

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

友好集团

600778

推荐

主力门店保持快速增长, 地产反哺商业, 百货、超市、电器全线扩张

6-12个月目标价: 13.48元

当前股价: 12.43元

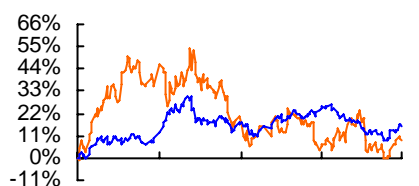
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2810.48
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	309
流通市值(亿)	38
EPS (TTM)	0.38
每股净资产(元)	3.60
资产负债率	61.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
友好集团	3.35	5.36	-5.06
上证综合指数	0.00	-6.36	-0.49



2010/7 2010/10 2011/1 2011/4

— 友好集团 — 上证综合指数

相关报告

投资要点:

- **区域龙头, 充分受益于新疆发展新政:** 2010年下半年实施新疆发展新政以来, 新疆经济增速明显加快。2010年全年和2011年1季度, 新疆GDP增速分别高出全国0.3和1.8个百分点; 2010年, 新疆人均GDP名义增速高出全国增速9.1个百分点。新疆经济发展的重点是改善民生, 提高人民生活水平。作为新疆地区的商业龙头企业, 公司将充分受益。
- **主力门店仍处快速增长期:** 公司现有8家百货门店, 多重定位、梯队完善、布局合理、龙头优势突出。友好商场和天山百货大楼是公司的主力门店, 2010年, 两家门店贡献的营业收入和毛利分别占公司商业板块的88.9%和92.5%。目前, 两家门店仍处于快速增长期, 未来3年营收CAGR24.9%。
- **发展战略: 规模优先, 百货、超市、电器全业态, 40万人口以上城市全覆盖。** 由于疆内商业竞争有加强的趋势且公司房地产业务可提供充裕现金流, 公司实行规模优先、积极扩张战略, 计划到2015年在疆内经济条件好、人口在40万以上的城市全部开设百货店, 主营业务收入达到100亿元, 完成涵盖南北疆的友好百货、超市及家电连锁的战略布局。2011年上半年, 公司新开嘉和园超市、东方雅园超市和伊犁天百国际购物中心; 目前有6个储备项目, 包括2家购物中心、2家超市和2家家电卖场, 分别于2011年下半年至2013年初开业。
- **积极扩张、全业态发展的战略下, 商业板块业绩承压:** 1、投资大、培育期长: 公司大量购买商业物业, 投资额大, 而新疆地区消费水平有限, 新开门店培育期长, 预计伊犁、阿克苏、奎屯的购物中心培育期均不少于3年; 2、规模并非一日之功: 公司大力发展超市业务, 试水家电连锁, 在形成一定规模之前, 预计两项业务盈亏平衡或处微利状态, 不会成为业绩的主要贡献力量; 3、财务费用上升: 在通胀高企、信贷紧缩、利率上行的大背景下, 公司财务费用压力增大。
- **房地产项目加快推进, 提供资金保障, 增厚业绩:** 汇友地产的商品房项目中央郡、马德里春天和航空嘉园建设进度加快, 目前已预售, 预计可实现销售收入67.1亿元, 净利润11.68亿元, 2011-2014年的结算比例分别为10%、40%、40%和10%。公司股权比例50%, 预计2011-2014年贡献EPS0.19、0.75、0.75和0.19元。
- **盈利预测与估值:** 预计公司2011-2013年营业收入分别为43.35、77.07和92.15亿元, 复合增长率46.7%; 其中商业板块2011-2013年营业收入分别为32.61、45.91和60.70亿元, 复合增长率37.2%; 归属于母公司股东的净利润分别为1.96、4.05和4.49亿元, 复合增长率62.2%, 其中商业分别贡献净利润1.08、1.38和1.76亿元, 复合增长率32.1%; 按分部估值法, 公司合理股价为6-12个月13.48元, 对应2011年21.52倍PE, 给予“推荐”评级。

风险提示: 1、伊宁、阿克苏、奎屯等新门店培育期延长; 2、超市、电器连锁严重亏损

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2917	4335	7707	9215
同比(%)	46%	49%	78%	20%
归属母公司净利润(百万元)	105	196	405	449
同比(%)	74%	86%	107%	11%
毛利率(%)	21.4%	21.6%	23.9%	22.8%
ROE(%)	10.1%	16.1%	25.5%	22.8%
每股收益(元)	0.34	0.63	1.30	1.44
P/E	36.84	19.76	9.56	8.63
P/B	3.72	3.18	2.44	1.96
EV/EBITDA	13	8	4	4

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、区域商业龙头：充分受益于新疆发展新政	3
二、门店梯队完善，主力门店仍处快速增长期	4
2.1 百货门店：多重定位、梯队完善、布局合理、龙头优势突出	4
2.2 主力门店仍处于快速增长期	5
三、发展战略：规模优先，百货、超市、电器全业态，40 万人口以上城市全覆盖	7
3.1 发展战略及经营计划	7
3.2 储备项目	8
3.3 未来的扩张	9
四、房地产业务—提供资金保障，增厚业绩	10
五、投资建议：强烈推荐	12
5.1 关键假设	12
5.2 分部估值	14
图 1 新疆、乌鲁木齐与全国 GDP 增速 (%)	3
图 2 新疆与全国人均 GDP (单位：万元)	3
图 3 新疆、乌鲁木齐与全国社零额增速 (%)	3
图 4 新疆与全国城镇居民人均消费性支出 (元)	3
图 5 公司资产负债率 (%)	9
图 6 公司财务费用率 (%)	9
图 7 2009 年新疆各城市人口数量 (万人)	10
图 8 2010 年新疆各地区社会消费品零售总额及增速	10
表 1 公司各百货门店基本信息	4
表 2 友好百盛购物中心历年净利润及分红	6
表 3 已公告储备项目	8
表 4 汇友地产开发项目	11
表 5 汇友地产项目净利润测算	11
表 6 汇友地产项目 EPS 贡献	11
表 7 商业板块盈利预测	12
表 8 友好百盛分红预测	13
表 9 各项业务分部估值	14

一、区域商业龙头：充分受益于新疆发展新政

2010年5月，国务院召开新疆工作座谈会，出台资源税改革、企业所得税减免、喀什设立经济特区等一揽子政策推动新疆经济社会发展。其中，保障和改善民生被放在优先位置，19省市以支援汶川模式对口支援新疆，力争到2015年新疆地区人均GDP达到全国平均水平，城乡居民收入和人均基本公共服务能力达到西部地区平均水平，到2020年实现全面小康。

图1 新疆、乌鲁木齐与全国 GDP 增速 (%)

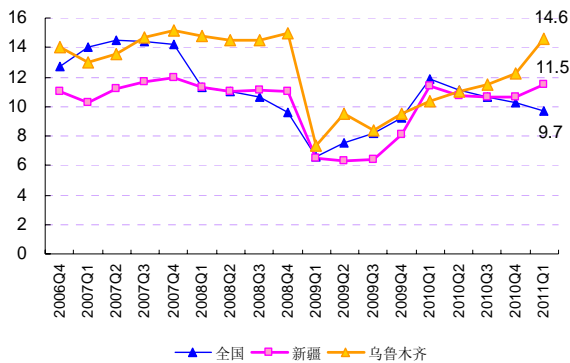


图2 新疆与全国人均 GDP (单位: 万元)

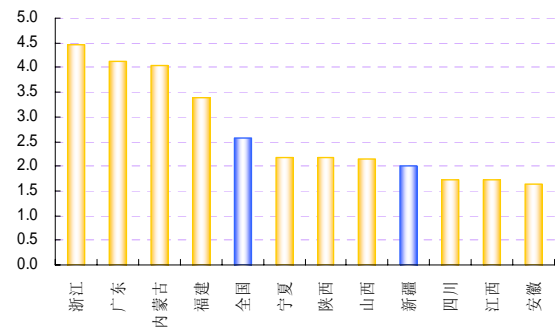


图3 新疆、乌鲁木齐与全国社零额增速 (%)

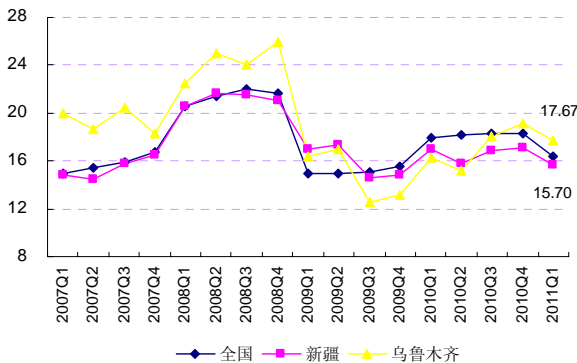
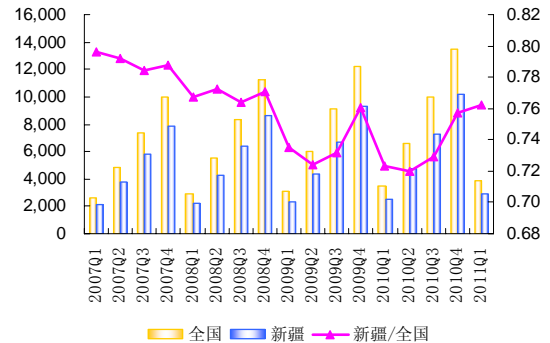


图4 新疆与全国城镇居民人均消费性支出 (元)



资料来源: Wind, 中投证券研究所

2010年下半年实施新疆发展新政以来，新疆经济增速明显加快。2010年全年，新疆GDP增速10.6%，高于全国0.3个百分点；2011年1季度，新疆GDP增速11.5%，高于全国1.8个百分点，乌鲁木齐的GDP增速更是高达14.6%，高于全国4.9个百分点。

2010年，新疆人均GDP为24,978元，为全国水平的83.9%，其名义增速25.3%，比全国人均GDP名义增速16.2%高出9.1个百分点。以新疆目前的经济增速，我们认为，到2015年其人均GDP将大大超过全国平均水平。

2010年全年及2011年1季度，新疆社会消费品零售总额增速均略低于全国水平。我们认为，这与新疆新一轮经济发展的初期，投资是主要拉动力量有关。新疆经济发展新政的终极目的是改善民生，提高人民生活水平。作为新疆

地区的商业龙头企业，友好集团将充分受益于新疆地区经济社会的发展和人民生活水平的提高。

二、门店梯队完善，主力门店仍处快速增长期

2.1 百货门店：多重定位、梯队完善、布局合理、龙头优势突出

表 1 公司各百货门店基本信息

商场名称	营业面积 (平方米)	开业时间	定位	物业性质	城市	商圈	股权比例
友好商场	31,500	1958	大众百货	自有	乌鲁木齐	友好商圈	100%
天山百货大楼	32,000	1994	精品百货	自有	乌鲁木齐	中山路商圈	100%
友好百盛购物中心	50,000	2002	时尚百货	自有	乌鲁木齐	红山商圈	49%
友好美美百货	40,989	2009-3-28	精品百货 (奢侈品)	租赁	乌鲁木齐	友好商圈	100%
天百名店	20,000	1998	折扣店	自有	乌鲁木齐		托管
库尔勒天百购物中心	67,314	2007-7-22	大众百货	租赁	库尔勒		51%
独山子金盛时尚百货	13,000	2008-9-6	大众百货	自有	克拉玛依		100%
伊犁天百国际购物中心	32,192	2011-4-30	大众百货	自有	伊宁市		100%
合计	286,062						

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司现有 8 家百货门店，合计营业面积 28.6 万平方米；其中 5 家位于乌鲁木齐，另外 3 家分别位于库尔勒、克拉玛依和伊犁。

从定位角度看，现有门店定位由低到高，涵盖了品牌折扣店、大众百货、精品百货和奢侈品百货。

从门店梯队角度看，公司既有经营多年的成熟门店友好商场、天山百货、友好百盛购物中心和天百名店，又有处于高速增长期的次新门店库尔勒天百购物中心和友好美美百货，还有刚开业的新门店伊犁天百国际购物中心；此外，公司已公告了阿克苏、奎屯、乌鲁木齐美林小区 3 个购物中心储备项目。

从商圈角度看，公司在乌鲁木齐的 3 个核心商圈—友好商圈、中山路商圈和红山商圈均有大型、成熟门店；预计于 2012 年开业的美林小区购物中心将是正在形成中的高新技术开发区商圈中唯一的大型购物中心。

从销售规模的角度看，2010 年，公司乌鲁木齐市 5 家门店营业收入合计达 33.2 亿元，占乌鲁木齐市社会消费品零售总额 6.6%，是当地销售规模最大的百货类商业企业。

2.2 主力门店仍处于快速增长期

友好商场和天山百货大楼是公司的主力门店，2010年，两家门店贡献的营业收入占公司商业板块的88.86%，毛利占商业板块的92.49%。目前，两家门店仍处于快速增长期。

●友好商场

2010年8月28日，友好商场3期开业，整体经营面积由2.6万平方米扩大至3.15万平方米；商品布局上，女装与内衣整合在一个大厅，男装和皮具相融，运动休闲、户外牛仔、运动器械三个大厅相连；调整、引进品牌近100个。3期的开业，使友好商场动线更流畅，品类更齐全。

友好商场定位于大众百货，2010年含税收入9亿元，扣点率相对较高，在19%左右，比天山百货大楼高1%左右。负一楼超市7000平米左右，年销售收入约2亿元，毛利率在15-16%之间。1-5月，友好商场整体营业收入增速超过30%。

作为一家老门店，友好商场的改造在不断进行中，大厅扶梯、观光梯的安装是2011年门店提档升级的重点。2010年，该门店的平效达3.25万元/平方米·年，预计2011年营业收入增速30%左右，2011-2013年营业收入年复合增长率24.9%。

●天山百货大楼

天山百货大楼位于乌鲁木齐市的传统商圈—中山路商圈。一方面，该商圈商业氛围浓厚，周边居民收入水平较高，天百位于该商圈的龙头位置；另一方面，该商圈主要以大型批发市场、电子市场为主，并非以百货为主打的商圈。

天山百货大楼2008年对一楼的化妆品进行了大规模的提档升级，目前已有Dior、纪梵希、碧欧泉、DHC等一线品牌，Chanel将于近日入驻。一楼化妆品提档后，二、三楼的服装随即进行了提档。公司认为，化妆品及服装的提档升级、居民收入的快速提高是天百收入快速增长的原因—2009和2010年收入增速分别为22.2%和33.6%。

天百2010年的含税销售收入11.9亿元，平效高达3.7万/平方米·年，综合毛利率在18%左右；负一楼超市销售收入约2亿元。2011年1-5月天山百货大楼销售收入增长速度超过30%，预计全年增速约30%，2011-2013年营业收入年复合增长率24.9%。

●友好百盛购物中心

友好百盛购物中心2010年含税销售收入7.8亿元，净利润5268.45万元。因2010年友好百盛进行了内部装修，资金需求大，公司所得投资收益1537.22万元仅占2010年净利润的29%，远低于股权比例49%。预计友好百盛2011年销售收入增长10%左右，分红比例大幅上升。

表 2 友好百盛购物中心历年净利润及分红

项目(单位:万元)	2008年	2009年	2010年
净利润	2740.95	4299.32	5268.45
投资收益	1247.82	1625.57	1537.22
投资收益/净利润	46%	38%	29%
投资收益占上市公司净利润比重	26.03%	26.92%	14.63%

资料来源:公司公告、中投证券研究所

●友好美美百货

该门店的历史渊源为原业主方昊泰实业与美美合作,由美美引进了该商场一楼的奢侈品品牌,但昊泰实业没有能力进行2-4楼的招商及运营,遂公司租赁了该物业,对2-4楼进行了招商并运营整个商场。昊泰实业由于在奢侈品招商方面的贡献,开出的租金要求非常苛刻:一个完整年度的销售额(包括全部销售收入和对外租赁场地租金收入及其他收入)超过4.5亿元人民币时,超出部分按销售额的6%增加租金(租赁期前5年计算销售额时按不含税销售额计算,从第6年起按含税销售额计算)。这意味着,当前5年一个完整的年度的含税销售额超过5.265亿元时,超出部分的销售净利率大于6%才能够给公司带来净收益。此外,公司每年付美美400万元左右的咨询费,美美并不参与该门店的经营。

未来,友好美美提升空间巨大:1、目前,一楼化妆品仅入驻两家,未来化妆品专柜的档次和家数将不亚于天山百货大楼;2、目前品牌布局是一楼为国际一线品牌,二楼及以上为国内一线、二线品牌,公司拟调整二楼布局为国际二线品牌以整体形成从国际一线、二线到国内一、二线品牌的完善组合;3、物业右翼二楼有3000多平方米的面积一直处于闲置状态,公司计划于今年将左、右翼以空中廊桥相连,将闲置空间招商加以利用。

友好美美2010年含税销售收入3.5亿元,亏损约800万元;预计2011年含税销售收入可达4.5-5亿元左右。公司测算本门店最佳的收入区间在5亿元左右,最大盈利规模在1200-1500元。目前,公司希望通过友好美美这家门店提升公司形象,扩大公司规模,形成不同定位的门店梯队,并且为会员提供更完善的服务,其战略、形象意义大于盈利上的贡献。

●天百名店

天百名店2010年营业收入首次超过1亿元并扭亏为盈。经过实地调研与沟通,我们发现,该门店主要经营中老年品牌服饰的折扣商品,毛利高达28-30%。本门店的物业产权复杂,公司仅对其托管,并不收托管费,也无意将其并入上市公司。

●库尔勒天百购物中心

库尔勒天百购物中心是公司 与哈密投资合作的门店，公司股权比例 51%。该门店位于汉族和维族的交界处，并非核心商圈。本门店经过 3 年的培育，已于 2010 年实现盈利。预计 2011 年的销售收入可达 2.5-3 亿元，毛利率提升 2-3%至 15%。该门店营业面积接近 7 万平方米，因体量较大，公司对其利用不充分，尤其是 3、4 楼存在品牌少、利用率低、转租租金低的特点。伴随着门店培育的日益成熟，公司将进一步招商，扩充商品的种类和品牌数量并不断提高扣点率。

●独山子金盛时尚百货

该门店营业面积 1.3 万平方米，体量受限，品类不全。受制于物业条件，营业面积无法扩充；受制于当地的收入水平和人口数量，也难以提档升级；2010 年，该门店税后营业收入 7655 万元，毛利率水平在 15-16%，未来提升空间不大。

●伊犁天百国际购物中心

目前已开的三家外地门店中硬件条件最好的，营业面积 3.2 万平方米，是伊犁州首座集购物、休闲、超市、餐饮、文化、康体、商务于一体的一站式购物中心。门店装修高档，品牌一次性到位，有 300 多个国际、国内一线品牌入驻，其中 30 多个知名品牌为伊犁州独有。开业期间促销力度大，前 8 天实现销售收入 4700 万元。目前，工作日的日流水额在 30 万元左右，周末日流水额在 50 万元左右；扣点率约为 15%。

该门店物业购置成本 1.77 亿元，总投资额 2.56 亿元，年均折旧约 640 万元，每年利息费用约 1200 万元，预计首年亏损超过 1000 万元；培育期 3 年左右。

三、发展战略：规模优先，百货、超市、电器 全业态，40 万人口以上城市全覆盖

3.1 发展战略及经营计划

公司实行规模优先、积极扩张战略，发展三步曲：

2010-2011 年：用 2 年时间巩固和扩大规模优势；

2012-2015 年：用 4 年时间通过扩大市场份额来获得充分的规模效应，使规模经营产生规模效益；

2015 年起：实现在疆内经济条件较好、人口在 40 万以上的二级城市开设百货店，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，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。

百货业务方面，公司以收购物业开设集购物、娱乐、休闲为一体的购物中心为主，以单体百货为辅；超市业务方面，除为购物中心做配套外，公司将发

展重点放在 2000-3000 平方米的单体标准超市上,同时不排除根据可得物业的条件开设 10000 平方米以上的大型仓储式超市、3000 平米以上的综合性超市或几百平米的便利店; 电器业务方面,除为购物中心做配套外,公司还将发展电器连锁店。

公司实行积极扩张战略主要是出于两个方面的考虑: 1、新疆发展新政实施以来,新疆各地经济迅速发展,汇嘉时代、太百购物、世纪金花、苏宁、国美等在新疆各地积极布点,竞争日趋激烈。考虑到新疆市场容量有限,公司必须发挥先发优势,在疆内各重要城市率先布点; 2、地产业务在未来 3-5 年将为公司提供充裕的现金流和丰厚的回报,为公司快速扩张提供支持。

公司实行百货、超市、电器全业态战略。百货是公司的传统主业,目前有“友好”“天百”两个品牌,扩张过程中主要使用“天百”品牌; 公司大力发展超市业务主要是考虑到疆内百货市场容量有限,而疆内超市业态存在较多空白点,竞争环境宽松,市场容量相对较大。公司拟每年新开 4 万平米的超市,平均单店面积在 2000 平米左右。此外,超市业务还可以吸纳年龄较大但经验丰富的退休员工,既减轻公司费用负担,又避免了经验丰富的人才流向竞争对手。公司发展超市、电器业态有利于为客户提供全方位、综合性的服务,提升品牌影响力。相比家乐福、沃尔玛、苏宁和国美,公司在发展超市、电器业务方面的优势主要体现在本土品牌认知度和团购客户方面。

3.2 储备项目

表 3 已公告储备项目

序号	项目名称	城市	业态	建筑面积 (平方米)	物业 性质	总投资额 (万元)	单位面积 投资额 (元/平)	位置	预计 开业时间
1	阿克苏购物中心项目	阿克苏市	购物中心	70,465.1	购买	59,658.9	8,466.4	阿克苏市迎宾路与塔中路交汇处	2012 年 2 季度
2	奎屯购物中心项目	奎屯市	购物中心	47,500.00	购买	35,583.6	7,491.3	奎屯市中心飞鸿里小区南部	2012 年 3 季度
3	西山友好超市	乌鲁木齐	超市	8,851.09	购买	13,749.5	15,534.2	乌鲁木齐西山路 100 号	2013 年初
4	美林小区购物中心	乌鲁木齐	购物中心	51,386.84	租赁	37,232.2	7,245.5	乌鲁木齐高新技术产业开发区长春南路 218 号	2012 年初
5	伊犁铜锣湾家电卖场	伊宁	家电卖场	25,785.17	租赁	26,052.6	10,103.7	伊宁市伊犁铜锣湾 D、F、H 区	2011 年下半年
6	科学大厦卖场	乌鲁木齐	家电卖场	3,488.72	租赁	7,842.1	22,478.6	乌鲁木齐市沙依巴克区西北路 458 号科学大厦	2011 年下半年
合计				207,477		180,119			

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

公司目前已公告 6 个储备项目，包括 3 家购物中心，2 家家电卖场和 1 家超市，合计建筑面积 20.7 万平方米，总投资额 18 亿元。其中，购置物业建筑面积 12.68 万平方米，投资额 10.9 亿元。

综合考虑 2011 年上半年已开业的伊犁天百国际购物中心、嘉和园友好超市和东方雅园友好超市，总投资额达 21.65 亿元。尽管房地产项目和预付卡可提供资金支持，但仍无法完全满足扩张所需，资产负债率上升在所难免。

图 5 公司资产负债率 (%)

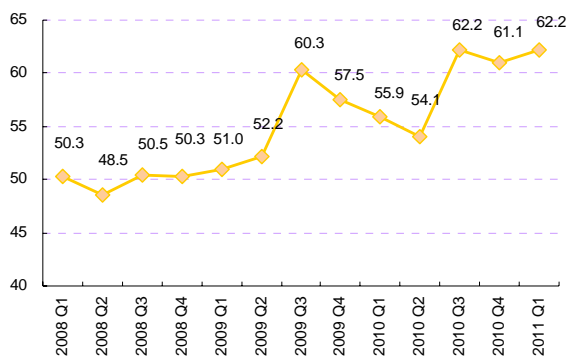
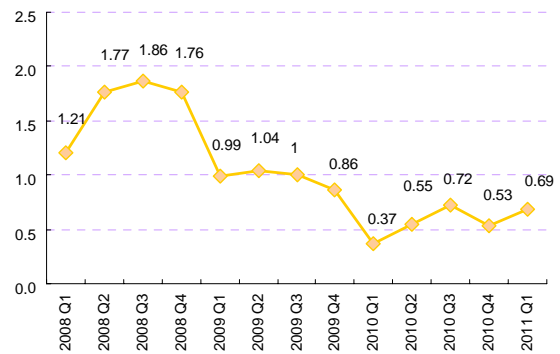


图 6 公司财务费用率 (%)



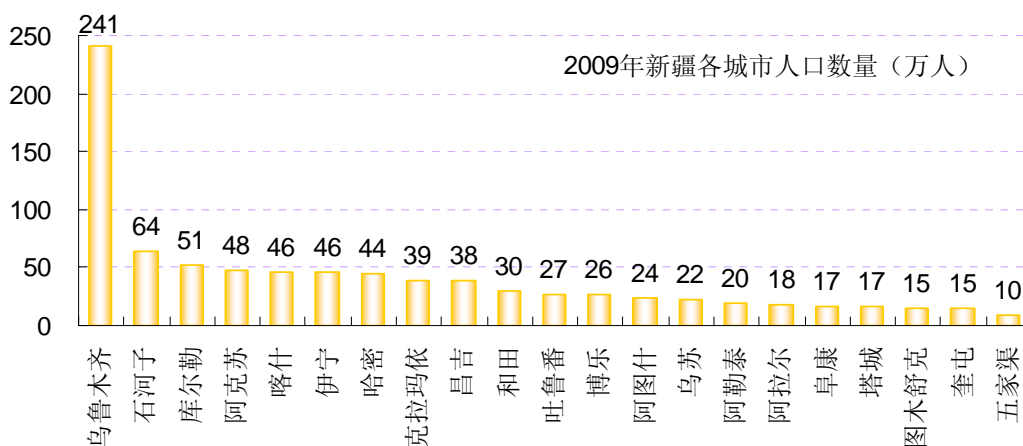
资料来源：公司公告、中投证券研究所

在积极的扩张战略下，公司商业板块的业绩将承受一定的压力：1、投资大、培育期长：公司大量购买商业物业，投资额大，而新疆地区消费水平有限，新开门店培育期长，预计伊犁、阿克苏、奎屯的购物中心培育期均不少于 3 年；2、规模并非一日之功：公司大力发展超市业务，试水家电连锁，在形成一定规模之前，预计两项业务盈亏平衡或处微利状态，不会成为业绩的主要贡献力量；3、财务费用上升：在通胀高企、信贷紧缩、利率上行的大背景下，公司将面临更高的财务费用。

3.3 未来的扩张

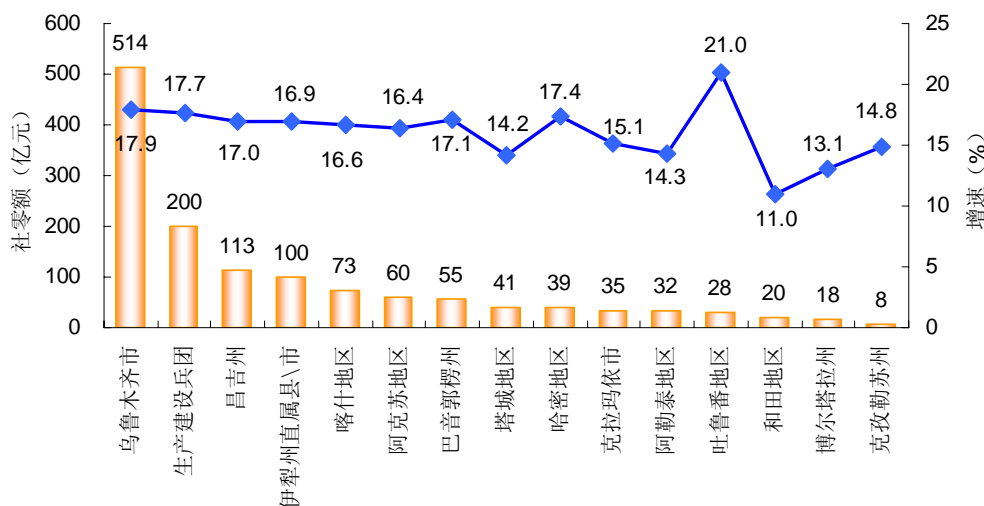
伴随着新疆发展新政的实施和新一轮对口援疆行动的开展，新疆在经济快速发展的同时，人口数量也在快速增加。未来，公司有望在石河子、喀什、哈密、昌吉等地拓展新项目并在克拉玛依开设二店。

图 7 2009 年新疆各城市人口数量 (万人)



数据来源: Wind, 中投证券研究所

图 8 2010 年新疆各地区社会消费品零售总额及增速



数据来源: Wind, 中投证券研究所

四、房地产业务—提供资金保障, 增厚业绩

2009年8月, 公司通过参与招拍挂购得已破产企业新疆第一运输公司的49.91万平方米(约749亩)土地, 收购成本合计约58,167.6万元。同年11月, 公司公告与广汇地产共同出资成立汇友地产, 双方各现金出资2亿元, 股权占比均为50%。

2011年, 公司向汇友地产以成本加税费的价格将包括上述原第一运输公司土地在内的九宗建设用地共50.79万平方米转让给汇友地产, 转让价格7.05亿元(含税)。九宗土地分别位于乌鲁木齐市沙依巴克区克拉玛依西路、新市区外环路和新市区迎宾路。目前, 汇友公司已对其进行开发并预售。项目情况如下:

表 4 汇友地产开发项目

项目名称	中央郡	马德里的春天	航空嘉园
位置	克拉玛依西路	新市区外环路	新市区迎宾路
建筑面积 (万平方米)	42	70	22
实际可售建筑面积占比	80%	80%	80%
均价 (元/平方米)	7,800	5,800	4,800
销售收入 (万元)	262,080	324,800	84,480
合计销售收入 (万元)	671,360		
汇友项目整体均价 (元/平方米)	6,263		

数据来源：公司调研，互联网，中投证券研究所

假设建安成本为 2800 元/平方米、营业税金及附加与销售收入的比例为 19%、期间费用率 12%、所得税率 25%，则汇友地产项目可实现净利润 11.68 亿元。

表 5 汇友地产项目净利润测算

指标	数值
销售收入 (万元)	671,360
土地成本 (万元)	70,500
单位建安成本 (元/平方米)	2,800
毛利润 (万元)	225,660
毛利率	33.6%
营业税金及附加/销售收入	19.00%
三项费用/销售收入	12%
利润总额 (万元)	155,705
所得税率	25%
净利润率	17.39%
净利润(万元)	116,779

资料来源：中投证券研究所

公司原计划用 5 年时间对项目进行开发，而从目前建设进度看，项目周期仅需 4 年。假设 2011-2014 年各年结算比例分别为 10%、40%、40%和 10%。项目收益测算如下：

表 6 汇友地产项目 EPS 贡献

年份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
结算比例	10%	40%	40%	10%
结算利润 (万元)	11,678	46,712	46,712	11,678
权益利润 (万元)	5,839	23,356	23,356	5,839
股本 (万股)	31,149	31,149	31,149	31,149
EPS(元)	0.19	0.75	0.75	0.19

资料来源：中投证券研究所

五、投资建议：强烈推荐

5.1 关键假设

1、假设阿克苏购物中心和奎屯购物中心分别于2012年5月1日和8月1日开业；首年平效分别为5000元/平方米·年和5500元/平方米·年，2013年平效均提高35%；首年毛利率分别为13%和13.5%，次年各提升0.5个百分点。

2、假设友好百盛2011-2013年销售收入年增长率10%，净利率分别为8.7%、9.5%和9.5%，分红率均为40%。

3、2011-2013年，酒店服务业务均保持盈亏平衡，万嘉热力每年亏损300万元，工业、物流等业务每年亏损250万元；其他业务收入每年增长10%，净利率10%。

4、2010年，公司其他业务收入8294万元，主要为友好百盛的租金、其他物业（如仓库等）的租金、向供应商收取的场地出租费、管理费、上架费等。就场地出租费、管理费、上架费等而言，虽归为其他业务收入，但其产生与商业经营密不可分。假设其他业务收入2011-2013年每年增长10%，净利率10%。

5、暂不考虑公司单体超市和电器连锁店的盈利情况。

表7 商业板块盈利预测

商场名称	指标	2010	2011E	2012E	2013E
友好商场	营业收入(万元)	77,265	100,444	125,556	150,667
	增速		30.0%	25.0%	20.0%
	平效(元/平方米·年)	2.5	3.2	4.0	4.8
	毛利率	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%
	毛利润(万元)	15,144	19,687	24,609	29,531
天山百货大楼	营业收入(万元)	101,709	132,222	165,278	198,333
	增速	33.6%	30.0%	25.0%	20.0%
	平效(元/平方米·年)	3.2	4.1	5.2	6.2
	毛利率	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%
	毛利润(万元)	18,918	24,593	30,742	36,890
友好美美百货	营业收入(万元)	30,256	41,026	55,385	74,769
	增速		35.6%	35.0%	35.0%
	平效(元/平方米·年)	0.7	1.0	1.3	1.8
	毛利率	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
	毛利润(万元)	4,387	6,154	8,585	11,963
库尔勒天百购物中心	营业收入(万元)	16,520	25,641.0	35,897	46,667
	增速		55.2%	40.0%	30.0%
	平效(元/平方米·年)		0.38	0.53	0.69
	毛利率	13.2%	15.0%	15.5%	16.0%
	毛利润	2,187	3,846	5,564	7,467

独山子金盛时尚百货	营业收入 (万元)	9,449	13,701	17,126	20,552
	增速		45.0%	25.0%	20.0%
	平效 (元/平方米·年)	0.73	1.05	1.32	1.58
	毛利率	15.5%	15.5%	16.0%	16.0%
	毛利润 (万元)	1,465	2,124	2,740	3,288
伊犁购物中心	营业收入 (万元)		13,071	25,489	33,136
	增速			95.0%	35.0%
	平效 (元/平方米·年)		0.61	0.79	1.03
	毛利率		14.0%	15.0%	15.5%
	毛利润 (万元)		1,830	3,823	4,639
阿克苏购物中心	营业收入 (万元)			23,488	47,564
	增速				102.5%
	平效 (元/平方米·年)			0.50	0.68
	毛利率			13.0%	13.5%
	毛利润 (万元)			3,053	6,421
奎屯购物中心	营业收入 (万元)			10,885	35,269
	增速				224.0%
	平效 (元/平方米·年)			0.55	0.74
	毛利率			13.5%	14.0%
	毛利润 (万元)			1,470	4,938
合计	营业收入 (万元)	235,200	326,106	459,105	606,956
	增速	33.8%	38.7%	40.8%	32.2%
	毛利率	17.90%	17.86%	17.55%	17.32%
	毛利润 (万元)	42,101	58,234	80,586	105,136
	净利率	3.25%	3.30%	3.00%	2.90%
	净利润 (万元)	7,635	10,761	13,773	17,602
	EPS (元)	0.25	0.35	0.44	0.57

资料来源：中投证券研究所

表 8 友好百盛分红预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	66,667	73,333	80,667	88,733
增速		10.0%	10.0%	10.0%
平效	1.33	1.47	1.61	1.77
毛利率				
净利润 (万元)	5,268	6,382	7,665	8,430
净利率	7.9%	8.7%	9.5%	9.5%
分红率	29%	40%	40%	40%
分红 (万元)	1,537	2,553	3,066	3,372
EPS (元)	0.05	0.08	0.10	0.11

资料来源：中投证券研究所

5.2 分部估值

表 9 各项业务分部估值

业务		2010	2011E	2012E	2013E
商业	EPS (元)	0.25	0.35	0.44	0.57
	PE		30	30	30
房地产	EPS (元)	0.04	0.19	0.75	0.75
	PE		10	10	10
万嘉热力	EPS (元)	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	PE		1	1	1
物流、广告、生物等	EPS (元)	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	PE		1	1	1
其他业务	EPS (元)	0.03	0.03	0.03	0.04
	PE		1	1	1
友好百盛分红	EPS (元)	0.05	0.08	0.10	0.11
	PE		15	15	15
合计	EPS (元)	0.34	0.63	1.30	1.44
	股价 (元)		13.48	22.25	26.09

资料来源：中投证券研究所

预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 43.35、77.07 和 92.15 亿元，复合增长率 46.7%；其中商业板块 2011-2013 年营业收入分别为 32.61、45.91 和 60.70 亿元，复合增长率 37.2%；归属于母公司股东的净利润分别为 1.96、4.05 和 4.49 亿元，复合增长率 62.2%，其中商业分别贡献净利润 1.08、1.38 和 1.76 亿元，复合增长率 32.1%；按分部估值法，公司合理股价为 6-12 个月 13.48 元，对应 2011 年 21.52 倍 PE，给予“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1542	2453	5046	6104	营业收入	2917	4335	7707	9215
现金	665	1267	2829	3656	营业成本	2294	3400	5863	7117
应收账款	111	126	216	230	营业税金及附加	49	86	163	184
其它应收款	49	87	162	203	营业费用	140	186	308	359
预付账款	225	340	645	712	管理费用	296	369	644	742
存货	471	612	1173	1281	财务费用	15	34	56	91
其他	20	21	22	22	资产减值损失	11	12	13	20
非流动资产	1336	1281	1244	1171	公允价值变动收益	-6	-1	-5	-6
长期投资	53	57	57	62	投资净收益	20	22	23	24
固定资产	746	666	584	500	营业利润	127	270	677	720
无形资产	114	110	105	100	营业外收入	3	4	5	6
其他	423	448	498	509	营业外支出	4	4	7	8
资产总计	2878	3734	6290	7275	利润总额	126	270	675	718
流动负债	1458	1820	3465	3575	所得税	21	47	135	129
短期借款	185	200	300	400	净利润	106	223	540	589
应付账款	376	510	821	925	少数股东损益	1	27	135	140
其他	897	1110	2345	2250	归属母公司净利润	105	196	405	449
非流动负债	299	587	991	1345	EBITDA	254	415	847	929
长期借款	216	516	916	1266	EPS (元)	0.34	0.63	1.30	1.44
其他	82	71	75	79					
负债合计	1757	2407	4457	4920	主要财务比率				
少数股东权益	81	108	243	383	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	311	311	311	311	成长能力				
资本公积	498	498	498	498	营业收入	45.8%	48.6%	77.8%	19.6%
留存收益	230	411	786	1174	营业利润	99.3%	113.1%	150.6	6.3%
归属母公司股东权益	1040	1219	1590	1972	归属于母公司净利润	73.9%	86.5%	106.7	10.8%
负债和股东权益	2878	3734	6290	7275	获利能力				
					毛利率	21.4%	21.6%	23.9%	22.8%
					净利率	3.6%	4.5%	5.3%	4.9%
					ROE	10.1%	16.1%	25.5%	22.8%
					ROIC	22.5%	64.2%	-267.6	-578.0
					偿债能力				
					资产负债率	61.0%	64.5%	70.9%	67.6%
					净负债比率	22.86	29.75%	27.29	33.86%
					流动比率	1.06	1.35	1.46	1.71
					速动比率	0.73	1.01	1.12	1.35
					营运能力				
					总资产周转率	1.11	1.31	1.54	1.36
					应收账款周转率	29	37	45	41
					应付账款周转率	7.47	7.68	8.81	8.15
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.63	1.30	1.44
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.22	3.86	1.80
					每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.91	5.10	6.33
					估值比率				
					P/E	36.84	19.76	9.56	8.63
					P/B	3.72	3.18	2.44	1.96
					EV/EBITDA	13	8	4	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳, 中投证券商业分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士, 3 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434