

分析师：张丽华
执业证书编号：S0050510120019
Tel：010-59355982
Email：zhanglh@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



友好集团 (600778. SH)

商业快速扩张 房地产提供资金支持

投资要点

● **区域零售巨头**：零售业务为公司主营业务，实行全品类经营，涵盖百货、超市及家电业态；定位广泛，能够满足不同人群需求，在当地拥有强大的影响力。2012年上半年实现营业收入22.53亿元，净利润6281.38万元。截止2012年8月底，公司拥有8家百货门店、近30家超市连锁企业，经营面积达36万平方米，其中自有面积近23万平方米。

● **加快布局，费用增加**：公司加快扩张步伐，预计2012年将新开5家百货门店（含伊犁天百二期），新增营业面积17万平方米，同时超市和家电网点也将快速加密。次新门店、新门店、储备门店的增加在短期内造成毛利率下滑，成本费用大幅增长。

● **地产项目平滑业绩**：三个房地产项目近三年将进入集中结算期，建筑面积近150万平方米，将显著增厚公司利润，预计2012年前三季度净利润增速同比增长70%-120%。公司正处于高速扩张期，在年初的定向增发可能失败的情况下，房地产将有效缓解公司资金压力，为扩张提供保障。

● **盈利预测与评级**：在中央及各省政策支持下，新疆经济进入快速发展阶段，作为新疆地区商业龙头，公司具备天然的竞争优势，凭借其丰富的业态、准确的定位、不断加密的营业网点，公司将充分分享新疆经济繁荣带来的消费增长，不考虑房地产收入，我们预测公司2012年、2013年、2014年每股收益为0.41元、0.45元、0.52元，考虑房地产收入预期公司2012年EPS为1.06元。风险提示：新开门店培育期过长，房地产项目结算情况低于预期。

商业贸易

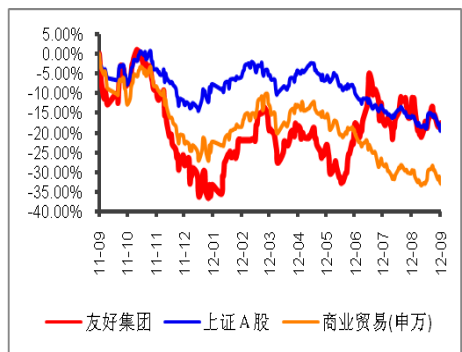
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	调低
目标价格：	12.4

市场数据

市价(元)	11.18
上市的流通A股(亿股)	3.09
总股本(亿股)	3.11
52周股价最高最低(元)	8.44-14.09
上证指数/深证成指	2026.69/8201.53
2011年股息率	0.44%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3860.19	5018.25	6423.36	8029.20
增长率(%)	32.35	30.00	28.00	25.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	143.11	128.15	139.77	162.77
增长率(%)	36.15	-10.45	9.06	16.46
毛利率(%)	20.89	20.30	20.00	19.90
净资产收益率(%)	12.71	10.22	10.27	10.92
EPS(元)	0.46	0.41	0.45	0.52
P/E(倍)	24.33	27	25	21
P/B(倍)	0.00	2	2	2

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、区域零售龙头	4
1、基本情况	4
2、乌鲁木齐国资企业	4
二、业态丰富 定位广	5
1、百货规模优势明显	5
1)、友好+天山--老店贡献大	5
2)、美美友好购物中心--提升企业形象	6
3)、外埠店--渠道下沉效果显现	7
4)、友好百盛--利润贡献不可小觑	7
5)、储备门店--规模优势扩大 费用支出增加	8
2、超市+家电--起步晚 进步快	8
3、其它业务--占比小 非重点	9
1)、房地产项目--贡献增大 缓解资金压力	9
2)、其它业务--非发展重点	10
三、竞争优势明显 盈利能力待提高	11
1、竞争对手--规模小 实力弱	11
2、同行业中盈利能力较弱	11
3、房地产收入缓解资金压力	12
四、经营环境--政策红利带动新疆经济发展	12
1、经济基础相对薄弱	12
2、政策支持--拉动经济飞速发展	14
五、盈利预测与评级	15
1、未来展望	15
2、盈利预测与评级	16
3、风险提示	16

图表目录

图 1: 2006 年-2012 中期收入、净利润及增速	4
图 2: 2006 年-2012 年中期分区域实现营业收入 (百万)	4
图 3: 友好集团股权结构	4
图 4: 2012 年中期各业务收入占比图	10
图 5: 2012 年中期各业务毛利率 (%)	10
图 6: 2006 年内-2011 年新疆与全国人均 GDP 水平	13
图 7: 新疆城镇居民可支配收入及增速 (万元、%)	13
图 8: 新疆社会消费品零售总额及增速	14
图 9: 2010 年新疆地、州市人均 GDP 水平	14
图 10: 2011 年新疆地、州市社会消费品零售总额及增速	14
图 11: 友好集团战略布局图	15
图 12: 公司战略规划	16
表 1: 主要门店情况	5
表 2: 2011 年、2012 年门店增速情况	5
表 3: 友好集团 2010 年第三季度 (7、8、9 月) 会员人数及消费统计	6
表 4: 美美友好购物中心租金交付数据	7
表 5: 2008 年-2012 年中期友好百盛贡献的投资收益	8
表 6: 部分储备项目情况	8
表 7: 2008 年-2012 年中期公司资产状况	8
表 8: 公司部分超市及家电门店情况	9
表 9: 公司房地产项目数据	10
表 10: 公司房地产收入利润预测	10
表 11: 公司在经营地的竞争对手情况	11
表 12: 2006 年-2012 年中期同类型公司毛利率水平 (%)	11
表 13: 2006 年-2012 年中期同类型公司期间费用率水平 (%)	11
表 14: 2006 年-2012 年中期同类型公司净利润率水平 (%)	12
表 15: 公司资产结构、偿债能力	12
表 16: 2011 年新疆主要经济指标	13
表 17: 近年来新疆主要政策	15
表 18: 公司主要成熟门店收入预测	16
附录: 财务预测表	17

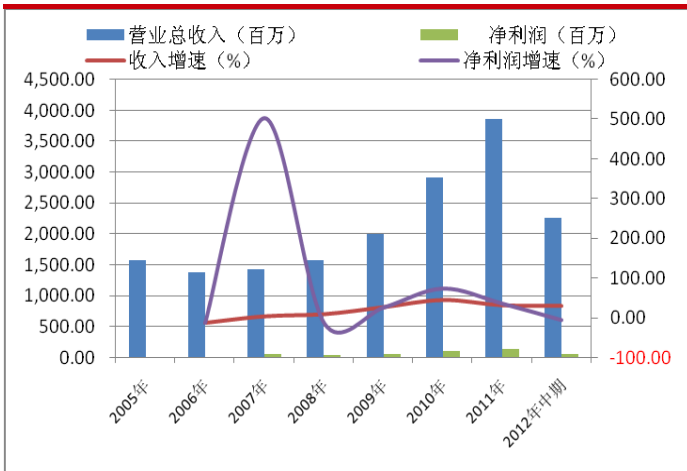
一、区域零售龙头

1、基本情况

友好集团是新疆百货零售行业的龙头企业，截至 2012 年 8 月已在乌鲁木齐市、库尔勒市、克拉玛依市、伊宁市、奎屯等 5 个城市拥有 8 家百货店，另有超市、家电连锁门店近 30 家，在新疆地区建立了领先的规模优势。2011 年实现营业收入 38.60 亿元，净利润 1.43 亿元；2012 年上半年实现营业收入 22.53 亿元，净利润 6281.38 万元。截至 2012 年 8 月，公司经营面积 36 万平方米，其中自有物业面积 23 万平方米。

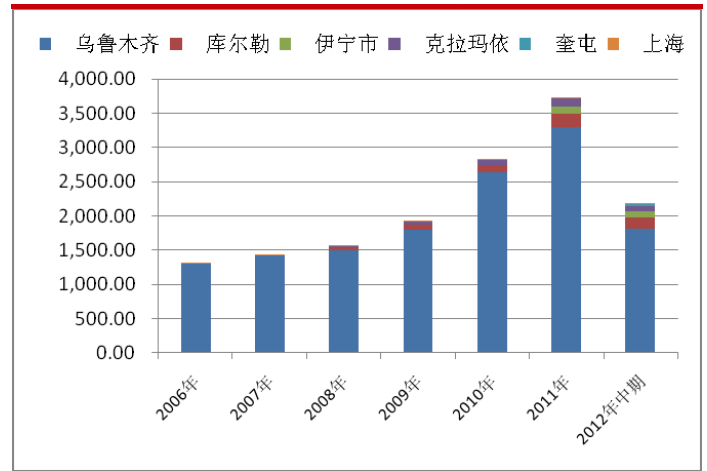
除商业主业外，公司仍有房地产、公用事业供暖、酒店服务业、车用燃料零售、工业、物流、广告、旅游等多项业务，其中房地产业务在最近三年内将进入集中结算期，其它业务对公司的收入、利润贡献占比较小，并非公司未来发展的重点。

图 1：2006 年-2012 中期收入、净利润及增速



资料来源：公司公告，民族证券

图 2：2006 年-2012 年中期分区域实现营业收入（百万）

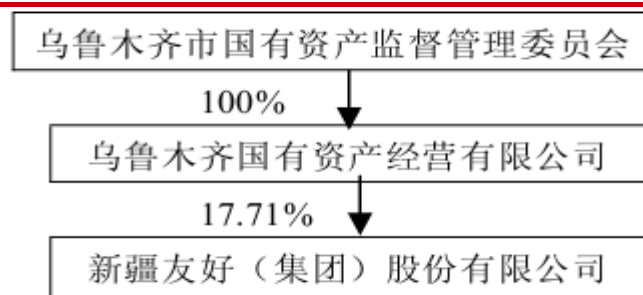


资料来源：公司公告，民族证券

2、乌鲁木齐国资企业

公司控股股东为友好集团，实际控制人为乌鲁木齐国资委。

图 3：友好集团股权结构



数据来源：公司公告，民族证券

中报显示广汇集团持有公司 7.67% 股份，已经成为公司第二大股东，广汇集团最初持有的公司

股份是从兼并企业乌鲁木齐百货公司获得，2012 年上半年公司通过在二级市场不断增持提高持股比例。广汇集团增持友好集团，属于战略投资还是财务投资我们尚无从判断，单纯从广汇集团实力而言，其拥有“清洁能源、汽车服务、房地产”三大主业，同时拥有多处优质的商业物业，实力雄厚；还如果想做战略投资还需要综合考虑双方意愿、政策约束等多种因素。

二、业态丰富 定位广

1、百货规模优势明显

截至 2012 年 8 月底，公司共有百货门店 8 家，参股公司一家（友好百盛），托管公司一家（友好名品），营业面积达 36 万平米，其中自有面积近 23 万平方米，另外公司有 3 家门店继续在今年及明年上半年开业，随着门店规模的不断扩大，公司的在当地的规模优势将更进一步扩大。

表 1：主要门店情况

	所在位置	营业面积 (平米)	物业性质	开业时间	2011 年营业收入 (亿元)	坪效 (元/年/平米)	定位
天山百货	和平路	32000	自有	1957	14.7	45937.5	中高端百货
友好商场	友好南路	42000	自有	1958	12.95	30833.33	中端百货
美美友好购物中心	友好北路	40989	租赁	2009.3.28	6	14638.07	高端百货
库尔勒天百	库尔勒	67314	合作	2007.09	2.7	4011.053	中端百货
独山子金盛	克拉玛依	13000	自有	2008.9	1.5	11538.46	中端百货
伊犁天百国际购物中心	伊宁市	32192	自有	2011.4.30			
		25800	租赁	2011.9	1.8		购物中心
奎屯天百购物中心	奎屯市	56959	自有	2012.4.29			购物中心
长春路友好时尚购物中心	高新技术开发区	51386.84	租赁	2012.8.26			购物中心
参股公司							
友好百盛	天山区友好南路	50000	出租	2003 年	9.56	19120	中端百货

资料来源：公司公告，民族证券

表 2：2011 年、2012 年门店增速情况

	2011 年		2012 年中期销售收入	
	销售收入	增速 (%)	销售收入	增速 (%)
天山百货	14.7 亿	24	7.42 亿	7.5
友好商场	12.95 亿	32	6.9 亿	18.9
美美友好购物中心	6 亿	70	3.5 亿	35
库尔勒天百	2.7 亿	90.56	-	60
独山子金盛	1.5 亿	43.81	8000 万	32
伊犁天百购物中心	1.8 亿		8938 万	-
友好百盛	9.56 亿	18	5.5 亿	10
奎屯			3683 万	-

资料来源：公司公告，民族证券

1)、友好 +天山--老店贡献大

友好商场和天山百货为公司主力门店，2011 年销售收入占公司营业收入比例分别为 33.55%、38.08%。

友好商场于 1958 年建成开业, 1987 年在原址上进行了改建, 并于 1989 年 10 月正式营业, 位于天山区友好北路, 交通便利, 定位中档。友好商场是公司的主力门店之一, 2011 年销售规模首度突破 10 亿元大关, 以 12.95 亿元位居新疆百货销售规模亚军地位; 2012 年乌鲁木齐市“田”字路交通建设对友好商圈人流及交通有一定影响, 上半年销售收入同比增长 18.90%, 增速相比上年明显放缓, 随着交通恢复预期, 加上下半年公司将加大促销力度, 友好商场下半年销售情况将好于上半年。

天山百货创建于 1957 年, 自 1994 年重新开业。天山百货建筑面积 3.2 万平方米, 营业面积 2.5 万平方米, 位于乌鲁木齐市天山区和平北路, 定位中高档, 在当地具有较高的品牌知名度, 销售额稳居新疆百货业单店销售之首, 2011 年销售收入达 14.7 亿元。2012 年上半年销售收入 7.42 亿元, 增速 7.5%。

辉煌的销售数据背后, 天山百货面临诸多挑战。天百所在商圈在上世纪 90 年代最为繁华, 但随着主力商圈的转移, 该商圈现已发展成通讯设备、电子设备一条街, 配套设施不够齐全, 功能无法满足购物者全方位的需求, 导致新增客源被严重分流。门店近年来通过调整品类, 调整经营结构, 强化地下一层超市、一楼化妆品提升门店坪效, 未来还将不断的调整二楼以上品牌, 提升门店的定位。2015 年达到 22 亿的目标收入。

两家公司成立多年, 但仍保持着高速增长, 一方面得益于两家百货门店在当地强大的品牌影响力, 具有较高忠诚度的会员群体, 公司信息显示截止至 2012 年 4 月公司会员人数为 358778 人 (截止 2011 年, 乌鲁木齐全市总人口 321.21 万人, 新疆总人口 2208.71 万); 另外由于公司较高的市场认可度, 发售的购物卡受众广泛, 购物卡消费占比较大, 为两家主力门店业绩提供保障, 为公司销售规模稳定增长提供坚实的基础; 当然促使门店业绩增长最根本的原因在于门店优于竞争对手的管理能力, 产品的丰富度很高, 顾客的消费黏性大。

表 3: 友好集团 2010 年第三季度 (7、8、9 月) 会员人数及消费统计 (当季总的销售收入)

区域	会员人数	消费会员人数	占比%	来店次数	消费金额 (万元)
乌鲁木齐地区	119188	43474	36.48	109149	12812
克拉玛依地区	18572	8745	47.09	26671	749
石河子地区	1913	448	23.42	774	221
昌吉地区	4687	1239	26.43	2315	529
博州地区	721	151	20.94	256	45
伊犁州地区	5757	1337	23.22	2564	417
吐鲁番等东疆地区	2337	457	19.55	777	175
阿克苏等南疆地区	24446	6720	27.49	12456	1382
无定义	32260	6604	20.47	14526	1552
合计	209881	69175	32.96	169488	17882

资料来源: 公司公告, 民族证券

2010 年第三季度销售收入为 64426.27 万 (包含其它业务收入), 可以判断会员收入贡献占比 30%左右。

2)、美美友好购物中心--提升企业形象

美美友好购物是公司与香港华铨集团合作成立高级奢侈品店，2008年9月25日开业。美美友好购物中心是新疆乃至西北五省唯一一家奢侈品百货公司。从功能上看，美美友好店是将世界名品店、高端百货、休闲、娱乐、观光融为一体的一站式消费“摩尔”商业体系。

美美友好购物中心2009年实现销售1.74亿元，2010年实现销售3.57亿元，2011年实现销售6亿元。预期2012年可实现收入8亿元。2013年由于一楼商铺面临续签，明年将出现2个月左右的重新装修，装修后奢侈品牌经营面积将大幅增加，门店销售规模在8亿左右，到2015年销售规模有望达到10亿元。

美美友好今年通过租赁喜来登一层地上一层，增加营业面积1880.42平方米，租赁期限为6+5年，租金单价平均每天每平方米17.65元，租赁期间（十一年）租金总额为1.33亿元。租赁有利于合理规划美美友好购物中心商场布局，增加国际一线品牌的经营面积，巩固其在新疆百货业态中的高端品质优势，进一步提升该购物中心的市场竞争力。

但是我们需要注意的是，除去每年公司需要向香港华铨集团付350万元左右的咨询费，受租赁合同的限制，该门店租金成本加高。所以该门店对公司的贡献主要在于扩大营业规模，完善公司门店结构，增强公司知名度、影响力，提升形象，并不会对利润形成太大贡献。

表 4：美美友好购物中心租金交付数据

名目	时间段	金额
固定租金	2009年1月1日-2009年12月31日	2000万
	2010年1月1日-2011年12月31日	3200万
	2011年1月1日-2023年12月31日	4000万
浮动租金	2009年-2013年	不含税销售额>4.5亿 (不含税销售额-4.5亿)*0.06
	2013年-2023年	税销售额>4.5亿 (销售额-4.5亿)*0.06

资料来源：民族证券，公司公告

3)、外埠店--渠道下沉效果显现

库尔勒天百购物中心是友好集团和新疆哈密领先集团合作成立的第一家外埠店，集百货、餐饮、娱乐、休闲为一体的大型购物中心，经营面积67314.19平方米，于2007年9月22日开门。主要是中、高档商品为主，商品中有国际尖端品牌20%、国内尖端品牌60%、国内知名品牌20%。2011年成长型门店库尔勒天百销售规模达到2.7亿元。

独山子金盛时尚百货位于新疆克拉玛依市独山子区，据自治区首府乌鲁木齐250公里，2008年9月6日开业，终结了独山子及整个北疆“金三角”地区无中、高档综合百货商场的历史，填补了市场空白。独山子金盛时尚店以百货零售为主业，是一家集超市、百货、服装、鞋帽、化妆品、珠宝首饰一体的百货购物中心，经营面积13000平方米。独山子金盛时尚百货店2010年销售额为1亿元，2011年销售规模达到1.5亿元。

伊犁天百国际购物中心位于新疆伊宁市铜锣湾商业区B区，是集百货、超市、餐饮于一体的大型购物中心。总面积3.2万平方米，2011年4月开业，定位中高端，经营国际名品、国际化妆品、国内著名品牌。2011年，年内开业仅8个月的伊犁天百国际购物中心，实现销售达1.8亿元，创出了公司新店开业首年业绩最高纪录。

4)、友好百盛--利润贡献不可小觑

门店 2002 年底开业，位于天山区友好南路，隶属于乌鲁木齐成就已成型的“红山商业区”，建筑面积达 7 万平方米(其中营业面积 5 万平方米)。2011 年友好百盛以 9.56 亿元完美收官，销售规模在新疆位居第三，排在天山百货和友好商场之后。友好百盛对公司的业绩贡献主要来源于投资收益及租金费用两块。

租金费用：友好百盛物业为友好集团所有，2003 年租赁给友好百盛使用；租赁期限 20 年，租金标准：2003 年至 2003 年 2150 万元、2004 年 2375 万元、第三个完整会计年度起至第十个完整会计年度每年租金为 2500 万元，第十一个完整会计年度（2013 年）至期满由双方协商确定。

投资收益：公司对友好百盛商业发展有限公司参股比例为 49%，另 51%的股份由北京百盛持有，收益用成本法核算。

表 5：2008 年-2012 年中期友好百盛贡献的投资收益

友好百盛	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年中期
净利润	-	-	5268.45	6762.13	4963.63
贡献的投资收益 (万元)	1247.82	1625.57	1537.22	3379.28	768.1
占比	27.70%	29.82%	14.54%	22.92%	11.99%

资料来源：民族证券，公司公告 注：2012 年中期投资收益为该公司对上年度累计未分配利润进行分配所得。2011 年投资收益为该公司截至 2011 年 9 月 30 日累计未分配利润进行分配所得。

5)、储备门店--规模优势扩大 费用支出增加

2012 年公司年预计共开出 5 家百货门店（含伊犁天百二期），增加营业面积近 17 万平米。长期看新增门店将进一步扩大公司规模优势，打开其成长空间，但短期会导致公司将面临较大的费用压力。

表 6：部分储备项目情况

门店	位置	面积	物业性质	开业时间
怡和大厦购物中心	天山区新华南路	2.13 万	租赁	预期在 2012 年 10 月
中环路购物中心	天山区大湾北路	2.04 万	租赁	预期在 2012 年 9 月
阿克苏天百购物中心项目	阿克苏	7.05 万	自有	2013 年

资料来源：民族证券，公司公告

表 7：2008 年-2012 年中期公司资产状况

单位(万元)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年中期
固定资产	62,195.37	61,126.97	92,101.72	92,907.80	135,099.55
在建工程	2,773.80	4,384.00	29,730.09	75,324.63	53,021.04
长期待摊费用	4,858.46	5,165.10	7,067.67	18,722.94	22,264.95

资料来源：民族证券，公司公告

2、超市+家电一起步晚 进步快

公司商业业态最初主要百货门店，自 2009 年开始发展超市及家电连锁业务。公司超市有两种存在方式：一是设在百货门店中，与百货形成互补；另一种为独立门店形式存在。公司首家独立门店 2009 年 8 月 29 日在石化新城独山子开业，2010 年公司开出第一家便利店“友好超市西北路店”。截至 2012 年 7 月底，公司拥有 25 家独立门店。

表 8：公司部分超市及家电门店情况

业态	名称	建筑面积（平米）	开业时间	所属市区
超市	石化新城独山子店	10000	2009.8	克拉玛依市
便利店	西北路店	250	2010	乌鲁木齐
便利店	建国路店	250	2010	乌鲁木齐
便利店	鸿福店	250	2010	乌鲁木齐
便利店	新兴街店	250	2010	乌鲁木齐
便利店	西虹西路店	250	2010	乌鲁木齐
便利店	加油加气站店	250	2010	乌鲁木齐
超市	迎宾路友好超市	4792.23	2011.1.1	乌鲁木齐
超市	嘉和苑友好超市	12013	2011	乌鲁木齐
超市	珠江路友好超市	5877.9	2011	乌鲁木齐
便利店	东方雅园店	250	2011.1	乌鲁木齐
便利店	马市小区店	250	2011.7	乌鲁木齐
便利店	宝山路店	250	2011.7	乌鲁木齐
便利店	喀什西路店	250	2011.7	乌鲁木齐
超市大卖场+家电卖场	新民路友好超市	5600	2011.11	乌鲁木齐
超市大卖场+家电卖场	钱塘江路友好超市	5982	2011.11	乌鲁木齐
超市	阳光嘉苑友好超市	6000	2011	乌鲁木齐
家电卖场	新大科技园电器卖场	6000	2011.12	乌鲁木齐
超市	林清园友好超市	6000	2011.12	乌鲁木齐
超市	亿家汇好超市	17730	2011	库尔勒
超市	彼此满意超市	11383	2012	库尔勒
超市	石河子聚百得友好超市	12399	2012.7.27	石河子

资料来源：民族证券，公司公告

公司存在于百货门店之内的超市经营状况较好，以天山百货为例，天百地下一层超市（含家电）占门店销售收入在 20%左右，今年 1-7 月份天百超市收入近 2 亿，预期全年有望实现 4 亿左右的收入。

2012 年超市（含便利店）计划开设 20 家左右，增加营业面积在 4 万平方米左右。目前家电业态尚未形成定型模式，毛利率 10%，2011 年毛利率 9%。

公司致力于提供全品类服务，公司 2015 年规划超市与家电贡献收入占商业 40%，我们认为公司超市、家电业务虽然起步晚，但通过 2、3 年的时间已经在当地形成一定规模，并且随着门店密集度提高，将有望成为公司重要的收入、利润增长点。

3、其它业务--占比小 非重点

1)、房地产项目--贡献增大 缓解资金压力

公司 2009 年投资设立新疆汇友房地产开发有限责任公司，注册资本金为：人民币 40000 万元。其中，公司现金出资 20000 万元，出资比例为 50%，新疆广汇房地产开发有限公司现金出资 20000 万元，出资比例为 50%，目前公司取得的原一运司土地已进入商品房的开发建设阶段，共有 "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 2012 年中期，共收到销售商品房预收款 24.23 亿元，实现净利润为 326.38 万元。公司中报披露，预计该公司 2012 年下半年将有一部分预售房屋

达到收入确认条件，为公司带来收益，公司预计 2012 年 1-9 月实现归属于母公司所有者的净利润将比上年同期增长 70%-120%。净利润增长的主要原因是公司控股子公司新疆汇友房地产开发有限责任公司房产销售带来收益。

表 9：公司房地产项目数据

项目	开工时间	预计完工时间	建筑面积（万平方米）	预计总投资
平顶山中央郡	2010.11.25	2013.01	42.46	1,087,250,000.00
九家湾马德里春天	2010.11.25	2014.01	80.81	2,036,570,000.00
迎宾路航空嘉园	2011.06.15	2013.01	22.18	681,980,000.00

资料来源：民族证券，公司公告

- 1、房屋均价参考搜房网最新信息，在此基础上以 85 折计算销售收入；
 - 2、假设房地产项目净利润率为 15%（房地产板块 2011 年年报平均毛利率水平为 15.22%）
 - 3、假设 3 个项目 2012 年、2013 年、2014 年每年的结算比例为 1/3、1/3、1/3。
- 则我们预测房地产收入 2012 年贡献 0.65 元。

表 10：公司房地产收入利润预测

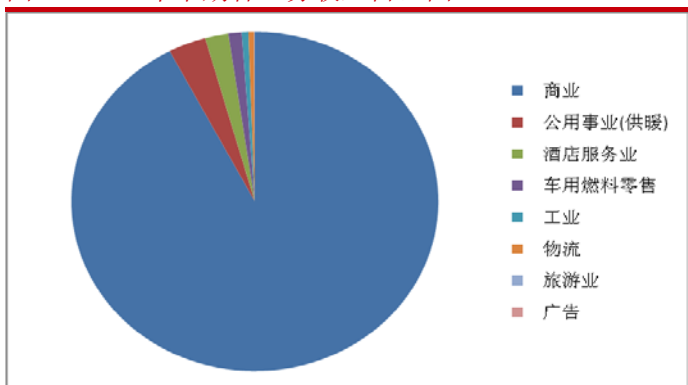
项目	建筑面积(万平方米)	均价（元/平米）
平顶山中央郡	42.46	8,400.00
九家湾马德里春天	80.81	5,800.00
迎宾路航空嘉园	22.18	5,600.00
总收入（万元）		807134.5
净利润率		0.15
净利润（万元）		60535.09
总股本（万股）		31149.14
每股净利润（元/股）		1.94

资料来源：公司公告，民族证券

2)、其它业务--非发展重点

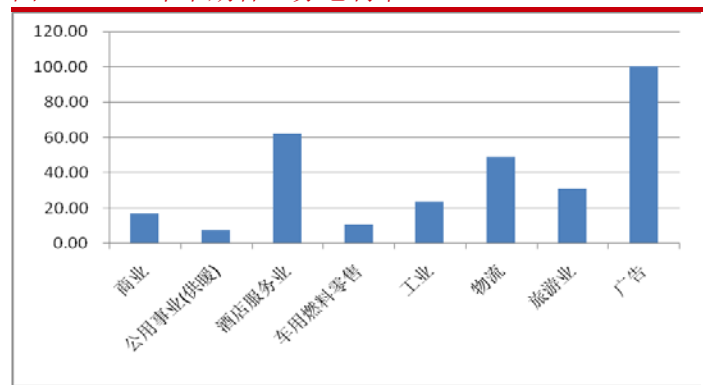
除商业零售主业外，公司一部分公用事业（供暖）、酒店服务业、车用燃料零售、工业、物流、旅游业、广告等业务，但这些业务收入、利润占比较小，并非未来发展的重点。

图 4：2012 年中期各业务收入占比图



资料来源：公司公告，民族证券

图 5：2012 年中期各业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，民族证券

三、竞争优势明显 盈利能力待提高

1、竞争对手--规模小 实力弱

公司主业为零售业，在乌鲁木齐乃至新疆拥有较强的竞争优势，主要表现在首先业态丰富，百货、超市、家电齐全，能够满足消费者多样需求；其次产品定位分布在中档、中高档又有高档，能够满足不同细分群体需求。以百货业态竞争优势最为突出、超市、家电相对较弱。虽然在乌鲁木齐、其他地州市公司有竞争对手的存在，但竞争对手规模相对较小，综合实力相比友好集团存在较大差距。

需要注意的是，在不断扩张过程中，随着网点加密，公司内部竞争、相互分流客源的矛盾将有所凸显。

表 11：公司在经营地的竞争对手情况

业态		竞争对手
百货	中档	竞争对手有丹璐、世纪金花、西单商场新疆店；其它地、州市竞争对手为当地的百货店
	中高档	王府井新疆店
	高档	世纪金花时代广场店
超市	爱家超市、每日每夜便利店、家乐福、又一佳、好家乡	
家电	苏宁电器、国美电器	

资料来源：公司公告，民族证券

2、同行业中盈利能力较弱

与 A 股其它区域零售企业相比，我们可以看到虽然友好集团毛利率保持较高水平，但是由于期间费用率显著高于同类型企业，导致净利率相对较低。我们认为在加速扩张、渠道下沉的背景下，公司毛利率将会有所下滑，费用率持续维持较高水平，进一步影响其净利润表现。

表 12：2006 年-2012 年中期同类型公司毛利率水平（%）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年中期
重庆百货	14.39	15.37	15.82	15.86	14.90	14.55	13.72
鄂武商 A	19.71	20.80	21.13	20.16	19.87	20.21	20.60
合肥百货	13.12	14.69	15.86	16.51	16.66	17.05	19.32
新华百货	18.51	18.90	17.29	18.72	19.32	17.92	18.92
银座股份	18.08	18.22	18.49	18.68	18.19	17.63	18.65
友阿股份	19.14	18.98	20.86	19.37	18.67	17.61	18.96
友好集团	17.98	21.29	21.83	20.65	21.36	20.89	19.89

资料来源：公司公告，民族证券

表 13：2006 年-2012 年中期同类型公司期间费用率水平（%）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年中期
重庆百货	12.04	12.70	12.45	12.91	11.52	10.99	9.83
鄂武商 A	15.21	13.92	14.75	14.54	14.29	14.50	14.29
合肥百货	9.90	9.39	10.17	9.82	9.41	9.26	10.88
新华百货	14.45	13.80	11.53	10.08	11.29	11.18	11.39
银座股份	11.80	10.97	13.74	14.92	15.39	15.53	13.84

友阿股份	13.23	10.96	12.31	10.82	9.35	9.57	6.98
友好集团	15.01	14.87	16.65	17.18	15.47	16.04	16.11

资料来源：公司公告，民族证券

表 14：2006 年-2012 年中期同类型公司净利润率水平（%）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年中期
合肥百货	2.06	3.56	3.75	4.91	5.20	6.83	5.51
鄂武商 A	1.66	4.16	4.14	4.00	3.59	3.50	4.21
友阿股份	9.10	5.61	5.42	5.50	6.17	6.23	9.71
重庆百货	1.60	1.86	2.57	2.18	2.50	2.43	2.70
新华百货	2.72	3.33	4.27	6.55	5.98	5.27	5.56
银座股份	3.77	4.08	3.34	2.19	1.39	0.97	2.55
友好集团	0.70	3.51	2.87	2.73	3.62	3.82	2.84

资料来源：公司公告，民族证券

3、房地产收入缓解资金压力

最近两年由于公司加快扩展步伐，新开多个门店，令有多处储备门店，导致公司财务面临一定压力。

表 15：公司资产结构、偿债能力

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年中期
资本结构					
资产负债率 (%)	50.34	57.46	61.05	77.76	78.64
权益乘数 (%)	2.01	2.35	2.57	4.50	4.68
流动负债 / 负债合计 (%)	80.23	92.92	83.01	78.58	78.68
偿债能力					
流动比率	0.87	0.92	1.06	1.02	1.00
速动比率	0.64	0.57	0.73	0.38	0.32
息税折旧摊销前利润 / 负债合计	0.19	0.13	0.14	0.06	0.03
经营活动产生的现金流量净额 / 负债合计	0.29	0.26	0.24	0.31	-0.07
经营活动产生的现金流量净额 / 带息债务	0.93	1.15	1.04	1.79	-0.31
经营活动产生的现金流量净额 / 流动负债	0.36	0.28	0.29	0.39	-0.09
已获利息倍数 (EBIT / 利息费用)	3.18	5.07	56.20	30.00	9.68

资料来源：wind，民族证券

2012 年初公司曾启动定向增发，发行股份数量 5750 万股，募集现金总额预计为 5 亿元，用于发展门店、补充流动资本。但由于公司有部分的房地产业务，短期内公司通过增发融资的计划恐难以实现，而公司目前正处于加快布局阶段，资金需求较大，房地产业务集中进入结算期对缓解公司财务压力意义重大。

四、经营环境—政策红利带动新疆经济发展

1、经济基础相对薄弱

新疆地处中国西北边陲，总面积 166 万平方公里，占全国陆地总面积的六分之一；国内与西藏、青海、甘肃等省区相邻，周边依次与蒙古、俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、阿富汗、巴基斯坦、印度等 8 个国家接壤；陆地边境线长达 5600 多公里，占全国陆

地边境线的四分之一，是中国面积最大、交界邻国最多、陆地边境线最长的省区，拥有重要的区域地位，是沟通中国及中亚贸易门户，是第二条“欧亚大陆桥”的必经区域；除了地缘优势外，公司还有强大的资源优势，区域内的矿产资源、农产品资源、能源资源、旅游资源丰富。

自西部大开发政策启动后，新疆经济取得了一定进步，但在经济实力同其战略地位、资源优势仍不匹配，从各项经济指标看，新疆地区经济发展水平仍处于较低水平，居民消费力不足。

表 16：2011 年新疆主要经济指标

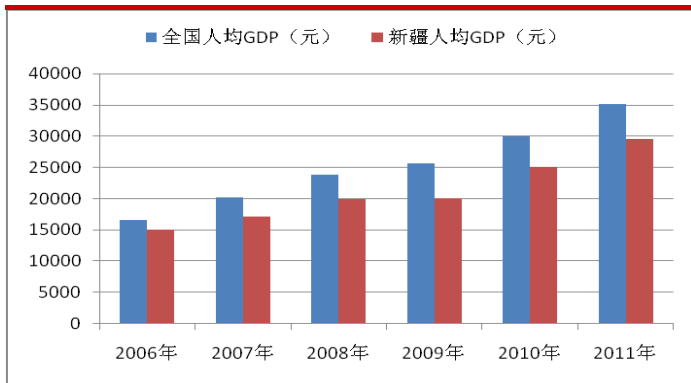
2011 年	新疆	全国占比
面积（万平方公里）	166	1/6
总人口（万）	2208.71	1/62
GDP（亿元）	6574.54	1/72
社会消费品零售总额（亿元）	1557.1	5/582
	新疆	全国
城镇化率	43.50%	51.27%

资料来源：公司公告，民族证券

收入水平偏低：年末总人口 2208.71 万人，比上年增长 1.1%，其中，城镇人口 961.67 万人，乡村人口 1247.04 万人。城镇化率为 43.5%。（城镇化率）

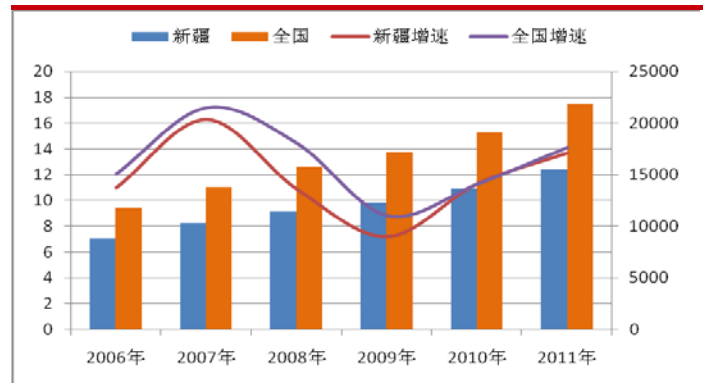
城镇居民人均可支配收入 15514 元，比上年增长 13.7%，扣除价格因素，实际增长 7.8%。其中，工资性收入 12653 元，增长 11.7%。人均消费性支出 11839 元，增长 16.1%，其中，人均食品支出 4537 元，增长 22.8%。

图 6：2006 年内-2011 年新疆与全国人均 GDP 水平



资料来源：国家统计局，新疆统计局，民族证券

图 7：新疆城镇居民可支配收入及增速（万元、%）



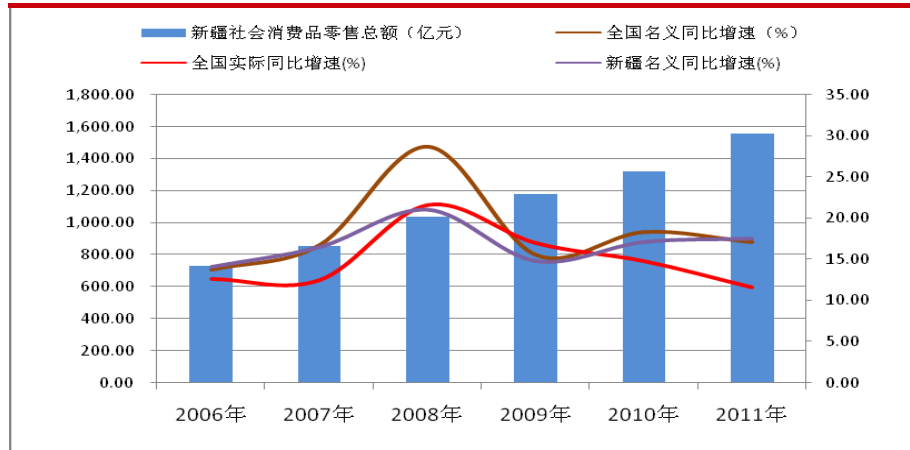
资料来源：国家统计局，新疆统计局，民族证券

消费规模与全国平均水平存在差距：2011 年，社会消费品零售总额 1557.10 亿元，比上年增长 17.5%，扣除价格因素，实际增长 11.8%。按经营地划分，城镇零售额 1411.02 亿元，增长 17.8%；乡村零售额 146.08 亿元，增长 15.5%。

按行业划分，批发和零售业零售额 1341.57 亿元，增长 17.8%；住宿和餐饮业零售额 215.53 亿元，增长 27.2%。

限额以上批发零售贸易企业食品类零售额增长 24.5%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 30.9%，金银珠宝类增长 68.3%，家用电器和音像制品类增长 36.9%，石油及制品类增长 31.8%，家具类增长 29.2%，汽车类增长 23.7%。

图 8：新疆社会消费品零售总额及增速

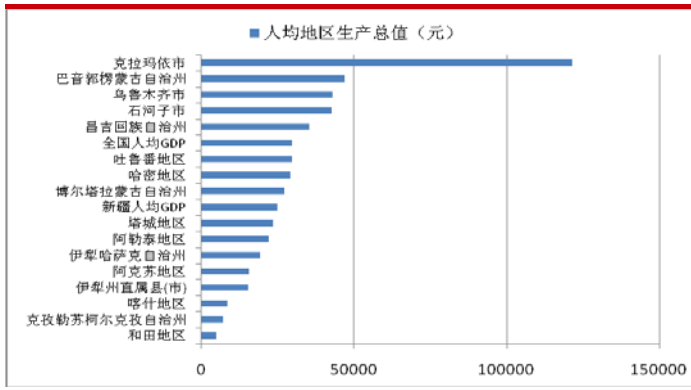


数据来源：国家统计局、新疆统计局，民族证券

各地州市销售能力差距较大：乌鲁木齐市是新疆维吾尔自治区首府，全疆政治、经济、文化中心，地处天山中段北麓、准噶尔盆地南缘，行政区总面积 1.42 万平方公里，其中城市建成区面积 261.88 平方公里。截止 2011 年 4 月末乌鲁木齐市人口总数突破 311 万人，占全疆人口的 13.2%，乌市 2010 年全年国内生产总值 1,311 亿元，占全疆国内生产总值的 24.2%，全年实现社会消费品零售总额 563 亿元，同比增长 19%，占全疆社会消费品零售总额的 42.5%，城镇居民人均可支配收入 14,382 元，同比增长 10%；全年城市居民人均消费支出 10,239 元，同比增长 13.2%，由此可以看出居民消费需求非常旺盛。

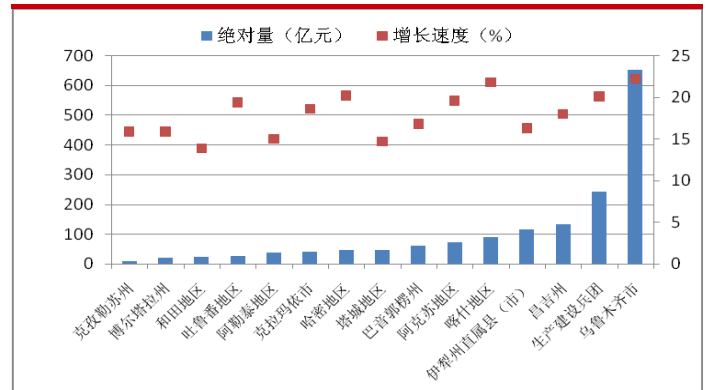
新疆地区除去首府乌鲁木齐外，还有地级市 1 个（克拉玛依市）、区直辖市 4 个（石河子市、阿拉尔市、图木舒克市、五家渠市）、地、州辖市 15 个（吐鲁番市、哈密市、昌吉市、阜康市、伊宁市、奎屯市、塔城市、乌苏市、阿勒泰市、博乐市、库尔勒市、阿克苏市、阿图什市、喀什市、和田市），共计 20 个城市，统称为疆内二级城市。从数据上看各地人民生活水平及消费情况存在较大差距。

图 9：2010 年新疆地、州市人均 GDP 水平



资料来源：国家统计局，新疆统计局，民族证券

图 10：2011 年新疆地、州市社会消费品零售总额及增速



资料来源：国家统计局，新疆统计局，民族证券

2、政策支持——拉动经济飞速发展

2010 年 5 月中央召开新疆工作座谈会，就促进新疆跨越式发展和实现长治久安作出重大部署，目标是通过“十二五”和“十三五”的十年奋斗，使新疆与全国一道实现全面建设小康社会。

表 17: 近年来新疆主要政策

时间	政策	具体内容
2010 年	全国及乌鲁木齐十二五规划	举全国之力发展新疆，到 2015 年新疆人均地区生产总值将达到全国平均水平。随着新疆政策的深入落实和居民收入的不断提高，新疆的社会消费品零售总额将呈现飞速增长态势，新疆的零售业也将迎来新的发展机遇。
2010 年 5 月	中央召开新疆工作座谈会	未来十年新疆发展的目标和战略规划：第一，到 2015 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平，城乡居民收入和到西部地区平均水平，基础设施条件明显改善；第二，到 2020 年确保与全国同人均基本公共服务能力达步全面跨入小康社会的奋斗目标。
2011 年 5 月	在京召开第二次全国对口支援新疆工作会议	全国 19 省援疆资金总规模将超过 100 亿元；天山北坡经济区纳入“国家重点开发”；未来 20 年，中央财政支持新疆的资金总量预计可达 2.1 亿元。

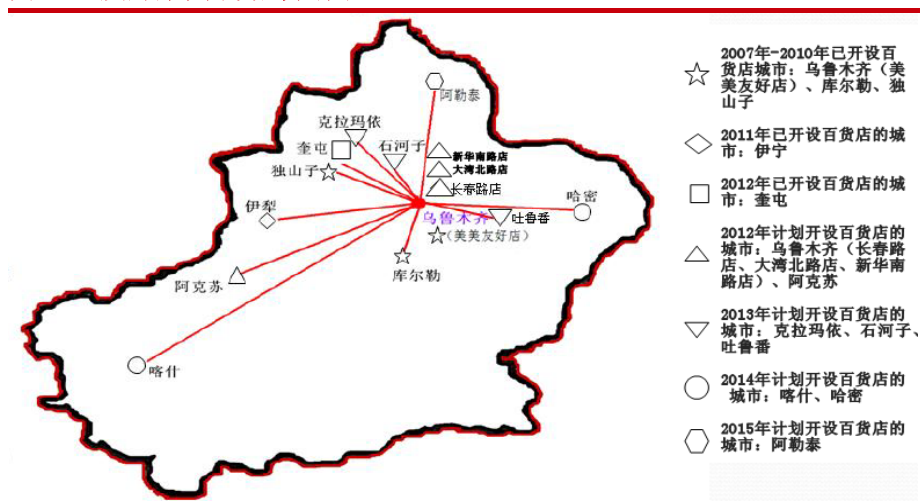
资料来源：公司公告，民族证券

五、盈利预测与评级

1、未来展望

未来公司将重点发展商业，从地域上看，乌鲁木齐是公司发展百货、超市、家电连锁业态的重中之重，除乌鲁木齐外，对于疆内的二线城市，公司确定伊犁、阿克苏、克拉玛依、奎屯、石河子、哈密、喀什、阿勒泰为疆内经济条件较好的二级城市，是集团的战略性接点城市。

图 11: 友好集团战略布局图



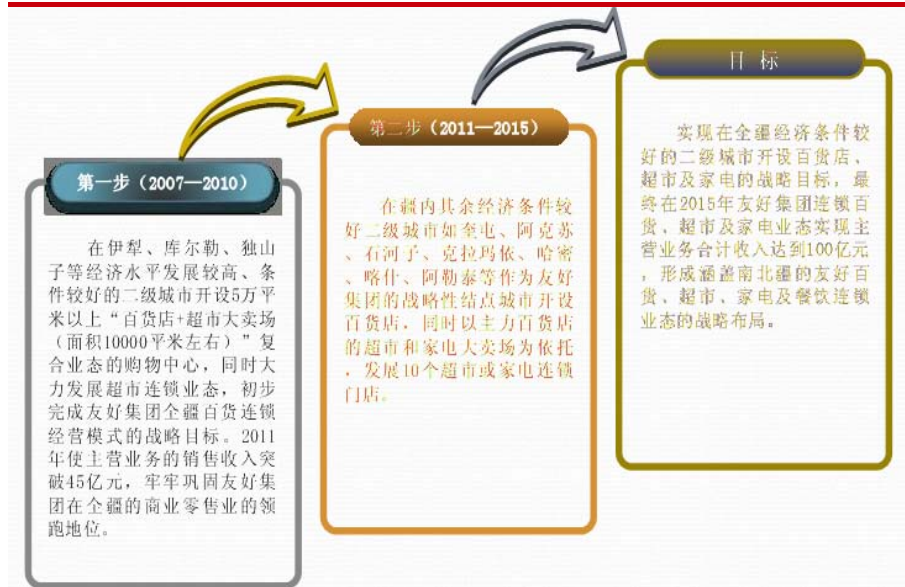
数据来源：公司公告，民族证券

注：阿克苏购物中心因施工进度问题 计划于 2013 年开业

友好集团的战略目标是实行规模优先、积极扩张战略。友好集团将加速百货、超市、家电及餐饮连锁经营的发展，用 5 年时间通过扩大市场份额，获取充分的规模效应，使规模经营产生规模效益。到 2015 年友好集团将实现在境内经济条件较好的二级城市开设百货店的战略目

标，使集团百货业态销售额达到 58.5 亿元、家电连锁业态销售额达到 11.5 亿元、同时超市连锁业态销售额达到 30 亿元的快速超常规化发展目标，最终在 2015 年友好集团连锁百货、超市及家电业态实现主营业务合计收入达到 100 亿元，形成涵盖南北疆的友好百货、超市、家电及餐饮连锁业态的战略布局。

图 12：公司战略规划



数据来源：公司公告，民族证券

2、盈利预测与评级

不考虑地产业务，我们预测公司 2012 年、2013 年、2014 年可实现营业收入分别为 50.18 亿元、64.23 亿元、80.29 亿元，实现净利润 1.28 亿元、1.40 亿元、1.63 亿元；每股收益分别为 0.41 元、0.45 元、0.52 元，考虑到房地产收益，预期 2012 年全年 EPS 为 1.06 元。

我们认为公司作为新疆地区商业零售龙头将充分受益政策刺激下新疆经济繁荣带来的消费增长，公司扩张速度加快，短期内会对增加公司费用支出，但房地产项目进入结算期，贡献的收益正好可以满足资金需求，为主业发展提供财务支持，我们看好公司的发展前景，给予公司“增持”评级。

表 18：公司主要成熟门店收入预测

(单位：亿元)	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
天山百货	14.7	16	17	19	20
增速		10%	8%	8%	6%
友好商场	12.95	15.54	18.65	21.26	23.81
增速		20%	20%	14%	12%
美美友好购物中心	6	7.80	8.03	9.24	11.09
增速		30%	3%	15%	20%

资料来源：公司公告，民族证券

3、风险提示

新店培育期较长，房地产项目结算情况低于预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3956.91	1455.53	1642.63	2004.17
现金	1123.06	-190.18	-469.16	-637.77
应收账款	102.41	137.49	175.98	219.98
其它应收款	85.87	137.49	175.98	219.98
预付账款	175.14	274.97	351.96	439.96
存货	2469.11	1095.77	1407.86	1762.02
其他	1.33	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2389.10	2769.06	3114.98	3433.92
长期投资	49.21	50.01	50.81	51.61
固定资产	2020.40	2340.45	2630.50	2890.54
无形资产	269.32	303.32	337.32	371.32
其他	50.16	75.27	96.35	120.44
资产总计	6346.01	4224.59	4757.61	5438.09
流动负债	3877.63	1579.97	1904.85	2355.44
短期借款	120.00	120.00	120.00	120.00
应付账款	630.08	493.09	633.54	792.91
其他	3127.55	966.87	1151.31	1442.53
非流动负债	1057.14	1101.27	1199.56	1295.86
长期借款	732.60	700.54	737.52	768.51
其他	324.54	400.73	462.04	527.35
负债合计	4934.78	2681.24	3104.40	3651.31
少数股东权益	285.44	289.40	292.70	296.70
归属母公司股东权益	1125.80	1253.95	1360.51	1490.08
负债和股东权益	6346.01	4224.59	4757.61	5438.09

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1527.93	-947.33	227.71	276.36
净利润	914.84	128.15	106.57	129.57
折旧摊销	112.22	179.95	209.95	239.95
财务费用	26.29	28.92	36.15	45.18
投资损失	-34.77	-34.80	-34.80	-34.80
营运资金变动	509.35	-1249.55	-90.16	-103.54
投资活动现金流	-1096.64	-500.00	-500.00	-500.00
资本支出	-1189.26	-500.00	-500.00	-500.00
筹资活动现金流	41.80	71.74	-15.60	44.60
短期借款	697.02	100.66	20.55	89.79
长期借款	732.6	700.54	737.52	768.51
现金净增加额	684.09	1123.06	-190.18	-469.16

资料来源：公司公告，民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3860.19	5018.25	6423.36	8029.20
营业成本	3053.75	3999.54	5138.69	6431.39
营业税金及附加	60.31	82.80	105.99	132.48
营业费用	220.24	292.06	378.98	473.72
管理费用	372.74	494.30	635.91	790.88
财务费用	26.29	28.92	36.15	45.18
资产减值损失	-0.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	-3.23	0	0	0
投资净收益	34.77	34.8	34.8	34.8
营业利润	159.12	155.43	162.45	190.35
营业外收支	9.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	168.41	155.43	162.45	190.35
所得税	20.94	23.31	19.39	23.57
净利润	147.47	132.11	143.06	166.77
少数股东损益	4.36	3.96	3.30	4.01
归属母公司净利	143.11	128.15	139.77	162.77
EPS (元)	0.459	0.41	0.45	0.52

主要财务比率
成长能力

营业收入	32.36%	30.00%	28.00%	25.00%
营业利润	25.52%	-2.32%	4.52%	17.17%
归属母公司净利	36.15%	-10.45%	9.06%	16.46%
获利能力				
毛利率	20.89%	20.30%	20.00%	19.90%
净利率	3.82%	2.63%	2.23%	2.08%
ROE	12.71%	10.22%	10.27%	10.92%
偿债能力				
资产负债率	77.76%	63.47%	65.25%	67.14%
流动比率	102.04%	92.12%	86.23%	85.09%
速动比率	38.37%	22.77%	12.32%	10.28%

每股指标(元)

每股收益	0.46	0.41	0.45	0.52
每股经营现金	4.91	-3.04	0.73	0.89
每股净资产	4.53	4.95	5.31	5.74
估值比率				
P/E	24	27	25	21
P/B	2	2	2	2

分析师简介

2006年毕业于中国人民大学，经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究发展中心，主要负责商业贸易行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。