

西域全业态明珠 高速外延制衡主业

——友好集团(600778)调研快报

2012 年 8 月 31 日 推荐/首次 友好集团 调研快报

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: \$1480511110001	
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn	

事件:

近日,我们对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 购物中心领航高速渗透态势不改。

公司具备我们今年区域与全业态双重红利的投资逻辑,而新疆作为相对封闭的西部省份,无论是从内生挖掘潜力还是从渠道下沉空间来看均有巨大空间。公司的五年战略目标是到2015年百货业态销售额达到60亿元,超市连锁、家电连锁合计达到40亿元,零售业务收入年均增长率将达到30%。分业态来看,百货业态今年4家新开门店位于外延峰值,明年虽然绝对数量难以超越,但是大体量项目的集中投入期,对业绩的负面影响或将集中在明年;超市业态则以每年新增4万平米、或20家门店为目标;家电本打算作为独立的板块发展,但基于行业环境的变化可能放慢,今年上半年收入占比仅为5%,相应10%的毛利率水平仍处于高位。地产业务12-14年三年的高溢价释放(三年平均的释放节奏)是公司加速外延扩张的主要动力,起到了平滑主业压力的重要作用,未来将较少涉足地产业务,非主业的剥离也将稳步推进。

首先从成熟及部分次新门店看:超 10 亿规模的两大门店友好商场和天山百货,前者受修路的影响目前已经消除,上半年增长 18.9%,较一季度 20%的水平略有下降;天山百货上年增长 7.5%,7 月份单月促销活动增长 40%;友好百盛预计全年净利润能够达到 8000 万左右;另外,库尔勒购物中心上半年增长 100%,扣除两个新增超市为 60%,但也同时增加亏损 300 万;独子山金盛时尚百货预计全年 300 万盈利,上半年 33%的增速较去年全年回落 7 个百分点;而去年新开的伊利天百自有部分已经盈利,新租赁部分亏损 600 万(总部承担部分费用)。

- ·同时我们深度调研了美美百货:该店一层奢侈品整体采用购物街的陈列模式,几乎涵盖了所有国际一线品牌,美美已经全面掌控了新疆地区的高端市场,目前唯一的高端定位竞争对手世纪金花时代广场店面临极大的招商困难,也恰恰为其高速发展提供了契机。国际品牌的盈利模式是联营,公司目前只负责运营,每年支付给美美 350 万元的品牌运营费 (美美负责一线品牌招商),一层销售占比为 63%。一季度门店整体增速 45%,受高端百货下滑影响上半年增速为 35%,全年预计有 30%的收入增速,但基于超额提租的利润分配模式即超过 6 个亿销售向业主交付 6%的提成,美美的利润贡献较为有限,去年利润 4000 万。门店今年目标 8 个亿,15 年 10 个亿的目标,目前看已经超额完成,卡消费占比 20-30%。但基于明年国际品牌合同集体到期,需要一翻二装修两个月,正好在旺季,将影响两个月 2-3 个亿规模的收入和对应 10%的营业利润削弱,明年明显放缓,整体规模或将维持今年 8 个亿左右的水平,随着奢侈品品牌纵深的推进和化妆品品类的落定,美美百货的业绩爆发期或将在 15 年。
- ·上半年新开奎屯店,8月份新开美林店:奎屯店于4月份开业,目前日销售50万以上,10%的毛利率远低于天百的18%和友好的20%。美林花园基于乌市北区居民迁移的趋势和几乎空白的竞争,开业第一天700多万,8月28日销售也达到了300万,预计全年销售规模在1.5-1.9亿元,大概2.5亿是盈亏平衡点,明年

东兴证券调研快报

友好集团调研快报:西域全业态明珠 高速外延制衡主业



能够基本实现盈亏平衡。下半年新增的两个乌市的门店单体体量均在两万左右,而且地处竞争较为激烈的南部,相对于美林优势不足,但基于两者都处于乌鲁木齐,所以培育期压力整体中性。

最后从储备空间看,阿克苏和会展中心两个项目均是大体量项目,但就前者而言,一方面阿克苏就有一家太平洋竞争对手,且其经济发展程度比奎屯略好,预计整体培育期压力不会太大;而会展中心项目则通过先做商场再做住宅、办公配套的模式缓解部分资金压力。另外,克拉玛依、昌吉、奎屯等都是未来重点拓展的区域,但基于部分地级市地广人稀的特点公司通常不会开设第二家百货店,而是以超市的跟随战略为主。

表 1: 公司新设和储备项目信息汇总

物业名称	物业性质	面积、万	业态	开业时间
伊犁店	自有+租赁	3.2+2.58	购物中心	2011.4
奎屯购物中心	自有+租赁	4.75+0.78	购物中心+奎屯超市	2012.4
美林花园(长春路友好时尚购物中心)	租赁	5.14	购物中心	2012.8
中环购物中心	租赁	2.04	购物中心	2012.9
怡和大厦	租赁	2.13	购物中心	2012.11
阿克苏天百购物中心	自有	7.05	购物中心	2013
会展中心项目、综合体	自建	35.79	综合体	
博乐市项目	租赁	4.5	购物中心	2014-2015

资料来源:公司公告,东兴证券

2. 良性商业环境和强势壁垒下的超市内外兼修潜力巨大。

从竞争格局看,乌鲁木齐的主要百货门店的定位差异较大,不构成价格战的环境,主要竞争对手世纪金花和丹璐均仅为2家左右。相对蓝海的竞争格局直接决定了公司不同于内地打折促销手段导向对毛利的较大挫伤。因为会员占比高,所以打折促销的敏感度高,天山百货24小时的促销活动销售就轻松过亿。但面对商业环境下滑的态势,公司也适度加大了打折促销的力度、频度,中报近一个百分点的下滑主要是主力店的打折,而非新店及次新店的主导影响。

另外, 踏寻我们对于全业态区域零售企业的投资逻辑, 超市业态前期对于公司收入规模放量、后期利润杠杆的助推均有举足轻重的作用,即合肥百货的成长路径,目前最类似于这一路径,且市场潜力最大的当属友好集团和欧亚集团,两者的共通点均是所处超市蓝海区域,且强势龙头地位难以撼动,但欧亚基于对超市自有物业的较高比例要求,在发展速度上或滞后于友好。

就超市业态而言,目前外资超市仅有家乐福进驻新疆 4 家左右,本地的好家乡、24 小时店等无论从定位上还是从规模上尚难以构成直接威胁,另外公司超市业务高达 25%的团购比例也是区别于其他竞争对手的主要壁垒之一。公司目前拥有独立的超市门店 25 家,上半年新增超市 6 家,以最高端的天山百货配套超市和异地石河子超市为例,前者品质及定位、后者区域内品质供给的稀缺性,使得两家超市成为公司高端精品超市和异地超市的典范: 天山百货超市上半年收入 1.5 亿含税含家电,整体盈利,坪效较高; 今年 7 月份刚开业的石河子超市日均销售 80-90 万,处于同行高位水平,预计三年盈亏平衡。同时,租金成本的高企和物流瓶颈是公司连锁化超市进程中面临的主要问题,租金和人力成本的刚性上升需要公司单店运营效率的管理提升予以屏蔽; 而后台供应链的配套及上游化渗透或将随着超市规模的扩大而坐享天时地利人和的发展良机。

3. 财务及新增人力费用压力是主要业绩制衡因素。



公司目前的扩张速度能不能和资金、项目绩效的匹配是最大的压力所在。明年的主营业务压力主要来源于乌鲁木齐今年下半年两个新增门店及明年阿克苏大体量门店的负面作用远大于美林店、异地伊犁店、独子山三个次新较小体量门店的业绩释放。同时,储备项目的异地化、大型化、自建化趋势对于公司资金的压力也越发紧迫,公司截至中报的资产负债率已提高到 78.64%的高位,但今年三月初公告的定向增发事宜仍受到房地产收紧调控的制约短期内难以践行,银行或成为短期内主要的融资通道。另外,人力成本前两年的薪酬涨幅高峰期已经过去,然而未来全业态的加速渗透也加剧了人力成本的高金。房地产业绩的是平滑费用、新店两大压力的主要手段,公司控股子公司汇友房地产公司上半年净利润为 326.38 万元,预收款 24.2 亿元。现持有中央郡、马德里春天、航空嘉园三处住宅地产面积分别为 42.46、80.81、22.18 万平方米,保守估计均价5000 元/平米,净利润率 15%,结合公司主营业务的压力周期,预计房地产业务 12-14 年贡献 EPS 分别为 0.70、0.88、0.40 元。

另外,广汇是乌鲁木齐的第一大地产商,时代广场、丹璐二店物业、公司长春路店等众多商业要地资源均被 其把控,公司未来无论是在超市的小区全覆盖战略还是在百货的购物中心加密战略中都难以避免与其正面的 合作。但广汇的"股权争夺"焦点基于国有零售企业人员"包袱"的整合难度,目前阶段尚处于财务投资目 的,尚无明确动向。

结论:

公司作为西域商业的明珠,在拥有高度区域及规模壁垒的同时也坐享了较高的逆周期安全边际,其百亿规模的全业态下沉战略也在加速推进,未来收入规模有望保持30%左右的复合增速水平,利润杠杆的压力在三年内将以地产业务的高溢价平滑。我们预测公司12-13年EPS为1.08、1.38(其中主业分别为0.37、0.46;房地产业务分别为0.7、0.88),对应PE分别为11倍、8倍。综合考虑到公司与广汇的股权争夺和定向增发预期落定长短兼具的催化剂,给予12年19倍的PE,对应6个月目标价12.6元,距当前价格仍有15%的涨幅,首次给予"推荐"的投资评级。

风险提示:

- 1、内外资零售企业竞争加剧所带来的市场风险;
- 2、外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险。

东兴证券调研快报

友好集团调研快报: 西域全业态明珠 高速外延制衡主业



分析师简介

高坤

产业经济学硕士,2009年加盟东兴证券研究所,从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

P6 东兴证券调研快报

友好集团调研快报: 西域全业态明珠 高速外延制衡主业



以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

