

友好集团 (600778.SH)

百货零售行业

评级：买入 维持评级

公司研究

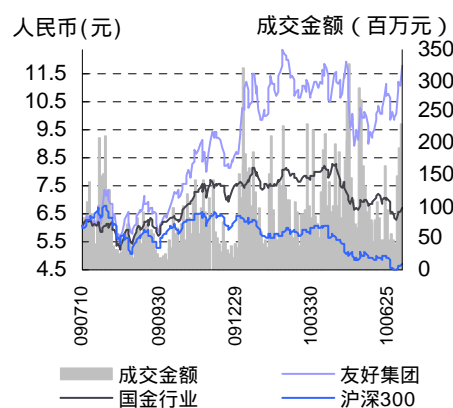
市价(人民币)：11.81元

目标(人民币)：14.23元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	307.79
总市值(百万元)	3,678.71
年内股价最高最低(元)	12.35/5.28
沪深300指数	2647.10
上证指数	2470.92



占据天时、地利、人和的新疆百货第一股

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.154	0.194	0.440	0.723	0.890
每股净资产(元)	2.68	3.01	3.32	3.91	4.67
每股经营性现金流(元)	0.90	1.13	0.64	1.38	1.54
市盈率(倍)	20.40	45.82	25.26	15.37	12.49
行业优化市盈率(倍)	29.12	59.57	59.57	59.57	59.57
净利润增长率(%)	-12.23%	26.05%	126.92%	64.32%	23.03%
净资产收益率(%)	5.75%	6.44%	13.26%	18.48%	19.04%
总股本(百万股)	311.49	311.49	311.49	311.49	311.49

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 友好集团占据“天时”受益新疆振兴计划的大背景：1、“十二五”期间新疆人均GDP平均增速将达到全国增速的2倍；2、新疆人口和人均收入增长支持社销总额的高增长；3、“十二五”期间新疆社销总额年均增速有望达到20%以上，优秀零售企业增长更快；
- 友好集团拥有“地利”占据新疆百货零售制高点乌鲁木齐：1、乌鲁木齐社销总额占全疆社销总额40%左右，是百货零售业的必争之地；2、友好集团门店从市场定位、门店分布和单体门店收入各方面衡量都是乌市百货龙头；
- 友好集团拥有“人和”：1、管理层“人和”：本届管理层聚焦商业主业摒弃原来多元化战略日见成效，09年商业收入占比87.9%；2、消费者“人和”：预收账款迅速增长；3、政府和合作伙伴“人和”：税收优惠，购买或租赁资产价格优惠；
- 占据“天时、地利、人和”优势商业扩张为主，房地产为辅：1、友好集团计划在乌鲁木齐市大力发展连锁便利店，每年开店10家左右；2、乌鲁木齐以外经济发达12个市、县扩张百货业务；3、房地产业务结算给公司业绩锦上添花，为商业扩张提供资金支持；

投资建议

- 公司依托新疆振兴的大背景，拥有百货业务在新疆的绝对龙头地位和品牌制品度，依靠优秀的管理层和政府的扶持，将充分享受到新疆经济大发展中区域经济流动性充裕的环境，不断发展壮大。3-5年内商业收入有望突破50亿元是值得长期投资的品种。

估值

- 根据我们测算公司10、11、12年业绩分别为0.44、0.72和0.89元。商业贡献0.30、0.46和0.63元，房地产业务贡献0.14、0.26和0.26元。参考可比上市公司给予商业11年30倍PE对应13.8元；房地产业务按照20%NAV折价对应价值0.43元；友好集团目标价14.23元（商业+房地产），给予买入评级。

贾仁栋 联系人
(8621)61038200
jiard@gjzq.com.cn

文瑶 联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

风险

- 公司热力业务亏损风险：如果乌鲁木齐市严格执行废气排放标准，公司热力项目面临无法正常营运风险；
- 消费卡发行风险：央行 9 月起严格执行第三方支付管理办法，则发卡量和发卡金额可能受影响，从而影响到公司收入利润增长；

内容目录

友好集团的发展受益新疆振兴计划——“天时”	5
“十二五”期间新疆人均 GDP 平均增速将达到全国人均 GDP 增速的 2 倍	5
新疆人口和人均收入增长支持社销总额“价量齐增”	5
“十二五”期间新疆社销总额有望达到 20%以上，优秀零售企业更快增长	6
友好占据新疆百货零售制高点乌鲁木齐——“地利”	7
乌鲁木齐社销总额占全疆社销总额 40%左右，是百货零售业的必争之地	7
友好集团是乌鲁木齐市百货业绝对龙头	7
管理层团结一致、消费卡高增长和扩张有优惠——“人和”	11
管理团队“人和”聚焦主业	11
消费者“人和”，购物卡预收账款迅速增长	11
政府和合作伙伴的“人和”	12
占据“天时、地利、人和”优势商业扩张为主，房地产为辅	13
友好集团计划在乌市大力发展连锁便利店	13
乌鲁木齐以外经济发达市、县扩张百货业务	14
房地产项目为公司业绩锦上添花	16
估值和投资建议	19
附录：三张报表预测摘要	20

图表目录

图表 1：09 年人均 GDP 对比（万元）	5
图表 2：新疆人均 GDP 增速预测	5
图表 3：09 年新疆和全国人均可支配收入（万元）	6
图表 4：新疆 GDP 增速与社销增速对比	6
图表 5：新疆和乌鲁木齐社会消费品零售总额（亿元）	7
图表 6：友好集团各门店情况	7
图表 7：友好门店蝉联乌市单体百货销售前三甲	8
图表 8：乌鲁木齐商圈分布	8
图表 9：友好门店情况	9
图表 10：友好现有百货业务盈利预测（收入含税）	10
图表 11：2009 年公司主营收入构成	11
图表 12：商业零售占主营收入和主营利润的比例	11
图表 13：友好预收账款变化	12
图表 14：友好新增超市业务发展	14
图表 15：铜锣湾购物中心项目投资	15
图表 16：铜锣湾购物中心项目盈利预测	15

图表 17：公司计划的异地扩张	15
图表 18：08 年新疆主要县州市经济指标.....	16
图表 19：百货业务利润贡献.....	16
图表 20：房地产业务价值测算	16
图表 21：骏景地产业务	17
图表 22：汇友项目盈利情况.....	17
图表 23：汇友项目信息.....	17
图表 24：汇友项目周边房价信息	18
图表 25：行业估值	19
图表 26：个股估值比较.....	20

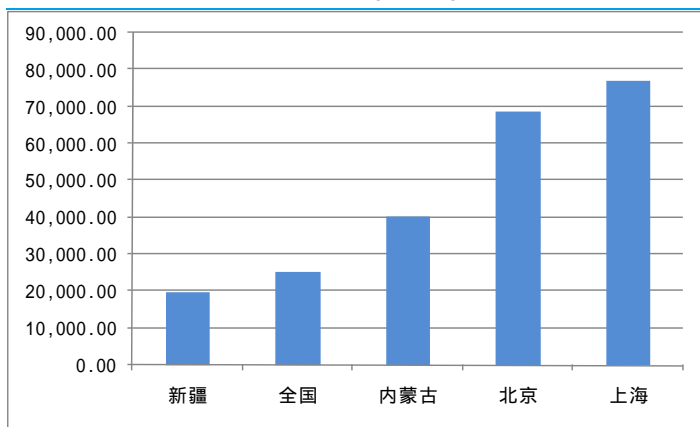
友好集团的发展受益新疆振兴计划——“天时”

新疆振兴计划最终目的是实现社会和谐稳定和安居乐业，友好集团作为新疆唯一的百货连锁上市公司长期受益。新疆“7·5”事件之后，无论从政治角度还是经济发展角度出发，新疆的稳定和发展都上升到了战略性的高度。我们认为振兴计划是通过加强完善新疆的基础设施建设，充分利用新疆的资源优势，缩小新疆经济与全国平均经济发展水平的差距，其最终目的是实现社会和谐稳定与安居乐业。因此我们认为新疆的消费类上市公司是这次振兴最终的受益者，而且是长期受益者。

“十二五”期间新疆人均 GDP 平均增速将达到全国人均 GDP 增速的 2 倍

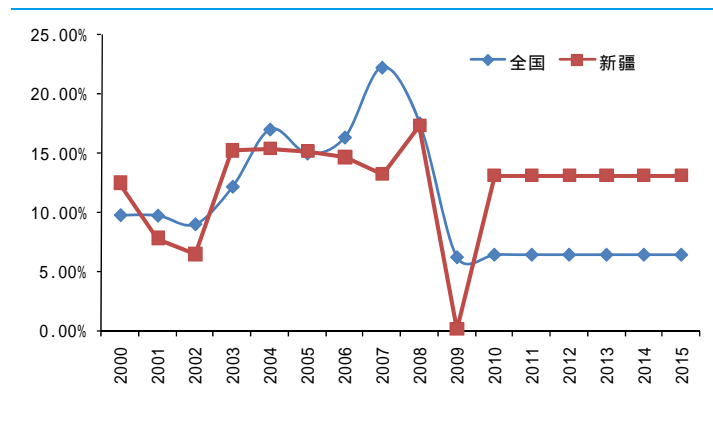
- 在中央新疆工作座谈会上，国务院总理温家宝表示，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多。“十一五”期间，新疆固定资产投资将达到 10425 亿元。“如果中央规划能够顺利实施，那么未来五年新疆固定资产投资总额将超过 2 万亿元。”中央此次将通过推进基础设施建设，加大中央基建投资等多项举措，力争到 2015 年使新疆人均地区生产总值达到全国平均水平。09 年新疆人均 GDP 是全国平均水平的 79.4%。根据我们的测算要完成上述目标“十二五”期间新疆人均实际 GDP 复合增长率将达到 13.1%是全国平均增速的 2 倍多（假设未来五年全国 GDP 年均实际增长 7%，全国人口年均增长 0.51%；新疆人口年均增速 3.16%）。

图表1：09 年人均 GDP 对比（万元）



来源：国金证券研究所

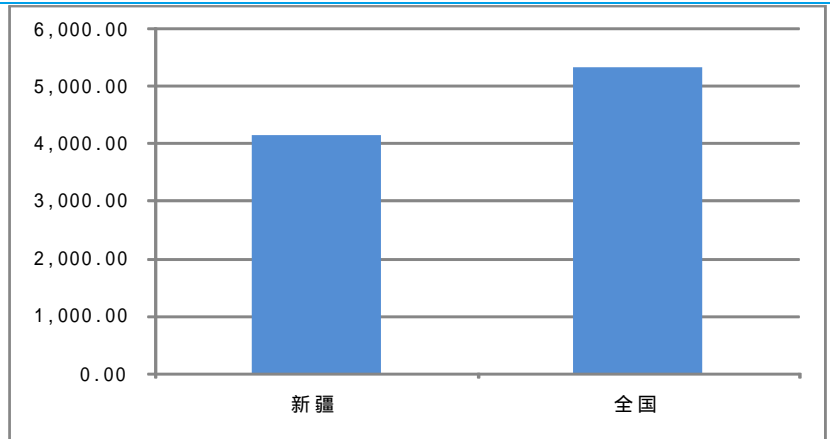
图表2：新疆人均 GDP 增速预测



新疆人口和人均收入增长支持社销总额“价量齐增”

- 09 年新疆城镇居民可支配收入是全国平均水平的 78%，相信在固定资产投资拉动下的 GDP 高增长将推动新疆居民收入的上升。居民收入水平的上升是推动社会消费品零售总额提供“价的支持”。
- 未来十年新疆人口有望增加 20%以上，乌鲁木齐人口有望翻番。中科院新疆生态与地理研究所的《新疆人口地域系统理论与方法体系研究》运用定量和定性相结合的办法，对未来新疆总人口进行了预测。研究表明 2010 年和 2020 年，新疆总人口分别为 2140 和 2500 万人，10 年增长 20%以上（明显快于目前全国人口每年 0.5%左右的增速）。新疆小城镇人口分别为 557 万人和 768 万人。根据预测，到 2020 年，全疆人口城镇化水平将达 50%左右提高近 20 个百分点。乌鲁木齐都市圈 2020 年总人口达到 483 万人（2009 年 250.68 万人，增长近 100%），城镇化水平达到 72%。人口的增长为社销总额增长提供“量的支持”。

图表3：09年新疆和全国人均可支配收入（万元）

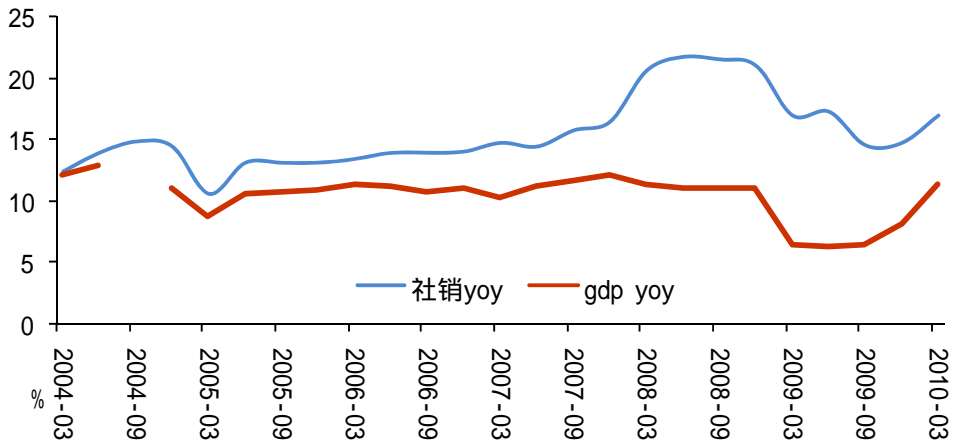


来源：国金证券研究所

“十二五”期间新疆社销总额有望达到20%以上，优秀零售企业更快增长

- 新疆地区社会消费品零售总额增速6年来始终高于GDP的增速。10年1季度新疆社销总额增速比GDP增速高5.6个百分点，达到17%。我们认为在新疆未来GDP增长加速的判断下，新疆的社销总额达到20%以上是大概率事件。考虑到09年“7.5”事件造成的同期低基数的影响，10年下半年新疆社销总额增速将会更高，区域内的优秀的零售批发类企业下半年收入同比高增长值得期待。未来几年随着新疆经济的提速，20%的收入增长有可能成为优秀商业零售企业的收入增速底线。

图表4：新疆GDP增速与社销增速对比



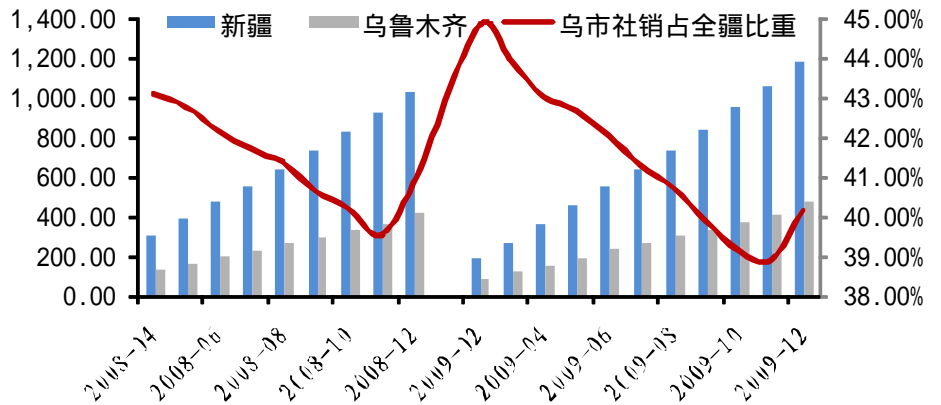
来源：国金证券研究所

友好占据新疆百货零售制高点乌鲁木齐——“地利”

乌鲁木齐社销总额占全疆社销总额 40%左右，是百货零售业的必争之地

- 乌鲁木齐的社会消费品零售总额（社销总额）长年占到新疆全境社销总额的 40%左右。因此乌鲁木齐是新疆百货零售企业的必争之地。

图表5：新疆和乌鲁木齐社会消费品零售总额（亿元）



来源：国金证券研究所

友好集团是乌鲁木齐市百货业绝对龙头

- 各门店定位清晰，满足多层次消费者需求
 - 友好集团目前旗下已开业百货商店 6 家，2011 年确定会在伊犁新开 1 家，另有 1 家受委托管理的门店。6 家已开业门店中 4 家位于乌鲁木齐市，另外 2 家分别位于克拉玛依独山子和库尔勒。
 - 4 家乌鲁木齐的门店差别定位清晰，涵盖了从顶级奢华品牌到大众消费各个不同消费群体的购物需求：友好美美定位顶级奢华品牌，天山百货大楼定位精品百货，友好商场定位大众名牌，友好百盛（占 49% 与北京百盛合资）定位时尚百货。2 家位于独山子和库尔勒的门店均有望提前盈利（计划开业三年盈利），异地扩张的成功为友好集团在疆内其他地区的扩张提供宝贵经验。

图表6：友好集团各门店情况

商场名称	股权比例	所在城市	营业面积 平米	物业性质	开业时间	市场定位	状态
友好商场	100%	乌鲁木齐	25000+5500	自有	1958	大众名牌	已开业
天山百货大楼	100%	乌鲁木齐	32000	自有	1994	精品百货	
友好百盛购物中心	49%	乌鲁木齐	50000	自有	2002	时尚百货	
友好美美百货	100%	乌鲁木齐	41056.06	租赁	2009.3.28	顶级奢华	
新疆友好集团库尔勒天百购物中心	51%	库尔勒	67314	租赁	2007.7.22	大众名牌	托管
新疆友好集团独山子金盛时尚百货	100%	克拉玛依	13000	自有	2008.9.6	大众名牌	
天百名店	100%	乌鲁木齐	20000	自有	1998	品牌折扣店	拟开业
伊犁哈萨克州购物中心	100%	伊宁市	32192	自有	2011	大众名牌	

来源：国金证券研究所

- 友好门店在乌市商圈布局合理，收入蝉联前三
 - 天山百货大楼、友好商场和友好百盛这 3 家门店蝉联乌鲁木齐市单体百货销售前三甲，其中天山百货大楼更是连续三年稳居销售第一的宝

座。从美美百货目前的销售增长势头来看，10 年就有望成为乌市单体百货收入第四。

图表7：友好门店蝉联乌市单体百货销售前三甲

商场名称	销售收入（万元）含税			乌市单体零售收入排名		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
天山百货	68600	72900	89100	1st	1st	1st
友好商场	42800	53100	72400	2nd	3rd	2nd
友好百盛			67800	3rd	2nd	3rd

来源：国金证券研究所

- 友好集团门店占据乌鲁木齐市主要商圈核心位置，其他百货店对友好门店基本不构成威胁。总体来看 09 年友好集团百货门店在乌鲁木齐销售收入在 25 亿元以上，整体实力是其他对手望尘莫及的。另外，公司在友好商圈和人民路商圈都拥有两家门店，在具体商圈内对其他百货门店也具有局部优势，形成了很高的竞争壁垒。

图表8：乌鲁木齐商圈分布

商圈	主要百货店	定位及特色	09年含税收入(亿元)
友好商圈	友好商场	大众名品	7.24
	友好美美	顶级奢华	1.85(09年3月开业)
	世纪金花	精品百货(美美开业后受冲击大)	2左右
	太平洋百货	中档女性百货	3左右
中山路商圈	富成百货	中低端	
	天山百货大楼	精品百货	8.91
	天百名店	品牌折扣	1
	王府井百货	时尚百货,超市收入占比大	3
红山商圈	丹璐时尚广场	中高端	<3
	友好百盛	时尚百货	6.78

来源：国金证券研究所

图表9：友好门店情况

门店成熟度	商场名称	基本情况	近年增长	未来增长
	友好商场	<p>1. 建于1958年，在友好商圈最核心位置，目前面积25000平米左右</p> <p>2. 目标市场以大众消费全体为主，该商场采取超市和百货综合经营的模式。</p> <p>3. 客单价1000元左右</p>	<p>该商场07、08、09年含税销售收入分别为4.28 5.31和7.24亿元，复合增长达到30%以上。</p>	<p>1. 经营面积的扩张5460平米左右（每层面积1365平米,共4层），新增面积主要充实目前该店少淑服饰面积不足的瓶颈和增加羊绒羊毛商品。</p> <p>2. 公司将继续品牌调整：主要是提升一楼化妆品的档次，带来客单价的上升。</p>
成熟门店	天山百货大楼	<p>1. 1994年开业，面积32000平米左右，商场周边居民属于乌市高收入人群。</p> <p>2. 定位精品百货（几乎囊括了国内国际所有化妆品一线品牌，乌市独此一家），负一楼超市亦定位精品超市（进口商品和高端保健品销售火爆）</p> <p>3. 客单价1200元左右</p>	<p>1. 07、08、09年含税销售收入分别为6.86、7.29、和8.91亿元。</p> <p>2. 过去三年公司的元旦促销回馈活动中，单日销售连续翻番。2007年促销收入在1700万元左右，2008年3500万元，2009年达到惊人的7000万元。</p>	<p>天百精品百货的定位，未来团购和消费卡的使用依然将保持良好的增长势头。</p>
	友好百盛购物中心	<p>1. 2002年开业，面积40000平米以上。</p> <p>2. 与百盛商业集团合资设立的公司，友好占49%股权。日常经营管理有百盛方面负责，友好集团拥有该店物业所有权。公司的主要收益是每年2500万元的租金和分红。</p>	<p>1. 08和09年净利润分别为2740.95和4299.32万元，09年净利润同比增长57%。</p> <p>2. 08和09年公司分别确认投资收益1248万元、2009年1626万元。</p>	<p>预计该门店未来仍将贡献每年2500万元的租金收入和分红收益，10年分红预计在2000万元以上</p>
成长门店	库尔勒天百购物中心	<p>1. 2007年7月开店，总面积在67000平米左右。目前主要营业面积是1-2层，面积在30000平米左右；3层是电玩城；4层是由公司子公司美食美尚经营的美食街，后续有计划引入电影院。</p> <p>2. 该店是公司在新疆哈密领先集团合资经营的，友好占51%股权。日常经营有友好负责，领先集团每年只收取50万元的租金。</p>	<p>08和09年含税销售收入分别为5610万和9255万，亏损657和391万元。预计2010年可实现盈利，比预期的开店三年盈利提前了7个月。</p>	<p>1. 随着品牌的逐渐丰富，收入有望继续高增长。</p> <p>2. 从开业伊始招商困难到目前品牌争相设专柜，未来扣点有望提高。</p> <p>3. 预计2010年做到1.5亿。</p>
	独山子金盛时尚百货	<p>1. 2008年9月开业，面积13000平米，百货和超市综合经营。</p> <p>2. 所在区域独山子是石化新城（克拉玛依管辖的区），常住人口6-7万人以石化企业职工为主年收入10万元以上。</p> <p>3. 客单价100元左右</p>	<p>08和09年含税销售收入分别为1586万和6670万。09年亏损近400万，门店原本有望在10年就实现盈利，但因为09年公司在独山子开立了一家独立的超市归独山子金盛统一管理（即目前独山子有两家超市），新开超市的费用造成了盈利期的延后</p>	<p>1. 预计该店10年还会有小幅亏损，11年进入盈利期。</p> <p>2. 未来增长寄希望与目前独山子石化工业的继续发展，带来常住人口的增加。</p> <p>3. 该店的示范效应为公司在克拉玛依市和奎屯开店铺平了道路</p>
新开门店	友好美美百货	<p>1. 2009年3月开店，面积40000平米左右。一楼集聚了24各国际顶级品牌包括LV、Cartier和Maxmara等等</p> <p>2. 客单价1500元。</p> <p>3. 该店品牌需要继续调整：一楼顶级品牌和二、三楼国内一线品牌中缺少国际二线品牌过渡；另外该商场目前驻有一个化妆品牌。</p>	<p>1. 09年实现含税销售收入1.85亿元。2010年1-6月份已经实现含税销售收入1.48亿元。</p> <p>2. 09年美美百货亏损2600万元</p> <p>3. 09年整体毛利率在16%，预计2010年毛利率将有所上升</p>	<p>1. 乌鲁木齐顶级品牌消费的旗帜，品牌示范效应高于所带来的盈利；为公司开辟了了与原来合作较少的国际二线 and 国内一线品牌服饰合作的机会，为友好旗下其他门店的招商提供帮助</p> <p>2. 物业提供方昊泰公司收取的高租金和销售分成严重影响美美对友好的盈利贡献</p>

来源：国金证券研究所

图表10：友好现有百货业务盈利预测（收入含税）

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
友好商场	面积(平方米)	25000.00	25000.00	25000.00	30460.00	30460.00	30460.00
	收入(万元)	42800.00	53100.00	72400.00	94120.00	122356.00	152945.00
	yoy	18.60%	24.07%	36.35%	30.00%	30.00%	25.00%
	平销(万元/平米)	1.71	2.12	2.90	3.09	4.02	5.02
	毛利率			21.00%	20.80%	20.50%	20.40%
	毛利润(万元)				19576.96	25082.98	31200.78
天山百货大楼	面积(平方米)	32000.00	32000.00	32000.00	32000.00	32000.00	32000.00
	收入(万元)	68600.00	72900.00	89100.00	111375.00	139218.75	167062.50
	yoy	36.26%	6.27%	22.22%	25.00%	25.00%	20.00%
	平销(万元/平米)	2.14	2.28	2.78	3.48	4.35	5.22
	毛利率			18-19%	20.00%	19.50%	19.50%
	毛利润(万元)				22275.00	27147.66	32577.19
美美友好百货	面积(平方米)		40000.00	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00
	收入(万元)		2292.00	18500.00	30000.00	40000.00	52000.00
	YOY			707.16%	62.16%	33.33%	30.00%
	平销(万元/平米)			0.46	0.75	1.00	1.30
	毛利率			16.00%	15.50%	15.40%	15.30%
	毛利润(万元)			2960.00	4650.00	6160.00	7956.00
友好百盛	面积(平方米)			40000.00	40000.00	40000.00	40000.00
	收入(万元)			67800.00	80000.00	104000.00	130000.00
	yoy				30.00%	30.00%	25.00%
	平销(万元/平米)			1.70	2.00	2.60	3.25
新疆库尔勒天百购物中心	面积(平方米)		67314.20	67314.20	67314.20	67314.20	67314.20
	收入(万元)		5610.00	9255.00	12500.00	16250.00	21125.00
	yoy			64.97%	35.06%	30.00%	30.00%
	平销(万元/平米)		0.08	0.14	0.19	0.24	0.31
	毛利率		16.00%	16.00%	16.00%	16.20%	16.20%
	毛利润(万元)				2000.00	2632.50	3422.25
北疆独山子金盛时尚店	面积(平方米)		12987.80	12987.80	12987.80	12987.80	12987.80
	收入(万元)		1586.00	6670.00	10672.00	13340.00	16008.00
	yoy			320.55%	60.00%	25.00%	20.00%
	平销(万元/平米)		0.12	0.51	0.82	1.03	1.23
	毛利率			14.50%	16.13%	16.20%	16.40%
	毛利润(万元)				1721.39	2161.08	2625.31
伊犁铜锣湾购物中心	面积(平方米)				32192.42	32192.42	32192.42
	收入(万元)					20000.00	26000.00
	yoy						30.00%
	平销(万元/平米)					0.62	0.81
	毛利率					16.50%	16.50%
	毛利润(万元)					3300.00	4290.00

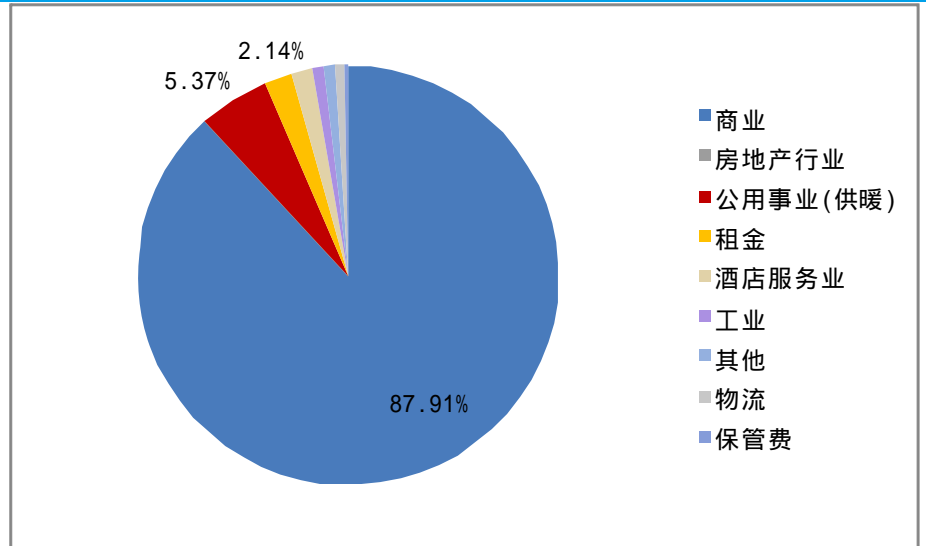
来源：国金证券研究所

管理层团结一致、消费卡高增长和扩张有优惠——“人和”

管理团队“人和”聚焦主业

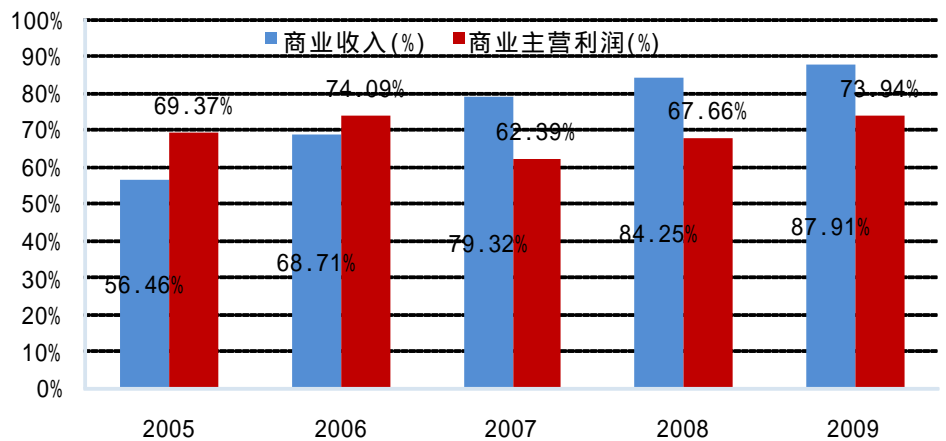
- 本届管理层自 2006 年上任以来转变原来多元化经营战略，聚焦商业零售主业。目前公司业务虽然依然涉及多个领域，但近年来商业零售业占主营收入的比重逐步上升，2009 年这一比例达到了 87.9%。

图表11：2009 年公司主营收入构成



来源：国金证券研究所

图表12：商业零售占主营收入和主营利润的比例

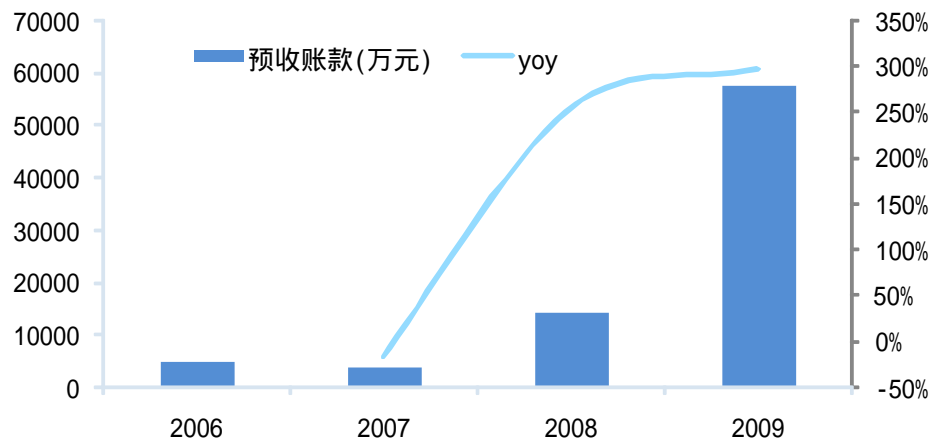


来源：国金证券研究所

消费者“人和”，预收账款迅速增长

- 消费者对友好集团的青睐主要体现在预收账款上。近年来公司预收账款增长迅速。09 年报来看预收账款额在 5.77 亿元，其中房地产预收账款在 1.8 亿元左右；近 4 亿元是储值卡，占公司整体商业收入（包括友好百盛和天百名店收入）的 18.45%。我们认为随着新疆振兴计划地推进和经济的繁荣带动新疆地区居民人民生活水平不断提高，凭借公司在乌鲁木齐百货业的绝对龙头老大地位和未来在超市的密集布点计划，公司预收账款将继续增长，占商业收入的比重上升可期。

图表13：友好预收账款变化



来源：国金证券研究所

政府和合作伙伴的“人和”

- **税收**：目前在异地开新店的过程中享受三免两减半，目前 15%所得税。异地扩张过程中，地方政府也会在地方税种的缴纳上给予优惠。
- **其他优惠措施**：公司在拿地和购置或租赁物业的成本较低。目前公司在库尔勒地区租赁的近 67000 平米的商业物业一年的租金才 50 万元。公司与广汇合资的汇友房产公司拿地成本只有 77 万元/亩，周边土地价格普遍在 200 万元/亩以上。

占据“天时、地利、人和”优势商业扩张为主，房地产为辅

友好集团计划在乌市大力发展连锁便利店

- **目前公司超市业务主要由友好商场和天百大楼地下超市贡献。**公司目前拥有 4 家超市营业，分别是友好商场地下超市、天百大楼地下超市、独山子金盛地下超市和独山子超市 2 店。09 年公司超市业务收入 4 亿元（含税）左右（包含在公司商业收入中），其中 90%来自于友好商场和天百的地下超市。公司计划每年超市开业 10 家左右，以社区便利店为主（300-500 平米）09 年友好旗下商业含税商业收入 28 亿元左右（包括友好百盛和天百名店），其中超市业务含税收入 4 亿元，占整个商业收入的 1/7。**超市业务 10 年 1-5 月份毛利率 15.45%。**
- **乌鲁木齐市社区便利店发展空间巨大。**
 - 乌鲁木齐市目前大卖场主要有家乐福、好家乡和爱家超市；其中家乐福和好家乡有3家门店，家乐福计划12年要新开一家门店。
 - 乌鲁木齐市目前缺少连锁便利店，存在着大量从目前的小型作坊式烟酒店和杂货铺向连锁便利店升级的需求。市内做得较好的是好家乡的旗下的“好好先生”便利店，但好家乡日前转让了其便利店业务。
- **超市业务能够为友好集团带来商业业态的充实、良好的现金流和解决部分内退员工再就业问题**
 - **丰富商业业态，扩大友好品牌影响力。**超市销售商品相较百货业商品的需求弹性小，收入比百货业态稳定。公司发展超市业务能避免过分依赖百货业态，增加收入的稳定性。另外，鉴于目前友好商场和天百大楼B1层超市的良性发展，公司也希望将友好超市“安全、健康、品质和绿色”的宗旨通过新开门店让更多的消费者受益，扩大友好品牌在商业领域的影响力。
 - **良好的现金流，增加公司预收账款规模。**超市业先销售后与供应商结算的特性本身意味着该业态有良好的现金流。另外友好超市的密集布点能为友好购物卡带来更大的发卡量，增加公司预收账款的规模，进一步优化公司的现金流状况。
 - **超市开业能容纳百货业近1000名内退员工，减轻公司福利支出负担。**内退员工主要是原来百货商场的女营业员，由于百货业对女性营业员的年龄要求较高，这部分店员在超过40岁后，已经不能适应原岗位工作。虽然这部分内退员工的收入是在岗人员的6-7折，但每年的部分员工的福利支出仍然在3000万元左右。超市对员工年龄没有百货业那么严格，这部分员工本来就是经验丰富的营业员，相信完全能适应超市的岗位。我们认为公司如果能将这部分员工妥善安置到超市中，相当于在每年只增加1000万元左右的福利支出就获得了近1000人的员工队伍。
- **公司计划未来三到五年完成开 100 家便利店和 10 家大型超市的计划**
 - 我们认为大卖场和便利店在经营策略有所不同。前者主要靠价格吸引人气，超市本身的商品差价不高，盈利主要来自于外围上铺的租赁收益和后台毛利（如上架费等）；而后者注重为消费者购物带来的便利性，考虑店铺辐射范围内居民的消费习惯，价格比大卖场高。公司需要详细考虑人员安排、物流配送、货品陈列等方面这两种业态的差异。
 - 公司第一家便利店已经在西北路开业。公司6月初公告所购买的嘉和园小区将是友好在乌鲁木齐的第一家大卖场项目。公司目前另有多个超市项目正在洽谈当中。
 - 便利店平均面积200-500平米，平销按照1万平米左右计算；大卖场面积在8000-10000平米左右，平均年收入在1亿元左右（家乐福3年店收入1.8亿元，面积1.5万平米左右）。我们认为未来几年公司超市业务

会逐步为公司的收入增长带来贡献，尤其是配合公司“消费卡”消费卡的发放，超市业务收入增长有可能超过我们的预期，从而带来超市培育期的缩短。利润贡献方面，参考武汉中百这样的超市业务优秀企业2%左右的净利率，考虑到公司新开超市的开办费用和超市人气的逐渐累计需要时间，利润贡献不会明显，我们的盈利预测中暂时不考虑新建超市的盈利。

图表14：友好新增超市业务发展

	2010E	2011E	2012E
便利店单店年收入（万元）	400.00	400.00	400.00
数量（个）	10	20	30
新店平均开店有效期（年）	0.5	0.5	0.5
便利店总收入（万元）	2000	6000	10000
毛利率	16.00%	16.00%	16.00%
便利店毛利润（万元）	320.00	960.00	1600.00
大卖场单店年收入（万元）	10000.00	10000.00	10000.00
数量（个）	2.00	4.00	6.00
新店平均开店有效期（年）	0.25	0.50	0.50
便利店总收入（万元）	5000	30000	50000
毛利率	15.00%	15.00%	15.00%
便利店毛利润（万元）	750.00	4500.00	7500.00
新开超市收入合计（万元）	7000.00	36000.00	60000.00
新开超市毛利润合计（万元）	1070.00	5460.00	9100.00

来源：国金证券研究所

乌鲁木齐以外经济发达市、县扩张百货业务

■ 友好集团疆内百货扩张拥有品牌号召力、招商和成功的先例三大优势

- **品牌影响力**：友好集团在疆内有50年以上经营历史，友好百货的品牌深入人心。公司在新疆多年的经营也积累了丰富的经验，对新疆市场百货经营的理解是其他百货企业无法比拟的，这从公司在乌鲁木齐百货业的绝对龙头地位可见一斑。我们认为友好商场在进入疆内其他地区时，消费者对友好品牌的认可无需担心。
- **招商能力**：品牌供应商一般以省划分经销范围，友好现有百货门店的良好经营，培养了一大批忠实的品牌商。我们无论从友好集团现有门店资源对这些品牌商的制约，还是从扩张将为品牌商带来新的渠道资源角度考虑，友好百货新开店的招商勿需担心。
- **公司异地扩张成功先例**。库尔勒和独山子项目三年不到就能做到盈利，也为品牌商跟随友好扩张起到了良好的示范效应。

■ 拟开业百货商场潜力巨大

- 伊犁铜锣湾购物中心预计11年3月开业。伊宁市有两个商圈，铜锣湾地处老商业中心位于汉族和维族人聚居区的交界处，另一个商业中心是在阳光时代百货店所在的汉族人聚集区。阳光店目前年销售收入在3亿元以上。公司预计该店第一年收入在2亿元左右，之后每年收入增长在30%以上，第4年开始赢利。

图表15：铜锣湾购物中心项目投资

面积（平方米）	32192.42
总投资（万元）	25600
购置总成本（万元）	17705.831
购买房产税资金（万元）	894.169
装修改造（万元）	5600
设备购置及消防费用（万元）	1400

来源：国金证券研究所

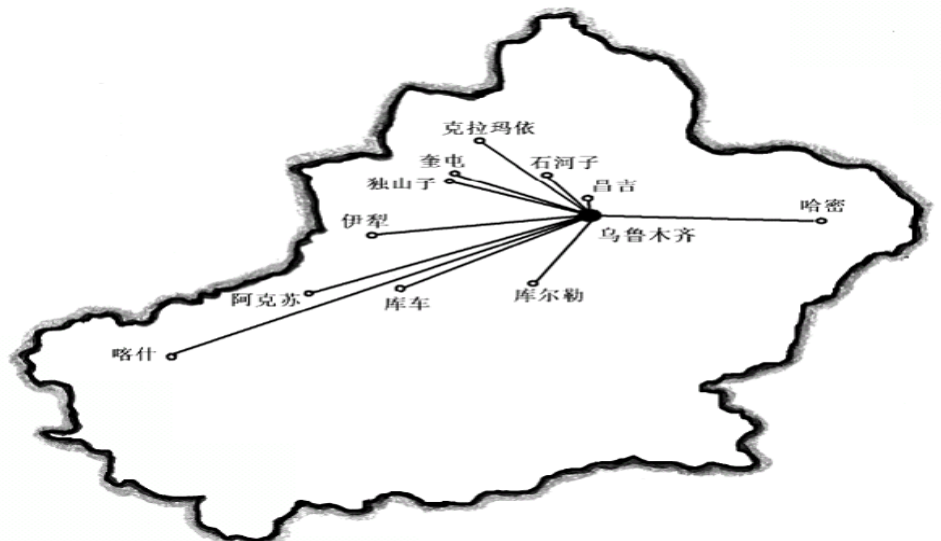
图表16：铜锣湾购物中心项目盈利预测

	2010	2011E	2012E
面积(平方米)	32192.42	32192.42	32192.42
收入(万元)		20000	26000
yoy			30%
平销(万元/平方米)		0.62	0.81
毛利率	16.50%	16.50%	16.50%
毛利润(万元)		3300.00	4290.00
折旧(万元)		810.4	810.4
工资(万元)		1501.78	1546.83
水电费(万元)		515.08	515.08
采暖空调费(万元)		113.97	113.97
财务费用(万元)		1243	1259.5
净利润(万元)		-2359.09	-1558.82

来源：国金证券研究所

- 公司远期百货扩张计划宏伟：初步确定了乌鲁木齐、库尔勒、克拉玛依、独山子、昌吉、石河子、奎屯、伊宁、哈密、阿克苏、喀什、库车12座经济发展水平较高的市、县作为友好集团进行战略拓展的目标地区。我们假设每个门店进入成熟期后平均2-3亿元左右年收入计算，假设公司能够按照计划完成全疆布局每年将新增24-36亿元左右的收入。公司09年报表商业业务收入是17.6亿元，未来收入增长空间巨大。

图表17：公司计划的异地扩张



来源：国金证券研究所

图表18：08年新疆主要县州市经济指标

地区	年末总人口(万人)	在岗职工平均工资(元)	人均地区生产总值(元/人)
克拉玛依市	38.6	34,319.23	100,216.00
哈密市	44.0	30,104.98	22,220.00
库尔勒市	48.5	29,313.35	88,502.00
昌吉市	36.1	27,142.44	29,288.00
奎屯市	15.2	24,305.64	33,826.00
塔城市	14.9	24,032.60	18,301.00
石河子市	63.2	22,584.99	42,728.00
伊宁市	45.2	22,190.69	15,496.00
阿克苏市	46.5	20,588.11	13,555.00
阿勒泰市	19.5	20,557.44	14,822.00
喀什市	45.1	18,919.77	13,753.00
博乐市	26.3	18,558.73	24,145.00
乌苏市	21.9	15,625.92	21,231.00

来源：国金证券研究所

图表19：百货业务利润贡献

	2010	2011	2012
百货含税收入合计(万元)	338667	455164.75	565140.5
报表百货营业收入合计(万元)	221082.91	300140.81	371914.96
yoy	25.75%	35.76%	23.91%
毛利润合计(万元)	42925.94	56824.12	70146.61
毛利率	19.4%	18.9%	18.9%
主营税金及附加(万元)	3095.16	3541.66	4462.98
销售费用(万元)	8843.32	11705.49	14132.77
管理费用(万元)	19897.46	25511.97	29753.20
财务费用(万元)	1989.75	1800.84	2231.49
投资收益(万元)	2000	2600	3380
利润总额(万元)	11100.26	16864.15	22946.17
所得税(万元)	1665.04	2529.62	3441.93
净利润(万元)	9435.22	14334.53	19504.25
EPS(元)	0.30	0.46	0.63

*报表商业收入中不包括友好百盛和天山名店收入，友好百盛收益体现在投资收益中

来源：国金证券研究所

房地产项目为公司业绩锦上添花

根据我们测算公司房地产业务 NAV 折合每股 0.54 元，参考目前 A 股房地产上市公司股价平均对应 NAV20%的折价，友好房地产业务的价值折合每股 0.43 元。

图表20：房地产业务价值测算

骏景嘉园项目增值额(亿元)	0.43
汇友项目权益增值额(亿元)	1.27
NAV(亿元)	1.69
房地产股票股价平均相对NAV折价率	20.00%
房地产业务价值(元/股)	0.43

来源：国金证券研究所

- **成熟项目**：10 年全资子公司友好华骏的骏景嘉园结算。我们预计该楼盘除极少部分尾房外已经全部售出，85%以上将在 10 年结算，预计贡献 EPS0.14 元左右。

图表21：骏景地产业务

	2010
骏景嘉园 结算面积(平米)	61000
单价(元/平米)	4800
销售收入(万元)	29280
净利润(万元)	4250
EPS(元)	0.14

来源：国金证券研究所

- 汇友公司（与新疆广汇合资的公司，双方各持有 50%股权）开发的占地 748 亩的项目汇友公司项目预计在 11-13 年陆续结算，假设三年平均结算，每年贡献 EPS0.26 元左右。

图表22：汇友项目盈利情况

	2011	2012	2013
结算面积(平米)	293766.67	293766.67	293766.67
单价(元/平米)	3290.09	3290.09	3290.09
收入	96651.95	96651.95	96651.95
毛利率	32.57%	32.57%	32.57%
净利润	16392.17	16392.17	16392.17
友好权益净利润	8196.09	8196.09	8196.09
EPS(元)	0.26	0.26	0.26

来源：国金证券研究所

- 汇友项目的单价和容积率都有向上空间，业绩超预期可能较大。根据我们在搜房网上了解的公司项目周边房地产楼盘的房价信息，我们认为公司对该项目销售价格每平方米均价3290元的预测偏低。另外汇友项目职工安置房工程可能增加，但政府为了补偿公司的支出，容积率相应会从现在的1.77提升。

图表23：汇友项目信息

汇友项目	土地面积(平米)	499087.48
	土地成本(万元)	58167.60
	土地单价(万元/亩)	77.70
	总建筑面积(平米)	881300.00
	容积率	1.77
	单价	3290.09
	收入	289955.84
	净利润(万元)	49176.51
	净利率	16.96%

来源：国金证券研究所

图表24：汇友项目周边房价信息

楼盘对比	单价	容积率	位置	装修
盛大花园	4100	1.64	克拉玛依西路	毛坯
府城花苑	4788	4.5	克拉玛依西路	全装修
翠湖蓝湾	3500		克拉玛依西路	全装修
江南嘉苑	3920	1.97	克拉玛依西路	毛坯
新港世纪花园	3716	1.54	迎宾北路	毛坯
绿水如蓝	3500	1.8	迎宾东路	毛坯

来源：搜房网、国金证券研究所

估值和投资建议

根据我们测算公司 10、11、12 年 EPS 分别为 0.44、0.72 和 0.88 元。其中商业贡献 0.30、0.46 和 0.63 元。

我们认为友好集团商业所处区域经济前景优于全国其他地区；友好集团净利润未来三年复合增长 56%明显高于行业利润增速，可以享受一定溢价，给予 11 年 30 倍 PE。房地产业务按照 NAV20%的折价对应 0.43 元。友好集团目标价 14.23 元，给予买入评级

图表25：行业估值

商业贸易行业综合预期	2010E	2011E	2012E
行业一致预期总市值PE	25.0	19.7	16.4
行业一致预期PB	3.3	2.9	2.5
行业一致预期净利同比(%)	49.10%	27.22%	20.09%
友好集团商业净利润同比增长	87.50%	53.33%	36.96%

来源：国金证券研究所

图表26：个股估值比较

代码	简称	股本（百万股）	总市值 百万元	PE		PB	PS(TTM)
				2010	2011	20100707	20100707
600655.SH	豫园商城	798.5	17176.00	23.6	20.4	4.1	2.0
600631.SH	百联股份	1101.0	14885.89	29.3	25.2	2.2	1.3
600859.SH	王府井	393.0	13164.60	27.6	21.9	4.5	1.1
002336.SZ	人人乐	400.0	9764.00	32.5	26.0	2.8	1.1
600755.SH	厦门国贸	639.8	8055.40	15.6	12.0	1.8	0.3
600628.SH	新世界	531.8	5849.79	23.3	21.4	3.2	2.1
000987.SZ	广州友谊	359.0	8672.43	25.6	20.3	6.7	2.8
000759.SZ	武汉中百	681.0	7477.62	27.1	21.6	3.2	0.7
000501.SZ	鄂武商A	507.2	7410.90	25.0	20.0	4.9	0.9
600858.SH	银座股份	288.9	6908.22	29.0	21.8	3.2	1.1
002419.SZ	天虹商场	400.1	14123.53	29.5	23.0	4.8	1.6
600785.SH	新华百货	207.4	6160.71	26.8	22.5	7.0	1.8
000417.SZ	合肥百货	479.7	7416.51	30.5	24.3	7.1	1.2
			平均值	25.8	20.8	4.1	1.3
600778.SH	友好集团	311.5	3498.05	25.5	15.6	3.4	1.6

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,431	1,570	2,000	2,814	4,545	5,531
增长率		9.7%	27.4%	40.7%	61.5%	21.7%
主营业务成本	-1,126	-1,227	-1,587	-2,171	-3,479	-4,230
% 销售收入	78.7%	78.2%	79.4%	77.2%	76.6%	76.5%
毛利	305	343	413	643	1,066	1,301
% 销售收入	21.3%	21.8%	20.6%	22.8%	23.4%	23.5%
营业税金及附加	-20	-21	-27	-42	-82	-111
% 销售收入	1.4%	1.3%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%
营业费用	-61	-75	-105	-141	-227	-274
% 销售收入	4.3%	4.8%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-125	-159	-222	-290	-466	-564
% 销售收入	8.7%	10.1%	11.1%	10.3%	10.3%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	99	88	60	170	291	352
% 销售收入	6.9%	5.6%	3.0%	6.0%	6.4%	6.4%
财务费用	-27	-28	-17	-31	-55	-63
% 销售收入	1.9%	1.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-51	-5	-4	-1	0	0
公允价值变动收益	0	-5	8	0	0	0
投资收益	36	10	17	20	26	34
% 税前利润	58.3%	16.5%	24.5%	12.4%	9.8%	10.4%
营业利润	57	60	64	158	262	323
营业利润率	4.0%	3.8%	3.2%	5.6%	5.8%	5.8%
营业外收支	5	0	6	3	3	3
税前利润	63	60	70	161	265	326
利润率	4.4%	3.8%	3.5%	5.7%	5.8%	5.9%
所得税	-12	-15	-15	-24	-40	-49
所得税率	19.7%	25.1%	22.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	50	45	55	137	225	277
少数股东损益	-4	-3	-6	0	0	0
归属于母公司的净利润	55	48	60	137	225	277
净利率	3.8%	3.1%	3.0%	4.9%	5.0%	5.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	50	45	55	137	225	277
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	130	99	103	54	65	84
非经营收益	-10	25	-6	18	29	30
营运资金变动	26	113	200	-9	112	89
经营活动现金净流	196	283	351	200	431	481
资本开支	-47	-148	-137	-123	-456	-507
投资	18	-23	1	-1	0	0
其他	53	3	23	20	26	34
投资活动现金净流	24	-169	-114	-104	-430	-473
股权募资	5	5	0	0	0	0
债权募资	-149	-30	16	334	165	100
其他	-28	-28	-47	-34	-99	-107
筹资活动现金净流	-172	-53	-31	300	66	-8
现金净流量	47	62	207	396	67	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	240	297	504	900	967	967
应收款项	184	139	110	169	198	211
存货	155	178	447	416	477	579
其他流动资产	46	66	111	131	162	149
流动资产	625	680	1,171	1,616	1,803	1,907
% 总资产	34.6%	35.2%	48.9%	55.9%	51.9%	47.7%
长期投资	392	385	378	379	378	378
固定资产	606	650	655	777	1,171	1,596
% 总资产	33.6%	33.7%	27.4%	26.9%	33.7%	39.9%
无形资产	152	188	168	116	117	119
非流动资产	1,178	1,250	1,223	1,274	1,668	2,095
% 总资产	65.4%	64.8%	51.1%	44.1%	48.1%	52.3%
资产总计	1,803	1,930	2,394	2,890	3,472	4,001
短期借款	263	196	288	436	501	551
应付款项	361	526	968	1,051	1,282	1,472
其他流动负债	170	133	84	79	81	84
流动负债	794	855	1,339	1,567	1,864	2,106
长期贷款	52	90	8	208	308	358
其他长期负债	25	27	28	0	0	0
负债	871	972	1,376	1,775	2,172	2,465
普通股股东权益	809	833	938	1,034	1,219	1,456
少数股东权益	122	125	81	81	81	81
负债股东权益合计	1,803	1,930	2,394	2,890	3,472	4,001

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.175	0.154	0.194	0.440	0.723	0.890
每股净资产	2.599	2.675	3.010	3.321	3.914	4.674
每股经营现金净流	0.645	0.895	1.129	0.642	1.385	1.543
每股股利	0.000	0.050	0.050	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	6.75%	5.75%	6.44%	13.26%	18.48%	19.04%
总资产收益率	3.03%	2.48%	2.52%	4.75%	6.49%	6.93%
投入资本收益率	6.31%	5.29%	3.50%	8.21%	11.72%	12.25%
增长率						
主营业务收入增长率	8.55%	9.68%	27.43%	40.68%	61.54%	21.69%
EBIT增长率	48.11%	-10.69%	-32.17%	184.49%	71.05%	21.13%
净利润增长率	367.94%	-12.23%	26.05%	126.92%	64.32%	23.03%
总资产增长率	-0.73%	7.04%	24.05%	20.72%	20.13%	15.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.0	12.4	10.2	12.0	9.0	8.0
存货周转天数	56.1	49.5	71.8	70.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	41.9	50.2	50.7	50.0	40.0	35.0
固定资产周转天数	151.5	144.6	111.6	82.0	66.4	69.3
偿债能力						
净负债/股东权益	8.10%	-2.05%	-22.39%	-24.73%	-13.71%	-5.10%
EBIT利息保障倍数	3.7	3.2	3.5	5.5	5.3	5.6
资产负债率	48.33%	50.34%	57.46%	61.42%	62.56%	61.60%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	1
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	2.00	2.14

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室