



Research and  
Development Center

# 遇强则强，跑马圈地确保龙头地位

—— 友好集团（600778.sh）深度报告

2013年08月15日

赵雅君  
商业贸易行业分析师

## 证券研究报告

## 公司研究——首次覆盖

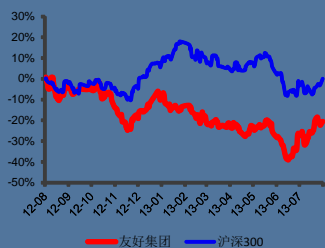
## 友好集团 (600778.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

赵雅君 商业贸易行业分析师  
 执业编号: S1500512070004  
 联系电话: +86 10 63081095  
 邮箱: zhaoyajun@cindasc.com

## 友好集团相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

## 公司主要数据 (2013-8-14)

收盘价 (元)	8.96
52 周内股价 波动区间(元)	6.97~ 11.51
最近一月涨跌幅 (%)	8.08
总股本(亿股)	3.11
流通 A 股比例 (%)	99.33
总市值(亿元)	27.91

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街 9 号院  
 1 号楼 6 层研究开发中心

邮编: 100031

## 遇强则强, 跑马圈地确保龙头地位

友好集团深度报告

2013 年 08 月 15 日

目标价: 10.5 元

## 本期内容提要:

◆ **国资控股的新疆商业龙头企业。**公司是乌鲁木齐国资委控股的新疆商业龙头, 较早地在自治区范围内实施跨地区连锁经营策略, 目前已在乌鲁木齐市内及南北疆等 5 个城市形成五大业态 (百货、超市、家电、特色餐饮、文化事业), 拥有经营网点 (含便利店) 38 个, 面积约 53 万平方米。公司旗下“天山百货”、“友好商场”、“美美友好”和“友好超市”具有较高的知名度, 品牌优势显著。

◆ **公司百货业务在乌鲁木齐具有明显的规模优势。**乌鲁木齐市整体商业竞争环境较为缓和, 近年来没有新的外来竞争者进入。公司在乌市共开有 8 家门店, 差异化定位覆盖到了全客层。其余竞争对手如汇嘉、金华、丹璐、王府井和西单商场均仅有一到两家门店, 难以形成规模优势。公司通过对天百、友好、美美等主要门店进行扩张改建、品类调整, 坪效得到提升, 老门店也能产生良好的增长。公司未来在乌市规划了昊元上品和会展中心店两个大体量的商业项目, 均处于城市规划较好的位置, 将进一步巩固公司在乌市的龙头地位。

◆ **地州业务与汇嘉平分秋色, 公司遇强则强展开跑马圈地。**公司业务在地州上与汇嘉平分秋色, 近几年两家都加快了在经济较好的二线城市布店的步伐。目前, 友好和汇嘉各自都有 5 家门店在地州上设立。由于新疆地广人稀的特点, 每个地州市人口较少, 通常只能容纳一家大体量的百货门店, 所以抢先进入当地市场非常关键。我们更愿意将来自汇嘉的竞争看做公司遇强则强的动力, 目前公司密集公告投资项目, 已卓有成效地在 4 个地市签订租赁合同, 并持续调研和考察其他未进入地市设店的可行性。

◆ **盈利预测、估值及投资评级:**我们预计公司 2013~2015 年 EPS 分别为 1.21 元/0.94 元/0.58 元。其中, 商业部分对应 EPS 分别为 0.01 元/0.04 元/0.18 元, 地产部分对应 EPS 分别为 1.20 元/0.90 元/0.40 元。公司目前仍然处于扩张阶段, 意味着销售规模快速增长但利润难以释放。我们认为对于公司未来的判断主要需观察公司销售规模扩大所带来的规模优势及区域竞争力的巩固, 以 PS 估值更为合理, 我们取 PS=0.4 给予公司商业部分合理市值 24.15 亿元, 结合地产部分未结算权益收益 8.09 亿元, 对应每股价值 10.35 元。FCFE 测算价值为 10.84 元。公司目前 8.96 元的股价对应 2013 年 1.21 元 EPS 的 PE 为 7 倍。我们认为公司具有较高的投资价值, 给予六个月目标价 10.5 元, 对应 2013 年 9 倍 PE, 与目前股价相比有 17% 左右的增长空间, 首次给予“增持”评级。

◆ **风险因素:** 1、宏观经济增速持续下滑; 2、新开门店经营效率不达预期; 3、竞争加剧。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	3,860.19	7,909.72	9,484.38	10,514.14	11,353.18
增长率 YoY %	32.36%	104.90%	19.91%	10.86%	7.98%
净利润(百万元)	143.11	335.16	376.62	291.26	179.92
增长率 YoY%	36.15%	134.20%	12.37%	-22.67%	-38.23%
毛利率%	20.89%	28.44%	26.29%	24.00%	19.74%
净资产收益率 ROE%	13.22%	25.95%	22.88%	14.71%	8.12%
每股收益 EPS(元)	0.46	1.08	1.21	0.94	0.58
市盈率 P/E(倍)	20	8	7	10	16
市净率 P/B(倍)	2.5	1.9	1.5	1.3	1.2

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 8 月 14 日收盘价

## 目录

投资聚焦	1
1. 公司概况：国资控股的新疆商业龙头	3
1.1 公司简介	3
1.2 股本结构：国资控股比例较低，广汇增持成为第二大股东	3
1.3 经营百货、超市、家电，立足乌市，并向南北疆拓展	3
2. 行业分析：竞争环境较为缓和，地州布店需抢占先机	5
2.1 公司百货业务在乌鲁木齐具有明显的规模优势	5
2.2 公司百货业务在地州上与汇嘉时代平分秋色	6
3. 门店分析：内部调整与外延拓张并进，巩固竞争优势	8
3.1 门店概览	8
3.2 乌鲁木齐：全客层加密覆盖，品牌影响力突出	9
3.3 扩张空间：跑马圈地加速外延扩张，布局卓有成效	11
4. 财务分析：持续内部调整，利润率水平提升	12
4.1 毛利率分析：百货、超市、家电三大业态毛利率水平改善	12
4.2 净利率分析：快速扩张导致财务费用压力维持较高	13
5. 盈利预测、估值与建议	14
5.1 盈利预测：2013至2015年EPS分别为1.21元/0.94元/0.58元	14
5.2 估值及建议：合理价值为10.5元	15
6. 风险因素	17

## 表目录

表 1：乌鲁木齐百货竞争格局	5
表 2：疆内二级城市 GDP 及人口	6
表 3：友好集团和汇嘉时代在地州布局对比	7
表 4：公司房地产项目相关数据	14
表 5：公司分业务收入假设	15
表 6：百货类重点公司相对估值水平一览	15
表 7：关键性假设	16
表 8：FCFE 估值	16

## 图目录

图 1：公司股本结构	3
图 2：公司 2012 年分业务收入结构	4
图 3：公司 2012 年分业务利润结构	4
图 4：公司 2012 年分地区收入结构	4
图 5：公司 2012 年分地区利润结构	4
图 6：公司门店详细数据	8
图 7：公司乌鲁木齐门店分布	9
图 8：公司在新疆地市的拓展步伐	11
图 9：2012 年及 2013H1 公司百货、超市、家电、地产毛利率	12
图 10：2013Q1 公司整体毛利率水平与同类百货公司比较（单位：%）	12
图 11：2009 年至 2013H1 公司商业部分毛利率水平	12
图 12：2013H1 公司分地区毛利率水平	12
图 13：2008 年至 2013H1 公司归属净利率水平	13
图 14：2013Q1 公司扣非净利率水平与同类百货公司比较	13
图 15：2006 年至 2012Q3 公司期间费用率水平	13

## 投资聚焦

- 1、**国资控股的新疆商业龙头企业。**公司是乌鲁木齐国资委控股的新疆商业龙头，较早地在自治区范围内实施跨地区连锁经营策略，目前已在乌鲁木齐市内及南北疆等 5 个城市形成五大业态（百货、超市、家电、特色餐饮、文化事业），拥有经营网点（含便利店）38 个，面积约 53 万平方米。公司旗下“天山百货”、“友好商场”、“美美友好”和“友好超市”具有较高的知名度，品牌优势显著。
- 2、**公司百货业务在乌鲁木齐具有明显的规模优势。**乌鲁木齐市整体商业竞争环境较为缓和，近年来没有新的外来竞争者进入。公司在乌市共开有 8 家门店，差异化定位覆盖到了全客层。其余竞争对手如汇嘉、金华、丹璐、王府井和西单商场均仅有一到两家门店，难以形成规模优势。公司通过对天百、友好、美美等主要门店进行扩张改建、品类调整，坪效得到提升，老门店也能产生良好的增长。公司未来在乌市规划了昊元上品和会展中心店两个大体量的商业项目，均处于城市规划较好的位置，将进一步巩固公司在乌市的龙头地位。
- 3、**地州业务与汇嘉平分秋色，公司遇强则强展开跑马圈地。**公司业务在地州上与汇嘉平分秋色，近几年两家都加快了在经济较好的二级城市布店的步伐。目前，友好和汇嘉各自都有 5 家门店在地州上设立。由于新疆地广人稀的特点，每个地州市人口较少，通常只能容纳一家大体量的百货门店，所以抢先进入当地市场非常关键。我们更愿意将来自汇嘉的竞争看做公司遇强则强的动力，目前公司密集公告投资项目，已卓有成效地在 4 个地市签订租赁合同，并持续调研和考察其他未进入地市设店的可行性。

### 有别于大众的认识

公司近一两年来频繁公告对外投资项目，尤其是加快了对新疆地市的布局。市场或许已经意识到，公司虽然是新疆的商业龙头，但也受到来自于竞争对手扩张的压力。我们反而认为，这样的竞争有利于激发公司管理层对于企业发展的诉求，管理效率的提升，正所谓遇强则强。我们看好公司加快布局的成效，也看好市场占有率提升后所带来的规模优势。虽然公司处于扩张阶段业绩难以释放，我们认为关注点更应该放在收入端的增长上面，公司当前市值仅 28 亿元，我们看好公司由小及大的未来前景。

### 股价催化剂

未来刺激股价的因素包括且不局限于公司销售规模的扩大及地产结算增厚业绩。

### 业绩预测和投资建议：

我们预计公司 2013~2015 年的归属净利润分别为 3.77 亿元、2.91 亿元、1.80 亿元，分别同比增长 12.37%、-22.67%、-38.23%，对应 EPS 分别为 1.21 元/0.94 元/0.58 元。其中，商业部分对应 EPS 分别为 0.01 元/0.04 元/0.18 元，地产部分对应 EPS 分别为 1.20 元/0.90 元/0.40 元。

我们分别采用相对估值和 FCFE 绝对估值方法对公司价值进行评判。公司目前仍然处于扩张阶段，意味着销售规模快速增长但利润难以释放。我们认为对于公司未来的判断主要需观察公司销售规模扩大所带来的规模优势及区域竞争力的巩固，以 PS 估值更为合理，我们取  $PS=0.4$  给予公司商业部分合理市值 24.15 亿元，结合地产部分未结算权益收益 8.09 亿元，对应每股价值 10.35 元。FCFE 测算价值为 10.84 元。公司目前 8.96 元的股价对应 2013 年 1.21 元 EPS 的 PE 为 7 倍。我们认为公司具有较高的投资价值，给予六个月目标价 10.5 元，对应 2013 年 9 倍 PE，与目前股价相比有 17% 左右的增长空间，首次给予“增持”评级。

#### 风险提示：

- 1、宏观经济增速持续下滑；
- 2、新开门店经营效率不达预期；
- 3、竞争加剧。



## 1. 公司概况：国资控股的新疆商业龙头

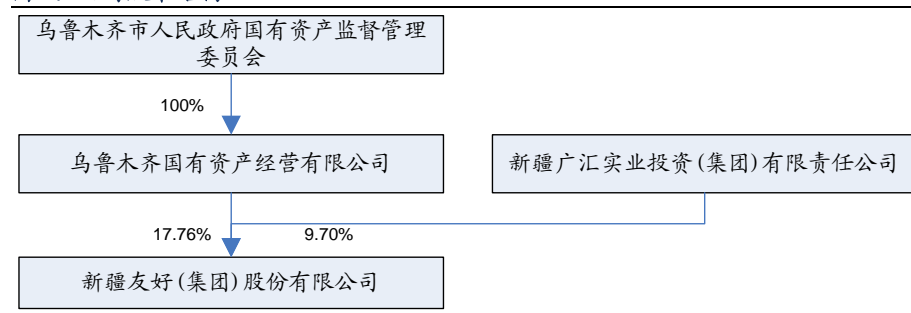
### 1.1 公司简介

新疆友好（集团）股份有限公司（以下简称“友好集团”或“公司”）是新疆最具影响力的商业龙头企业。公司旗下“天山百货”、“友好商场”、“美美友好”和“友好超市”品牌在乌鲁木齐市乃至南北疆具有较高的知名度，品牌优势显著，市场份额较高。公司较早自治区范围内实施跨地区连锁经营策略，目前已在乌鲁木齐市、库尔勒、克拉玛依独山子区、伊宁、奎屯等5个城市形成五大业态（百货、超市、家电、特色餐饮、文化事业），拥有经营网点（含便利店）38个，面积约53万平方米，成为新疆境内网点规模、经营规模最大的商业企业。

### 1.2 股本结构：国资控股比例较低，广汇增持成为第二大股东

公司控股股东乌鲁木齐国有资产经营有限公司是乌鲁木齐国资委全资子公司，是乌鲁木齐市的国有资产运营平台，控股两家上市公司：新疆城建和友好集团。乌鲁木齐国有资产经营有限公司占公司总股本的17.76%，持股比例较低。2012年广汇集团通过增持一跃成为公司第二大股东，持股比例为9.70%。

图1：公司股本结构



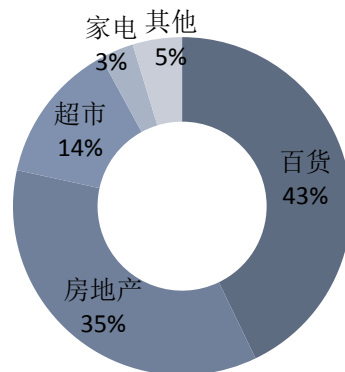
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 1.3 经营百货、超市、家电，立足乌市，并向南北疆拓展

公司2012年实现营业收入79.10亿元，同比增长104.90%，净利润3.35亿元，同比增长134.20%。2012年百货收入33亿元，超市收入10.6亿元，电器收入2.5亿元，此外，房地产结算28亿元，净利润方面几乎全部由地产贡献。

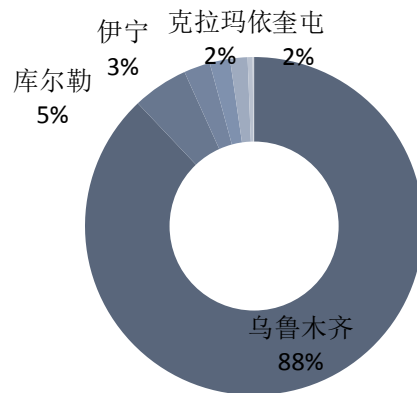
乌鲁木齐市是公司最主要的收入和利润来源，贡献占比分别为88%和95%。

图 2：公司 2012 年分业务收入结构



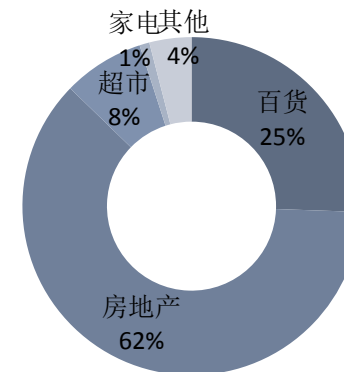
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：公司 2012 年分地区收入结构



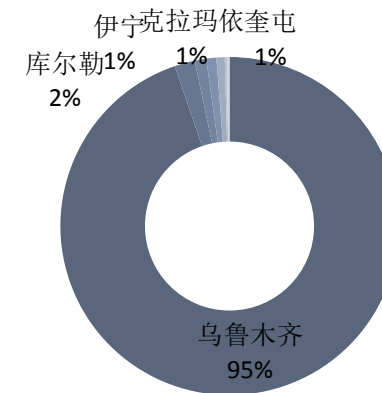
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司 2012 年分业务利润结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：公司 2012 年分地区利润结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



## 2. 行业分析：竞争环境较为缓和，地州布店需抢占先机

新疆整体商业竞争环境较为缓和，近年来没有新的外来竞争者进入。新疆最具竞争实力的两家商业企业是友好和汇嘉，在乌鲁木齐市友好以 8 家门店的覆盖力处于龙头地位，具有很高的市场占有率。在地州上友好和汇嘉平分秋色，并且都加快了在经济较好的二级城市布店的步伐。

### 2.1 公司百货业务在乌鲁木齐具有明显的规模优势

乌鲁木齐市约有百货店 20 余家，主要的公司包括友好、汇嘉时代、金华、丹璐、王府井和西单商场。其中，友好和汇嘉时代处于竞争的第一梯队，实力和规模优势都较强。公司在乌鲁木齐共开有 8 家门店，定位覆盖到了全客层，从品牌折扣的天百名店，到大众品牌的友好商场和友好百盛店，再到精品品牌的天山百货，至高端奢侈品的美美友好购物中心，已形成了明显的规模优势和品牌优势。汇嘉时代在乌鲁木齐开有 2 家门店，老门店 2000 年开业，2012 年在北京路新开了一家面积在七八万平的购物中心，受益于地理位置较好，销售情况良好。友好 2012 年在乌鲁木齐的销售额在 40 亿以上，汇嘉约 10 亿左右，西单商场约 5 亿左右，友好在乌鲁木齐的市场占有率很高。

从竞争态势来看，乌鲁木齐近年来的外来竞争者较少，新门店主要来自现有竞争者在老门店的基础上开出面积较大的新店。然而，乌鲁木齐常住人口约 330 万人，目前百货店数量 20 家已相对饱和。在业态升级方面，乌鲁木齐市还稍显滞后，综合体模式的大型门店目前只有 2012 年开业的世纪金花时代广场，其商业面积约十万平方米，虽然地理位置较好，但是招商能力不强，导致培育期拉长。我们认为，未来乌鲁木齐市新增百货门店会来自两个方向，1) 对市内核心地段亏损门店的收购；2) 在城市外延开出品类齐全、配套完善的购物中心。

表 1: 乌鲁木齐百货竞争格局

序号	公司	门店数	定位	经营情况
1	友好集团	8	多档次	从品牌折扣到大众，到中高端，到高端奢侈品全覆盖，品牌认可度较高
2	汇嘉时代	2	综合	乌鲁木齐中山路店是 2000 年开业的老店；北京路汇嘉时代广场是 2012 年新开业的购物中心，位置及销售较好
3	金华	2	综合	世纪金花乌鲁木齐购物中心 2003 年开业，位于友好商圈；世纪金花时代广场 2012 年开业，综合体模式，商业面积约十多万平，位置不错，但招商落后
4	丹璐	2	中高端	丹璐百货和丹璐购物中心两家门店，定位精品百货，经营情况一般
5	王府井	1	大众	面积较小（3 万平），品类不够全面，位置不佳
6	西单	1	大众	位置较好，受到新开的汇嘉的冲击，增长较平

资料来源：信达证券研发中心

## 2.2 公司百货业务在地州上与汇嘉时代平分秋色

在疆内除乌鲁木齐市以外有地级市 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、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。其中，伊宁、库尔勒、阿克苏、克拉玛依、奎屯、石河子、哈密、喀什、昌吉、阿勒泰为疆内经济条件较好的二级城市。

**表 2: 疆内二级城市 GDP 及人口**

	GDP(2011, 亿元)	人口 (2011, 万人)
石河子市	170.59	62
库尔勒市	558.29	54
阿克苏市	142.91	50
伊宁市	113.90	50
喀什市	107.60	48
哈密市	176.70	46
克拉玛依	801.69	38
昌吉市	221.37	36
和田市	35.12	32
吐鲁番市	58.65	28
博乐市	99.91	27
阿图什市	23.29	25
乌苏市	120.75	23
阿勒泰市	40.36	20
阜康市	103.10	17
塔城市	50.18	17
阿拉尔市	-	17
图木舒克市	-	16
奎屯市	90.02	15
五家渠市	-	11

资料来源: 信达证券研发中心

在地州的竞争上看，友好和汇嘉近些年来都加快了布局的速度，各自都有 5 家门店在地州上设立。友好已将门店布到库尔勒、

克拉玛依独山子区、伊宁市、奎屯、阿克苏，汇嘉的门店已拓展至库尔勒、昌吉、喀什、克拉玛依、五家渠。并且，友好和汇嘉都有继续在各地州市扩店的规划。由于新疆地广人稀的特点，每个地州市人口较少，通常只能容纳一家大体量的百货门店，所以抢先进入当地市场非常关键。

**表 3: 友好集团和汇嘉时代在地州布局对比**

地州	友好			汇嘉		
	已有门店	开业时间	面积 (万平米)	已有门店	开业时间	面积 (万平米)
库尔勒	✓	2007	6.7	✓	2004	1
独山子	✓	2008	1.3			
伊宁	✓	2011	5.8			
奎屯	✓	2012	5.7			
阿克苏	✓	2013	7.0			
昌吉				✓	2007	4
喀什				✓	2007	-
克拉玛依				✓	2009	2
五家渠				✓	2011	3

资料来源：信达证券研发中心

### 3. 门店分析：内部调整与外延拓张并进，巩固竞争优势

#### 3.1 门店概览

公司深耕细作于新疆市场，是当地商业龙头企业，目前在新疆 5 个城市经营 12 家百货店，30 家超市，面积约 53 万平方米。公司立足于乌鲁木齐市市场，经营网络下沉至库尔勒、独山子、伊宁、奎屯等地。公司在乌鲁木齐拥有 8 家百货门店，约 24 家超市，具有很高的市场占有率和品牌认可度。

公司未来 3 年的展店计划较多，战略规划 2015 年前在乌鲁木齐主要以在城市外围开发大体量的商业项目为主，商业网点将逐步延伸到昌吉、哈密、克拉玛依、阿勒泰、博乐、喀什等经济水平发展较好的城市，使公司的发展更具规模效益和市场竞争能力。

图 6：公司门店详细数据

	门店序号	门店名称	地区	开业时间	建筑面积/万平米	物业性质	持股比例	商圈	定位
乌鲁木齐市 门店	1	天山百货	乌鲁木齐	1957年	3.4	自有	100%	市中心	精品品牌店
	2	友好商场	乌鲁木齐	1958年	3.5	自有	100%	友好商圈	大众品牌店
	3	友好百盛购物中心	乌鲁木齐	2002年	6.7	租赁	49%	-	大众品牌店
	4	美美友好购物中心	乌鲁木齐	2009年	4.3	租赁	100%	友好商圈	高端奢侈品店
	5	长春路友好时尚购物中心	乌鲁木齐	2012年8月	5.1	租赁	100%	高新区	购物中心
	6	友好中环百货	乌鲁木齐	2012年9月	2.0	租赁	100%	-	社区百货店
	7	友好金盛百货(怡和大厦项目)	乌鲁木齐	2012年11月	2.1	租赁	100%	-	社区百货店
	8	天百名店	乌鲁木齐	1998年	2.0	部分自持, 委托管理	-	市中心	品牌折扣店
外埠 门店	9	库尔勒天百购物中心	库尔勒市	2007年	6.7	租赁	51%		大众品牌店
	10	独山子金盛百货	克拉玛依独山子区	2008年	1.3	自有	100%		大众品牌店
计划 门店	11	伊犁天百国际购物中心	伊犁地区伊宁市	2011年	5.8	自有+租赁	100%		大众品牌店
	12	奎屯友好时尚购物中心	奎屯	2012年4月	5.7	自有	100%		大众品牌店
	13	阿克苏店	阿克苏	2013年10月	7.0	自有	100%		大众品牌店
	14	西山路佳雨城百货卖场	乌鲁木齐	2013年	1.3	自有+租赁	100%		社区百货店
	15	昊元上品店	乌鲁木齐	2014年	10.1	租赁	100%		购物中心
	16	喀什店	喀什	2014年	7.0	租赁	100%		大众品牌店
	17	博乐购物中心	博乐	2014年	4.5	租赁	100%		大众品牌店
	18	库车购物中心	阿克苏地区库车县	2014年	3.4	租赁	100%		大众品牌店
	19	昌吉市购物中心	昌吉	2015年	6.6	租赁	100%		大众品牌店
	20	五家渠购物中心	五家渠市	2015年	4.2	租赁	100%		大众品牌店
	21	会展中心店	乌鲁木齐	2016年	16.0	自有	100%		购物中心
	22	哈密店	哈密	计划中					大众品牌店
	23	克拉玛依店	克拉玛依	计划中					大众品牌店
	24	石河子店	石河子	计划中					大众品牌店
	25	阿勒泰店	阿勒泰	计划中					大众品牌店

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2 乌鲁木齐：全客层加密覆盖，品牌影响力突出

公司旗下的 8 家乌鲁木齐百货门店，基本上占据了乌鲁木齐的主要核心商圈，定位上也覆盖到了全客层，从品牌折扣的天百名店，到大众品牌的友好商场和友好百盛店，再到精品品牌的天山百货，至高端奢侈品的美美友好购物中心，已形成了明显的规模优势和品牌优势。

图 7：公司乌鲁木齐门店分布



资料来源：信达证券研发中心



天山百货位于市中心，临近自治区人民政府。天山百货定位在精品品牌，近年来经过调整，现在化妆品的品牌齐全，国际一线品牌都已进驻。2012年销售达到16.1亿元（含税），同比增长10%。对于天百3.4万平米的面积来说，坪效已接近5万/平米，我们认为未来天百将保持较为缓慢的小幅增长。

友好商场位于友好商圈，是一家定位大众品牌的百货门店。公司近年来也对其进行了一定的调整，2010年友好商场三期的增扩，以及对于超市的改造，加上品类的不断调整，目前友好商场仍处于较快增长的阶段。2012年销售达到15亿元（含税），同比增长16%。目前友好商场的坪效在4万/平米左右，仍存在一定的提升空间，我们认为未来几年友好商场仍能保持较快增长。

美美友好购物中心也位于友好商圈，定位于高端奢侈品牌，拥有Louis Vuitton、Cartier、Ferragamo、Burberry、Emporio Armani等较全的国际一线品牌。美美与喜来登酒店相邻，2012年公司追加租赁了喜来登酒店地上一层1880平方米的面积用于扩大营业场所，对地上一层国际一线品牌区进行升级改造，从而巩固美美在新疆百货业态中的高端优势。2012年美美的销售达到7.75亿元（含税），同比增长29%。目前美美4.3万平米的面积对应坪效尚不到2万/平米，我们认为未来仍有较大的提升空间。

公司未来在乌鲁木齐市场的发展策略是，一是对已有门店进行内部调整，通过优化品类结构提高坪效和毛利率水平；二是寻找价格合理的物业，通过设立便利店、超市、社区百货卖场的形式，进一步渗透并提升市场份额；三是搭建大体量的商业项目，未来几年公司的主要精力将放在如何建设并培育好昊元上品店和会展中心店这两个十万平以上的大型项目。

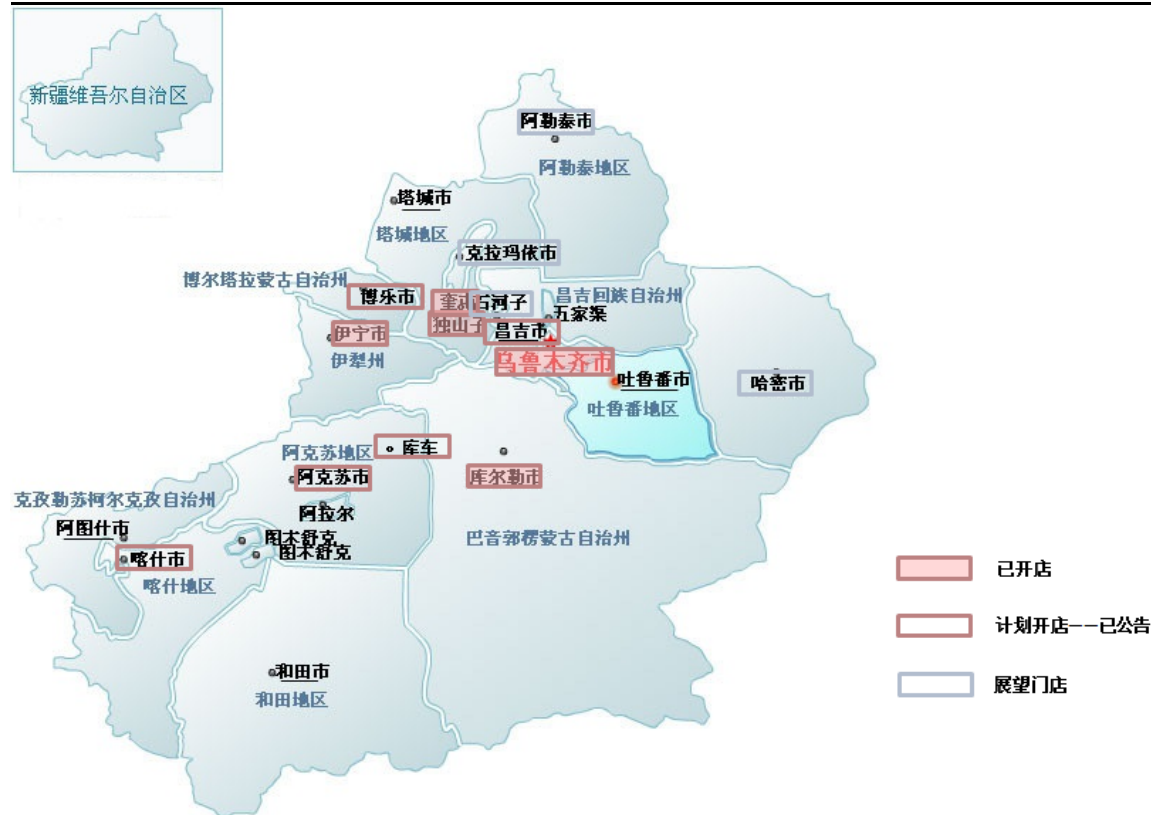
昊元上品店项目公告于2012年10月24日，公司将以租赁物业的方式开设大型综合性购物中心，建筑面积10.09万平米，租赁期限为2012年11月15日至2025年12月31日（2013年10月1日之前为免租期），首年租金为1.2元/平米/天，此后每年租金有所提升。项目位于机场方向，离规划中的乌鲁木齐高铁站只有两站地，未来前景看好。我们对这个项目的判断是，项目建成后将是乌鲁木齐规模最大品类最全的购物中心，业主配套了两万余平米的餐饮娱乐，公司也招了较多服务类的商户，拥有乌鲁木齐第一块IMAX屏幕，符合购物中心餐饮娱乐配套占比提升的趋势，集客能力较强。

会展中心店项目公告于2013年6月8日，公司及全资子公司华骏房产将投资建设乌鲁木齐红光山国际会展中心片区友好商业综合体购物城项目，总建筑面积24万平米，总投资19.62亿元，预计开业时间为2016年。其中，友好集团负责开发建设16万平米的大型综合性购物中心，华骏房产负责投建的8万平米商业房产用于出售给银行、专卖店等与购物中心产生互动的经营业态，从而减少项目资金压力。我们认为会展中心片区是乌鲁木齐城市规划最好的一个地段，且政府只规划了这么一家商业，远景较为看好。

### 3.3 扩张空间：跑马圈地加速外延扩张，布局卓有成效

公司目前仅进入了新疆 5 个地市（含阿克苏店），外延扩张的空间较大。基于我们在行业部分的分析，我们可以看出，公司加快了对于新疆地市的拓展步伐，有一个很重要的原因是来自于汇嘉时代的竞争。由于新疆地广人稀，一个地市往往只能容纳一家大型百货店，所以抢先进入当地市场就显得尤为重要了。我们认为不管是出于什么样的原因，公司目前积极的战略布局都将有利于公司的长远发展。目前，除却公司已经布店的库尔勒、独山子、伊宁、奎屯和阿克苏，公司在喀什、博乐、库车、昌吉已签订了具体的租赁合同。同时，公司仍一直在调研和考察其他经济较好的地市，如哈密、克拉玛依、石河子、阿勒泰的设店可行性。

图 8：公司在新疆地市的拓展步伐



资料来源：信达证券研发中心

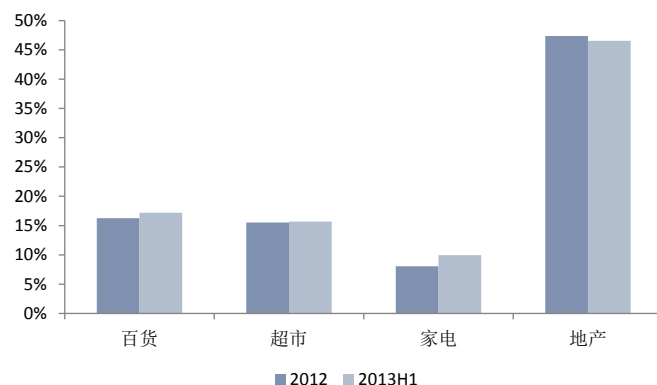


## 4. 财务分析：持续内部调整，利润率水平提升

### 4.1 毛利率分析：百货、超市、家电三大业态毛利率水平改善

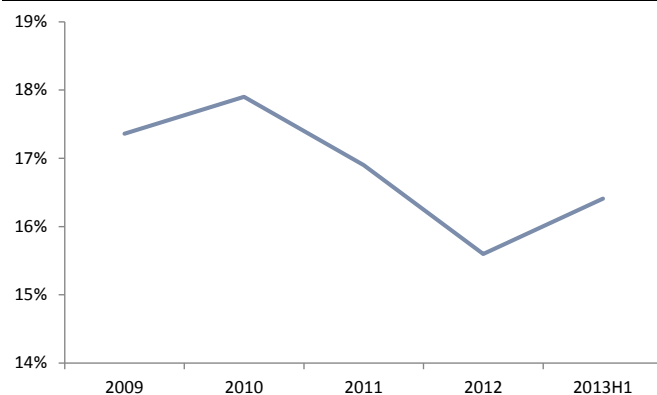
公司 2012 年综合毛利率为 28.44%，2013 年上半年综合毛利率为 30.25%，公司毛利率大幅高于同类百货企业平均水平主要是因为高毛利的房地产（毛利率约 47%左右）结算。公司 2013 年上半年百货、超市、家电三大业态的毛利率分别为 17.19%、15.67%、9.95%，毛利率水平有所提升。尽管公司新开的外地门店毛利率和乌市门店相比较低，只有 13%左右，公司对于乌市主要大店不断进行的品类调整在提升公司整体毛利率水平上效果彰显。

图 9：2012 年及 2013H1 公司百货、超市、家电、地产毛利率



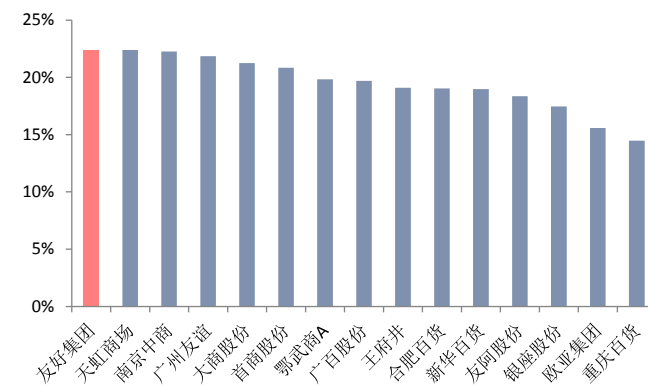
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：2009 年至 2013H1 公司商业部分毛利率水平



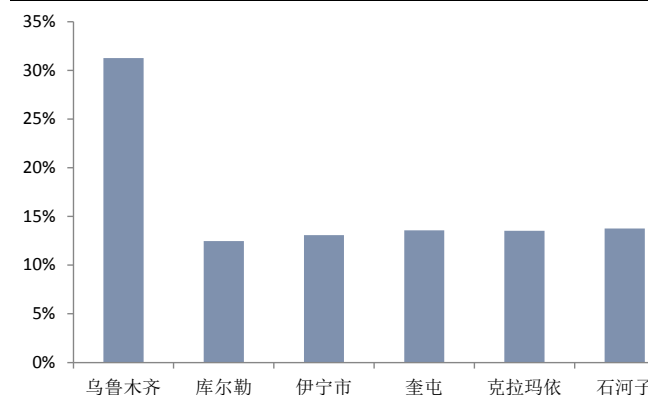
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：2013Q1 公司整体毛利率水平与同类百货公司比较 (单位：%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：2013H1 公司分地区毛利率水平

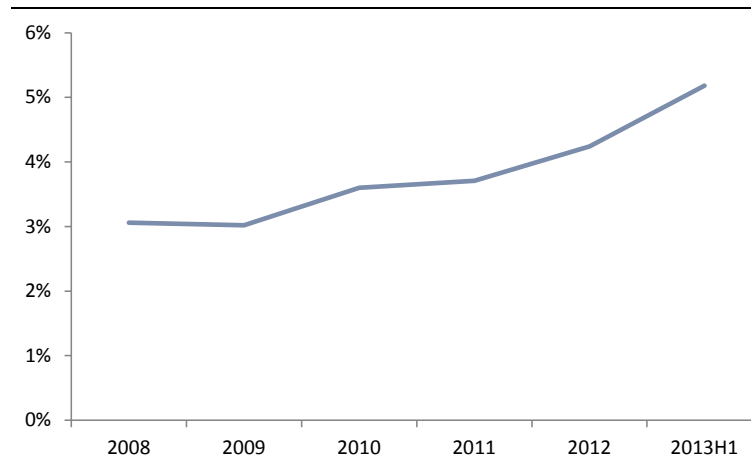


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 4.2 净利率分析：快速扩张导致财务费用压力维持较高

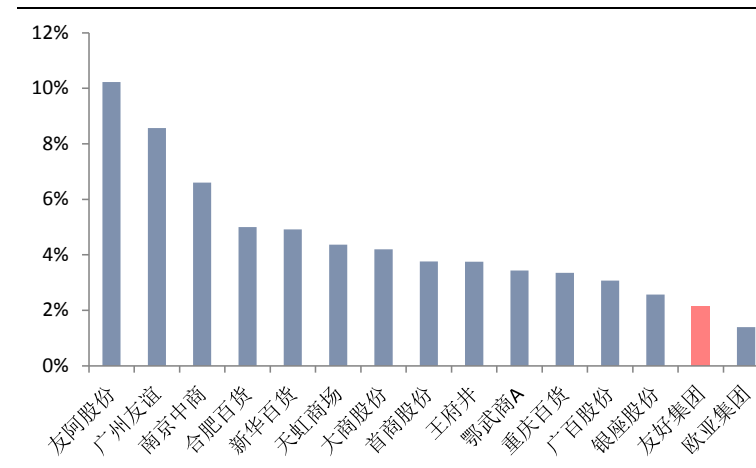
公司房地产业务净利润率达到了 25% 左右，拉动了公司近两年来整体净利润率水平的提升。2013 年上半年公司净利润率和扣非净利润率分别为 9.77% 和 5.18%。公司期间费用率持续降低，随着销售规模的扩大，管理费用率降至 6.10%，销售费用率由于房地产销售佣金及推广费用的影响有所上升，但 2013 年上半年已有降低。唯有财务费用率始终保持较高，我们认为公司在高速扩张期资本开支会保持较大，我们预计财务费用压力将在 2014 年之后有所缓解。

图 13：2008 年至 2013H1 公司归属净利率水平



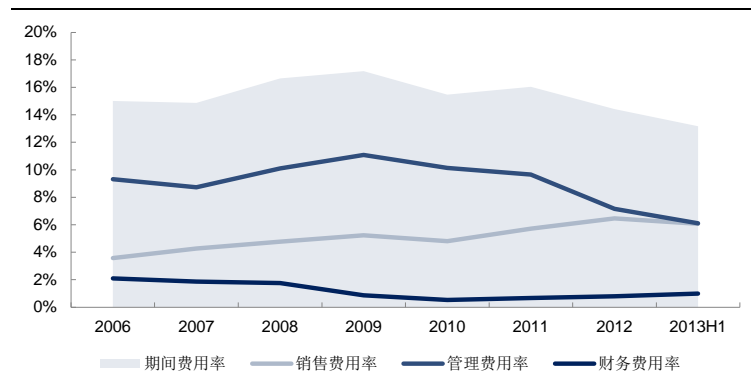
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：2013Q1 公司扣非净利率水平与同类百货公司比较



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：2006 年至 2012Q3 公司期间费用率水平



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 5. 盈利预测、估值与建议

### 5.1 盈利预测：2013 至 2015 年 EPS 分别为 1.21 元/0.94 元/0.58 元

基本假设：

#### 商业部分：

- ✓ 我们预计公司 13~15 年百货零售营业收入分别为 42 亿元、56 亿元、71 亿元，增速分别为 27%、32%、28%，收入的快速增长主要来源于新开门店的销售贡献；
- ✓ 我们预计公司 13~15 年超市零售营业收入分别为 15 亿元、19 亿元、24 亿元，增速分别为 40%、30%、25%，由于公司超市业态刚开始起步，销售规模较小，基数较低的原因，未来三年仍保持较快的增长速度；
- ✓ 我们预计公司 13~15 年电器零售营业收入分别为 3.1 亿元、3.8 亿元、4.1 亿元，增速分别为 25%、20%、10%，家电虽然不是公司重点发展的业态，却也是不可丢弃的品类，未来会随着百货店的增加自然增长；

#### 房产部分：

- ✓ 公司与广汇共同开发（各占 50% 权益）的三处住宅项目，建筑面积约 145 万平米，以均价 6000 元/平米估算，我们预计公司的房产可结算收入为 90 亿元，大部分在 12~14 三年内结算完成，13~15 年分别结算 30 亿、22 亿、10 亿。

表 4：公司房地产项目相关数据

序号	楼盘	建筑面积 (万平)	开盘时间
1	中央郡	42.46	2010 年
2	马德里春天	80.81	2010 年
3	航空嘉园	22.18	2011 年
合计		145.45	

资料来源：信达证券研发中心

#### 整体：

- ✓ 我们预计公司 13~15 年的营业收入分别为 95 亿元、105 亿元、114 亿元，分别同比增长 20%、11%、8%；
- ✓ 我们预计公司 13~15 年的毛利率分别为 26.29%、24.00%、19.74%，毛利率下降的原因是高毛利的房地产占比下降，此

外，新开的地市门店相对毛利率较低；

- ✓ 我们预计公司 13~15 年的归属净利润分别为 3.77 亿元、2.91 亿元、1.80 亿元，分别同比增长 12.37%、-22.67%、-38.23%，对应 EPS 分别为 1.21 元/0.94 元/0.58 元。其中，商业部分贡献净利润 162 万元、1179 万元、5492 万元，对应 EPS 分别为 0.01 元/0.04 元/0.18 元，地产部分贡献净利润 3.75 亿元、2.79 亿元、1.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.20 元/0.90 元/0.40 元。

表 5: 公司分业务收入假设 (单位: 亿元)

	2012	2013E	2014E	2015E
商业-百货零售	33.29	42.42	55.88	71.43
房地产行业	27.64	30.00	22.36	10.00
商业-超市零售	10.60	14.84	19.29	24.11
商业-电器零售	2.50	3.13	3.75	4.13
其他	5.06	4.46	3.86	3.86
<b>合计</b>	<b>79.10</b>	<b>94.84</b>	<b>105.14</b>	<b>113.53</b>

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 5.2 估值及建议: 合理价值为 10.5 元

我们分别采用相对估值和 FCFE 绝对估值方法对公司价值进行评判。其中相对估值合理价值为 10.35 元，FCFE 测算价值为 10.84 元。公司目前 8.96 元的股价对应 2013 年 1.21 元 EPS 的 PE 为 7 倍。我们认为公司具有较高的投资价值，给予六个月目标价 10.5 元，对应 2013 年 9 倍 PE，与目前股价相比有 17% 左右的增长空间，首次给予“增持”评级。

### 5.2.1 相对估值:

公司目前仍然处于扩张阶段，意味着销售规模快速增长但利润难以释放。我们认为对于公司未来的判断主要需观察公司销售规模扩大所带来的规模优势及区域竞争力的巩固，以 PS 估值更为合理，我们取 PS=0.4 给予公司商业部分合理市值 24.15 亿元，结合地产部分未结算权益收益 8.09 亿元，对应每股价值 10.35 元。

表 6: 百货类重点公司相对估值水平一览

证券简称	股价(元)	总市值(亿)	EPS			PE			PB	PS
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	最新	2013E
南京中商	25.48	73	0.20	1.45	2.00	127	18	13	8.3	<b>0.95</b>
广州友谊	9.23	33	1.06	1.11	1.18	9	8	8	1.8	<b>0.72</b>

友阿股份	8.96	50	0.67	0.83	1.04	13	11	9	2	0.7
合肥百货	5.62	44	0.52	0.60	0.70	11	9	8	1.5	0.42
天虹商场	8.44	68	0.73	0.86	1.02	12	10	8	1.8	0.42
王府井	15.74	73	1.45	1.65	1.92	11	10	8	1.3	0.36
新华百货	11.65	24	1.17	1.21	1.29	10	10	9	1.7	0.35
鄂武商 A	11.21	57	0.79	0.90	1.05	14	12	11	2.2	0.33
首商股份	6.27	41	0.60	0.57	0.64	10	11	10	1.6	0.31
广百股份	7.26	25	0.56	0.65	0.75	13	11	10	1.2	0.3
友好集团	8.96	28	1.08	1.21	0.90	8	7	10	1.8	0.3
欧亚集团	18.17	29	1.27	1.56	1.93	14	12	9	2.5	0.27
银座股份	7.18	37	0.67	0.81	1.00	11	9	7	1.4	0.24
大商股份	27.71	81	3.33	3.31	3.84	8	8	7	1.8	0.23

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 除友阿股份、合肥百货、首商股份、银座股份、友好集团外, 其他公司预测数据来自 Wind 盈利预测; 股价为 2013 年 8 月 14 日收盘价

### 5.2.2 绝对估值:

表 7: 关键性假设

估值假设	
公司股价 (最近)	8.96
行业平均资产 Beta	0.95
股票 Beta	0.95
无风险利率	3.70%
市场收益率	10.70%
风险收益率	6.65%
永续增长率(TV)	2.00%
股权资本成本	10.35%

资料来源: 信达证券研发中心

表 8: FCFE 估值

估值结果	
研究期经营价值	1,636,799,122.66

TV	1,741,204,954.07
其他	0.00
合计	3,378,004,076.73
每股价值(元)	<b>10.84</b>
预期涨幅	<b>21.0%</b>

资料来源：信达证券研发中心

## 6. 风险因素

- 1、宏观经济增速持续下滑；
- 2、新开门店经营效率不达预期；
- 3、竞争加剧。

**资产负债表**

单位: 百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	3,956.91	4,429.16	4,518.78	4,927.22	4,524.14
货币资金	1,107.17	776.95	898.98	2,521.30	2,164.63
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	102.41	82.06	175.01	194.01	209.49
预付账款	175.14	394.67	444.20	507.75	578.99
存货	2,469.11	2,971.32	2,796.43	1,500.00	1,366.86
其他	103.09	204.16	204.16	204.16	204.16
<b>非流动资产</b>	2,389.10	3,383.71	4,000.50	4,714.76	5,308.14
长期投资	49.21	49.57	49.57	49.57	49.57
固定资产	929.08	1,458.33	1,749.52	2,423.29	2,788.90
无形资产	148.79	512.00	695.95	960.07	1,155.02
其他	1,262.02	1,363.80	1,505.47	1,281.83	1,314.65
<b>资产总计</b>	6,346.01	7,812.87	8,519.29	9,641.98	9,832.27
<b>流动负债</b>	3,877.63	4,756.65	4,711.44	5,253.41	5,118.78
短期借款	120.00	312.00	312.00	312.00	312.00
应付账款	630.08	922.63	1,290.99	1,475.69	1,682.73
其他	3,127.55	3,522.03	3,108.45	3,465.72	3,124.05
<b>非流动负债</b>	1,057.14	1,224.91	1,224.91	1,224.91	1,224.91
长期借款	732.60	860.60	860.60	860.60	860.60
其他	324.54	364.31	364.31	364.31	364.31
<b>负债合计</b>	4,934.78	5,981.56	5,936.35	6,478.32	6,343.69
少数股东权益	285.44	373.81	748.81	1,038.28	1,183.28
归属母公司股东权益	1,125.80	1,457.50	1,834.12	2,125.38	2,305.31
<b>负债和股东权益</b>	6346.01	7812.87	8519.29	9641.98	9832.27

**重要财务指标**

单位: 百万元

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,860.19	7,909.72	9,484.38	10,514.14	11,353.18
同比(%)	32.36%	104.90%	19.91%	10.86%	7.98%
归属母公司净利润	143.11	335.16	376.62	291.26	179.92
同比(%)	36.15%	134.20%	12.37%	-22.67%	-38.23%
毛利率(%)	20.89%	28.44%	26.29%	24.00%	19.74%
ROE(%)	13.22%	25.95%	22.88%	14.71%	8.12%
每股收益(元)	0.46	1.08	1.21	0.94	0.58
P/E	20	8	7	10	16
P/B	2.48	1.91	1.52	1.31	1.21
EV/EBITDA	11.18	3.53	2.90	3.24	4.13

**利润表**

单位: 百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	3,860.19	7,909.72	9,484.38	10,514.14	11,353.18
营业成本	3,053.75	5,660.45	6,991.07	7,991.24	9,112.42
营业税金及附加	60.31	258.91	205.60	227.92	246.11
营业费用	220.24	511.88	594.82	690.94	689.32
管理费用	372.74	566.54	660.36	805.66	869.95
财务费用	26.29	62.24	78.09	80.49	60.90
资产减值损失	-0.72	2.43	6.47	2.84	4.82
公允价值变动收益	-3.23	-0.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.77	40.25	42.97	44.18	46.58
<b>营业利润</b>	159.12	886.56	990.95	759.23	416.23
营业外收入	12.46	26.91	14.26	17.88	19.68
营业外支出	3.17	2.20	3.04	2.80	2.68
<b>利润总额</b>	168.41	911.27	1,002.17	774.30	433.23
所得税	20.94	234.16	250.54	193.58	108.31
<b>净利润</b>	147.47	677.12	751.62	580.73	324.92
少数股东损益	4.36	341.96	375.00	289.47	145.00
<b>归属母公司净利润</b>	143.11	335.16	376.62	291.26	179.92
EBITDA	325.99	1,153.54	1,405.20	1,256.51	987.14
EPS (摊薄)	0.46	1.08	1.21	0.94	0.58

**现金流量表**

单位: 百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	1,523.61	488.07	1,098.29	2,774.62	743.72
净利润	147.47	677.12	751.62	580.73	324.92
折旧摊销	131.29	198.15	351.94	431.11	502.82
财务费用	26.29	44.12	51.09	51.09	51.09
投资损失	-34.77	-40.25	-42.97	-44.18	-46.58
营运资金变动	1,291.50	-399.69	-19.26	1,753.00	-93.03
其它	-38.16	8.63	5.87	2.86	4.49
<b>投资活动现金流</b>	-1,490.74	-1,194.08	-881.60	-1,057.65	-1,014.44
资本支出	-1,494.08	-1,296.21	-924.57	-1,101.83	-1,061.01
长期投资	-5.64	39.49	42.97	44.18	46.58
其他	8.98	62.64	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	409.32	375.79	-94.66	-94.66	-85.94
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	458.60	433.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	49.28	61.78	94.66	94.66	85.94
<b>现金净增加额</b>	442.20	-330.22	122.04	1622.31	-356.66



### 分析师简介

**赵雅君**，商业贸易行业研究员，美国田纳西大学管理科学硕士，2010年加入信达证券，期间秉持审慎独立态度，从行业内部多角度深入探索连锁零售业的盈利模式及发展趋势。

### 商业贸易行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
华联综超	600361	华联股份	000882	首商股份	600723	银座股份	600858
步步高	002251	苏宁电器	002024	海印股份	000861	友阿股份	002277

### 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：** 股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：** 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：** 股价相对基准波动在  $\pm 5\%$  之间；

**卖出：** 股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：** 行业指数超越基准；

**中性：** 行业指数与基准基本持平；

**看淡：** 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。