



批零贸易业/可选消费品

友好集团 (600778)

新疆区域商业龙头，受益区域经济加速

——友好集团 (600778) 调研报告

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880209110637

本报告导读：

公司是新疆地区的商业龙头企业，百货、超市主业竞争优势明显，房地产业务进入收获期，预计未来两三年业绩快速增长可期。

投资要点：

- ✓ 公司拥有友好商场、天山百货大楼、新疆友好集团独山子金盛时尚百货分公司、美美友好百货分公司、友好大酒店，控股新疆友好华骏房地产开发有限公司、万嘉热力有限公司、库尔勒天百商贸有限公司，参股 49% 新疆友好百盛商业发展有限公司。
- ✓ 公司现在拥有 6 家百货店，商业主业在新疆具有绝对领先优势，是新疆地区的区域商业龙头企业。
- ✓ 公司的房地产业务也进入收获期，公司房地产子公司建设的骏景家园将在 2010 年实现收入确认。后续有第一运输公司地块开发项目，预计未来三年房地产都有稳定收入和盈利贡献。
- ✓ 预计 2010、2011 年每股收益为 0.40 元、0.55 元，增速为 109%、36%。2010 年 1 季报每股收益 0.08 元，全年预期主业的每股收益在 0.30 元，房地产 0.10 元，全年每股收益 0.40 元。预期全年百货主业具备超预期可能，热能项目如果亏损较少，全年业绩具备超预期可能。
- ✓ 公司在新疆省内具有绝对优势，且这两年加快在区域内扩张，新疆政策带来的居民平均收入增长等会拉动消费较为明显，预期未来新疆地区的消费增速将远高于中东部地区。而且公司已经不仅是新疆区域振兴规划受益，作为区域内优势明显的商业龙头企业，其主业具备快速增长的基础，我们看好其长期发展。
- ✓ 按照 2010 年主业每股收益 0.30 元，参考 35 倍市盈率，以及折合每股 0.10 元房地产业绩贡献，参考 10 倍市盈率，我们给予 11.5 元目标价，首次评级给予“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,570	2,000	2,891	3,340	3,800
(+/-)%	10%	27%	45%	16%	14%
经营利润 (EBIT)	88	60	133	175	205
(+/-)%	-11%	-32%	122%	32%	17%
净利润	48	60	126	172	207
(+/-)%	-12%	26%	109%	36%	20%
每股净收益 (元)	0.15	0.19	0.40	0.55	0.66
每股股利 (元)	0.05	0.05	0.06	0.09	0.05

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	5.6%	3.0%	4.6%	5.2%	5.4%
净资产收益率 (%)	5.8%	6.4%	12.1%	14.5%	15.0%
投入资本回报率 (%)	11.8%	10.9%	10.9%	11.1%	12.7%
EV/EBITDA	16.7	18.0	12.7	11.1	8.8
市盈率	63.7	50.6	24.2	17.7	14.8
股息率 (%)	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：首次评级

目标价格：11.50

上次预测：/

当前价格：9.57

2010.06.08

交易数据

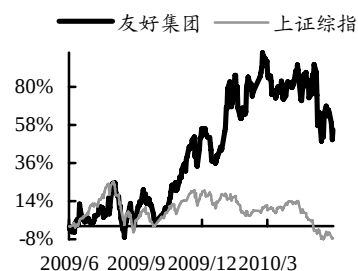
52 周内股价区间 (元)	5.68-12.60
总市值 (百万元)	2,981
总股本/流通 A 股 (百万股)	311/308
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	10
日均成交值 (百万元)	112

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,023
每股净资产	3.28
市净率	2.9
净负债率	26%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.04	0.08
Q2	0.03	0.06
Q3	0.00	0.12
Q4	0.13	0.14
全年	0.19	0.40

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11%	-20%	60%
相对指数	0%	-4%	68%

模型更新时间: 2010.06.08

股票研究

可选消费品
批零贸易业

友好集团 (600778)

评级: **增持**

上次评级: 首次评级

目标价格: **11.50**

上次预测: /

当前价格: **9.57**

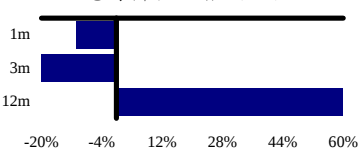
公司网址

www.xjyh.com.cn

公司简介

公司是新疆第一家大型股份制商业零售企业, 为中国百强商业企业集团之一, 也是新疆 30 户重点扶持发展企业和 30 户成长型企业集团之一。目前公司已发展成为综合性、多元化、跨地区、跨行业的集团化股份公司。公司将以百货零售、超市连锁服务业、旅游业并举, 向有发展前途的社会公用事业、信息网络产业、高科技领域发展为主导思想, 通过加大资本运作的力度和扩张的质量, 力争五年内主业经营收入达到 20 亿元, 跻身全国商业集团五十强先列。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

5.68-12.60

市值 (百万)

2,981

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

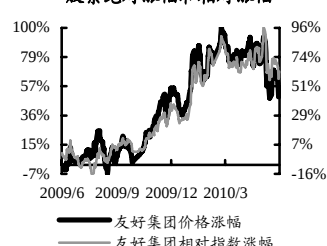
EV/EBITDA

P/S

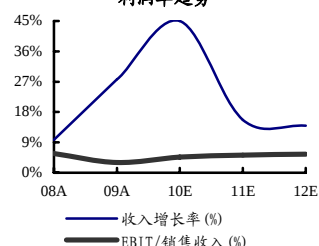
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,570	2,000	2,891	3,340	3,800
营业成本	1,227	1,587	2,219	2,568	2,917
税金及附加	21	27	39	45	51
销售费用	75	105	151	208	237
管理费用	159	222	349	343	391
EBIT	88	60	133	175	205
公允价值变动收益	-5	8	0	0	0
投资收益	10	17	27	41	49
财务费用	28	17	7	6	0
营业利润	60	64	153	211	254
所得税	15	15	35	48	58
少数股东损益	-3	-6	-2	-3	-4
净利润	48	60	126	172	207
货币资金、交易性金融资产	306	524	-104	-451	-280
其他流动资产	11	1	0	0	0
长期投资	385	378	378	378	378
固定资产合计	650	655	988	1,060	1,099
无形及其他资产	188	168	158	146	131
资产合计	1,930	2,394	2,286	2,371	2,821
流动负债	779	1,278	1,059	1,000	1,260
非流动负债	192	97	9	11	14
股东权益	833	938	1,044	1,189	1,380
投入资本(IC)	557	426	1,034	1,348	1,368
NOPLAT	66	47	113	149	174
折旧与摊销	95	98	132	144	177
流动资金增量	160	124	-347	-261	16
资本支出	-148	-137	-177	-198	-195
自由现金流	172	131	-279	-166	172
经营现金流	279	352	-109	11	340
投资现金流	-169	-114	-150	-157	-145
融资现金流	-53	-31	-370	-201	-24
现金流净增加额	57	207	-628	-347	171
收入增长率	9.7%	27.4%	44.5%	15.5%	13.8%
EBIT 增长率	-10.7%	-32.2%	122.0%	32.1%	16.8%
净利润增长率	-12.2%	26.1%	108.7%	36.5%	20.0%
利润率					
毛利率	21.8%	20.6%	23.3%	23.1%	23.2%
EBIT 率	5.6%	3.0%	4.6%	5.2%	5.4%
净利率	3.1%	3.0%	4.4%	5.2%	5.4%
净资产收益率(ROE)	5.8%	6.4%	12.1%	14.5%	15.0%
总资产收益率(ROA)	2.5%	2.5%	5.5%	7.3%	7.3%
投入资本回报率(ROIC)	11.8%	10.9%	10.9%	11.1%	12.7%
存货周转天数	49	72	61	71	76
应收账款周转天数	12	10	10	10	15
总资产周转天数	434	395	295	5	22
净利润现金含量	5.82	5.82	-0.86	0.06	1.65
资本支出/收入	9%	7%	6%	6%	5%
资产负债率	50.3%	57.5%	46.7%	42.7%	45.2%
净负债率	-2.4%	-24.3%	27.8%	38.9%	21.3%
PE	63.7	50.6	24.2	17.7	14.8
PB	3.7	3.3	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	16.7	18.0	12.7	11.1	8.8
P/S	1.9	1.5	1.1	0.9	0.8
股息率	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	0.5%

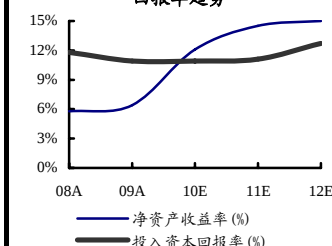
股票绝对涨幅和相对涨幅



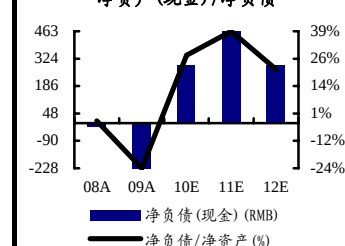
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 历史沿革和股权结构.....	4
2. 公司主营情况.....	4
3. 商业主业.....	错误！未定义书签。
3.1. 百货业务占据地区内绝对优势.....	6
3.1.1. 友好商场：较大客流量、扩容面积为未来增长提供较大空间	7
3.1.2. 天山百货大楼：定位中高端的成熟百货店，未来增长趋势趋缓	8
3.1.3. 美美友好百货：租金压力制约近两年仍难盈利.....	8
3.1.4. 友好百盛：较大单店面积及完善配套设施带来较大增长空间	9
3.1.5. 南疆库尔勒天百购物中心：2010 年扭亏，未来.....	9
3.1.6. 北疆独山子金盛时尚店：仍在培育期.....	9
3.1.7. 委托管理天百名店，但无管理费收入.....	9
3.1.8. 伊犁百货店项目：预期 2011 年开业.....	9
3.2. 超市业务：未来商业业态发展重点.....	10
4. 房地产.....	11
4.1. 2010 年确认骏景家园项目收入.....	11
4.2. 子公司汇友运作第一运输公司土地项目，预计 2010 年开发 2011 年开始确认收入.....	11
5. 其他业务.....	12
5.1. 酒店业务稳定发展.....	12
5.2. 热能供暖：能源价格上涨、污染治理政策导致亏损.....	12
5.3. 物流业务：现有物流平台，有助于超市行业发展.....	12
6. 如若实施股权激励，将完善公司治理结构.....	13
7. 存在再融资需求，但现阶段未有合适项目.....	13
8. 盈利预测及投资评级.....	13

1. 历史沿革和股权结构

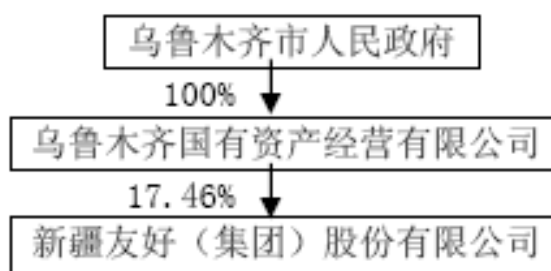
新疆友好（集团）股份有限公司是新疆第一家大型股份制商业零售企业，融商业、外贸进出口、酒店餐饮、娱乐旅游、电子商务、生物技术、城建热力、房地产为一体的综合性、多元化、跨地区、跨行业的集团化股份公司。

新疆友好（集团）股份有限公司前身是乌鲁木齐友好商场，始建于1958年，属老字号国有商业零售企业。1987年经乌鲁木齐市人民政府批准在原址上改扩建，1989年投入营业；1993年以定向募集方式改制为股份有限公司；1996年股票在上海证券交易所挂牌上市；1998年实施资产战略性重组，与乌鲁木齐市天山百货大楼强强联合，组建了新疆友好（集团）股份有限公司。

公司主业经营面积10.3万平方米。拥有友好商场、天山百货大楼、友好大酒店、新疆友好集团独山子金盛时尚百货分公司、新疆友好（集团）股份有限公司美美友好百货分公司，控股：新疆友好华骏房地产开发有限公司、乌鲁木齐万嘉热力有限公司、新疆友好集团库尔勒天百商贸有限公司、友好广告有限责任公司、天升电子有限责任公司、上海申友生物技术有限责任公司、新疆友好利通物流有限责任公司、友好旅行社有限公司等；协议托管天百名店；出资参股乌鲁木齐市商业银行股份有限公司、新疆城建股份有限公司、新疆友好百盛商业发展有限公司、中粮可口可乐饮料（新疆）有限公司等。

公司的实际控制人是乌鲁木齐市国有资产经营有限公司，持有公司5439万股，占总股本的比例17.46%。

图 1：公司股权结构

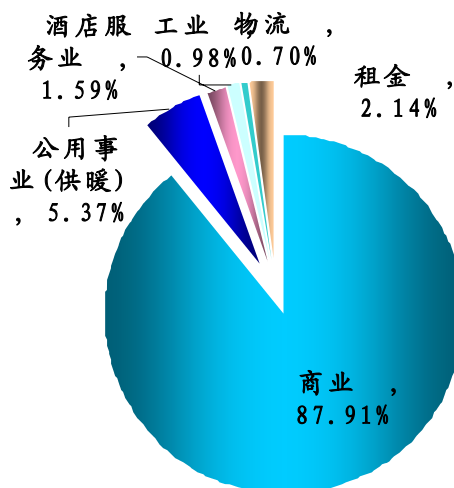


来源：公司公告

2. 公司主营情况

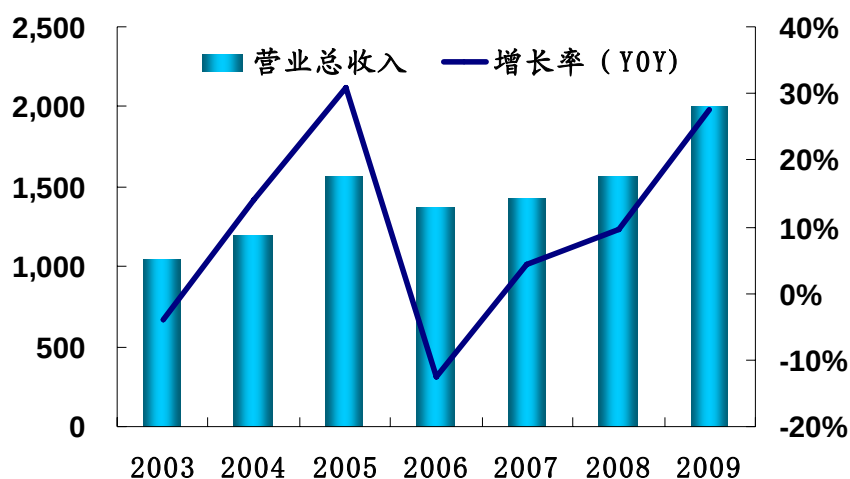
公司主业主要为商业、地产、热能，以及其他业务。公司最主要的业务是商业，2009年商业收入17.58亿元，占收入比重87.91%；公用事业收入10745万元，占比5.37%；租金4282万元，占比2.14%；酒店业务收入3188万元，占比1.59%。

图 2：友好集团各项业务收入占比



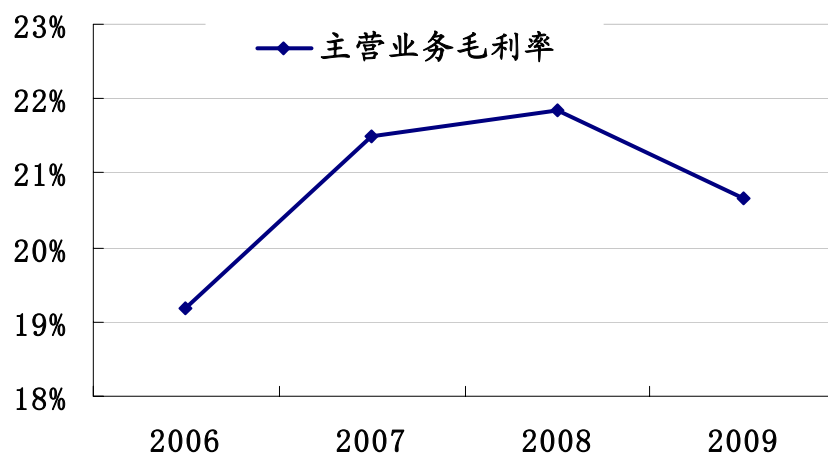
来源：国泰君安证券研究，公司公告

图 3: 主营业务收入增长稳健



来源：国泰君安证券研究，公司公告

图 4: 主营业务毛利率

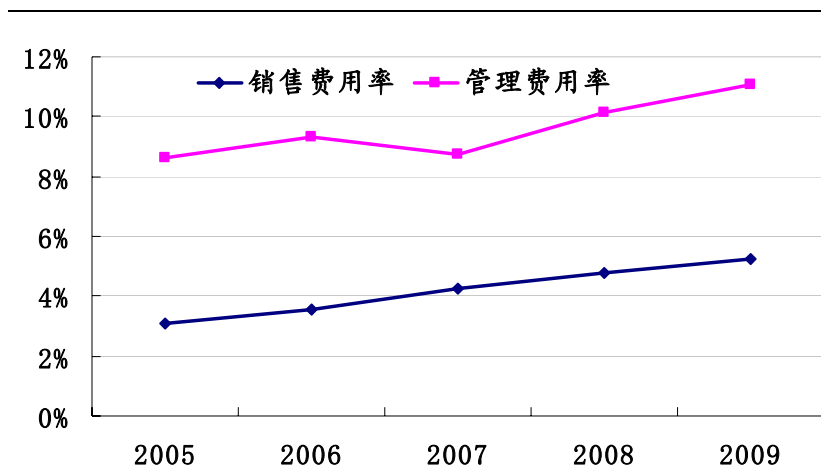


来源：国泰君安证券研究，公司公告

2006-2008 年公司主营业务毛利率稳步提升，但是 2009 年主营业务毛利

率下降, 主要原因是: 商业主业的毛利率也略有下滑, 从 17.53% 下降到 17.37%; 公用事业毛利率从 17.98% 下降到 12.55%; 房地产毛利率从 34.50% 下降到 -327%, 因此整体毛利率下滑。

图 5: 管理销售费用率



来源: 国泰君安证券研究, 公司公告

3. 新疆区域内商业龙头, 百货超市双业态发展

公司主业为商业, 现有百货、超市两个业态, 拥有 6 家百货门店, 4 家超市。

3.1. 百货业务占据地区内绝对优势

公司基本完成了友好集团各百货门店的战略布局, 包括美美友好百货奢侈品店、天山百货大楼精品品牌店、友好商场大众品牌店、友好百盛时尚百货店、南疆库尔勒天百购物中心、北疆独山子金盛时尚店。

表 1: 友好集团主要百货门店

百货名称	面积	开业时间	股权比例	物业性质
天山百货大楼精品品牌店	3.2 万平米	1994 重装开业	母公司	自有
友好商场大众品牌店	2.7 万平米+5500 平米	1958 年	母公司	自有
美美友好百货奢侈品店	4 万平米	2009 年	100%	租赁
友好百盛	4 万平米	2002 年	49%	自有
南疆库尔勒天百购物中心	7 万平米 (1-3 层是百货)	2007 年 8 月	51%	租赁
北疆独山子金盛时尚店	1 万平米	2009 年 8 月	100%	自有

数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究

表 2: 乌鲁木齐主要商圈

商圈	主要百货店	定位及特色
----	-------	-------

友好商圈	友好商场	定位中档，主要为大众品牌
	友好美美	定位高端，一楼集聚了一线国际品牌
	世纪金花	定位中高端，最高收入规模达到 2.8 亿元
	太百购物	定位中档女性百货
人民广场商圈	富成百货	综合性百货，定位中低端
	天山百货大楼	定位中高端精品百货
	王府井百货	定位中档时尚百货，2009 年约 3 亿收入。
	丹璐时尚广场	定位高端，年收入不超过 3 亿元
中山路商圈	友好百盛	定位中档时尚百货

数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

3.1.1. 友好商场：较大客流量、扩容面积为未来增长提供较大空间

乌鲁木齐友好商场，始建于 1958 年，属老字号国有商业零售企业，1987 年经乌鲁木齐市人民政府批准在原址上改扩建，1989 年投入营业。友好商场现营业面积 2.5 万平方米，年销售 4.5 亿元，商品定位以高中档为主，价格适中，经营定位为大众消费。

友好商场在乌鲁木齐单体百货的收入在 2007 年前是排行第二，第一是天山百货大楼，第三是友好百盛；2008 年友好销售收入排行第三，百盛排行第二；2009 年友好商场再次排行第二，百盛排行第三。

友好商场 2009 年收入 7.14 亿元，毛利率 20-22%，客单价 700 元左右。2010 年一季度同店收入增速 30% 以上，2010 年 1-5 月份收入 3.79 亿元，预期 2010 年收入 8.5-9 亿元，2011 年超过 10 亿元。

友好商场将扩面积 5500 平米，计划 2010 年 8 月份开业。公司于 2008 年 7 月 24 日召开的五届十四次董事会审议通过了《关于公司购买位于新疆乌鲁木齐市克拉玛依东路 13 号的佳雨大厦三层底商项目的议案》。该项目位于乌鲁木齐市沙依巴克区友好商圈，克拉玛依东路 13 号，紧邻友好商场。公司购买该商业房产 2 至 4 层，每层建筑面积均为 1365 平方米，共计 4095 平方米，价格每平方米 16200 元，共计 6634 万元。此项目建成后，2 至 5 层分别与友好商场相应楼层相通；且 2 至 5 层与友好商场外立面的装饰装修保持一致。截至 2009 年 12 月 31 日，公司已支付房款 3400 万元。预计该项目将于 2010 年 5 月底前交付，预期 2010 年 8 月份开业。

预期未来友好商场收入增长趋势较好。友好商场的客流量较大，客单价也只有 700 元，客单价存在提升空间；友好商场 2009 年平销 2.6 万元，在省会城市层次已处于较高水平，但是 2010 年面积扩容带来收入提升空间。

3.1.2. 天山百货大楼：定位中高端的成熟百货店，未来增长趋势趋缓

天山百货大楼始建于 1957 年，于 1992 年 7 月进行改扩建工作 1994 年 12 月 28 日隆重开业。1998 年实施资产战略性重组与乌市友好商场强强联合组建为新疆友好（集团）股份有限公司。天山百货大楼总面积 34000 平方米，楼前有近 4000 平方停车场，营业面积 30000 平方。

2008 年，天山百货大楼一、二楼改造，引入国际一线化妆品品牌，例如迪奥、兰蔻、纪梵希、雅诗兰黛、娇兰等。进一步明确了天山百货大楼精品百货的中高端定位。

天山百货大楼 2009 年收入 8.91 亿元，保持了乌鲁木齐单体百货销售第一名。2010 年一季度收入增长 30%以上，毛利率保持在 20-22%。天山百货大楼预计 2010 年收入超 10 亿，平销超过 3 万，客单价已达 1000 元，已经逐步进入成熟期，预期未来的增长趋缓。

3.1.3. 美美友好百货：租金压力制约近两年仍难盈利

公司开设美美友好百货具备战略意义，美美友好成为公司定位最高端的百货店，完善了公司高中低档百货的布局。目前美美友好百货一楼集聚了一线品牌 LV、Cartier、Salvatore Ferragamo、Emporio Armani、Maxmara、Givenchy、Hugo Boss 等一线品牌。

乌鲁木齐奢侈品消费能力较高，美美友好高端定位符合消费趋势。虽然新疆由于地处边疆，主要居民为少数民族，经济结构以农牧业发展为主，经济发展和内地的差距拉大。但是乌鲁木齐从百货业竞争来看，居民消费具有特殊特点，中高端商品消费较多，主要原因是新疆的高端消费集中在乌鲁木齐；新疆居民的消费习惯受到少数民族影响，超前花费较为普遍；另外，近几年发展新疆的经济措施较多，各项项目建设推动了当地居民的收入增长，从而促进了消费。

美美友好百货 2009 年开业，3 月 28 日 2-4 楼开业，2009 年 12 月，引入影院，完善了此百货娱乐功能。2009 年收入 1.85 亿元，亏损 2600 万，客单价 1500 元。大牌的扣点率较低，整体毛利率在 16%，远低于友好商场和天山百货大楼。

美美友好亏损的主要原因是物业租金较高，公司租赁由新疆昊泰实业发展有限公司开发的位于新疆乌鲁木齐市沙依巴克区友好北路 689 号的商业房地产，自 2009 年起租赁期限为 10 年。2009 年租金 2000 万元、2010 年租金 3200 万元、2011 年以后租金 4000 万元，并且公司一个完整会计年度的销售额，包括全部销售收入和对外租赁场地租金收入及其他收入，超过 4.5 亿元人民币时，超出部分按照销售额的 6%增加租金，租赁期前五年计算销售额时按不含税销售额计算，从第六年起计算销售额时按含税销售额计算。

由于较高的租金水平，预计 2010 年仍然亏损，控制亏损额度在-1500 万元；2011 年计划能达到 4 亿收入，达到盈利平衡。

3.1.4. 友好百盛：较大单店面积及完善配套设施带来较大增长空间

友好百盛 2002 年开业，单店面积 4 万平米，而且有配套停车场，物业属于公司自有物业，每年租赁给友好百盛获得租金 2500 万元。友好百盛是友好集团与百盛合资经营的百货店，其中友好集团占股权比例 49%。2008 年获得投资收益 1248 万元、2009 年 1626 万元。

2009 年，友好百盛实现收入 6.78 亿元，在乌鲁木齐单体百货中排行第三；2008 年超过友好，排名第二；2007 年百盛一直在第三。

配套设施完善，未来提升空间较大。百盛所处的商圈地理位置较好，配套的停车场是乌鲁木齐单体百货中面积最大的，可以满足较大客流量需求。按照友好百盛的面积来看，现阶段平销只有 1.7 万，相比天山百货大楼和友好商场还有很大提升空间。

3.1.5. 南疆库尔勒天百购物中心：2010 年扭亏，未来

南疆库尔勒天百购物中心公司占 51% 股权，开业于 2007 年 8 月，面积 7 万平米，其中 1-3 层为百货经营面积。此物业为租赁，租赁方为巴州领先实业有限公司，每年租金 23 万元。

库尔勒天百购物中心面积较大，培育期较长，因此从 2007 年 8 月开业一直到 2010 年才开始盈利。库尔勒天百购物中心 2009 年实现收入 9255 万，亏损 395 万，2010 年 1-4 月实现收入 4500 万元，盈利 81 万，实现扭亏，5 月份单月收入 1080 万，盈利 10 万。我们预计，按照此发展趋势，预计 2010 年收入可达到 13200 万元，利润 200 万元左右。预计 2011 年收入仍将保持较快增速。

3.1.6. 北疆独山子金盛时尚店：仍在培育期

北疆独山子金盛时尚店，开业于 2009 年 8 月，面积 1 万平米，公司拥有 100% 股权，自有物业。

独山子是我国石油工业三大发祥地之一，西部重要的石油化基地，国家对于独山子发展非常重视，地区内人均收入和消费水平较高，具有较好的经济基础支撑百货零售业的发展。而且独山子金盛时尚店开业前，独山子本地并没有百货店，当地居民原来都是去奎屯消费购物，现在都在独山子金盛时尚店消费，当地政府对于公司进入非常重视。

独山子店 2009 年收入 6670 万，亏损 400 万，预计 2010 年减亏，2011 年可能扭亏。

3.1.7. 委托管理天百名店，但无管理费收入

公司还委托管理天百名店，但是无管理费收入。乌鲁木齐市天百名店，1998 年 5 月开业，建筑面积近 2 万平方米，坐落在素有新疆“南京路”美誉之称的中山路与解放北路交汇处，交通便利，地理位置优越。

3.1.8. 伊犁百货店项目：预期 2011 年开业

2010 年 6 月 1 日，公司公告，公司拟向新疆天工房地产开发有限公司购买该公司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，为地下一层、地上五层的独栋商业用房，该项目总面积为 32192 平方米，价格每平方米 5500 元，共计 17706 万元，总投资额预计为 2.56 亿元。

此次购买伊犁铜锣湾商业房产符合公司积极拓展主营百货零售业务的战略发展规划，该项目是公司继库尔勒天百购物中心、独山子金盛时尚百货成功开店后对疆内经济发展水平较高的市、县进行快速扩张、使“友好”零售业在新疆形成绝对的市场竞争优势迈出的重要一步。

该房地产地处伊宁市中心，地理位置优越，商业价值较高，未来增值潜力较大。此房产现为世纪金马百货店租赁经营状态中。收购完成后开始重新装修，预计 2011 年友好百货能够开业。

3.2. 超市业务：未来商业业态发展重点

公司在 2008 年开始加快超市开店步伐，现有超市 4 家——友好百货地下超市、独山子金盛地下超市、独山子超市二店、库尔勒天百地下超市。其中友好百货地下超市面积 7000 平米，2009 年实现收入 2 亿元，平销较为可观。2009 年超市业务实现 4 个亿收入，计划三年达到 20 个亿收入。

2010 年 6 月 1 日公告，计划新开大型超市一家。2010 年 6 月 1 日公司公告，拟购买位于新疆乌鲁木齐市沙依巴克区阿勒泰路 313 号嘉和园小区悦苑 1 号楼 1 区商业房产，开设定位于满足消费者一站式购物需求的大型超市（大卖场），从而增加主营业务收入、扩大市场份额。该项目总面积为 12013 万平方米，商业用房单价：5500 元/平方米；商业用房总价计人民币：6607 万元，本次购买该项目的总投资额预计为 9937 万元。预计此超市 2010 年内开业。

超市开店步伐加速。公司现在仍有多家超市项目在洽谈，预计 2010 年新开超市 5-10 家。未来几年计划每年开店 10 家左右。

采购规模扩大带来毛利率提升明显。开店速度加快带来采购规模的扩大，从而带来谈判优势提升，公司在 2009 年前超市业务毛利率 10%，但是 2010 年 1-4 月份超市业务毛利率已经可以达到 16%，主要原因是规模提升、公司重点发展毛利率高自采商品。虽然超市业务毛利率提升明显，但相比武汉中百等超市企业 18% 的毛利率仍有空间。

充分利用超市业务提高员工效率。百货行业对于销售人员的年龄要求较高，而友好集团作为国有企业，职工较多，而超过 40 岁的销售人员在百货销售职位中受到局限，因此公司一般对于超过 40 岁的员工采取内退制度，按照平均工资水平，即每月含养老保险 3000 多元，发 70% 工资。但是公司现阶段发展超市业务，40 岁以上的一半销售人员可到超市工作，提高了员工的工作年限，这部分员工有工作经验，管理能力较好，而且公司额外的人员费用增加较少，虽然现阶段超市业务毛利不高，但是利润贡献较好。

目前乌鲁木齐以及新疆区域内的超市业态竞争较缓和。乌鲁木齐只有 3

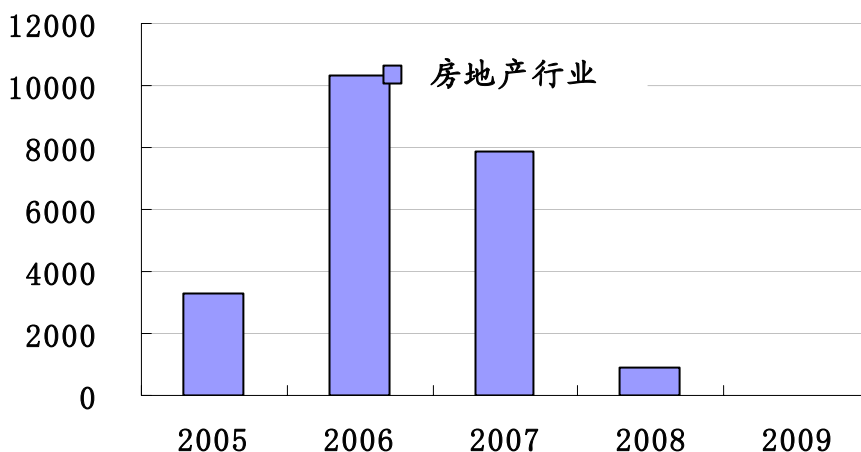
家家乐福超市，还有爱家等其他民企，但是数量有限，相对于上海、北京及其他省会城市，乌鲁木齐以及新疆的超市数量较少，而公司借助“友好”的品牌优势以及在渠道上的先规模优势，未来加速开店，将在新疆的超市行业占据强势地位。

配送中心建设是核心。超市业态一般“弱门店、重配送”。公司的全资子公司利通物流主要是仓储和物流，公司将利用利通的优势强化发展公司的物流体系。

4. 房地产业务 2010 年进入收获期

公司另外一项主营业务为房地产，2006、2007 年房地产业务贡献收入较多，但是在 2009 年只体现了 29 万元收入。主要由于骏景家园项目建成销售但是未确认收入。

图 6：公司历年房地产项目收入



来源：国泰君安证券研究，公司公告

4.1. 2010 年确认骏景家园项目收入

公司房地产业务主要由全资子公司友好华骏运作，现有项目为骏景家园。骏景家园建筑面积 6.1 万多平米，已经完成销售，2010 年确认收入，均价 5000/ 平米。如果 2010 年确认收入，此项目可实现收入 2.4 亿元，净利润 3000 万元。

4.2. 子公司汇友运作第一运输公司土地项目，预计 2010 年开发 2011 年开始确认收入

公司在 2009 年参与国有企业改制，成功收购破产企业新疆维吾尔自治区第一运输公司，增加公司可用于商业项目开发的土地储备。公司与新疆最大的房地产开发商、在房地产开发领域有着丰富的项目运作经验的新疆广汇房地产开发有限公司共同出资设立新疆汇友房地产开发有限公司，汇友地产主要是对公司已拍得属原新疆维吾尔自治区第一运输公司宗地项目进行开发建设。截至 2009 年 12 月 31 日，汇友地产已注册完毕。

截至 2010 年 3 月 31 日，已支付处置资产费用 5500 万元，支付土地

出让金 16830 万元 (土地性质为工业用地, 面积 499087 平方米, 约 749 亩), 拆迁安置费 2368 万元, 支付兆日集团托管费 2553 万元, 其他费用 1792 万元 (包括收购一运司资产资本化利息 865.59 万元、人工成本 926.77 万元), 合计已支付 29043 万元。已将相关土地及资产转至公司名下。

公司对破产企业新疆维吾尔自治区第一运输公司的相关资产进行收购。预计收购项目完成工业土地出让阶段的收购成本约为 34708 万元。二次挂牌, 由工业用地转为商住用地, 需再次缴纳土地出让金及相关税费约 23460 万元, 收购成本合计约为 58168 万元。公司将项目地块拍卖给予公司汇友运作, 会将此部分作为成本处理, 对于母公司不构成费用压力。

目前, 该项目拆迁补偿和安置工作进展顺利, 初步预计 2010 年内可完成职工安置和商业用地挂牌工作, 商业用地开发工作有望于 2010 年内展开。

此项目主要分三块土地, 基本上面积各占 1/3: 一块接近市区, 将定位高档社区, 约 200 亩; 另外两块靠近机场, 由于乌鲁木齐市的外延扩大, 这部分地块已经属于市区范围。

预计此开发项目销售整体均价在 4000-5000 元/平米, 约 700-800 元/平米的楼板价, 加上 1500 元/平米的建筑成本。预计整体有 10-15 亿元收入, 约 5 个亿的利润, 公司占汇友 50% 股权, 预计能够有 2.5 个亿的利润, 分 3-4 年实现。

5. 其他业务

5.1. 酒店业务稳定发展

公司酒店业务主要为友好大酒店, 共有客房 295 间, 友好大酒店交通便利, 紧靠友好商场。2009 年酒店业务收入 3188 万元, 毛利率 75%。

5.2. 热能供暖: 能源价格上涨、污染治理政策导致亏损

乌鲁木齐万嘉热力有限公司成立于 2000 年 3 月 15 日, 注册资金 2.37 亿元, 主营城市集中供热、热力设备经销、热力设计研究及供热技术开发, 其前身为市热力总公司原所属一公司 (幸福路供热站) 和二公司 (光明路供热站)。乌鲁木齐万嘉热力有限公司现下设一公司、二公司、检修服务公司三个基层单位, 现有职工 283 人, 锅炉装机总容量 433 兆瓦, 具备 600 万平方米供热能力, 现状供热面积 510 万平方米, 2009 年公司供暖业务实现收入 10745 万元。万嘉热力公司上属乌鲁木齐最大的热力公司, 共有 2500 万平米供热面积, 5-6 个亿元收入。

由于近两年煤涨价, 而且乌鲁木齐对于污染的管制, 因此万嘉的盈利不断下滑。万嘉原本采用烧煤供热, 但是乌鲁木齐市对于污染环境进行整治, 需要采购热电余热供电, 价格较高, 因此产生亏损。公司对于热力公司的发展规划, 主要在于维持, 寻找合适机会退出。

5.3. 物流业务: 现有物流平台, 有助于超市行业发展

新疆友好利通物流有限公司是隶属于新疆友好（集团）股份有限公司的物流基地。公司拥有专业化仓库 7 万平方米，仓储库房 110 幢，从 50 平方米到 1500 平方米，库房均为砖混结构，拥有 30 万平方米货场，仓储环境和库容在仓储业属上乘，与全国 300 多家工商企业有着业务联系；拥有 2200 米长的铁路专用线及现代化的装卸、运输、起吊设施；每年吞吐量 30 万吨以上，和全国各大储运企业签有中转运输协议。友好利通公司所处的地理位置离飞机场 3.5 公里，离市区中心 15 公里，物流配送主要发送新疆的南北疆、东疆和乌鲁木齐市。运输车型分为：3 吨以下、3 吨、5 吨、6 吨、8 吨等近 30 辆。现为旺旺公司、新科安达、招商物流等一些知名企业提供物流配送业务。友好利通公司主要业务为仓储、物流、配送，目前有固定客户三十余家，包括旺旺公司、新科安达、招商物流、联合利华、可口可乐、西安嘉里、美菱冰箱、新飞冰箱、三角轮胎、喜之郎、昆仑润滑油、立帮漆等知名企业，2009 年实现主营业务收入约 1408 万元。

公司未来将着力发展超市业务，而超市的核心竞争力就是物流配送，友好利通物流将为公司发展超市业务奠定良好物流基础。

6. 如若实施股权激励，将完善公司治理结构

公司管理层经营管理虽然有充沛动力，努力将公司收入规模做大，计划 2010 年做到收入规模 40 亿元（含友好百盛），下一个 5 年规划计划收入规模达到 100 亿元（包含友好百盛以及超市业务收入）。但是我们认为由于受到激励机制的不完善，在业绩释放上还需要有必要的激励措施，例如股权激励。

公司的第一大股东乌鲁木齐国有资产经营有限公司，实际控制人为乌鲁木齐人民政府，现阶段乌鲁木齐以及新疆地区还未有国有控股的公司实施股权激励。这将为公司实施股权激励提高了难度。

7. 存在再融资需求，但现阶段未有合适项目

公司现在现金流充沛，但是为了公司未来做大做强，也希望能在资本市场融资，但现阶段仍未有较大规模的融资项目。公司第一大股东乌鲁木齐国有资产经营有限公司占公司的股权比例只有 17%，持股比例较低。公司如果进行再融资，我们认为最合适的方式是配股，这样将不会稀释大股东的股权比例。

8. 盈利预测及投资评级

盈利假设：

- ✓ 百货门店中，天山百货大楼、友好百货预计 2010 年收入增速 30%，2011 年收入增速 10%、15%；美美友好 2010 年 2011 年收入增速 80%、20%；友好百盛未来两年保持 30% 收入增速；库尔勒店和独山子店 2010 年、2011 年收入增速为 40%、20%；
- ✓ 超市业务 2010 年开店 5 家，2011 年开店 10 家；
- ✓ 公司的房地产业务也进入收获期，公司房地产子公司建设的骏景家

园将在 2010 年确认收入 2.4 亿元；子公司汇友开发第一运输公司地块项目，预计 2011-2013 年房地产都有稳定收入和盈利贡献。

- ✓ 热能业务收入稳定，但是略有亏损；
- ✓ 其他业务基本维持 2009 年收入规模和毛利水平；
- ✓ 近两年暂不出售持有的股权投资。

表 3: 公司主要百货店未来两年收入假设

百货名称	2009 年 收入 (万元)	2010 年 预计增速	2010 年 收入 (万元)	2011 年 预计增速	2011 年 收入 (万元)
天山百货大楼精品品牌店	89100	30%	115830	10%	127413
友好商场大众品牌店	71400	30%	92820	15%	106743
美美友好百货奢侈品店	18500	80%	33300	20%	39960
友好百盛	67800	30%	88140	30%	114582
南疆库尔勒天百购物中心	9255	43%	13200	20%	15840
北疆独山子金盛时尚店	6670	40%	9338	20%	11206
总收入	262725		352628		415744
扣除百盛后百货业务收入	190390		258020		293400

数据来源：国泰君安证券研究

按照以上盈利假设，预计 2010、2011 年收入 28.91 亿元、33.40 亿元，毛利率 23.34%、23.18%；其中商业收入 23.83 亿元、28.05 亿元，毛利率相比 2009 年略有提高，稳定在 17.87%；归属母公司股东的净利润 12614 万元、17217 万元，增速为 109%、36%；每股收益为 0.40 元、0.55 元。

2010 年 1 季报每股收益 0.08 元，全年预期主业的每股收益在 0.30 元，房地产 0.10 元，全年每股收益 0.40 元。预期全年百货主业具备超预期可能，风险在热能项目的亏损上，如果亏损较少，全年业绩具备超预期可能。

公司在新疆省内具有绝对优势，且这两年加快在区域内扩张，新疆政策带来的居民平均收入增长等会拉动消费较为明显，预期未来新疆地区的消费增速将远高于中东部地区。而且公司已经不仅是新疆区域振兴规划受益，作为区域内优势明显的商业龙头企业，其主业具备快速增长的基础，我们看好其长期发展。

图 7: 新疆地区居民人均国内生产总值及收入持续增长

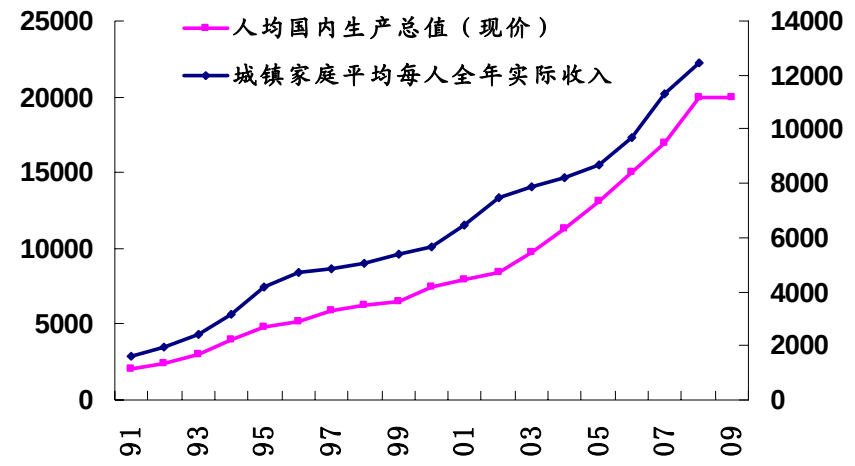
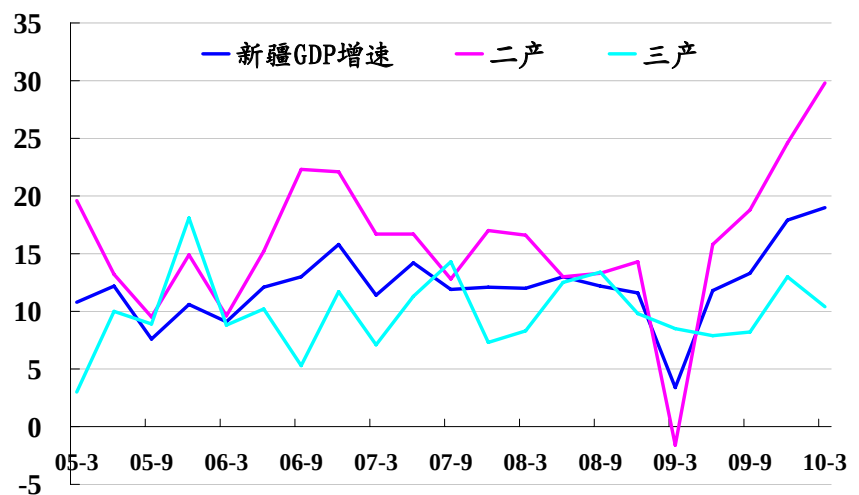


图 8: 2009 年以来新疆地区 GDP 增长较快



来源: 国泰君安证券研究, 公司公告

自有物业提供安全投资边际。公司自有物业 10 万平米, 按照每平米 3.11 万元的假设价格, 公司商业地产价值 31 亿元, 折合每股 10 元, 可以作为投资的安全边际。

按照 2010 年主业每股收益 0.30 元, 参考 35 倍市盈率, 以及折合每股 0.10 元房地产业绩贡献, 参考 10 倍市盈率, 我们给予 11.5 元目标价, 首次评级给予“增持”评级。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		