

**百货零售**

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 13.33元

当前股价: 10.76元

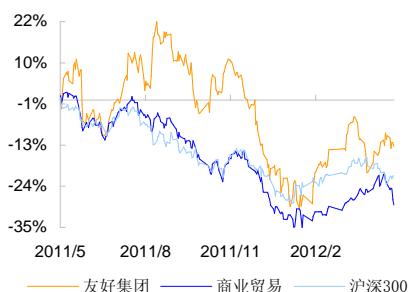
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2396.32
总股本(百万)	311
流通股本(百万)	308
流通市值(亿)	33
EPS	0.46
每股净资产(元)	3.61
资产负债率	77.76%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
友好集团	0.69	16.18	-17.24
商业贸易	0.52	12.04	-7.32
沪深300指数	2.77	4.87	-0.96



**相关报告**

友好集团-2011年完美收官;2012年商业收入将延续高速增长传奇—2011年报、2012年1季报点评 2012-04-20  
友好集团-引入战略投资者,公司发展翻开新篇章 2012-03-02  
友好集团-乌鲁木齐新签中环项目,填补天

**友好集团**

**600778**

**推荐**

**新疆经济的快速发展是公司高增长的动力源泉**

公司是新疆百货、超市、电器全业态的商业龙头企业,新疆经济的快速发展是公司高增长的动力源泉,是公司成熟门店同店增速领先于同行、新门店开业当年实现高平效的坚实保障。新疆经济的区域特点决定了一个地级市(州)仅能容纳1-2家大型购物中心,快速抢占市场是公司保持龙头地位的必然选择。2012年储备项目集中开业使商业主业承压,但地产结算将接力业绩增长。

**投资要点:**

- **新疆全业态商业龙头,充分受益于新疆经济的快速发展:**2011年,公司乌鲁木齐门店营业收入占乌市社会消费品零售总额的5.56%;全部门店收入占新疆社零零售额的2.76%。2012年1季度,新疆固定资产投资完成额累计同比29.5%,比全国增速高出8.6个百分点。公司2012年1季度20%以上的同店增速充分说明了当地经济快速发展对终端消费的强劲拉动。
- **新疆经济的区域特征决定了公司需快速扩张以保市场份额:**1、乌鲁木齐是新疆经济的桥头堡,社零额占全疆的44.6%,商业竞争有加的态势:本地商业企业汇嘉时代、太百购物和外来的商业企业世纪金花、苏宁电器、万达广场等均加快了扩张的步伐;2、新疆外埠地广人稀、经济发展水平低、虽发展迅速但市场容量小,一个地级市(州)仅能容纳1-2家大型购物中心。快速扩张抢占有限的商业资源是公司目前的最优选择。
- **快速扩张使商业主业严重承压:**将有9个项目(3个大型购物中心、2家社区百货、3家大型超市和1家家电卖场)先后于2012年和2013年1季度末前开业,合计建筑面积26.96万平米,超过了公司现有门店的总和。预计新项目2012年可贡献营业收入5.33亿元,权益亏损额-4,070万元。财务费用是影响业绩的关键变量,而财务费用取决于地产项目结算的进度,2012年之后外延扩张的速度和定向增发能否顺利完成。
- **汇友地产结算接力业绩增长:**汇友地产三大楼盘中央郡、马德里春天、航空嘉园共计建筑面积145万平米,预计可实现销售收入71亿元,2012-15年分别结算30%、40%、25%和5%。预计净利润率16.99%(与公司可行性报告的预测相当),2012-14年贡献EPS0.58、0.78、0.48和0.10元。
- **维持“推荐”评级:**预计2012年公司商业主业营业收入增长44.67%(上调2.57个百分点),贡献EPS0.28元(之前为0.32元),相比2011年增长-2%;2012年,友好百盛分红贡献EPS0.11元,增长20%;考虑其他业务但不考虑地产,2012-2014年EPS分别为0.39、0.48、0.68元;按分部估值法,目标价13.33元,维持“推荐”评级。

**风险提示:**1、新疆投资增速放缓;2、财务费用剧增;3、新增过多储备项目

**主要财务指标**

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3860	5175	6998	8909
收入同比(%)	32%	34%	35%	27%
归属母公司净利润	143	121	149	212
净利润同比(%)	36%	-16%	23%	43%
毛利率(%)	20.9%	19.9%	19.4%	19.0%
ROE(%)	12.7%	9.7%	10.9%	13.7%
每股收益(元)	0.46	0.39	0.48	0.68
P/E	23.42	27.74	22.48	15.77
P/B	2.98	2.69	2.44	2.15
EV/EBITDA	10	8	6	5

资料来源:中投证券研究所

## 一、新疆经济的快速发展是公司高增长的动力源泉

2011年，公司实现营业收入38.6亿元，同比增长32.36%；其中商业板块实现营业收入34.8亿元，同比增长47.98%。公司主力门店天山百货大楼和友好商场的店龄分别为18年和54年，2011年的同店增长仍高达24%和32%；公司外埠门店库尔勒天百和独山子金盛的同店增长更是高达91%和44%；伊犁天百于2011年4月30日开业，当年销售收入达1.8亿元，税后营业收入达1.05亿元，折合平效（按建筑面积3.2万平米测算）为4,893元/平米/年。

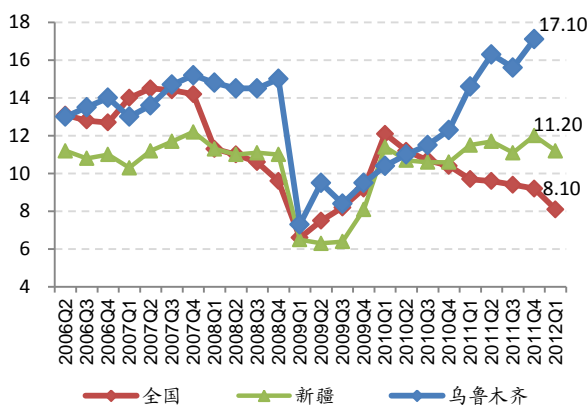
2012年1季度，受经济增速放缓、消费刺激政策青黄不接等因素的影响，全国商业企业增速普遍大幅放缓。中华全国商业信息中心统计数据显示，2012年1季度全国50家重点大型零售企业零售额同比增长8.15%。而沿海发达地区的部分零售企业甚至在1季度出现负增长。受经济大环境的影响，公司1季度的同店增速也有所放缓，但仍远高于行业平均水平。除天山百货大楼受商圈转移的影响增速降至个位数外，其他门店的同店增速仍保持在20%以上。

表1 公司主要门店2011及2012年1季度增速

门店	2011年			2012年1季度同店增速
	含税销售额(亿元)	税后(亿元)	同比增速测算	
天山百货大楼	14.7	12.56	24%	7%
友好商场	12.95	11.07	32%	23%
友好美美	6	5.13	70%	33%
友好百盛	9.56	8.17	18%	
库尔勒天百	2.7	2.03	90.56%	80%
独山子金盛	1.5	1.28	43.81%	46%
伊犁天百	1.8	1.05	-	1季度7000万元的收入

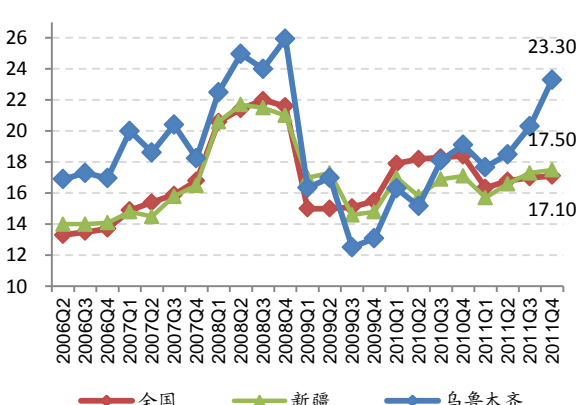
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图1 全国、新疆、乌鲁木齐 GDP 累计增速



资料来源：Wind，中投证券研究所

图2 全国、新疆、乌鲁木齐社零额增速



公司是乌鲁木齐市和新疆自治区绝对的商业龙头企业：2011年，公司乌鲁木齐市门店的收入约为38.6亿元（包括友好百盛在内的税后收入），占乌鲁木齐市社会消费品零售总额的5.56%；公司全疆门店的收入约为42.97亿元（包括友好百

盛在内的税后收入)，占新疆 2011 年社会消费品零售总额的 2.76%。**新疆经济的快速发展是公司高增长的动力源泉，是公司成熟门店同店增速领先于同行、新门店开业当年实现高平效的坚实保障。**

2010 年 5 月新疆经济工作座谈会召开以来，资源税改革、所得税减免、19 省市对口支援等政策逐步落实，新疆经济增速明显加快。2011 年，中央预算资金、央企援疆资金、各省市援疆资金逐步到位，以能源开发、基础设施建设为主的固定资产投资成为新疆经济发展的主要推动力。

2012 年 1 季度，新疆固定资产投资完成额累计同比 29.5%，比全国增速 20.9% 高出 8.6 个百分点。乌鲁木齐是新疆经济发展的桥头堡，经济体量占全疆的 26.3%，社会消费品零售总额占全疆的 44.6%。2012 年 1-2 月，乌鲁木齐固定资产投资完成额同比增长 58.2%，遥遥领先于全疆增速。此外，新疆 2011 年固定资产投资本年施工项目计划总投资额增速和固定资产投资本年新开工项目计划总投资额增速分别为 75% 和 143.6%，遥遥领先于全国增速。计划总投资额的高增长也意味着新疆的固定资产投资正处于快速增长的起步阶段。

图 3 固定资产投资完成额累计同比

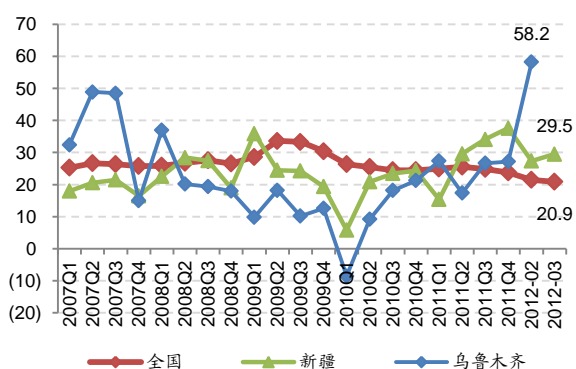


图 4 固定资产投资本年施工项目计划总投资额累计同比

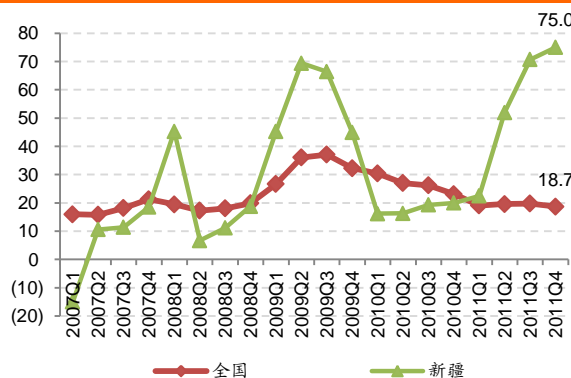


图 5 固定资产投资本年新开工项目计划总投资额累计同比

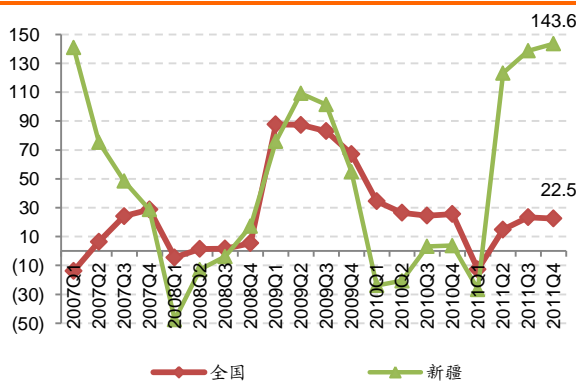
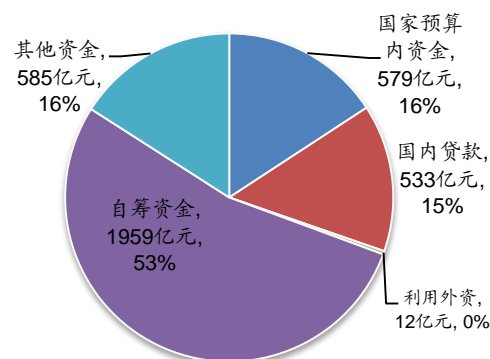


图 6 2010 年固定资产投资资金来源



资料来源：Wind，中投证券研究所

## 二、新疆经济的区域特征决定了公司需快速扩张以保市场

### 份额

新疆具有地域广阔，人口较少，经济发展水平低、市场容量小但发展迅速的特点。

表 2 新疆各行政区 2010 年人口及 2011 年社会消费品零售总额

各行政区	2010 年常住人口 (人)	2011 年社会消费品零售总额	
		绝对量 (亿元)	增长速度 (%)
乌鲁木齐市	3,110,280	649.73	23.3
克拉玛依市	391,008	40.03	18.6
吐鲁番地区	622,679	26.33	19.4
哈密地区	572,400	45.95	20.2
昌吉回族自治州	1,428,592	133.03	18
博尔塔拉蒙古自治州	443,680	21.22	15.9
巴音郭楞蒙古自治州	1,278,492	60.61	16.8
阿克苏地区	2,370,887	72.17	19.6
克孜勒苏州	525,599	9.02	15.9
喀什地区	3,979,362	89.47	21.8
和田地区	2,014,365	22.91	13.9
伊犁哈萨克自治州	2,482,627	115.24	16.3
塔城地区	1,219,212	46.59	14.7
阿勒泰地区	603,280	37.24	15
生产建设兵团	-	241.29	20.1
<b>全区合计</b>	<b>21,813,334</b>	<b>1,611</b>	<b>17.5</b>

资料来源：Wind，新疆统计信息网，中投证券研究所

新疆幅员辽阔，全区总面积 166 万平方公里，约占我国陆地面积的六分之一。但新疆地形复杂，人口较少且相对分散。根据 2010 年第六次全国人口普查，新疆总人口 2,181 万人，其中乌鲁木齐市人口 311 万人，约占新疆总人口的 14.26%。

新疆经济发展水平较低，2010 年人均 GDP 25,034 元，为全国平均水平的 0.83。2011 年，各地级市（州）社会消费品零售总额多在 100 亿元以下，市场容量小但发展迅速。

新疆经济的区域特点决定了一个地级市（州）仅能容纳 1-2 家大型购物中心。在新疆经济快速发展，当地居民购买力快速增强之际，快速抢占各地级市（州）的核心商圈是公司保持区域商业龙头地位的必然举措。

此外，新疆商业竞争有加强的趋势：当地的商业企业汇嘉时代、太百购物加大了门店扩张的速度，外来的世纪金花、苏宁电器等也在加快布点，而商业地产巨鳄大连万达拟投资 80 亿元在友好商圈开发城市综合体。为维持市场份额，巩固龙头地位，公司也加大了在乌鲁木齐扩张的速度，在目前公告的 9 个储备项目中，有 4 个位于乌鲁木齐。



### 三、快速扩张使商业主业承压，地产结算接力业绩增长

#### 1、快速扩张使商业主业严重承压

将有 9 个项目先后于 2012 年年内和 2013 年 1 季度末前开业：库尔勒彼此满意超市（4 月 19 日已开业）、奎屯友好时尚购物中心（4 月 29 日已开业）、阿克苏天百时尚购物中心、石河子聚百得友好超市、伊犁铜锣湾二期、库尔勒彼此满意友好超市、长春路友好时尚购物中心、怡和大厦购物中心、中环路购物中心、西山路佳雨 i 城友好超市。9 个项目合计建筑面积 26.96 万平米，超过了公司现有门店的总和，即在 2012 年至 13 年初期间公司经营商业的建筑面积将实现翻番。这 9 个储备项目从业态上看，包括 3 个大型购物中心、2 家社区百货、3 家大型超市和 1 家家居、家电卖场。

表 3 2012 年年内和 2013 年 1 季度末前开业的项目

序号	项目名称	城市	定位	建筑面积 (万平米)	物业性质	总投资额 (万元)	拟定增募 集资金投入 额(万元)	预计开业 时间	目标市场容量
1	彼此满意超市	库尔勒	超市大卖场	1.14	租赁	2,571	0	2012.4.19	巴音郭楞蒙古自治州首府，户籍人口约 60 万人
2	奎屯友好时尚购物中心	奎屯	综合性购物中心	4.75	购买	35,584	6,150	2012.4	人口：户政管辖人口超过 30 万人，市区常住人口 16.63 万人；社零额：2011 年 1—11 月，18.1 亿元，同比增长 20.5%
3	阿克苏天百时尚购物中心	阿克苏	综合性购物中心	7.05	购买	59,659	15,086	2012.9	2011 年 GDP 同比增速 21.13%；社零额 39.8 亿元，同比增长 21.07%。人口：常住 49.62 万人，其中城市人口 27.03 万人
4	石河子聚百得友好超市	石河子	超市大卖场	1.24	受让股权	10,119	3,492	2012.6	2011 年上半年，GDP 增速 22.3%；2010 年末，人口 67.34 万人
5	乌鲁木齐西山路佳雨 i 城友好超市	乌鲁木齐	超市大卖场	0.89	购买	13,733	1,466	2013.2	2010 年社零额增速：19%；2011 年人口：311 万人
6	伊犁铜锣湾二期	伊犁	家电及家居大型综合性卖场	2.58	租赁	5,743	5,743	2012.9	2011 年，GDP 增速 16.1%、社零额增速 19.3%、人均可支配收入增速 17.4%
7	乌鲁木齐美林花源大型综合购物中心（长春路）	乌鲁木齐	综合性购物中心	5.14	租赁	4,428	2,469	2012.8	2010 年社零额增速：19%；2011 年人口：311 万人
8	乌鲁木齐中环路购物中心	乌鲁木齐	社区百货店	2.04	租赁	5,923	5,923	2012.9	2010 年社零额增速：19%；2011 年人口：311 万人
9	乌鲁木齐怡和大厦项目	乌鲁木齐	社区百货店	2.13	租赁	3,491	3,491	2012.10	2010 年社零额增速：19%；2011 年人口：311 万人
				26.96		141,249	43,821		

资料来源：公司公告，中投证券研究所

我们针对公司 2012 年新开业项目构建了详尽的盈利模型，数据显示：

(1) 新项目 2012 年可贡献营业收入 5.36 亿元，权益亏损额-4,070 万元；

(2) 假设现有百货各门店 2012 年全年增速均与 1 季度增速持平，则现有百货门店 2012 年全年的同店增速为 26.78%；假设连锁超市（不含配套超市）贡献营业收入 3 亿元，综合考虑新增门店，则 2012 年公司商业板块可实现营业收入 50.32 亿元，同比增速 44.67%。

(3) 假设现有门店 2012 年净利润增速为 45%，则综合考虑新增门店，公司 2012 年商业主业净利润（不含百盛分红）增速为-2%。

(4) 利息费用是影响公司未来业绩的重要变量，而利息费用取决于公司地产项目结算的进度、2012 年之后外延扩张的速度和定向增发能否顺利完成。此外，公司业绩对毛利率、人工成本等变量也极为敏感。我们将根据情况的变化适时调整模型。

表 4 2012 年开业项目盈利预测

项目	指标	2012E	2013E	2014E
库尔勒彼此满意 (2012-04-19)	营业收入	3,794	5,692	7,968
	增速		50%	40%
	毛利率	11.00%	11.50%	12.00%
	毛利润	417.38	654.52	956.17
	费用合计	913	1,070	1,106
	净利润	-496	-415	-149
	股权比例	51%	51%	51%
	权益净利润	-253	-212	-76
奎屯天百 2012-04-29	营业收入	17,417	36,575	51,205
	增速		40%	40%
	毛利率	10.00%	10.50%	11.00%
	毛利润	1,741.67	3,840.38	5,632.55
	费用合计	2,726	4,224	4,379
	净利润	-985	-383	1,066
阿克苏天百 2012-09	营业收入	9,395	42,279	63,419
	增速		50%	50%
	毛利率	9.00%	9.50%	10.00%
	毛利润	845.58	4,016.51	6,341.86
	费用合计	2,038	6,276	6,467
	净利润	-1,193	-2,259	-125
伊犁铜锣湾二期 2012-09	营业收入	5,140	23,130	32,382
	增速		50%	40%
	毛利率	10.00%	10.50%	11.00%
	毛利润	514.00	2,428.65	3,562.02
	费用合计	520	2,458	2,615
	净利润	-6	-29	805
美林花源购物中心 (长春路友好时 尚购物中心) 2012-08	营业收入	8,564	35,971	48,561
	增速		40%	35%
	毛利率	13.00%	13.00%	13.50%
	毛利润	1,113.38	4,676.20	6,555.68
	费用合计	1,595	4,355	4,491

	净利润	-481	273	1,755
乌鲁木齐中环购物中心 2012-09	营业收入	4,071	17,097	23,081
	增速		40%	35%
	毛利率	14.00%	14.50%	14.50%
	毛利润	569.90	2,479.08	3,346.76
	费用合计	870	2,640	2,738
	净利润	-300	-160	518
乌鲁木齐怡和大厦项目 2012-10	营业收入	2,131	17,897	24,161
	增速		40%	35%
	毛利率	14.00%	14.00%	14.50%
	毛利润	298.29	2,505.63	3,503.40
	费用合计	834	2,869	2,948
	净利润	-536	-364	472
石河子友好超市大卖场 2012-06	营业收入	3,100	8,680	12,152
	增速		40%	40%
	毛利率	11.00%	11.50%	12.00%
	毛利润	341.00	998.20	1,458.24
	费用合计	658	1,323	1,404
	净利润	-317	-325	46
2012 年新项目合计	营业收入	53,612	187,321	262,929
	增速		249.4%	40.4%
	毛利率	10.90%	11.53%	11.93%
	毛利润	5,841	21,599	31,357
	费用合计	10,164	25,227	26,166
	净利润	-4,322	-3,628	4,412
	权益净利润	-4,070	-3,459	4,461

资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 2、地产项目结算接力业绩增长

截至 2011 年底，汇友地产收到销售商品房预收款 197,756.38 万元。根据我们的草根调研，三大楼盘的总去化率在 40% 左右。根据我们的模型推算，三大楼盘可实现销售收入 71.15 亿元，实现净利润 12.09 亿元，净利润率 16.99%（与公司在 2009 年可行性报告中 16.96% 的净利润率相当）。预计项目将于 2012-2015 年分别结算 30%、40%、25% 和 5%，分别贡献 EPS0.58、0.78、0.48 和 0.10 元（不考虑定增摊薄）。我们预计，最快 2012 年 3 季度末开始结算地产项目。

表 5 汇友地产三大楼盘销售收入预测

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）	42.46	80.81	22.18
实际可售建筑面积占比	80%	80%	80%
均价（元/平米）	7,400	5,800	4,800
销售收入（万元）	251,363	374,958	85,171
合计销售收入（万元）	711,493		
汇友项目整体均价（元/平米）	6,115		

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 6 汇友地产三大楼盘净利润预测

销售收入(万元)	711,493
土地成本(万元)	70,500
单位建安成本(元/平方米)	2,500
毛利润(万元)	277,368
毛利率	39.0%
营业税金及附加/销售收入	9.0%
三项费用/销售收入	10%
利润总额(万元)	142,184
所得税率	15%
净利润率	16.99%
净利润(万元)	120,857
权益利润(万元)	60,428

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 7 汇友地产三大楼盘贡献 EPS 预测

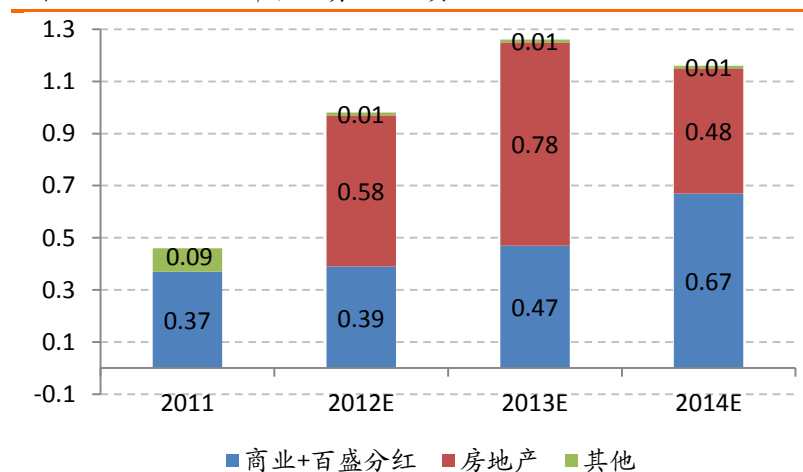
年份	2012	2013	2014	2015	合计
结算比例	30%	40%	25%	5%	100%
结算收入(万元)	213,448	284,597	177,873	35,575	711,493
结算利润(万元)	36,257	48,343	30,214	6,043	120,857
权益利润(万元)	18,128	24,171	15,107	3,021	60,428
股本(万股)	31,149	31,149	31,149	31,149	31,149
<b>EPS(元)</b>	<b>0.58</b>	<b>0.78</b>	<b>0.48</b>	<b>0.10</b>	<b>1.94</b>

资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 三、分部估值，维持“推荐”评级

预计 2012 年公司商业主业营业收入增长 44.67% (上调 2.67 个百分点)，贡献 EPS0.28 元 (之前为 0.32 元)，相比 2011 年增长-2%；2012 年，友好百盛分红贡献 EPS0.11 元，同比增长 20%；考虑其他业务但不考虑地产，2012-2014 年 EPS 分别为 0.39、0.48、0.68 元；地产业务 2012-2014 年分别贡献 EPS0.58、0.78 和 0.48 元。按分部估值法，目标价 13.33 元，维持“推荐”评级。

图 7 2011-2014 年各业务 EPS 贡献





资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 8 分部估值

业务		2011	2012E	2013E	2014E
商业	EPS (元)	0.28	0.28	0.34	0.51
	PE	30	30	30	30
友好百盛分红	EPS (元)	0.09	0.11	0.13	0.16
	PE	20	20	20	20
房地产	EPS (元)	0	0.58	0.78	0.48
	PE		5	5	5
万嘉热力	EPS (元)	0.07	0	0	0
	PE	1	1	1	1
物流、广告、生物等	EPS (元)	0.02	0.01	0.01	0.01
	PE	1	1	1	1
合计	EPS(元)-不含地产	0.46	0.39	0.48	0.68
	EPS(元)-含地产	0.46	0.97	1.26	1.16
	股价(元)	10.29	13.33	16.70	20.82

资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 四、附录：友好集团 2011 年报、2012 年 1 季报业绩解读

### 与展望电话会议纪要

#### 第一部分：分业态、分门店、分品类经营情况介绍

##### 一、分业态：百货、超市、电器

2011 年，百货、超市、电器（新大科技园电器大卖场和百货配套电器）分别实现营业收入（税后）26.3、6.45 和 2.05 亿元，分别占比 75.6%、18.5%和 5.9%。百货、超市和电器的毛利率分别为 17.8%、12.6%和 8.5%。

表 9 2011 年公司分业态收入和毛利情况

业态	销售收入(万元)- 含税	营业收入(万元) -不含税	营收 占比	毛利率	毛利润 (万元)	毛利润 占比
百货	304,500	263,039	75.60%	17.80%	48,076	81.74%
超市	71,500	64,500	18.50%	12.60%	9,000	15.30%
电器	20,500	20,500	5.90%	8.50%	1743	2.96%
商业合计	396,500	348,039	100%	16.90%	58,819	100%

备注：1、本表超市包括连锁超市和百货配套的超市；2、本表电器包括新大科技园家电大卖场和百货配套的电器；3、本表百货业态不含参股的友好百盛

资料来源：公司公告，中投证券研究所

超市业态：截止 2011 年末，公司有 23 家超市（含百货配套），其中 19 家位于乌鲁木齐；2012 年 4 月 19 日，库尔勒彼此满意超市开业，超市家数升至 24 家。公司超市包括大卖场、社区超市和便利店。

目前，公司的百货店配套超市是盈利的，但单看连锁超市部分并不盈利。主要原因在于自采比例低，物流配送规模效应不明显。

超市外延扩张的目标：每年新增 4 万平米的面积或新开 20 家店；以中等规模（4000-5000 平米）的超市门店为主。

## 二、分门店

### 1、2011 年，老门店均实现了较快的内生增长

主力门店实现高平效下的高增长：天百大楼同比增长 24%，税后建筑平效达 3.9 万元/年/平米；友好商场同比增长 32%，税后建筑平效达 2.6 万元/年/平米。

外埠门店实现低基数下的高增长：库尔勒天百同比增长 91%，因体量高达 6.7 万平米，其平效仅 3016 元/年/平米；独山子金盛同比增速 44%，平效已接近 1 万元/年/平米。

新门店经营情况超预期：伊犁天百 2011 年 4 月 30 日开业，8 个月时间实现销售收入，折合日均流水额 75 万元；实现营业收入 1.05 亿元，折合平效 4893 元/年/平米。

### 2、2012 年 1 季度，增速相比去年同期呈现明显下滑，但与同行相比仍属较高增速

天百大楼 1 季度增速回落至 7%；友好商场回落至 23%；友好美美增速回落至 33%；库尔勒天百由于新开负一楼的超市，其增速仍保持在 80%以上；独山子延续了高内生增速。

表 10 2011 年及 1 季度各门店营收及增速情况

序号	门店	建筑面积 (平米)	2011 年					2012 年 1 季度同店 增速
			含税销售额 (亿元)	税后 (亿元)	同比增速 测算	平效-税后 (元/年/平米)	客单价 (元)	
1	天山百货大楼	32,000	14.7	12.56	24%	39,250	>1500	7%
2	友好商场	42,000	12.95	11.07	32%	26,357	550	23%
3	友好美美	40,989	6	5.13	70%	12,516	>3000	33%
4	友好百盛	50,000	9.56	8.17	18%	16,340		
5	库尔勒天百	67,314	2.7	2.03	90.56%	3,016		80%
6	独山子金盛	13,000	1.5	1.28	43.81%	9,846		46%
7	伊犁天百	32,192	1.8	1.05	-	4,893		1 季度 7000 万元 的收入

资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 收入增速预判:

1、预计 2012 年 2-4 季度，现有门店的内生增速不会有太大的回落，至少可保持 1 季度的增速。

2、展望未来 3 年，预计天百大楼的收入和利润增速均在个位数；友好商场的收入增速可维持在 30%以上；友好美美的增速可维持在 30%以上、甚至更高的增速；外埠门店独山子金盛有望保持 40%以上的增速，其他门店有望保持 50%以上的增速。

#### ➤ 天山百货大楼

2011 年 1 季度的同店增速在 30%以上，2012 年 1 季度增速滑落至 7%，原因主要有：

##### (1) 商圈北移分流中山路客流

乌鲁木齐的市中心在往北移，人口在往北部新市区聚集。天山百货大楼位于乌鲁木齐市的中山路商圈，位置偏南。

##### (2) 高平效下难再有大的提升

2011 年，天山百货大楼销售收入 14.7 亿元，营业收入(税后)约 12.56 亿元，按 3.2 万平米的建筑面积测算，其平效为 3.93 万元/年/平米(税后)，已属较高平效水平，持续提升难度加大。且 2011 年 6-7 月份，天百大楼负一楼的超市进行了提档升级，提档后反倒抑制了客流，影响了销售。

##### (3) 经济增速放缓对该店同样有影响

**天百大楼收入、利润预测：**预计未来，天百大楼的收入和利润增速均为个位数左右。

#### ➤ 友好美美

2010 年营业利润-1600 万元，2011 年扣除额外提取的租金后营业利润在 100 多万元，相当于 2011 年减亏 1700 多万元。该店主要是为树立公司高端品牌形象而存在，在最好的情况下可实现净利润 1000 多万元。

该店客单价在 3000 元以上，该店收入的 60%来自于一楼奢侈品的销售。

#### ➤ 独山子金盛时尚百货

2011 年销售收入 1.5 亿元，税后营业收入 1.28 亿元，同比增长约 43.81%，建筑平效为 9800 元/年/平米(税后)。该店的毛利率水平为 14.1%，相比 2010 年的毛利率 14.2%下降了 0.1 个百分点。2011 年，该店经营利润 300 多万元；2010 年，该经营利润-60 万元。

➤ 库尔勒天百（权益比例 51%）

表 11 库尔勒天百营业收入、毛利率与净利润

	营业收入(万元)	毛利率	净利润(万元)
2008 年	4,364	12.24%	-657
2009 年	6,797	12.23%	-391
2010 年	10,652	12.02%	180
2011 年	20,298	11.20%	496

资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 3、毛利率

表 12 各门店毛利率变化

门店	2011 年	2010 年	增减
天百大楼	18.00%	19.00%	-1.00%
友好商场	19.97%	20.00%	-0.03%
友好美美	14.90%	15.57%	-0.67%
库尔勒天百	11.20%	12.02%	-0.82%
独山子金盛	14.10%	14.20%	-0.10%
伊犁天百	-	-	-

备注：表 2 各门店的毛利率含配套的超市和电器

资料来源：公司公告，中投证券研究所

受打折促销的影响，2011 年，除友好商场的毛利率与 2010 年基本持平外，其他门店的毛利率均有不同程度的下降。

### 三、分品类情况

表 13 主力门店品类结构

品类	天百大楼	友好商场
化妆品	14%	6%
钟表、饰品类	29%	29%
服饰	43%	47%
鞋帽	8%	10%
家居	4%	6%
其他	2%	2%
合计	100%	100%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 第二部分：储备项目

### 1、储备项目基本信息

2012 年年内及 2013 年 1 季度末前，公司将 9 个大项目开业：奎屯友好时尚购物中心、阿克苏天百时尚购物中心、石河子聚百得友好超市、伊犁铜锣湾二期、

库尔勒彼此满意友好超市(4月19日已开业)、长春路友好时尚购物中心、怡和大厦购物中心、中环路购物中心、西山路佳雨i城友好超市。

表 14 2012 年年内和 2013 年 1 季度末前开业的项目

序号	项目名称	城市	定位	建筑面积 (万平方米)	物业性质	总投资额 (万元)	拟定增募 集资金投入 额(万元)	预计开业 时间	目标市场容量
1	彼此满意超市	库尔勒	超市大卖场	1.14	租赁	2,571	0	2012.4.19	巴音郭楞蒙古自治州首府, 户籍人口约 60 万人
2	奎屯友好时尚购物中心	奎屯	综合性购物中心	4.75	购买	35,584	6,150	2012.4	人口: 户政管辖人口超过 30 万人, 市区常住人口 16.63 万人; 社零额: 2011 年 1—11 月, 18.1 亿元, 同比增长 20.5%
3	阿克苏天百时尚购物中心	阿克苏	综合性购物中心	7.05	购买	59,659	15,086	2012.9	2011 年 GDP 同比增速 21.13%; 社零额 39.8 亿元, 同比增长 21.07%。人口: 常住 49.62 万人, 其中城市人口 27.03 万人
4	石河子聚百得友好超市	石河子	超市大卖场	1.24	受让股权	10,119	3,492	2012.6	2011 年上半年, GDP 增速 22.3%; 2010 年末, 人口 67.34 万人
5	乌鲁木齐西山路佳雨 i 城友好超市	乌鲁木齐	超市大卖场	0.89	购买	13,733	1,466	2013.2	2010 年社零额增速: 19%; 2011 年人口: 311 万人
6	伊犁铜锣湾二期	伊犁	家电及家居大型综合性卖场	2.58	租赁	5,743	5,743	2012.9	2011 年, GDP 增速 16.1%、社零额增速 19.3%、人均可支配收入增速 17.4%
7	乌鲁木齐美林花源大型综合购物中心(长春路)	乌鲁木齐	综合性购物中心	5.14	租赁	4,428	2,469	2012.8	2010 年社零额增速: 19%; 2011 年人口: 311 万人
8	乌鲁木齐中环购物中心	乌鲁木齐	社区百货店	2.04	租赁	5,923	5,923	2012.9	2010 年社零额增速: 19%; 2011 年人口: 311 万人
9	乌鲁木齐怡和大厦项目	乌鲁木齐	社区百货店	2.13	租赁	3,491	3,491	2012.10	2010 年社零额增速: 19%; 2011 年人口: 311 万人
				26.96		141,249	43,821		

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

#### ➤ 奎屯友好时尚购物中心

4月29日开业, 全业态; 奎屯本身人口并不多, 户政管辖人口超过 30 万人, 市区常住人口 16.63 万人。但奎屯与乌苏、独山子形成金三角, 届时面向的客户群将来自这三个城市。该店定位、条件比伊犁店要好, 平效有望与伊犁店相近。

目前, 物业方还在进行该物业的商场建设, 公司有望购买和租用, 用作二期。



➤ **阿克苏天百时尚购物中心**

预计于8月底或9月开业。阿克苏2011年社零额全疆排第6，当地的竞争对手仅民营的太百。阿克苏天百是当地规模最大、设计最先进、业态最完善的商业中心。

➤ **伊犁铜锣湾二期**

陆续在开，在请专业机构做品类规划和设计，刚出完整方案。二期是租赁物业，一期是购买物业。预计整体在9月份开业。

➤ **长春路友好时尚购物中心（乌鲁木齐美林花源大型综合购物中心）**

该店优势：位于乌鲁木齐新市区，人口日渐密集，富裕人群日益增多，周边没有大型百货店。

劣势：物业狭长，并不是为百货商场而设计的。

原来计划在该项目中开一个大超市，其余部分出租。现在计划全部自己做。

该店建筑面积5.14万平米，租金加管理费为1.2元/天/平米，租金每3年递增10%。

该店将于3季度开业，鉴于租金水平较低、且周边无竞争对手，预计该店2013年即可实现盈利。

➤ **乌鲁木齐中环购物中心和乌鲁木齐怡和大厦项目**

两个均为社区百货店，体量较小，分别为2.04和2.13万平米。怡和大厦项目以超市为主。两店均在10月份左右开业。

**2、购买物业的财务处理**

按35年折旧；在可行性报告中，是以房产(含相关税费)及装修改造费用以30年折旧期残值率为5%的方法测算的。

**3、2012年亏损情况**

受奎屯、阿克苏、美林花源、伊犁铜锣湾二期这四个大的项目开业后的经营情况影响非常大。

**第三部分：费用问题 — 2012年，人工成本、利息费用、租赁费用将大幅上升**

**1、2011年期间费用率上升0.57%，1季度降0.22%**

(1) 2011年，职工薪酬同比增长41.7%，占营收的比例高达7%。主要是由于：

- 新开门店的原因，公司职工人数同比增10%至3523人，且老员工不断得到晋升，薪酬上涨；
- 2011年，公司业绩超额完成，员工工资不同程度上调，且足额兑现奖金承诺；

(2) 租赁费同比增39.4%，源于租赁物业的门店增加，租赁上涨；

(3) 长期待摊费用摊销同比增 89.3%，源于新开门店增加，装修、改造费用等剧增。

表 15 期间费用情况

指标	2011 年报	2011 年同比增减 (*个百分点)	2012 一季度	2012 年 1 季度同比 增减 (*个百分点)
销售期间费用率(%)	16.04	0.57	14.69	-0.22
销售费用率(%)	5.71	0.91	4.58	-0.14
管理费用率(%)	9.66	-0.48	9.26	-0.24
财务费用率(%)	0.68	0.15	0.85	0.16
销售净利率(%)	3.82	0.20	4.25	0.00

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 16 主要费用项

费用项	2011 年 (万元)	增速	占营业收入 的比例	2010 (万元)
职工薪酬(含劳务派遣费)	27,109	41.7%	7.0%	19,126
折旧	6,384	15.4%	1.7%	5,531
租赁费	4,848	39.4%	1.3%	3,479
长期待摊费用摊销	2,842	89.3%	0.7%	1,501
费用性税金	2,107	108.4%	0.5%	1,011
合计	43,291	41.3%	11.2%	30,648

资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 2、2012 年，人工成本、利息费用、租赁费用将大幅上升

**人工成本：**2012 年，随着 8 个大型项目的开业，人员数量将继续大幅增加；为激励员工超额完成销售任务，将继续保持薪酬上的高激励。

**利息费用：**2011 年，公司利息费用仅 581 万元（利息支出 1812 万元，利息收入 1231 万元）。公司储备项目在开业后贷款利息便不可再利息资本化，而直接进入费用。仅奎屯、阿克苏项目 2012 年开业后需计提的利息费用便有 2000 多万元。

**租赁费用：**2011 年新开的超市多为租赁物业；2012 年将开业的伊犁铜锣湾二期、美林花源、中环购物中心、怡和大厦项目均为租赁物业。

**租金水平：**伊犁铜锣湾二期 0.9 元/天/平米（免租 6 个月）；美林花源：1.2 元/天/平米（含管理费）；中环购物中心 1.8 元/天/平米；怡和大厦 2 元/天/平米（免租 5 个月）。

## 第四部分：非商业部分：汇友地产项目、万嘉热力

### 一、汇友地产（50%股权）

1、2011 年底，汇友地产预收款 19.9 亿元，去化率约 40%左右。

2、大部分的结算在 4 季度，会尽量赶在 10 月 15 日前交钥匙，因为 10 月 15 日起收取采暖费。若 10 月 15 日前不交钥匙，需由地产商交取暖费，相当于变相让利、降价。

3、我们预计 2012 年可结算金额 21 亿元，贡献权益净利润 1.8 亿元，折合 EPS0.58 元。在汇友地产的可行性报告里，净利率为 16.96%，我们预计的净利润率为 16.99%。

4、汇友地产主要会在 2012-2014 年这 3 年内结算完毕。

## 二、万嘉热力

2011 年，万嘉热力子公司实现净利润 2788 万元，约贡献权益利润 2314 万元，贡献 EPS0.07 元。

万嘉热力 2011 年度扭亏为盈的原因：（1）政府同意将 4 年来 2000 多万元的代收环保基金直接抵扣成本；（2）于 2011 年 4、12 月收到地税局退税款 77 万元。

展望未来，万嘉热力每年 500 多万元的环保基金均可以抵扣成本，但无法覆盖购热成本的上升，预计每年还会处于亏损状态。

公司不断打报告，申请剥离万嘉热力，但目前没有进展。

## 第五部分：定向增发，引进战投弘毅

### 1、定向增发、引入弘毅的意义：

- （1）负债率已较高，不想再继续使用财务杠杆，引进新股东增加资本金；
- （2）原国资背景下，机制相对老化，引入战投，优化公司治理；

我们认为，其意义包括：

- （1）注入资金有助于现有储备项目顺利完成：新疆地广人稀，市场容量有限，一个城市往往只能容纳 1-2 家大型购物中心，抢占疆内各大城市至关重要；
- （2）有助于公司降低资产负债率，减轻财务费用：本次增发若可节约等量银行贷款，则 5 亿元资金保守按 6% 的利率推算，可节约年利息费用 3000 万元；
- （3）追求绝对收益的战略投资者进入后，公司的一、二大股东间将形成良好的制衡，有助于公司在规模和效益间取得平衡。
- （4）有望推动管理层激励的实施，如推出股权激励或奖励基金计划。

### 2、定向增发的进展

遇到的阻力比当初预计的要大，目前无实质性进展，处于暂缓的状态。

### 3、弘毅不会参与公司的管理，会按例向董事会派人员。

4、因为涉及到地产项目，即使没有弘毅，大股东也无法单独增资。弘毅不差钱，倒是希望独家增资，但大股东乌鲁木齐国资经营公司股权仅 17.7%，不希望再被稀释。

## 第六部分：其他

### 1、安全问题

作为国企，公司防犯工作做的很到位：进门查包，机动车查后背箱等。同时认为政府的治安管理目前还是很到位的，恐怖事件主要发生在偏远地区。

恐怖事件对公司的影响较小，即使是7·5事件，也仅影响了公司1个月。认为当地居民的愈合能力是非常强的。

### 2、消费促进月

公司没有这方面的安排，对公司无影响。

### 3、网购的冲击

乌鲁木齐的网购还停留在较低端的商品上，网购客群跟公司客群有明显的差别，受影响不大。

### 4、2012年主业增长

在2012年1季度的费用中，有部分是储备项目的前期费用，如人工费、培训费、招商费等。大量的新店费用会在3季度体现。

全年来看，因为面临较多的变数（新店的销售情况会否超预期、增发能否通过等），无法准确判断2012年商业主业的利润增长情况。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3957	2471	4203	5205
现金	1107	1036	2089	2744
应收账款	102	150	196	223
其他应收款	86	104	147	196
预付账款	175	414	621	721
存货	2469	746	1129	1299
其他流动资产	17	22	22	22
<b>非流动资产</b>	2389	2306	2185	2015
长期投资	49	57	57	62
固定资产	929	1164	1183	1094
无形资产	149	144	139	134
其他非流动资产	1262	940	806	725
<b>资产总计</b>	6346	4777	6388	7220
<b>流动负债</b>	3878	2141	3222	3514
短期借款	120	200	300	400
应付账款	630	621	790	938
其他流动负债	3128	1320	2132	2176
<b>非流动负债</b>	1057	1104	1508	1862
长期借款	733	1033	1433	1783
其他非流动负债	325	71	75	79
<b>负债合计</b>	4935	3245	4730	5376
少数股东权益	285	286	287	288
股本	311	311	311	311
资本公积	457	457	457	457
留存收益	358	478	609	800
归属母公司股东权益	1126	1246	1372	1556
<b>负债和股东权益</b>	6346	4777	6388	7220

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	1524	-269	734	376
净利润	147	122	150	214
折旧摊销	131	159	195	216
财务费用	26	90	124	133
投资损失	-35	-37	-38	-41
营运资金变动	1291	-591	304	-141
其他经营现金流	-38	-11	-1	-5
<b>投资活动现金流</b>	-1491	-92	-40	-15
资本支出	1496	0	0	0
长期投资	0	106	55	30
其他投资现金流	5	14	15	15
<b>筹资活动现金流</b>	409	290	358	294
短期借款	-65	80	100	100
长期借款	516	300	400	350
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-41	0	0	0
其他筹资现金流	0	-90	-142	-156
<b>现金净增加额</b>	442	-71	1053	655

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	3860	5175	6998	8909
营业成本	3054	4143	5644	7214
营业税金及附加	60	85	101	134
营业费用	220	298	382	481
管理费用	373	440	577	699
财务费用	26	90	124	133
资产减值损失	-1	12	13	20
公允价值变动收益	-3	-1	-5	-6
投资净收益	35	37	38	41
<b>营业利润</b>	159	144	190	263
营业外收入	12	4	5	6
营业外支出	3	1	7	8
<b>利润总额</b>	168	147	188	261
所得税	21	26	38	47
<b>净利润</b>	147	122	150	214
少数股东损益	4	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	143	121	149	212
<b>EBITDA</b>	317	393	509	612
<b>EPS (元)</b>	0.46	0.39	0.48	0.68

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.4%	34.1%	35.2%	27.3%
营业利润	25.5%	-9.4%	31.5%	38.6%
归属于母公司净利润	36.2%	-15.6%	23.4%	42.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.9%	19.9%	19.4%	19.0%
净利率	3.7%	2.3%	2.1%	2.4%
ROE	12.7%	9.7%	10.9%	13.7%
ROIC	16.7%	13.2%	25.6%	35.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	77.8%	67.9%	74.0%	74.5%
净负债比率	17.28	37.98%	36.63	40.60%
流动比率	1.02	1.15	1.30	1.48
速动比率	0.38	0.81	0.95	1.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.84	0.93	1.25	1.31
应收账款周转率	27	36	40	43
应付账款周转率	6.07	6.62	8.00	8.35
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.39	0.48	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	4.89	-0.86	2.36	1.21
每股净资产(最新摊薄)	3.61	4.00	4.40	4.99
<b>估值比率</b>				
P/E	23.42	27.74	22.48	15.77
P/B	2.98	2.69	2.44	2.15
EV/EBITDA	10	8	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元



## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-20	友好集团 - 2011 年完美收官; 2012 年商业收入将延续高增长传奇— 2011 年报、2012 年 1 季报点评
2012-03-02	友好集团 - 引入战略投资者, 公司发展翻开新篇章
2012-01-13	友好集团 - 乌鲁木齐新签中环项目, 填补天山区东南部空白
2011-11-14	友好集团 - 库尔勒拿下两个大型超市项目, 百货与超市相得益彰
2011-10-25	友好集团-商业主业营收保持高增长, 销售费用侵蚀公司利润
2011-08-31	友好集团-新增 2 家超市储备项目, 业务版图新增石河子
2011-08-23	友好集团-储备项目稳步推进, 地产项目结算动力强 — 中期业绩解读电话会议纪要
2011-08-17	友好集团-商业主业同比大幅增长, 友好百盛分红超预期
2011-07-08	友好集团-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

## 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 ±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, 中投证券百货零售分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司: 天虹商场、广州友谊、欧亚集团、友好集团、南京中商、通程控股等。

樊俊豪, 连锁零售行业分析师, 中山大学金融学硕士。重点覆盖公司: 海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

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

### 北京市

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

### 上海市

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