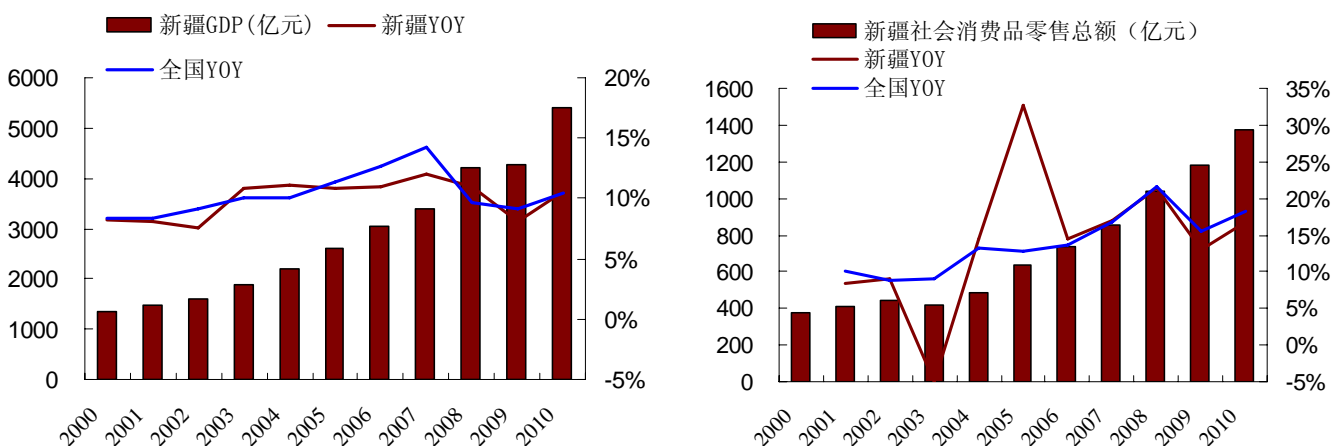
新疆 2010 年实现社会消费品零售总额 1375 亿元，人口总计 2181 万，但是居住比较分散，较为集中区域还是经济较发达、局势稳定且汉族居民较多的北疆地区（乌鲁木齐、阿克苏和伊犁人口均在 200 万以上），消费也主要是由这些区域产生。省会乌鲁木齐市截至 2010 年实现社会消费品零售总额 563 亿元，占自治区整体的 40%。省内的其他城市，由于人口较少，消费能力相对有限，每个城市仅能容纳 1 家大型商场。

由于地处偏远生产力水准较为落后，自治区的 GDP 和消费水准基本同步或落后全国水准。2010 年新疆人均生产总值达到 2.3 万元，低于全国的平均 3 万亿水准，2010 年国家提出了 5 年后新疆人均 GDP 达全国平均水准的战略部署，并给予自治区较多的优惠政策包括：率先进行资源税费改革、给予符合条件的企业所得税“两免三减半”优惠、投资继续向新疆自治区和兵团倾斜自治区等优惠条件。按照国家的规划的目标，未来 5 年新疆的 GDP 年复合增长率将达到 15%。

在全自治区总体经济增长的同时，人口和消费向省会城市集中的趋势较为明显。2010 年乌鲁木齐全市常住人口 311 万人，比 2000 年第五次人口普查时的 208 万人相比，增长了 49.51%，占新疆整个自治区的人口由 2000 年的 11.28% 上升到 14.26%。2010 年自治区政府公布了乌鲁木齐北扩的计画，未来在城市北部再建一个面积 100 平方公里、人口规模 100 万人左右，居住、教育、文化、商贸等功能完善的新城区。按照该规划预计到 2020 年底乌鲁木齐人口将占到自治区总人口的 18%，市区面积扩大和人口的增加将给乌市的消费市场注入新的力量，也将维持公司主要门店未来几年的持续增长。

新疆地处西北，竞争者管理不便，外来公司也较多选择和公司合作开店，所以竞争压力相对较小，基本是友好集团一家独大。公司有望随着地区整体经济实现同步发展。目前公司的计画在稳固乌鲁木齐市场的同时在合适的地级市建设门店，除了已有门店的城市外，吐鲁番、哈密和石河子也是未来的目标市场，公司有望在做大做强乌鲁木齐市场外全面覆盖自治区。

图 2、新疆 GDP 社会消费品零售总额情况



资料来源：国家统计局

房地产业务

公司控股 50%的汇友房地产公司取得的乌鲁木齐土地已进入商品房的开发建设阶段，规划设计了“中央郡”、“马德里春天”和“航空嘉园”三个项目，建筑面积分别为 42.46 万平方米、80.81 万平方米、22.18 万平方米。

截至 2011 年 6 月 30 日，收到销售商品房预收款 8.33 亿元。按照乌鲁木齐平均 5000 元左右的房价计算，预计楼盘全部销售完成能够实现营收超过 70 亿元鉴于近期房地产业不景气，我们保守估计房地产销售收入总额 60 亿元。该部分收入将分 3 年结转完，2012 年将结转房地产收入的一半为 30 亿元。我们假设该项业务的营业利润率为 20%（正常年份在 25-30%之间），2012-2014 年结转的房地产收入能够给公司带来净利润 2.25 亿元、1.5 亿元和 0.75 亿元。

盈利预估

由于 2012 年是公司的集中拓展时期，新门店的培育压力较大，3 间新店合计的亏损在 3000 万元以上，但是由于前期拓展的门店快速成长能够部分覆盖新门店的亏损，因此来自零售主业 2012 年的利润还能够保持 15%左右的增长，2013 年随着费用压力最大的时间过去，公司主业的净利润增长预计达到 25%。

2012 年公司结转的房地产销售收入较多，因此公司总的净利润增幅较大。预计公司 2011-2013 年公司将分别实现净利润 1.35、3.79 和 3.42 亿元，YOY 分别增长 28.6%、180%和 64.6%。零售主业净利润 2011-2013 年分别为 1.35、1.54 和 1.92 亿元，YOY 分别增长 28.6%、13.5%和 25%，EPS 为 0.43、0.49 和 0.62 元，房地产部分 2012 和 2013 年 EPS 分别为 0.72 和 0.48 元。

公司房地产业务总营收 60 亿元，在 3 年的结转周期里平均每年营收 20 亿元，按照地产行业其他公司总资产为 2.5 倍的年平均营收且资产负债率 70%计算，房地产子公司的总资产为 15 亿元，给予该部分 1 倍的 PB，子公司的市值为 15 亿元，公司 50%所有权对应市值 7.5 亿元。

扣除房地产业务的市值，目前股价对应的零售主业 PE 为 19.5 倍，给予买入的投资建议，目标价 14.7 元，对应公司零售主业 2012 年 25 倍 PE。我们看好公司长期在新疆省内的零售龙头地位，短期的门店培育压力稍大，建议持续跟踪新店的销售完成情况。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业额	1570	2000	2917	3819	7965
经营成本	1227	1587	2294	3042	6153
营业税金及附加	21	27	49	57	134
销售费用	75	105	140	191	372
管理费用	159	222	296	355	493
财务费用	28	17	16	26	30
投资收益	10	17	20	23	24
营业利润	60	64	127	166	207
营业外收入	3	11	3	3	16
营业外支出	3	5	4	2	16
税前利润	60	70	126	166	807
所得税	15	15	21	33	202
少数股东权益	-3	-6	1	-1	227
净利润	48	60	105	135	379

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	297	504	665	791	961
存货净额	178	447	471	1084	1138
应收帐款净额	185	199	385	505	656
流动资产合计	680	1171	1542	2399	2775
长期投资净额	385	378	380	456	547
固定资产合计	650	655	764	917	1650
在建工程	28	44	18	453	905
非流动资产合计	1250	1223	1336	2175	3451
资产总计	1930	2394	2878	4574	6226
流动负债合计	779	1278	1458	2976	4417
长期负债合计	192	97	299	358	430
负债合计	972	1376	1757	3334	4847
少数股东权益	125	81	81	80	82
股东权益合计	833	938	1040	1159	1297
负债和股东权益总计	1930	2394	2878	4574	6226

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	279	352	419	435	699
投资活动产生的现金流量净额	-169	-114	-330	-395	-356
筹资活动产生的现金流量净额	-53	-31	72	86	-172
现金及现金等价物净增加额	57	207	161	126	170

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。