

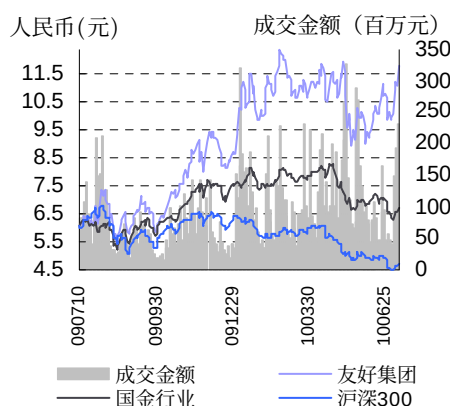
友好集团 (600778.SH) 百货零售行业
评级：买入 维持评级
公司研究

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


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高点，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

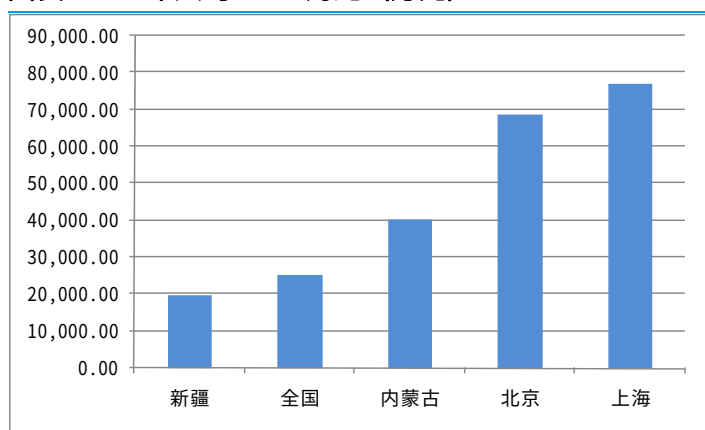
友好集团的发展受益新疆振兴计划——“天时”

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

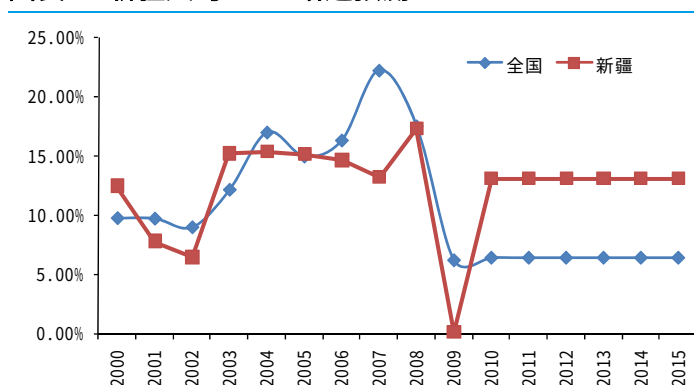
- 在中央新疆工作座谈会上，国务院总理温家宝表示，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多。“十一五”期间，新疆固定资产投资将达到 10425 亿元。“如果中央规划能够顺利实施，那么未来五年新疆固定资产投资总额将超过 2 万亿元。”中央此次将通过推进基础设施建设，加大中央基建投资等多项举措，力争到 2015 年使新疆人均地区生产总值达到全国平均水平。09 年新疆人均 GDP 是全国平均水平的 79.4%。根据我们的测算要完成上述目标“十二五”期间新疆人均实际 GDP 复合增长率将达到 13.1%是全国平均增速的 2 倍多（假设未来五年全国 GDP 年均实际增长 7%，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

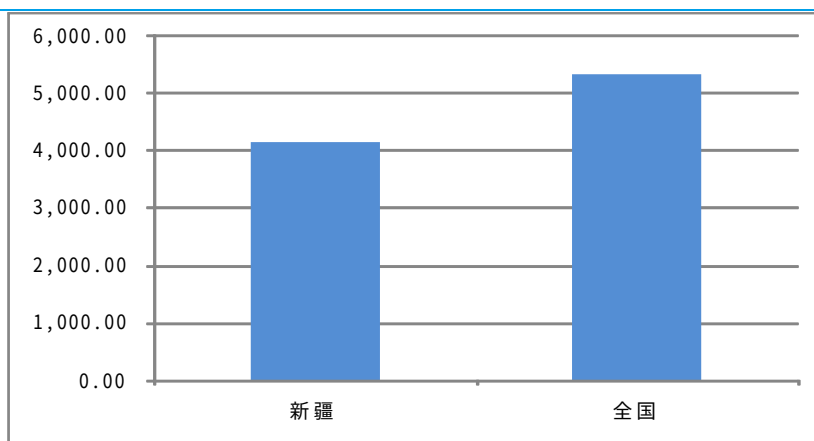
图表2：新疆人均 GDP 增速预测



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。研究结果表明 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）

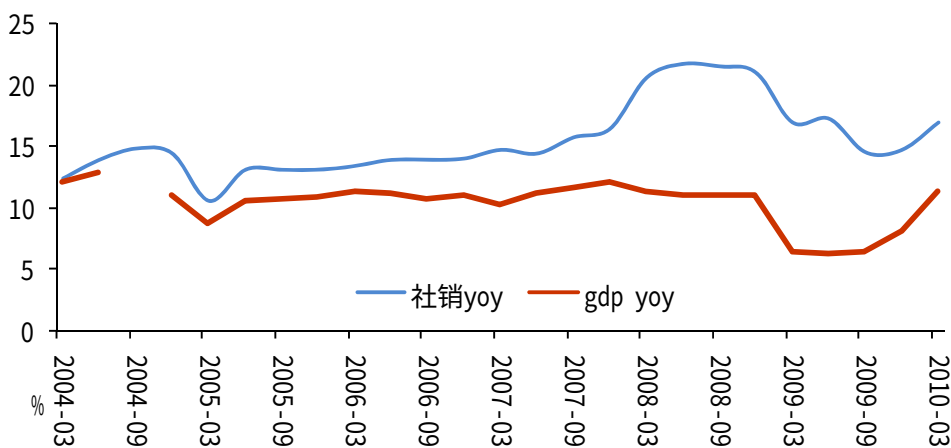


来源：国金证券研究所

“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



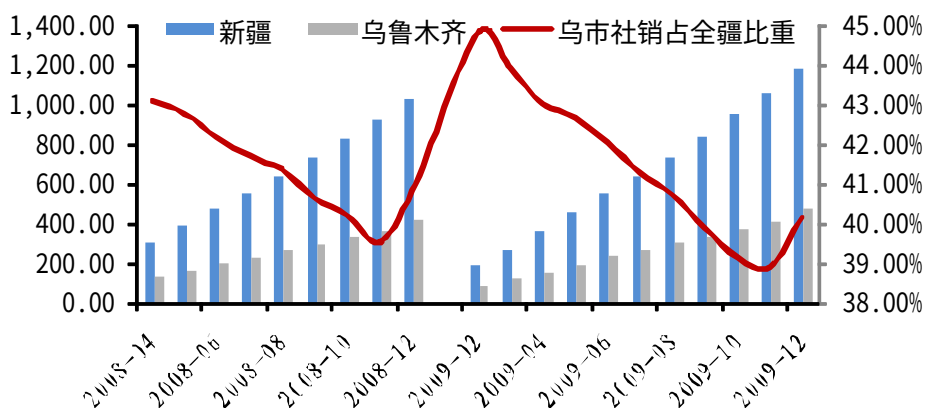
来源：国金证券研究所

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，满足各层次消费者需求
 - 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	
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	托管
天百名店	100%	乌鲁木齐	20000	自有	1998	品牌折扣店	
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
	富成百货	中低端	
中山路商圈	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
	丹璐时尚广场	中高端	<3
红山商圈	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	1. 建于1958年，在友好商圈最核心位置，目前面积25000平方米左右 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。 3. 客单价1000元左右	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。	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。 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。
成熟门店	天山百货大楼	1. 1994年开业，面积32000平方米左右，商场周边居民属于乌市高收入人群。 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） 3. 客单价1200元左右	1. 07、08、09年含税销售收入分别为6.86、7.29、和8.91亿元。 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。	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。
	友好百盛购物中心	1. 2002年开业，面积40000平方米以上。 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。	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%。 2. 08和09年公司分别确认投资收益1248万元、2009年1626万元。	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
成长门店	库尔勒天百购物中心	1. 2007年7月开店，总面积在67000平方米左右。目前主要营业面积是1-2层，面积在30000平方米左右；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。 2. 该店是公司与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。	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。	1. 随着品牌的逐渐丰富，收入有望继续高增长。 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。 3. 预计2010年做到1.5亿。
	独山子金盛时尚百货	1. 2008年9月开业，面积13000平方米，百货和超市综合经营。 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。 3. 客单价100元左右	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经营管理（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	1. 预计该店10年还会有小幅亏损，11年进入盈利期。 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。 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
新开门店	友好美美百货	1. 2009年3月开店，面积40000平方米左右。一楼集聚了24各国际顶级品牌包括LV、Cartier和Maxmara等等 2. 客单价1500元。 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。	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。 2. 09年美美百货亏损2600万元 3. 09年整体毛利率在16%，预计2010年毛利率将有所上升	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：为公司开辟了与原来合作较少的国际二线和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 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

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
南疆库尔勒天百购物中心	面积(平米)		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

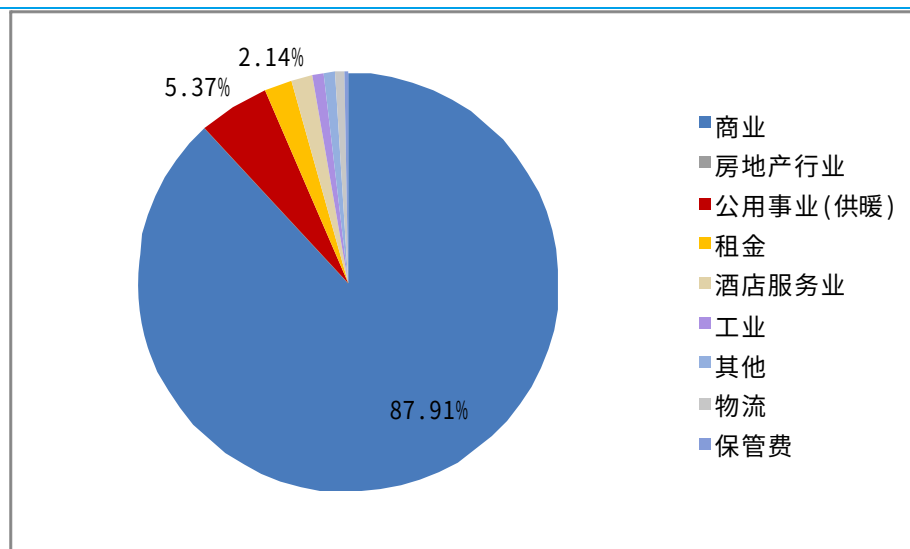
来源：国金证券研究所

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

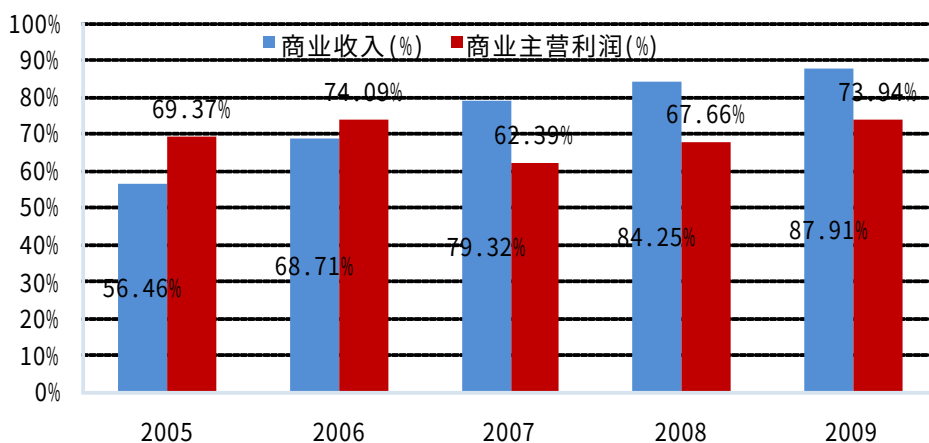
- 本届管理层自 2006 年上任以来转变原来多元化经营战略，聚焦商业零售主业。目前公司业务虽然依然涉及多个领域，但近年来商业零售业占主营收入的比重逐步上升，2009 年这一比例达到了 87.9%。

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。