TEBON德邦证券

商贸零售行业

公司深度报告

友好集团(600778)

评级：增持　　首次评级

盘踞西北的“狼”,看好公司的爆发力和耐久力

目标价（元）　13.90

市场数据：

收盘价（元）	10.94
一年内最高/最低(元)	15.27/8.44
总市值（亿元）	34.08
流通市值（亿元）	33.79

基础数据：

每股净资产（元）	3.78
资产负债率（%）	78.64

盈利预测（剔除地产收益）　　百万元、元、%

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
收入额	2917	3860	5243	7076	8571
(+/-,%)	45.8%	32.4%	35.8%	35.0%	21.1%
净利润	105	143	121	158	218
(+/-,%)	73.9%	36.2%	-15.1%	30.1%	37.8%
EPS	0.34	0.46	0.39	0.51	0.70
毛利率	21.4%	20.9%	19.4%	19.2%	19.6%
净利率	3.6%	3.7%	2.3%	2.2%	2.5%

数据来源：德邦研究

投资要点

- **公司是新疆地区领先的零售商。**友好是新疆地区最具规模及影响力的区域零售企业，目前在新疆境内共计拥有 8 家百货店（含超市及电器）、1 家参股店、1 家托管店，以及近 20 家独立超市，总面积已超过 40 万平米。
- **主力门店占据乌市最繁华的商业地段，门店具有较强的集客能力和影响力。**公司是乌市最早、最成熟的零售运营商，在当地两大核心商圈——中山路商圈和友好路商圈占据着四家大店，各店目前已经相当成熟，处于业绩收获期。
- **自有物业比例高，市值提升空间大。**以百货店统计，截至目前公司自有门店数量合计达 6 家，占门店总数的 66.7%（不考虑托管店），自有物业面积 20.67 万平米，占门店总面积的 56.4%。我们认为，公司在国内零售企业当中自有物业比例是较高的，优质的商铺物业既有效抑制了租赁费用的快速上扬，又增强了对区域零售市场的控制力，成为公司当前和未来盈利能够充分释放的基本保证。
- **公司即将步入快速行驶轨道，未来几年区域市场控制力将获得进一步提升。**公司积极在乌市及新疆地州城市布局零售网络，目前公司门店储备丰富，2012 年已开两家大店并将在此基础上继续新增中环路店和友好金盛百货店，2013 年和 2014 年将再开阿克苏店和博乐店。我们认为，公司成为新疆区域零售市场“领袖”的雏形已经形成。
- **盈利预测、估值及评级。**我们预计，公司 2012-2014 年剔除地产 EPS 分别为 0.390 元/0.507 元/0.699 元（若考虑地产业务则为 1.190 元/1.307 元/1.662 元）。公司门店质地优秀，核心竞争力强，是区域领先零售商。我们给予公司未来 12 个月 13.90 元/股的目标价，首次“增持”评级。
- **风险分析。**新店培育低于预期；宏观经济及行业下行风险等。

分析师：
李项峰
8621-68761616-8316
Lixf@tebon.com.cn
执业证书编号：S0120511030002

德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122
http://www.tebon.com.cn

请务必阅读正文后的免责条款部分

目录

逻辑及结论 **1**
1.公司已占据区域百货商的三大优势 1
2.地处西北边陲，物流成本缓解电商的冲击 1
3.广汇增持，夯实了公司的安全边际 1
公司简介 **2**
主业分析 **3**
1.构建了以乌市为核心、以南疆库尔勒和北疆伊犁为两翼的布局，经营模式上偏重于综合百货店，即百货+超市+电器的模式 3
2.主力门店占据了乌市最繁华的商业地段,目前各大门店已相继成熟,正处于业绩释放的收获时期 4
3. 自有物业之占比高,充分受益于物业资产价值稳定上升的同时，又能有效地抑制未来租金费用的快速上扬 5
4.公司即将步入快速行驶轨道，未来几年区域市场控制力随之增强，但集中式开店也将带来资金缺口被放大 6
盈利分析 **7**
1.主要门店经营分析 7
2.盈利预测及投资评级 14

请务必阅读正文后的免责条款部分

逻辑及结论

1. 公司已占据区域百货商的三大优势

大店优势。友好集团目前在乌市拥有 3 家 10 亿级的旗舰店（友好商场、天山百货及友好百盛购物中心）和 1 家销售达 6 个亿的成长店（美美购物中心），在乌市及周边地市拥有 2 家次新店（库尔勒店和独山子店）及 3 家新店（伊犁店、奎屯店和长春路店），新老门店搭配合理，定位各异，业态齐全，能够很好地满足区域城市经济发展的趋势及需求。尤其是公司旗下的三家大店，在乌市当地有着不可撼动的市场占有率及品牌影响力，“友好”、“天百”两个品牌在当地居民群体中知名度高，且深受市场欢迎。

物业优势。公司主力门店占据了乌市及新疆地州城市的核心位置，人气及客流十分丰富；公司目前自有物业比例较高，仅以百货店统计，自有门店及自有面积分别占 66.7%和 56.4%，要远高于国内同行。高自有物业比率既能使得公司充分享受到商业物业升值带来的内在收益，同时也能有效避免市场租金快速上扬导致的费用开支。此外，通过与当地地产商的密切合作，公司通常能够拿到更为优质的商业物业资源。

地域优势。新疆地处中国西北部，面积 166 万平方公里，是中国区域面积最大的省区之一。乌鲁木齐市是新疆的首府，2011 年全市人口 311 万，零售额 695 亿元（占全疆 43%）；以人均统计，2011 年全市人均 GDP 为 5.3 万元，人均零售额 2.2 万元，城镇居民人均可支配收入 1.6 万元（+12.1%），各项指标要接近或超过中部二线城市。此外，新疆除乌市外有地级市 1 个、区直辖市 4 个、地、州辖市 15 个(统称为“疆内二级城市”)，近年来发展迅速，个别城市已经具备开设现代百货店的基本条件。公司目前积极推行以乌市为核心、以南疆库尔勒和北疆伊犁为两翼的战略布局，符合区域经济发展方向与趋势。

2. 地处西北边陲，物流成本缓解电商的冲击

在传统百货普遍遭受电商的冲击之市场背景下，公司作为西北地区零售商的代表，已悄然兴起，规模日益提升，目前已成为乌市最大的区域零售企业之一。由于电商在国内崛起为时不多且电商自身物流配送体系尚不完善，通常只能有效满足东部一线或部分中部二线城市的基本需要，因此对如友好这样的西北区域零售商而言，其遭受电商模式的冲击影响至少从短期来看并不十分明显。

3. 广汇连续增持，夯实了公司安全边际

2012 年 6 月，广汇集团通过上交所集中竞价交易系统增持友好集团 5%的股份，之后又继续增持，截至目前，广汇集团共计持有公司 7.67%的股份，为公司的第二大股东。目前广汇集团与公司在地产业务上有着紧密合作，其增持公司股份正是基于对公司未来发展前景的信心及中长期投资价值的肯定。我们认为，广汇增持进一步夯实了公司的投资安全边际。

公司简介

公司是新疆地区规模最大、最具影响力的区域零售企业。公司目前在新疆共计拥有 8 家百货店（含超市及电器）、1 家参股店、1 家托管店，以及近 20 家独立超市，总面积超过 40 万平米。

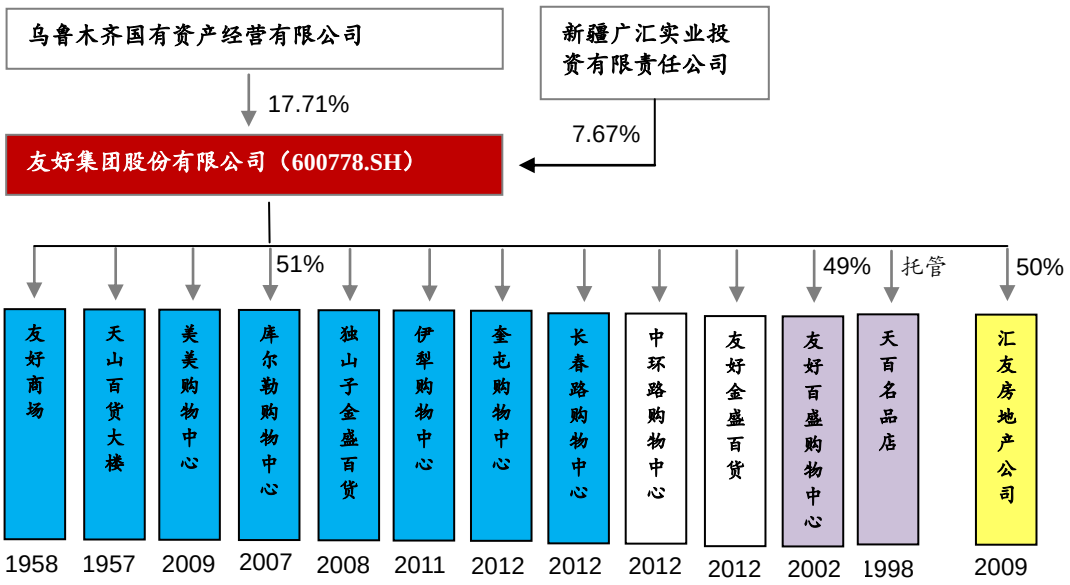
从 2012 年始，公司加大扩张力度，除了 4 月份和 8 月份已经开业的奎屯店和长春路店外，下半年在乌市还有中环路店和金盛百货等陆续开业。我们预计，截至今年底，公司百货店将达 10 家，面积近 40 万平米，若把参股 49%的友好百盛、托管的名品店及诸多独立超市计算在内，面积将达 54 万平米。

公司未来将积极向综合百货店进军，改变以往的单一百货店模式，在满足百货的基础上适当增加超市、电器、餐饮等其他业态，以增加各种业态的协同效应、提升门店的集客能力和销售规模。公司门店坪效稳步增长，尤其是成熟店如友好和天百，早已突破 3 万元/平米，远远高于国内同行。

我们认为，公司是国内区域零售商的领先者，尤其在地处西北边陲的新疆具备着十分明显的市场控制力及垄断力，公司旗下门店占据了核心商圈，将成为公司抗衡竞争对手的有利条件，目前来看，公司年销售过 10 亿门店已有两家，接近 10 亿或即将达到 10 亿的门店也有两家。此外，公司所处的区域远离沿海发达省市，电商对当地零售市场的冲击相对不大。

公司控股股东是乌鲁木齐国有资产经营有限公司，后者持有公司 17.71%股份。2012 年，新疆广汇实业投资有限责任公司连续增持公司股份，目前合计持股已达 7.67%。

图 1 公司股权结构及下属公司



资料来源：公司公告、德邦研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

主业分析

1. 构建了以乌市为核心、以南疆库尔勒和北疆伊犁为两翼的布局，经营模式上偏重于综合百货店，即百货+超市+电器的模式

公司目前实行“乌鲁木齐+疆内地州城市齐头并进”的连锁扩张战略。乌市历来是公司的“根据地”。公司当前在乌鲁木齐市内拥有 3 家主力门店,即为友好商场、天山百货和美美友好购物中心，其中友好商场和天山百货均为疆内最知名的百货商场，门店本身已十分成熟，且“店龄”均已超过 50 年；2009 年 3 月美美友好购物中心正式开业，该店定位于奢侈品百货，积聚了国内外诸多一线品牌，有效弥补了乌市及公司在奢侈品零售领域的空缺。此外，公司在乌市还拥有友好百盛的物业所有权及 49%的股权。

近年来，中国西部区域经济快速崛起，乌鲁木齐及周边地州城市居民人均消费力也得到了快速提升，引发了当地零售市场的一次大的“变革”。公司积极布点，相继战略性地进入了库尔勒、克拉玛依和伊犁等新疆区域经济相对发达的地区，为公司未来十年的稳定发展奠定了坚实基础和动力。

2007 年，公司开出了首家异地百货店——库尔勒店，代表了公司外延扩张提速的始点；2008 年，公司克拉玛依市独山子店开业，巩固了公司在北疆市场的领先地位；2011 年，公司战略性地进军北疆城市伊宁市，2012 年又分别开出了奎屯购物中心和长春路购物中心，至此为止，公司已初步建立起以乌鲁木齐为核心、以南疆库尔勒和北疆伊犁为两翼的战略布局。公司接下来的战略布局是：2012 年继续新开乌市中环路店和金盛百货店；2013 年开设阿克苏店，并进军克拉玛依市、石河子市和吐鲁番地区；2014 年开设博乐店，并进入喀什和哈密地区；2015 年争取在阿勒泰开设首家门店。

在经营业态上，公司也在积极战略调整，近年来重心偏于综合百货店，即“百货+超市+电器、附加餐饮娱乐为一体”的连锁模式。截至目前，公司已在乌鲁木齐市、库尔勒市、克拉玛依市、伊宁市及奎屯市等 5 个城市拥有 8 家百货店（含连锁超市和电器）、托管和参股各 1 家百货店以及近 20 家独立超市，在疆内市场初步建立了领先的规模优势和强劲的竞争力。

表 1 公司近年及未来几年门店拓展情况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
百货	库尔勒店	独山子金盛百货店	美美友好购物中心		伊犁购物中心	奎屯店、长春路店、友好金盛、中环路店	阿克苏店	博乐店
超市			独山子超市	西北路店、建国路店、鸿福店、新兴街店、西虹西路店、加油加气站店	嘉和园店、新民路店、钱塘江路店、阳光嘉苑店、林清园店	石河子聚百得店、库尔勒彼此满意店、库尔勒亿家汇好店	西山路店	
电器					新大科技园店	伊犁铜锣湾二期		

资料来源：德邦研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

2. 主力门店占据了乌市最繁华的商业地段,目前各大门店已相继成熟,正处于业绩释放的收获时期

乌鲁木齐市主要分布着中山路和友好路两大商圈，公司天山百货大楼占据了中山路商圈的核心位置，而在友好路商圈中公司拥有友好商场、美美购物中心及以参股 49%形式经营的友好百盛店。可见，公司主力门店在乌市占据了最为优秀的物业位置，具备经营百货的良好条件。

友好商场和天山百货大楼开业于 1950 年代，经过历年的装修、扩建改造，目前已经十分成熟，年销售额均在 10 个亿以上。美美购物中心开业已 3 年之久，目前正处于快速成长期和业绩释放期。外市店库尔勒购物中心（2007 年）和独山子金盛时尚百货（2008 年）也相继度过了市场培育期，进入盈利阶段。

自 2011 年始，公司加速了扩张步伐，2011 年和 2012 年分别新开了伊犁店、奎屯店和长春路店，下半年还将在乌市开出 2 家百货店：中环路店和友好金盛百货。我们认为，公司目前这种密集式开店的方式尽管在短期内会增加公司各项费用（包括开店费用、折旧摊销、人工薪酬及租金费用等），预计新店必会带来一定的亏损额，但由于天百、友好等老店盈利稳定增长以及美美、库尔勒、独山子等次新店相继进入盈利期，公司未来整体业绩增速将被“烫平”，不会出现大幅波动。

请务必阅读正文后的免责条款部分

表 2 公司主要门店介绍

门店名称	开业时间	建筑面积	物业性质	门店类型
友好商场	1958 年	30000 ㎡	自有	大众百货
天百大楼	1957 年	34000 ㎡	自有	精品百货
天百名品	1998 年	20000 ㎡	自有+租赁	折扣店
友好百盛	2002 年 12 月	50000 ㎡	自有	大众百货
库尔勒店	2007 年 9 月	67314 ㎡	租赁	购物中心
独山子店	2008 年 9 月	12988 ㎡	自有	时尚百货
美美百货	2009 年 3 月	41056 ㎡	租赁	奢侈百货
伊犁天百	2011 年 4 月	32192 ㎡	自有	购物中心
奎屯购物中心	2012 年 4 月	47500 ㎡	自有	购物中心
奎屯店（扩建）	2012 年	9459 ㎡	自有	购物中心
美美店（扩建）	2013 年	1880 ㎡	租赁	奢侈百货
伊犁店二期	2012 年 9 月	25785 ㎡	租赁	电器家居
长春路店	2012 年 8 月	51387 ㎡	租赁	购物中心
中环路店	2012 年 9 月	20354 ㎡	租赁	社区百货
友好金盛	2012 年 11 月	21300 ㎡	租赁	社区百货
阿克苏店	2013 年	70500 ㎡	购置	购物中心
博乐购物中心	2014 年	45000 ㎡	租赁	购物中心

资料来源:公司公告,德邦研究

3. 自有物业之占比高,充分受益于物业资产价值稳定上升的同时，又能有效地抑制未来租金费用的快速上扬

近年来，乌鲁木齐商铺价格整体呈现出稳步上升的趋势，以公司新签的各类租赁物业合约来看,租赁费用通常以每3年上涨10%左右的水平在增长。

公司自有物业比例较高。以百货店统计，截至目前公司自有门店数量合计达 6 家，占门店总数的 66.7%（不考虑托管店），自有物业面积 20.67 万平米,占门店总面积的 56.4%。为避免前期开店的巨额投入,从 2012 年开始，公司减少了购置门店数量，相应提高了租赁门店比例（2012 年美美扩建、伊犁二期以及长春路店、中环路店和怡和大厦店均为租赁方式），若把已签约未开业物业计算在内，截至 2014 年，公司自有物业数量和面积占比将分别下降至 54%和 51%。

我们认为，公司在国内零售企业当中自有物业比例是较高的，优质的商铺物业既有效抑制了租赁费用的快速上扬，又增强了对区域零售市场的控制力，成为公司当前和未来盈利能够充分释放的基本保证。2011 年，公司租金费用为 4848 万元,年增长率 39%,低于公司零售主业收入 48%的增速。2009-2011 年，公司年租金率分别为 1.1%、1.2%和 1.3%，远远低于同期行业 2.6%、2.6%和 2.5%的平均水平。

请务必阅读正文后的免责条款部分

4. 公司即将步入快速行驶轨道，未来几年区域市场控制力随之增强，但集中式开店也将带来资金缺口被放大

我们发现，2007-2011 年，公司年均开店数量大致维持在 1 家（仅指百货），而 2012 年公司急速“发力”，一改之前稳健的策略，接连开设 4 家大店，无疑代表着公司即将驶入高速扩张阶段。根据公司战略规划，截至 2015 年，公司将在阿克苏、喀什、石河子、博乐及阿勒泰等城市开设门店。

公司通常采取“购置+租赁”的扩张方式，尤其是购置形式的开店必然增加公司中短期的资金压力（购置门店引致巨额折旧及财务费用）。根据已公布签约门店数据，我们估算，2007-2011 年间公司开店资本支出合计约为 15.4 亿元，其中仅 2011 年就达 7.9 个亿，约占 50%；2012-2014 年间公司资本开支预计将超过 36 亿元，其中 2012 年一年就可能达 22 个亿，2012 年/2011 年将增加 1.8 倍之多。在 2007-2014 年近 50 个亿的投资额中，购置/新建费用将达 13.9 亿元，约占 27%。

我们认为，历年及今后几年巨额的资本开支将无可避免地引致公司的资金缺口不断加大，公司以往单纯依靠银行渠道间接融资的方式估计已难以满足其发展的基本需要，而借助资本市场将是公司未来必然的选择。

表 3 公司历年资本开支及预测

业态类型	门店名称	开业时间	物业性质	建筑面积（㎡）	投资合计（万元）	购置/新建（万元）	租金总额（万元）	装修支出（万元）	设备购置（万元）	流动资金（万元）
购物中心	库尔勒店	2007 年	租赁	67314						
时尚百货	独山子店	2008 年	购置	12988	6400	5325		575	500	
奢侈百货	美美百货	2009 年	租赁	41056	62200		57200	3500		1500
大众百货	友好商场扩建	2010 年	购置	5460	6584	6350		234		
购物中心	伊犁铜锣湾店	2011 年	购置	32192	25600	18600		5600	1400	
电器家居	伊犁店二期	2012 年	租赁	25785	26053		20310	4143	600	1000
购物中心	奎屯购物中心	2012 年	购置	47500	35584	27039		4356	794	1000
购物中心	奎屯店(扩建)	2012 年	购置	9459	10364	5488		3500	876	500
奢侈百货	美美店(扩建)	2013 年	租赁	1880	21090		13326	7256	8	500
购物中心	长春路店	2012 年	租赁	51387	53482		37232	13120	508	2623
社区百货	中环路店	2012 年	租赁	20354	30439		24516	3750	173	2000
社区百货	友好金盛百货	2012 年	租赁	21300	46816		43325	2770	221	500
购物中心	阿克苏天百店	2013 年	购置	70500	59659	44176		11384	702	3000
购物中心	博乐购物中心	2014 年	租赁	45000	41222		29565	9750	907	1000
大卖场	嘉和园店	2011 年	购置	12013	9937	6937		1560	940	500
超市	新民路店	2011 年	租赁	5600	7778		5689	930	159	1000
大卖场	钱塘江路店	2011 年	租赁	5984	12257		10771	278	208	1000
超市	林清园店	2011 年	购置	4792	7232	5952		540	240	500
超市	阳光嘉苑店	2011 年	购租	1094	800	420	250	71		
家电卖场	新大科技园店	2011 年	租赁	3489	6894		5957	395	41	500
大卖场	库尔勒亿家汇好	2012 年	租赁	17730	8361		6113	1131	618	500
大卖场	石河子聚百得店	2012 年	购置	12399	10119	6570		2776	273	500
大卖场	库尔勒彼此满意	2012 年	租赁	11383	8407		5836	1707	363	500
大卖场	西山路店	2013 年	购置	8900	13733	12267		704	262	500
大卖场	奎屯友好广场	2013 年	租赁	7771	7253		5195	1073	385	600
	门店合计			**543329**	**518263**	**139125**	**265286**	**81103**	**10177**	**19723**

资料来源：公司公告，德邦研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

盈利分析

1. 主要门店经营分析

公司主力门店主要 3 家：友好商场、天百大楼及美美购物中心，另外参股49%的友好百盛也是公司重要的盈利源。库尔勒店和独山子店目前已进入盈利阶段，伊犁店尚处培育期。

友好商场

友好商场开业于 1958 年，是公司目前三大核心百货门店之一。该门店位于乌市友好路商圈的核心地段，定位于大众百货，建筑面积近 3 万平米。2008 年 7 月公司支付 6350 万元购买了克拉玛依东路 13 号紧邻友好商场之“佳雨大厦”2-4 层商业物业，与友好商场相应楼层打通，以致增加商场面积共计 5460 平米，2010 年 8 月底该扩建项目正式开业。

2011 年，友好商场首度实现含税销售额突破 10 亿大关，以 12.95 亿元的销售业绩仅次于天山百货大楼。2012 年上半年由于道路改造，友好商场的经营受到一定影响，我们预计，9 月份以后将逐渐恢复正常，2012 年销售额将达到 15 个亿，由于门店开业年份较早，当前年折旧摊销费用较低，运营费用将主要来自于人工成本。预计 2012-2014 年净利润将分别达 1.37 亿元、1.52 亿元和 1.65 亿元。

表 4 友好商场盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入(万元)	119658	130427	140209	150024	160526	171763
营业成本(万元)	97222	105972	113920	121895	130427	139557
毛利率(%)	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
人工成本(万元)	3300	3399	3501	3606	3714	3826
房屋折旧(万元)	550	550	550	550	550	550
装修改造折旧(万元)	750	750	750	750	750	750
设备购置折旧(万元)	300	300	300	300	300	300
水电费用(万元)	426	430	434	438	443	447
采暖空调费(万元)	123	123	123	123	123	123
营销费用(万元)	500	650	800	950	1100	1250
财务费用(万元)	329	359	386	413	441	472
净利润(万元)	13734	15210	16528	17849	19275	20814

数据来源:德邦研究

天山百货大楼

天山百货大楼（即“天百大楼”）位于乌市中山路商圈，紧邻人民广场，是新疆地区知名的百货商场。该店始建于 1957 年，1992 年扩建，1994 年底重新开业，目前已成为乌市精品百货中的第一门店。

天山百货是公司的明星店，尽管建筑面积仅 3.4 万平米（实际营业面积约 2.5 万平米），但年销售额已近 15 个亿（2009 年和 2010 年分别为 8.9 亿元

请务必阅读正文后的免责条款部分

和 12 亿元，2011 年 14.7 亿元），领跑新疆市场，在所有门店中排名第一。

作为主要竞争对手，同样位于中山路商圈的王府井乌鲁木齐店于 2007 年 3 月开业，建筑面积 3 万平米，与天山百货错位竞争。我们认为，尽管两店经营体量大致相当，但从商品品类、业态结构、销售规模、盈利能力以及品牌影响力等各方综合考虑，王府井难以对天山百货构成任何威胁。

随着乌市商圈的变迁，位于中山路商圈的天山百货将迎来稳步增长期。我们预计，2012-2014 年该店净利润分别为 1.53 亿元、1.66 亿元和 1.82 亿元。

表 5 天百大楼盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入（万元）	132479	142415	152384	163050	173649	184936
营业成本（万元）	108301	116424	124193	132886	141090	150260
毛利率（%）	18.3%	18.3%	18.5%	18.5%	18.8%	18.8%
人工成本（万元）	3300	3399	3501	3606	3714	3826
房屋折旧（万元）	675	675	675	675	675	675
装修改造折旧（万元）	500	500	500	500	500	500
设备购置折旧（万元）	300	300	300	300	300	300
水电费用（万元）	408	408	408	408	408	408
采暖空调费（万元）	120	120	120	120	120	120
营销费用（万元）	500	650	800	950	1100	1250
财务费用（万元）	364	392	419	448	478	509
净利润（万元）	15308	16615	18248	19683	21475	23025

数据来源：德邦研究

友好百盛

友好百盛是公司与百盛集团的合作门店，公司参股 49%。该店于 2002 年底开业，经营面积约 5 万平米。公司拥有友好百盛的全部经营物业。

友好百盛占据了核心商圈和大型社区的双重优势，近年来发展迅速，2011 年含税销售额达 9.56 亿元，仅次于天山百货和友好商场之后。我们预计，友好百盛在未来三年的净利润分别为 8991 万元、11129 万元和 13256 万元。

表 6 友好百盛盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入（万元）	96009	110410	124763	138487	152336	166046
营业成本（万元）	77287	88880	100434	111482	122630	133667
毛利率（%）	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
人工成本（万元）	3300	3399	3501	3606	3714	3826
租赁费用（万元）	2500	2500	2500	2500	2500	2500
装修费用摊销（万元）	760	760	760	760	760	760
设备购置折旧（万元）	380	380	380	380	380	380
水电费用（万元）	480	485	490	495	499	504
采暖空调费（万元）	164	164	164	164	164	164
营销费用（万元）	300	450	600	750	900	1050
财务费用（万元）	264	309	355	409	462	517
净利润（万元）	8991	11129	13256	15278	17317	19331

数据来源：德班研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

美美购物中心

美美购物中心于 2009 年 3 月开业，是公司目前唯一定位于奢侈品百货的主力店。该店是公司与香港华镫集团的合作项目，香港华镫集团一直以管理高端精品购物中心著称。自成立以来，美美购物深受乌市高端消费群体的欢迎，目前已成为当地唯一拥有众多国际一线奢侈品品牌的门店，也是具有地标性质的知名购物场所。

美美购物中心当前建筑面积 4.11 万平米，2012 年公司租赁了位于友好北路 669 号喜来登酒店地上一层部分场地，将净增门店营业面积 1880 平米，预计扩建项目将于 2013 年初完成。

美美购物中心自开业以来，成长快速且经营优于预期，2009 年实现含税销售 1.74 亿元，2010 年增至 3.57 亿元，2011 年已达 6 亿元，我们预计 2012 年将有望超过 7.5 亿元，2012-2014 年净利润分别为 270 万元、386 万元和 958 万元。

表 7 美美友好购物中心盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入（万元）	65385	88269	105923	127108	149352	174741
营业成本（万元）	57538	77015	91623	109948	129189	151151
毛利率（%）	12.0%	12.8%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
人工成本（万元）	948	976	1006	1036	1067	1099
租赁费用（万元）	5223	7212	9452	10939	12602	14596
装修费用摊销（万元）	222	848	848	848	848	848
设备购置折旧（万元）	50	74	74	74	74	74
水电费用（万元）	489	516	521	526	532	537
采暖空调费（万元）	90	94	94	94	94	94
营销费用（万元）	0	0	50	100	150	200
财务费用（万元）	507	1079	1127	1186	1247	1317
净利润（万元）	270	386	958	2003	3016	4101

数据来源：德邦研究

库尔勒购物中心

2007 年 9 月公司第一家异地店——库尔勒购物中心正式开业，公司持股 51%。库尔勒店是目前当地最大的百货店，建筑面积达 6.73 万平米，2011 年 11 月公司控股子公司“库尔勒天百”租下购物中心地下一层约 1.77 万平米物业用于开设超市（即库尔勒亿家汇好卖场），使得门店体量共计达 8 万多平米，进一步增强了对当地市场的控制力。2011 年该店实现含税销售 2.7 亿元，且首次实现盈利。

我们预计，2012 年库尔勒店将继续实现 50%左右的销售增长，2012-2014 年该店净利润分别为 20 万元、886 万元和 1778 万元。

请务必阅读正文后的免责条款部分

表 8 库尔勒购物中心盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	34615	43269	51923	62308	74769	89723
营业成本	30538	38064	45547	54501	65214	78032
毛利率	11.8%	12.0%	12.3%	12.5%	12.8%	13.0%
人工成本	990	1020	1050	1082	1114	1148
租赁费用	1421	1421	1432	1562	1562	1575
装修费用摊销	272	272	272	272	272	272
设备购置折旧	223	223	223	223	223	223
水电费用	606	612	618	624	630	637
采暖空调费	147	147	147	147	147	147
营销费用	300	350	400	450	500	550
财务费用	83	103	124	149	178	214
净利润	20	886	1778	2785	4166	5859

数据来源：德邦研究

独山子金盛百货

独山子金盛百货位于克拉玛依市独山子区，2008 年 9 月开业，面积 1.3 万平米。

2011 年，独山子店实现含税销售 1.5 亿元，且首次实现盈利。我们认为，该店目前尚处快速成长期，预计 2012 年有望继续实现 35%的收入增速，2012-2014 年三年盈利分别为 622 万元、981 万元和 1421 万元。

表 9 独山子金盛百货盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	17308	20769	24923	29908	35291	41643
营业成本	14798	17758	21309	25422	29997	35397
毛利率	14.5%	14.5%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
人工成本	610	628	647	667	687	707
房屋折旧	169	169	169	169	169	169
装修改造折旧	18	18	18	18	18	18
设备购置折旧	48	48	48	48	48	48
水电费用	130	131	132	134	135	137
采暖空调费	37	37	37	37	37	37
营销费用	300	350	400	450	500	550
财务费用	463	472	483	495	509	525
净利润	622	981	1424	2094	2707	3441

数据来源：德邦研究

伊犁购物中心

2010 年公司购买了位于伊宁市斯大林街与解放路交汇处的伊犁铜锣湾 B 区商业房产，建筑面积 3.22 万平米，用于开设伊犁购物中心。伊犁购物中心于 2011 年 4 月正式开业。2011 年公司租赁伊犁铜锣湾 D 区、F 区、H 区的商业房产，用于开设家电及家居卖场（即伊犁店二期），该项目总面积 2.58 万平米，建成后将与伊犁购物中心相互连通，成为涵盖各种业态的一站式

请务必阅读正文后的免责条款部分

大型商业综合体。

2011 年伊犁店开业仅 8 个月就实现销售 1.8 亿元，创出新店开业首年业绩最高纪录。2012 年，伊犁店将在上年基础上继续实现高速增长，预计全年含税销售额有望达 3.75 亿元，未来三年由于持续处于培育期，将难以实现盈利。

表 10 伊犁购物中心盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	32081	40101	48121	57746	69295	83154
营业成本	28552	35489	42347	50672	60633	72552
毛利率	11.0%	11.5%	12.0%	12.3%	12.5%	12.8%
人工成本	1338	1378	1419	1462	1506	1551
房屋折旧	589	589	589	589	589	589
租赁费用	827	921	921	1015	1109	1203
装修改造折旧	262	431	431	431	431	431
设备购置折旧	152	190	190	190	190	190
开办费用	300	0	0	0	0	0
水电费用	408	586	591	597	603	609
采暖空调费	96	146	146	146	146	146
营销费用	200	250	300	350	400	450
财务费用	1890	2163	2185	2212	2244	2282
净利润	-2533	-2043	-999	81	1444	2905

数据来源：德邦研究

奎屯购物中心

2011 年公司支付 2.61 亿元购买了奎屯市飞鸿里小区 4.75 万平米商业房产，用于开设奎屯购物中心。奎屯购物中心已于 2012 年 4 月 29 日开业。2012 年，公司增购该物业 9459 平米面积，使得扩建后的商场总面积增至 5.7 万平米。

预计 2012-2015 年奎屯购物中心连续四年亏损，2016 年实现盈利。

表 11 奎屯购物中心盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	11500	29900	37375	44850	53820	64584
营业成本	10178	25864	31582	37786	45209	54251
毛利率	11.5%	13.5%	15.5%	15.8%	16.0%	16.0%
人工成本	807	1408	1433	1458	1483	1509
房屋折旧	601	1030	1030	1030	1030	1030
装修改造折旧	145	249	249	249	249	249
设备购置折旧	93	159	159	159	159	159
开办费用	400	0	0	0	0	0
水电费用	348	575	581	587	593	599
采暖空调费	92	141	141	141	141	141
营销费用	200	250	300	350	400	450
财务费用	1799	3092	3112	3133	3158	3187
净利润	-3162	-2867	-1211	-42	1399	2899

数据来源：德邦研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

长春路友好时尚购物中心

2011年公司租赁位于乌鲁木齐市高新技术开发区长春南路218号“汇美居物流园”林花源区南一区、北一区5.14万平米的商业房产，用于开设长春路友好时尚购物中心。2012年公司对项目经营方式进行调整，调整后项目投资额增至5.35亿元。2012年8月26日，长春路购物中心已正式开业。

预计公司长春路店 2012 年和 2013 年分别亏损 1266 万元和 830 万元，2014 年实现首次盈利。

表 12 长春路店盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	8667	32500	39000	46800	56160	67392
营业成本	7497	27950	33345	39780	47736	57283
毛利率	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
人工成本	396	1224	1260	1298	1337	1377
租赁费用	370	1125	1125	1163	1238	1238
装修费用摊销	277	831	831	831	831	831
设备购置折旧	16	48	48	48	48	48
开办费用	500	0	0	0	0	0
水电费用	171	519	524	529	535	540
采暖空调费	43	129	129	129	129	129
营销费用	300	350	400	450	500	550
财务费用	363	1154	1172	1193	1219	1250
净利润	-1266	-830	165	1378	2319	3524

数据来源：德邦研究

中环购物中心

2012 年公司租赁位于乌市天山区大湾北路 465 号地下负一层及地上一层至六层 2.04 万平米的营业场所，租赁期 15 年零 6 个月，租金总额 2.45 亿元，用于开设中环路店。预计该门店存在三年培育期，2015 年实现盈利。

表 13 中环路店盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	3750	18750	22500	27000	32400	38880
营业成本	3206	15938	19013	22815	27378	32854
毛利率	14.5%	15.0%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
人工成本	457	1386	1400	1414	1428	1442
租赁费用	334	1337	1337	1382	1471	1471
装修费用摊销	238	238	238	238	238	238
设备购置折旧	5	16	16	16	16	16
开办费用	300	0	0	0	0	0
水电费用	68	206	208	210	212	214
采暖空调费	21	63	63	63	63	63
营销费用	300	300	300	300	300	300
财务费用	133	440	450	462	477	495
净利润	-1312	-1172	-523	101	818	1635

数据来源：德邦研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

友好金盛百货店

2012 年公司租赁位于乌市天山区新华南路 808 号怡和大厦商业项目的地下负一层及地上一层至四层 2.13 万平米营业场所，用于开设友好金盛百货。友好金盛百货定位于大型综合购物中心（百货及超市大卖场），预计 2012 年 10 月开业。

表 14 友好金盛百货店盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	3750	18750	23000	27600	33120	39744
营业成本	3244	16125	19665	23460	28152	33782
毛利率	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
人工成本	123	507	522	538	554	570
租赁费用	259	1555	1568	1633	1649	1731
装修费用摊销	33	132	132	132	132	132
设备购置折旧	5	21	21	21	21	21
开办费用	300	0	0	0	0	0
水电费用	53	215	217	219	222	224
采暖空调费	13	54	54	54	54	54
营销费用	300	300	300	300	300	300
财务费用	60	280	292	305	320	338
净利润	-641	-439	229	939	1477	2203

数据来源：德邦研究

阿克苏购物中心

2010 年公司购买新疆阿克苏塔中路 2 号 7.05 万平米的商业房产，用于开设阿克苏购物中心。该购物中心所在地位于阿克苏市迎宾路与塔中路交汇处，紧邻阿克苏市农一师客运站，属当地核心繁华商业区，区位条件绝佳，商业环境成熟。我们预计阿克苏店将于 2013 年开业。

表 15 阿克苏店盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入		10950	35000	45500	56875	68250
营业成本		9472	30100	38903	48344	58013
毛利率		13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.0%
人工成本		542	1675	1725	1777	1830
房屋折旧		466	1399	1399	1399	1399
装修改造折旧		120	360	360	360	360
设备购置折旧		22	67	67	67	67
开办费用		500	0	0	0	0
水电费用		235	237	240	242	245
采暖空调费		59	177	177	177	177
营销费用		200	250	300	350	400
财务费用		1313	4004	4033	4064	4095
净利润		-1979	-3270	-1704	95	1664

数据来源：德邦研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

博乐购物中心

2012 年 7 月公司租赁博乐市北京路与新华路交汇处地下负一层至地上五层的独立商业房产，建筑面积 4.5 万平米，用于开设博乐购物中心。我们预计，博乐购物中心将于 2014 年开业。

表 16 博乐店盈利估算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入			13500	30375	37969	45563
营业成本			11678	26123	32653	39184
毛利率			13.5%	14.0%	14.0%	14.0%
人工成本			1038	1069	1101	1134
租赁费用			986	1971	1971	1971
装修费用摊销			618	618	618	618
设备购置折旧			86	86	86	86
开办费用			450	0	0	0
水电费用			450	455	459	464
采暖空调费			113	113	113	113
营销费用			200	250	300	350
财务费用			801	847	868	889
净利润			-2919	-1156	-201	754

数据来源：德邦研究

2. 盈利预测及投资评级

公司目前地产业务主要包括其控股子公司“汇友地产”前期开发建设的“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 万平米、80.81 万平米和 22.18 万平米，截至 2012 年 6 月底，公司已收到销售商品房预收款 24.23 亿元。2012 年下半年开始，公司地产项目将进行集中结算确认收入。粗略估计未来三年地产业务年销售额为 30 个亿左右，考虑到项目开发成本极低（我们估算三个项目平均毛利率约 70%左右），每年将为公司贡献 2.5-3 个亿的净利，增厚公司 **EPS 为 0.800 元/0.800 元/0.963 元**。

表 17 地产项目简介

项目	开工时间	预计完工时间	建筑面积（万㎡）	预计总投资（亿元）
中央郡	2010.11.25	2013.01	42.46	10.87
马德里春天	2010.11.25	2014.01	80.81	10.37
航空嘉园	2011.06.15	2013.01	22.18	6.82

数据来源：德邦研究

若不考虑地产业务，我们预计，2012-2014 年公司营业收入分别为 52.4 亿元、70.7 亿元和 85.7 亿元，其中零售部分为 48.1 亿元、65.4 亿元和 79.0 亿元，2012-14 年归属于母公司所有者的净利润为 1.21 亿元、1.58 亿元和 2.18 亿元，**EPS 分别为 0.390 元/0.507 元/0.699 元**。若把地产业务考虑在内，2012-2014 年公司 **EPS 分别为 1.190 元/1.307 元/1.662 元**。

给予公司 12 个月目标价为 13.90 元，对应 2012/13/14 年 PE 分别为 12/11/8X，首次给予“增持”评级。

请务必阅读正文后的免责条款部分

表 18 主要百货店收入预测

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
∑	338889	429192	576100	693858	812268	933225	1070372

数据来源：德邦研究

表 19 主要超市店收入预测

收入（万元）	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
嘉和园店	8068	10085	11598	12757	14033	15436
新民路店	5332	6132	7052	7757	8533	9386
钱塘江路店	5698	6552	7535	8289	9118	10030
林清园店	5323	6122	7040	7744	8518	9370
阳光嘉苑店	1118	1398	1607	1768	1945	2139
新大科技园店	3056	3820	4394	4833	5316	5848
库尔勒亿家汇好	9956	12943	14884	16373	18010	19811
石河子聚百得店	5280	10409	11970	13167	14484	15932
库尔勒彼此满意	7645	9556	10989	12088	13297	14627
西山路店		8121	12182	14009	15410	16951
奎屯友好广场		2364	7091	8155	8970	9867
∑	51476	77502	96343	106940	117635	129398

数据来源：德邦研究

表 20 主要门店折旧摊销预测

折旧&摊销（万元）	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
友好商场	1600	1600	1600	1600	1600	1600
天百大楼	1475	1475	1475	1475	1475	1475
库尔勒店	495	495	495	495	495	495
独山子店	234	234	234	234	234	234
美美百货	272	922	922	922	922	922
伊犁天百	414	621	621	621	621	621
奎屯店	839	1437	1437	1437	1437	1437
长春路店	293	879	879	879	879	879
中环路店	243	254	254	254	254	254
友好金盛	38	153	153	153	153	153
阿克苏店		609	1826	1826	1826	1826
博乐店			704	704	704	704
嘉和园店	358	358	358	358	358	358
新民路店	89	89	89	89	89	89

请务必阅读正文后的免责条款部分

钱塘江路店	37	37	37	37	37	37
林清园店	228	228	228	228	228	228
阳光嘉苑店	2	2	2	2	2	2
新大科技园店	30	30	30	30	30	30
库尔勒亿家汇好	162	162	162	162	162	162
石河子聚百得店	322	322	322	322	322	322
库尔勒彼此满意	162	162	162	162	162	162
西山路店		363	436	436	436	436
奎屯友好广场		42	100	100	100	100
∑	7292	10474	12526	12526	12526	12526

数据来源：德邦研究

表 21 主要门店租金费用预测

租金（万元）	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
库尔勒店	1421	1421	1432	1562	1562	1575
美美百货	5223	6596	8736	10223	11784	13567
美美（扩建）		616	716	716	817	1029
中环路店	334	1337	1337	1382	1471	1471
友好金盛	259	1555	1568	1633	1649	1731
长春路店	370	1125	1125	1163	1238	1238
伊犁二期	827	921	921	1015	1109	1203
博乐店			986	1971	1971	1971
库尔勒亿家汇好	485	485	489	534	534	538
库尔勒彼此满意	320	360	400	440	440	440
奎屯友好广场店		118	284	284	293	312
新民路店	680	680	714	748	748	782
钱塘江路店	612	612	612	642	642	642
新大科技园店	57	229	229	255	343	361
阳光嘉苑店	25	25	25	25	25	25
∑	10614	16081	19574	22592	24628	26885

数据来源：德邦研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

公司财务报表及预测（不含地产业务）

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,957	4,272	3,671	4,454
现金	1,107	2,301	1,061	1,286
应收账款	102	189	204	272
其他应收款	86	115	156	189
预付款项	175	241	326	393
存货	2,469	1,409	1,906	2,298
其他流动资产	17	17	17	17
非流动资产	2,389	2,693	3,239	3,339
长期股权投资	49	49	49	49
固定资产	929	1,549	2,212	2,393
无形资产	149	193	260	280
其他非流动资产	1,262	902	718	616
资产总计	6,346	6,965	6,910	7,794
流动负债	3,878	4,175	3,196	3,650
短期借款	120	100	100	100
应付账款	630	779	1,128	1,170
其他流动负债	3,128	3,296	1,968	2,380
非流动负债	1,057	1,257	1,357	1,457
长期借款	733	933	1,033	1,133
其他非流动负债	325	325	325	325
负债合计	4,935	5,432	4,553	5,107
少数股东权益	285	289	295	302
股本	311	311	311	311
资本公积	457	457	457	457
留存收益	358	475	634	842
归属母公司股东权益	1,126	1,243	1,402	1,610
负债和股东权益	6,346	6,965	6,250	7,019

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1,524	1,421	-1,304	360
净利润	147	137	179	234
折旧摊销	131	106	153	190
财务费用	26	42	42	100
营运资金变动	1,291	1,179	-1,622	-97
其他经营现金流	-38	0	0	0
投资活动现金流	-1,491	-349	-640	-232
资本支出	919	300	564	200
长期投资	-61	0	0	0
其他投资现金流	-633	-49	-76	-32
筹资活动现金流	409	123	43	-19
短期借款	-65	-20	0	0
长期借款	516	200	100	100
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	-57	-57	-119
现金净增加额	442	1,194	-1,900	110

利润表 单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,860	5,243	7,076	8,571
营业成本	3,054	4,227	5,719	6,894
营业税金及附加	60	82	110	134
营业费用	220	270	343	399
管理费用	373	515	705	836
财务费用	26	56	60	110
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动净收益	-3	0	0	0
投资净收益	35	44	55	66
汇兑净收益	0	0	0	0
营业利润	159	137	192	264
营业外净收支	9	10	0	0
利润总额	168	147	192	264
所得税	21	22	29	40
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	147	125	163	224
少数股东损益	4	4	5	7
归属母公司净利润	143	121	158	218
EBITDA	317	299	404	564
EPS（元）	0.46	0.39	0.51	0.70

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	32.4%	35.8%	35.0%	21.1%
营业利润	25.5%	-13.7%	39.6%	37.8%
归属于母公司净利润	36.2%	-15.1%	30.1%	37.8%
盈利能力				
毛利率(%)	20.9%	19.4%	19.2%	19.6%
净利率(%)	3.7%	2.3%	2.2%	2.5%
ROE(%)	12.7%	9.9%	11.5%	13.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	77.8%	78.0%	65.9%	65.5%
流动比率	1.02	1.02	1.15	1.22
速动比率	0.90	0.69	0.55	0.59
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.79	1.02	1.17
净资产周转率	3.57	4.43	5.35	5.69
每股指标（元）				
EPS	0.46	0.39	0.51	0.70
每股净资产	3.61	3.95	4.42	5.06
每股经营现金流	4.89	4.57	-4.18	1.16
估值比率				
P/E	23.81	28.05	21.56	15.65
P/B	3.03	2.77	2.48	2.16
P/S	0.88	0.65	0.48	0.40
EV/EBITDA	9.16	9.69	7.17	5.15

数据来源：德邦研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

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≥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，我公司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。