

百货零售



向涛

证书号: S0190209080152

021-3856 5942

xiangtao@xyzq.com.cn

友好集团 (600778)

明月出天山

推荐

市场数据

报告日期	2010-7-12
收盘价(元)	11.81
52周最高/最低(元)	12.31/5.75
总股本(百万股)	311.49
流通股本(百万股)	307.79
总市值(百万元)	3678.71
流通市值(百万元)	3635.01
每股净资产(元)	3.28

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2000	3060	3689	6120
同比增长(%)	27.4%	53.0%	20.6%	65.9%
净利润(百万元)	60	138	136	341
同比增长(%)	26.1%	127.7%	-1.1%	150.3%
毛利率(%)	20.6%	23.8%	21.1%	28.5%
净利率(%)	3.0%	4.5%	3.7%	5.6%
每股收益(元)	0.19	0.44	0.44	1.09
每股经营现金流(元)	1.13	1.22	2.65	1.83

股价走势



相关报告

投资要点

- **新疆未来一个阶段有望成为我国消费增速最快的区域。**根据我们的假设测算, 2015 年新疆地区人均 GDP 要实现与全国平均水平持平, 意味着未来 6 年新疆地区人均 GDP、GDP、社会消费品零售总额的复合增长率要达到 10.40%、12.18%、17.63%, 分别高出全国平均水平 4.23、5.43、11.30 个百分点。作为当之无愧的区域零售龙头企业, 我们认为友好集团将是新疆区域经济振兴政策的长期受益者。
- **百货业务领袖新疆地区。**我们认为: 优势商圈垄断、百货定位覆盖各年龄段客户群、会员卡的销售拉动构成了公司现阶段的核心竞争优势, 未来公司百货业务最大程度受益区域经济振兴; 新疆地区超市业态竞争现状较为激烈, 公司未来具备整合相关业务的市场空间; 新疆与宁夏各项经济指标接近, 公司未来有望复制新华百货的成功经验。
- **地产项目未来贡献 EPS1.6 元左右。**公司目前有 2 个房地产项目, 其中骏景嘉园有望在今年实现全面结算, 与广汇合作开发项目有望于 2011 年正式动工, 我们测算上述两个项目合计有望为公司贡献 EPS1.63 元。
- **盈利预测与估值。**我们预测公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.44 元、0.44 元、1.09 元, 其中地产业务 2010-2012 年贡献 EPS 分别为 0.14 元、0.00 元、0.49 元, 主业贡献 EPS 分别为 0.30 元、0.44 元、0.60 元。按公司收盘价 11.81 元, 扣除地产业务对应价值 1.63 元, 主业对应 EPS 分别为 34X、23X、17X, 我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

目 录

投资概要	- 4 -
1、区域龙头，当之无愧	- 5 -
2、新疆有望成为未来消费增速最快的区域.....	- 6 -
2.1 城镇居民收入处于西部地区下游水平.....	- 6 -
2.2 区域振兴有望带来超越全国平均水平的消费增速.....	- 8 -
3、新疆地区零售行业竞争格局分析	- 10 -
3.1 百货业态：友好集团处于绝对领导地位.....	- 10 -
3.2 超市业态：竞争相对激烈	- 11 -
4、公司竞争优势分析	- 12 -
4.1 商圈垄断优势显著	- 12 -
4.2 客户定位实现全覆盖	- 12 -
4.3 会员卡带来的消费市场潜力巨大	- 13 -
4.4 未来或可借鉴新华百货成功经验	- 13 -
5、公司各板块业务情况分析	- 15 -
5.1 百货业务：快速增长	- 15 -
5.2 超市业务：蓄势待发	- 17 -
5.3 房地产业务：两项目贡献 EPS 预计在 1.6 元左右	- 17 -
6、盈利预测与估值	- 18 -
6.1 盈利预测假设	- 18 -
6.2 估值及投资建议	- 20 -
 图 1、公司营业收入和毛利按业态构成	- 5 -
图 2、公司营业收入和毛利按区域构成	- 6 -
图 3、09 年西部地区城镇居民人均可支配收入及人均 GDP 比较.....	- 6 -
图 4、09 年西部地区社会消费品零售额及人口数比较.....	- 7 -
图 5、09 年西部主要省会城市城镇居民人均可支配收入及人均 GDP 比较.....	- 7 -
图 6、09 年西部主要省会城市社会消费品零售额及人口数比较.....	- 7 -
图 7、西部省份及省会城市城镇居民人均可支配收入/人均 GDP.....	- 8 -
图 8、新疆及全国人均 GDP 与社会消费品零售额相关性分析.....	- 9 -
图 9、新疆地区人均 GDP 与城镇居民人均可支配收入相关性分析.....	- 9 -
图 10、新疆 GDP 及人均 GDP	- 10 -
图 11、新疆社会消费品零售额及固定资产投资	- 10 -
图 12、乌鲁木齐主要百货门店分布情况	- 12 -
图 13、友好集团近年来预收账款变动情况	- 13 -
图 14、部分西部省份人均社会消费品零售额.....	- 13 -
图 15、西部商业上市公司百货业务收入占全省社销比重（2009 年）.....	- 14 -
图 16、新华百货近 3 年百货、超市收入增速及超市收入占比.....	- 14 -
图 17、新华百货近 5 年归属母公司净利润增速.....	- 15 -
图 18、友好集团及新华百货超市收入占比比较（2009A）.....	- 15 -
图 19、友好商场及天山百货大楼最近 3 年收入及增速（单位：亿元，%） ..	- 16 -
 表 1、公司百货门店基本资料	- 5 -
表 2、新疆及全国部分经济指标未来 6 年复合增长率比较.....	- 9 -
表 3、乌鲁木齐市主要百货门店基本资料	- 11 -
表 4、新疆地区百货业态跨城市布点情况	- 11 -

表 5、新疆地区主要超市企业门店情况	- 11 -
表 6、公司乌鲁木齐门店实现各阶层客户全覆盖.....	- 12 -
表 7、房地产项目测算	- 17 -
表 8、商业零售业务收入预测表	- 19 -
表 9、其他业务收入预测表	- 20 -
附表	- 21 -

投资概要

根据我们的假设测算,2015 年新疆地区人均 GDP 要实现与全国平均水平持平,意味着未来 6 年新疆地区人均 GDP、GDP、社会消费品零售总额的复合增长率要达到 10.40%、12.18%、17.63%,分别高出全国平均水平 4.23、5.43、11.30 个百分点。新疆有望在未来一个阶段成为国内消费增速最快的区域,作为当之无愧的区域零售龙头企业,我们认为友好集团将是新疆区域振兴政策的长期受益者。

1、估值及投资建议

我们预测公司 2010 年-2012 年贡献 EPS 分别为 0.44 元、0.44 元、1.09 元,其中地产业务 2010-2012 年贡献 EPS 分别为 0.14 元、0.00 元、0.49 元,主业贡献 EPS 分别为 0.30 元、0.44 元、0.60 元。

按公司收盘价 11.81 元,扣除地产业务对应价值 1.63 元,主业对应 EPS 分别为 34X、23X、17X,我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

2、关键假设

- 1) 2010-2012 年商业零售业务收入同比分别增长 31.0%、35.4%、21.7%;
- 2) 房地产项目,骏景嘉园 2010 年实现销售结算,贡献收入 2.88 亿元;与广汇合作开发项目 2011 年开始投入建设,2012-2014 年分三年平均贡献收入和利润,其中 2012 年贡献收入 16.67 亿元;
- 3) 假设 2010-2012 年销售费用率分别为 5%、5%、4.6%;2010-2012 管理费用率分别为 11%、10.5%、10%;

3、股价表现催化剂

新疆区域振兴政策进一步到位和具体化

4、风险提示

公司主业为针对社会公众的商业零售业务,若新疆出现较不明朗的局势,则会对主营零售业务产生冲击

1、区域龙头，当之无愧

新疆友好（集团）股份有限公司前身是乌鲁木齐友好商场，是一家国有商业零售企业。公司 96 年上市，98 年实施资产战略重组与乌鲁木齐市天山百货大楼合并，组建新疆友好集团。截止 09 年底，集团公司拥有总资产 25 亿元，净资产 11 亿元。

公司主营商业零售业务，侧重百货业态。09 年底，公司在新疆地区控股和参股 6 家百货门店，托管 1 家百货门店，并运营有 5 家卖场及部分小型超市，经营总面积超过 25 万平米。

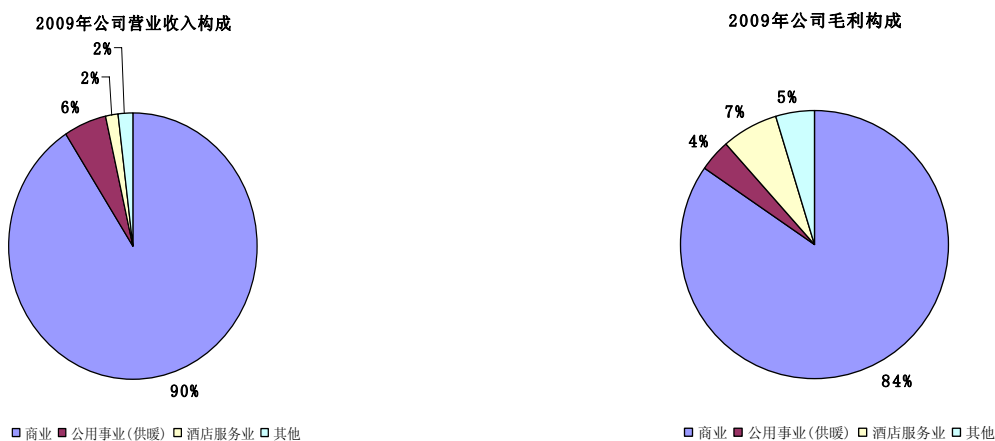
表 1、公司百货门店基本资料

门店名称	地址	持股比例	开业时间	定位	面积（万平米）	物业权属
友好商场	乌鲁木齐	母公司	1956A	大众百货	2.70	自有
天山百货大楼	乌鲁木齐	分公司	1957A	中高端	3.00	自有
友好百盛	乌鲁木齐	49%	2002A	时尚流行	7.00	自有
美美友好	乌鲁木齐	分公司	2009A	高端	4.11	租赁
库尔勒天百购物中心	库尔勒	51%	2007A	大众百货	6.73	租赁
独山子金盛时尚百货	克拉玛依	分公司	2008A	大众百货	1.30	自有
小计					24.84	

资料来源：公司公告，调研，兴业证券研发中心

公司是目前新疆地区销售规模最大的商业零售公司。09 年公司实现营业收入 20 亿元，毛利额 3.6 亿元，其中零售主业收入占比达到 90%以上，毛利额占比达到 85%以上。分区域来看，公司目前收入和利润主要来源于乌鲁木齐市，09 年该区域占比分别达到 93%和 95%以上。

图 1、公司营业收入和毛利按业态构成



资料来源：公司公告，兴业证券股份有限公司

图 2、公司营业收入和毛利按区域构成



资料来源：公司公告，兴业证券股份有限公司

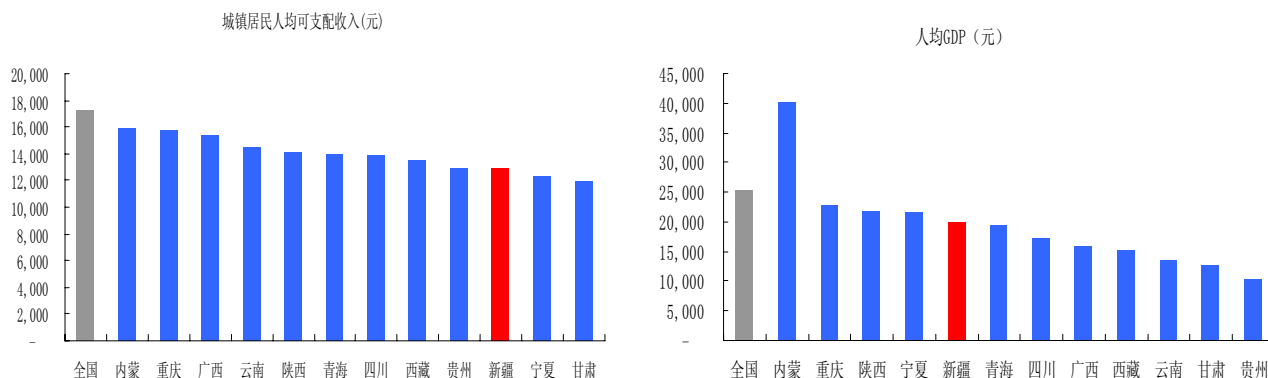
2、新疆有望成为未来消费增速最快的区域

2.1 城镇居民收入处于西部地区下游水平

虽然新疆土地面积占我国总面积的 1/6，但是区域经济并不发达，09 年新疆实现 GDP4274 亿元，占全国 GDP 的 1.27%。截止 09 年底新疆拥有总人口约 2159 万，其中城市人口 860 万，城镇化率 39.8%，较全国平均水平低 6.8 个百分点。

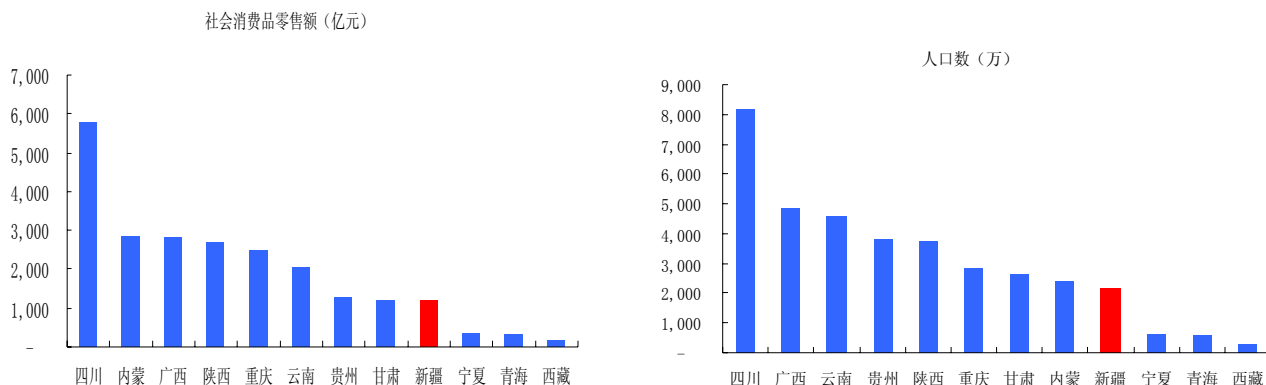
与西部主要省份比较我们可以看到，作为一个资源大省，新疆拥有较高的人均 GDP，但是在城镇居民人均可支配收入和社会消费品零售额方面则落后于其他省份，位居下游，同样的情况在西部省份省会城市比较中也有体现。

图 3、09 年西部地区城镇居民人均可支配收入及人均 GDP 比较



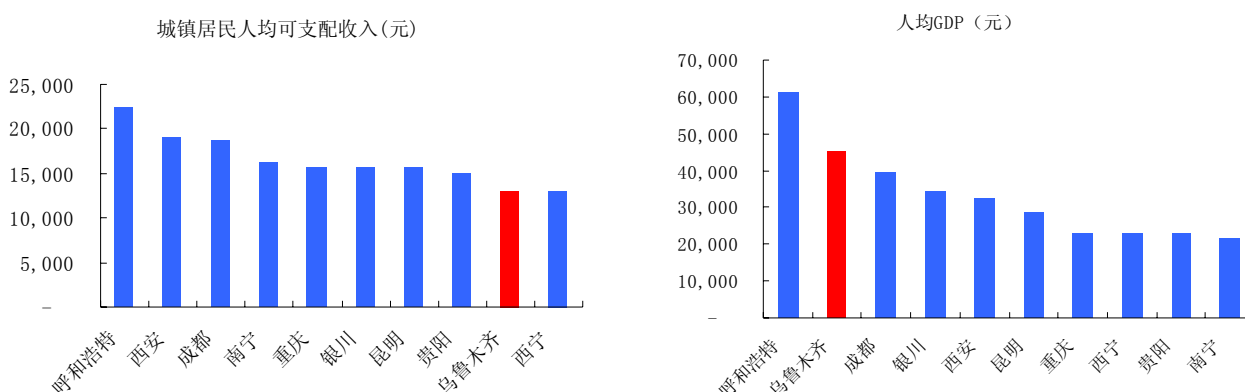
资料来源：wind，兴业证券研发中心

图 4、09 年西部地区社会消费品零售额及人口数比较



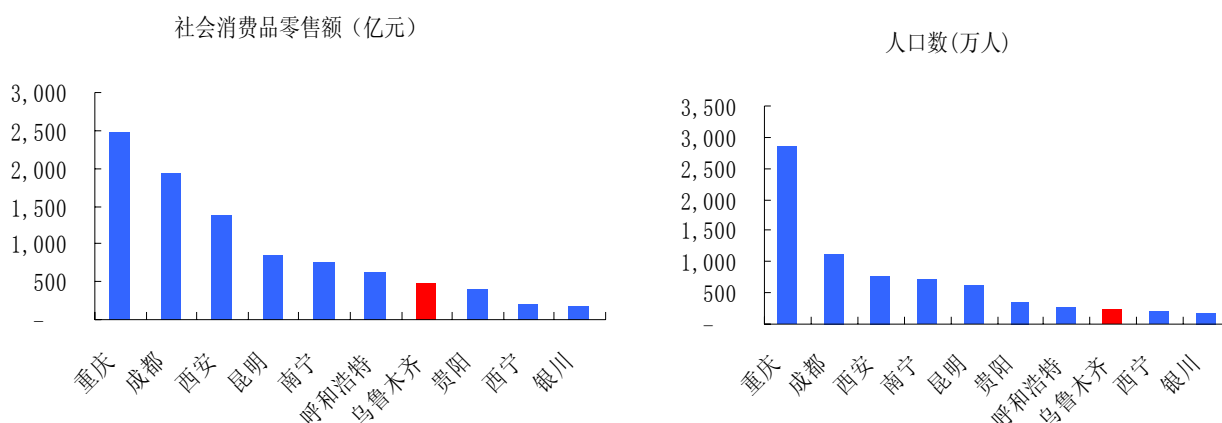
资料来源: wind, 兴业证券研发中心

图 5、09 年西部主要省会城市城镇居民人均可支配收入及人均 GDP 比较



资料来源: 各地统计局网站, 兴业证券研发中心

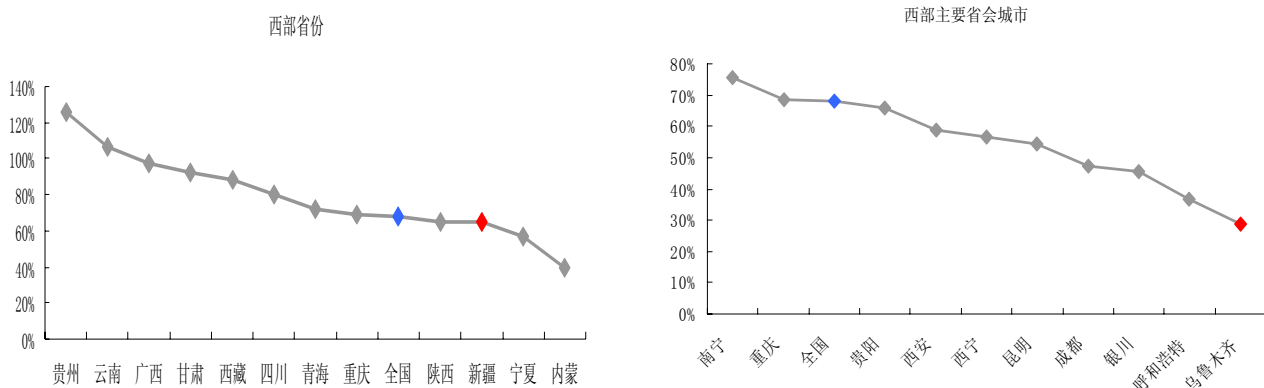
图 6、09 年西部主要省会城市社会消费品零售额及人口数比较



资料来源: 各地统计局网站, 兴业证券研发中心

综合来看, 新疆有着丰富的资源和较高的人均 GDP, 但是却并没有充分反应到当地居民收入上 (城镇居民人均可支配收入/人均 GDP 值很低), 未来新疆区域要实现社会的和谐稳定, 振兴经济最终必然还是要落实到提升居民收入水平、改善居民生活质量上来。

图 7、西部省份及省会城市城镇居民人均可支配收入/人均 GDP



资料来源：各地统计局网站，兴业证券研发中心

2.2 区域经济振兴有望带来超越全国平均水平的消费增速

今年 5 月国家出台相关振兴新疆区域政策，具体目标如下：

- 1、中央投资继续向新疆自治区和兵团倾斜，“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；
- 2、到 2015 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平；
- 3、城乡居民收入和人均基本公共服务能力达到西部地区平均水平；
- 4、2020 年促进新疆区域协调发展、人民富裕、生态良好、民族团结、社会稳定、边疆巩固、文明进步，确保实现全面建设小康社会的奋斗目标。

我们认为，新疆区域振兴政策有望给当地带来超越全国平均水平的消费增长，作为区域龙头的友好集团有望最大程度受益，这也是公司最大的投资看点所在。

截止 09 年底，新疆地区人均 GDP 为 19926 元，是全国平均水平的 79%，按照国家政策目标到 2015 年要达到全国平均水平，意味着这一期间内（2010-2015）新疆地区人均 GDP 增速必将领先全国。

我们假设 2010 年我国 GDP 增长 8%，2011-2015 年增速维持在 6.5%，总人口数维持 0.5% 的增速，则到 2015 年我国 GDP 总量达到 49.6 万亿元，全国人均 GDP 达到 36081 元。

2015 年新疆地区人均 GDP 达到 36081 元与全国平均水平持平，意味着在未来 6 年中其复合增长率要达到 10.4%，高出全国平均水平 4.23 个百分点。

我们假设新疆地区人口自然增长率为 1.5%，则到 2015 年新疆地区 GDP 将达到 8516 亿元，相比 2009 年实现翻番，复合增长率为 12.18%，高出全国平均水平 5.43 个百分点。

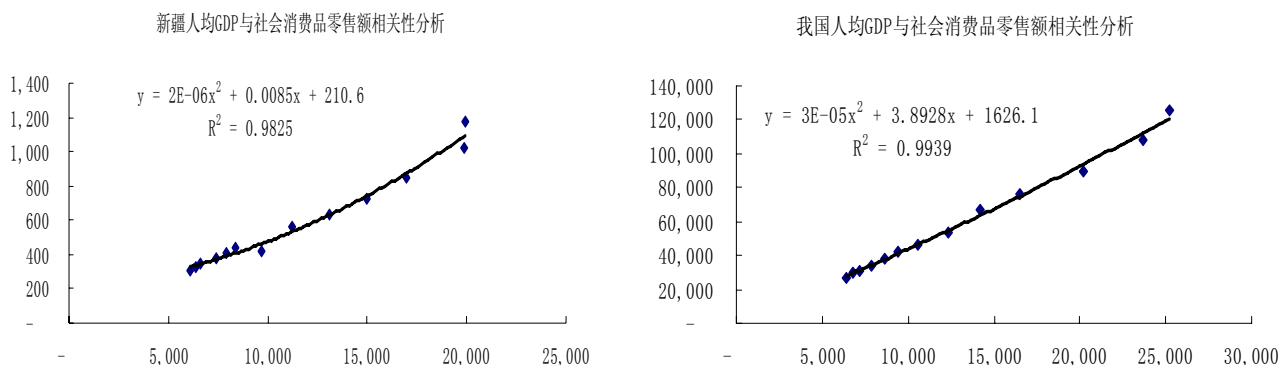
我们进一步分别对新疆地区和全国的人均 GDP 和社会消费品零售总额进行相关性分析，估算得出在 2015 年新疆和全国人均 GDP 达到 36081 元时，新疆和全国的社会消费品零售额分别达到 3121 亿元和 181139 亿元，6 年复合增长率分别为 17.63% 和 6.33%，新疆高出全国平均水平 11.3 个百分点。

表 2、新疆及全国部分经济指标未来 6 年复合增长率比较

主要指标	2009A	2015E	复合增长率
新疆 GDP (亿元)	4,274	8,516	12.2%
全国 GDP (亿元)	335,353	496,220	6.7%
新疆人均 GDP (元)	19,926	36,081	10.4%
全国人均 GDP (元)	25,188	36,081	6.2%
新疆社会消费品零售额 (亿元)	1,178	3,121	17.6%
全国社会消费品零售额 (亿元)	125,343	181,139	6.3%

资料来源：统计局网站，兴业证券研发中心

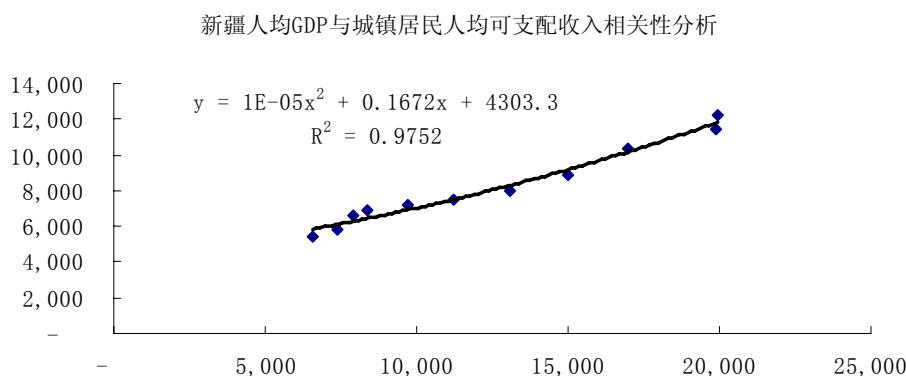
图 8、新疆及全国人均 GDP 与社会消费品零售额相关性分析



资料来源：新疆、全国统计局网站，兴业证券研发中心

此外，我们还对新疆地区人均 GDP 与城镇居民人均可支配收入进行了相关性分析，计算得出 2015 年新疆地区城镇居民人均可支配收入将达到 23355 元，这相当于 2007 年的上海人均水平。

图 9、新疆地区人均 GDP 与城镇居民人均可支配收入相关性分析



资料来源：新疆统计局网站，兴业证券研发中心

具体而言，国家未来在支援新疆区域经济建设上的政策包括：

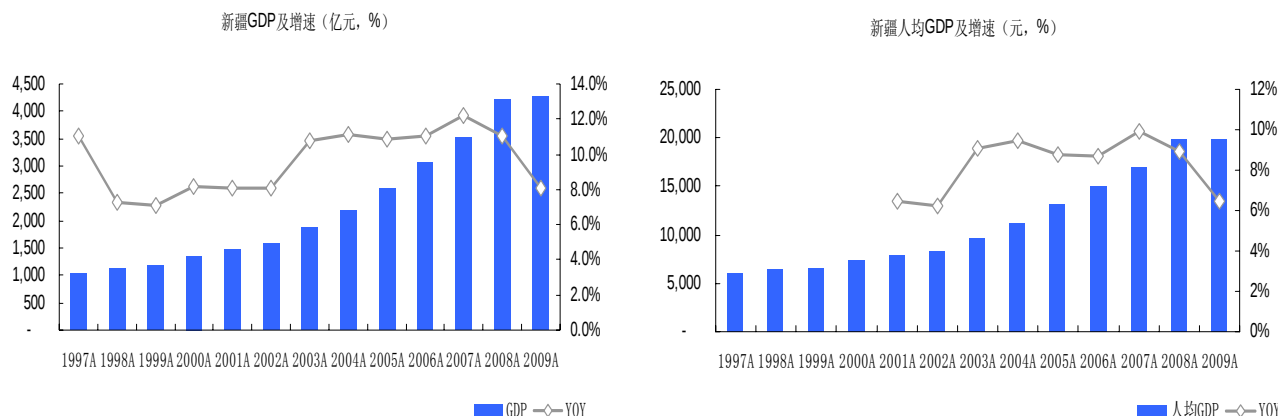
- 1、大力度的固定资产投资（十二五期间 5 年至少投资 2 万亿，相比十一五翻番）；
- 2、地方对口支援：全国 19 个省市将对口支援新疆，2011 年 19 个省市对口援疆资金总规模将超过 100 亿元，未来 5 年，年平均新增援建资金将达到 738 亿，相当于将新疆全年的财政收入增加 2 倍以上；

3、企业资金配套：在二级市场上融资配股额度至少在 100 亿；

4、对企业给予税收、投资等优惠

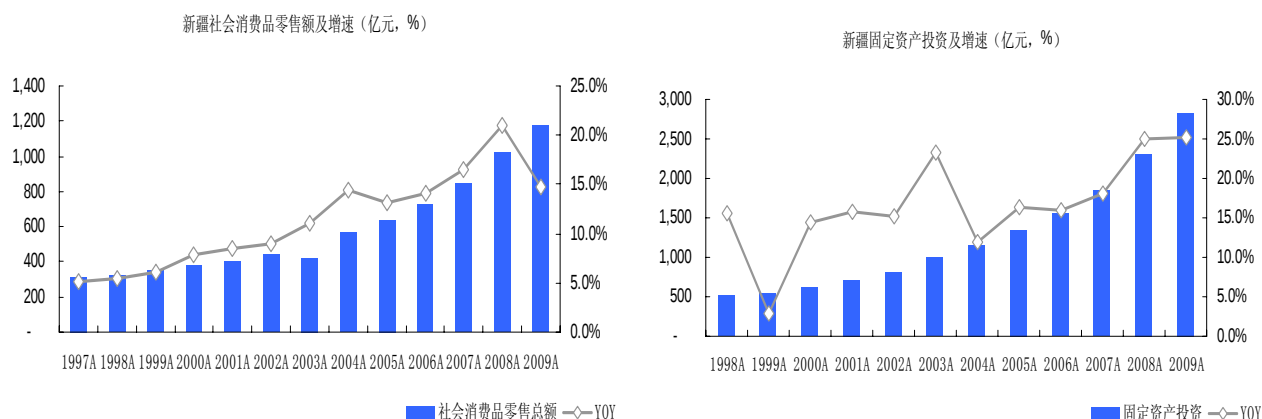
综述，我们认为，未来一段时间国家将通过加大固定资产投资力度、加强基础设施建设、实现资源价值最大化等多种手段来拉动新疆区域经济发展，振兴的最终目的是实现社会和谐稳定，新疆的消费股将会是这次振兴最终的受益者。

图 10、新疆 GDP 及人均 GDP



资料来源：新疆统计局网站，兴业证券研发中心

图 11、新疆社会消费品零售额及固定资产投资



资料来源：新疆统计局网站，兴业证券研发中心

3、新疆地区零售行业竞争格局分析

目前新疆地区零售业竞争主要还是集中在乌鲁木齐，09 年乌鲁木齐实现社会消费品零售总额 473 亿元，占全省社销的 40.2%。我们认为，在未来一段时期内，能把握乌鲁木齐零售市场的公司将主导全区消费格局。

3.1 百货业态：友好集团处于绝对领导地位

百货业态方面，现阶段无论是销售规模还是门店位置来看，友好集团在乌鲁木齐都处于绝对领导地位，公司旗下三家门店：友好商场、天山百货大楼、友好百盛（参股 49%）的年销售额在 6-8 亿以上，居于第一梯队。第二梯度的如王府井、

世纪金花等年销售规模在3亿或3亿以下。

乌鲁木齐目前主要有南（人民路）北（友好）两个商圈，公司的友好商场和天山百货大楼则是这两个商圈历史最悠久的百货门店。

表3、乌鲁木齐市主要百货门店基本资料

商圈	门店名称	开业时间	营业面积 (万平方米)	定位	销售规模 (亿元)
人民路商圈	天山百货大楼	1957A	3.00	中高端	8.00
	汇嘉时代百货	2000A	1.00	大众	
	丹璐时尚广场	2000A	1.00	高端	2.00
	丹璐购物中心	2010A	4.50	高端	
	王府井百货	2007A	3.00	中高端	3.00
友好商圈	友好商场	1956A	2.70	大众	6.00
	友好美美	2009A	4.11	高端	
	太百购物		2.00	时尚	2.00
	富成百货	2002A	2.00	时尚	2.00
	西安世纪金花	2003A	4.00	中高端	2.80
	友好百盛	2002A	5.00	时尚	7.00

资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

从整个新疆地区来看，目前在异地实现扩张的除了友好集团外还有一家当地民营企业汇嘉百货，其在新疆5个城市拥有5家门店，友好集团网点数量相对处于劣势。

表4、新疆地区百货业态跨城市布点情况

	开业期间	面积(万平方米)
汇嘉百货		
乌鲁木齐店	2000A	1.00
库尔勒店	2004A	4.00
喀什店	2007A	
昌吉店	2007A	
克拉玛依店	2009A	2.00
友好集团（仅列出乌鲁木齐外门店）		
库尔勒店	2007A	6.74
独山子店	2008A	1.39

资料来源：公司调研，相关网站，兴业证券研发中心

3.2 超市业态：竞争相对激烈

目前友好集团在新疆地区拥有大型卖场门店5家，并运营有几家小型超市门店，营业面积合计约在2万平方米左右，年销售规模4亿元。现阶段公司卖场业务主要依附百货店运营，分别位于友好商场、天山百货大楼、库尔勒店、独山子店中，此外在独山子还有一家独立卖场店。

公司超市业态在新疆地区并不具备绝对的领导优势，家乐福和当地的民企好家乡也有相当的市场影响力。

表5、新疆地区主要超市企业门店情况

公司名称	卖场	便利店	卖场分布备注
好家乡	6	超过20家	3家在乌鲁木齐，其余分布在石河子、哈密、库尔勒
友好集团	5	不到10家	2家在乌鲁木齐，其余分布在独山子、库尔勒
家乐福	3		3家均在乌鲁木齐

资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

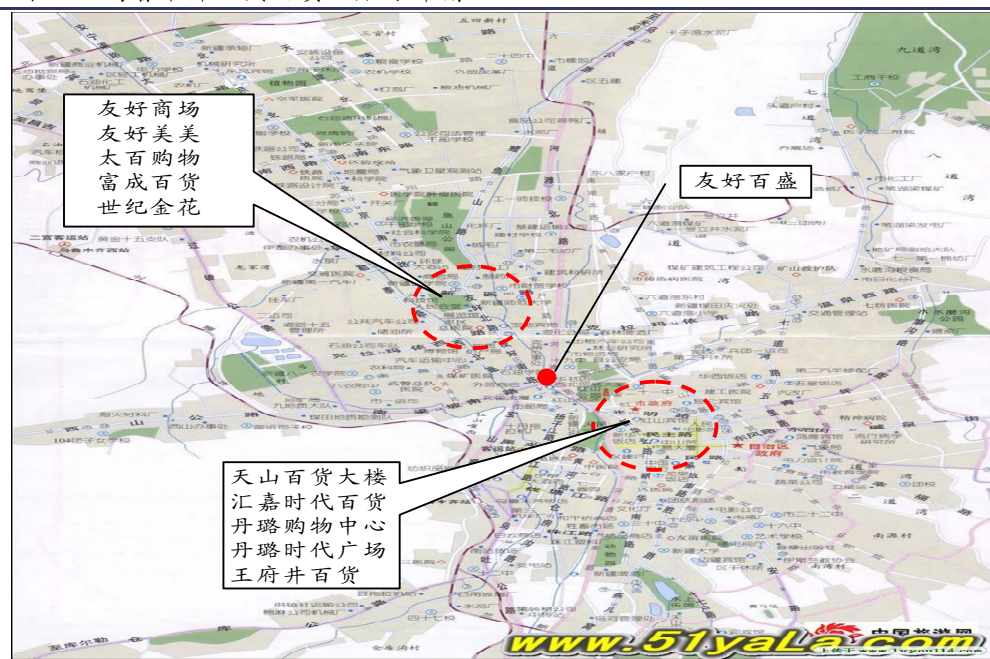
公司未来的发展规划中会把超市业态作为公司重点发展方向，预计公司每年将开出5-10家左右的卖场，力争在3年内将占据乌鲁木齐一半的市场份额。

4、公司竞争优势分析

4.1 商圈垄断优势显著

友好集团在乌鲁木齐的百货收入一年大约为 14-15 个亿，如果算上友好百盛则超过 20 个亿，其他主要竞争对手相对分散，大都是单兵与友好作战，单体销售规模与友好主要门店尚不在一个重量级（参见表 3），公司在乌鲁木齐的百货业垄断地位非常突出。友好集团已经占据了乌鲁木齐最核心的 2 个商圈的最好的位置，对其他进入者构成了进入壁垒。

图 12、乌鲁木齐主要百货门店分布情况



资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

4.2 客户定位实现全覆盖

公司目前在乌鲁木齐的 4 家百货门店定位涵盖高中低档，实现了对市内不同年龄不同收入水平客户的全覆盖。

表 6、公司乌鲁木齐门店实现各阶层客户全覆盖

门店名称	定位	针对客户群
天山百货大楼	中高端	具备一定收入水平的中产阶层
友好商场	大众	针对传统老年客户
友好美美	高端	国际一线，主要针对企业老板及高级商务活动
友好百盛	时尚流行	针对年青一代的消费者

资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

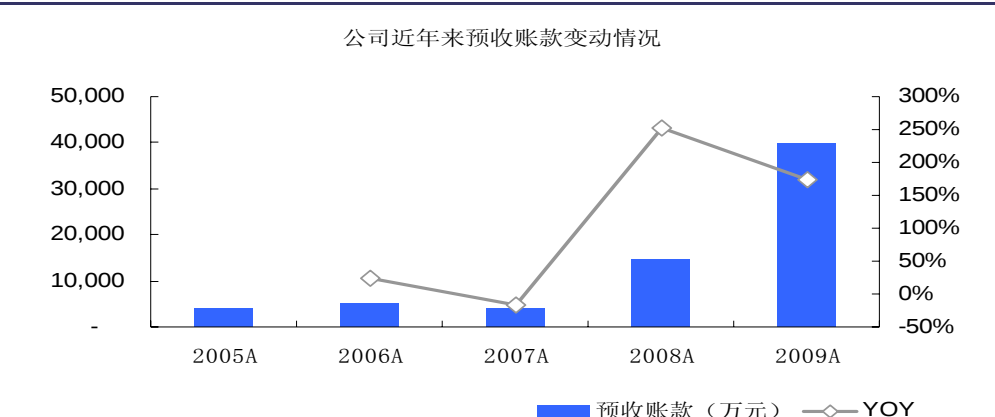
竞争对手方面，王府井、太百、富成等定位时尚流行百货，目标客户群相对单一。世纪金花、璐丹购物中心等虽然定位高端，但是在品牌引进上与友好美美存在显著差距，友好美美的奢侈品的品牌结构非常齐全，包括 LV、卡地亚、资生堂、兰蔻、阿玛尼等奢侈品一应俱全。

4.3 会员卡带来的消费市场潜力巨大

我们认为,新疆区域经济振兴的背后必然将伴随着当地各企事业单位的员工收入水平的提升和福利改善,此外商务交流活动也将大幅增加,参照内地城市发展案例,商业零售公司发行的会员卡未来将存在巨大的市场。

友好集团 2010 年 1 季度账面拥有 6.85 亿预收账款,其中 1.8 亿为地产预收款,5 亿左右为发行友好卡的预收款。08 年以来公司预收账款持续大幅增长,公司目前友好卡年度拉动的销售额占整个商业销售收入高达 40%,在国内百货业态中名列前茅。

图 13、友好集团近年来预收账款变动情况



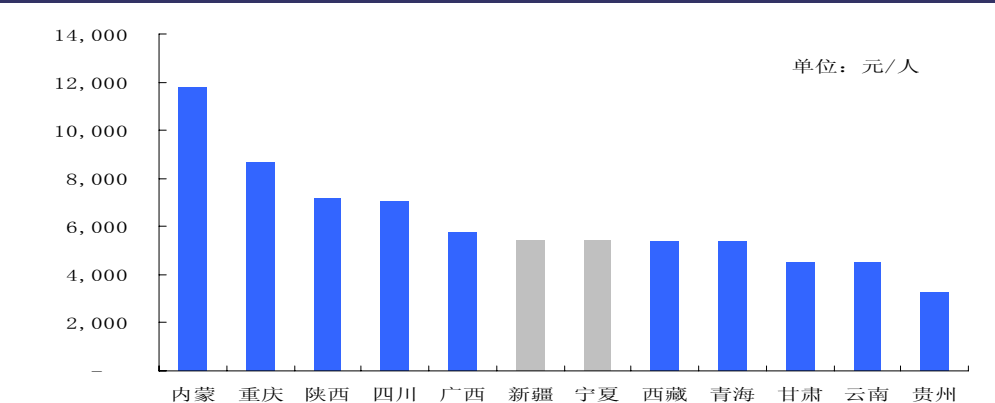
资料来源：公司公告，兴业证券研发中心，已扣除房地产预收款

公司经营涉足百货、酒店、超市等多个业态,公司的友好卡可以在集团下属百货、超市、酒店、餐饮以及旅游等多个业态中通用,并且能够实现跨区域使用,我们认为未来随着公司经营网点的扩张,新疆区域经济的加速增长,未来公司会员卡对销售的带动作用将更加突出。

4.4 未来或可借鉴新华百货成功经验

宁夏与新疆同处我国西部地区,有着相近的城镇人均可支配收入及人均 GDP (图 3),两省人均社会消费品零售额分别为 5454 元和 5429 元,也非常接近,落后于重庆、陕西、四川等西部较发达省份,位居西部中游。

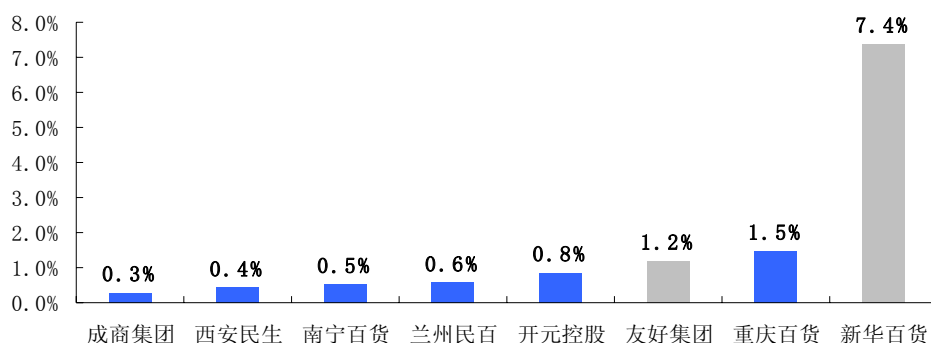
图 14、部分西部省份人均社会消费品零售额



资料来源：各统计局网站，兴业证券研发中心

新华百货在宁夏拥有绝对的统治地位，其 09 年单百货业务收入占全省社会消费品零售额的比重达到 7.4%，整个零售业务收入占全省社会消费品零售额的比重达到 9.5%，远高于其他西部商业上市公司。

图 15、西部商业上市公司百货业务收入占全省社销比重（2009 年）



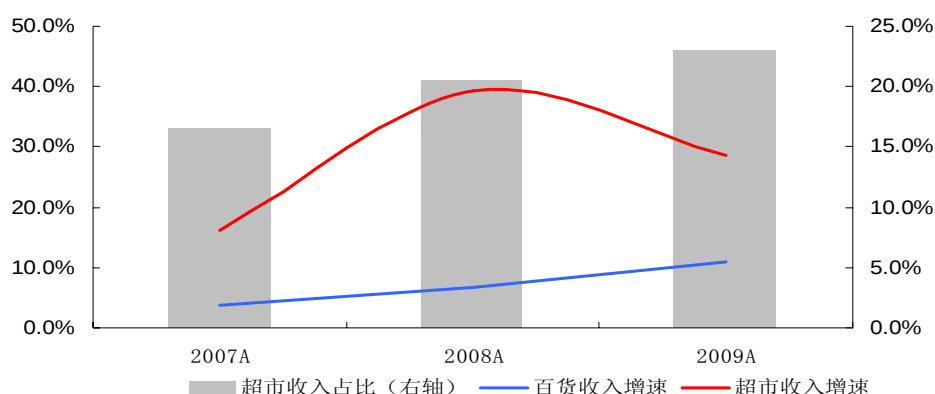
资料来源：公司公告，统计局网站，兴业证券研发中心，此处仅考虑百货业务收入

我们将新华百货零售业区域拓展路径大体分为三个阶段：

- 1、百货门店占据核心商圈（4 家门店），是公司赖以发家的基础；
- 2、依托百货门店地理位置优势，开出附加超市卖场，取得好的经营效果和口碑；
- 3、随着公司在超市经营中的品牌、经验、人才的积累成熟，逐步开出单体超市，进而垄断银川商业零售市场。

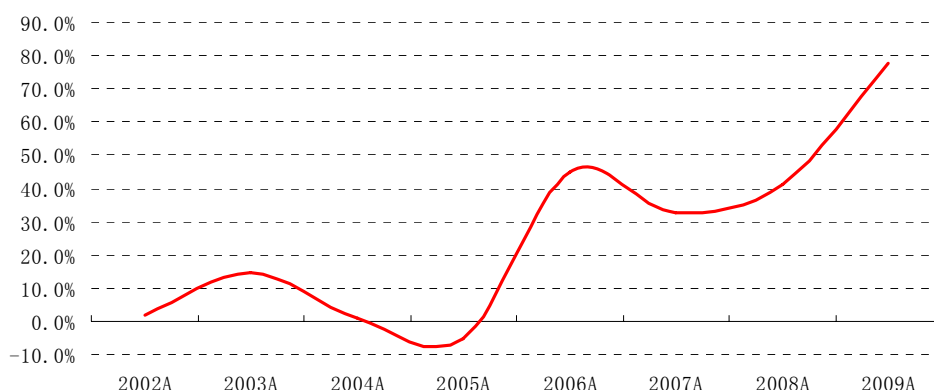
06 年以来，新华百货积极拓展超市业务，超市业务收入增速显著高于百货业务，公司净利润也步入一个高速增长期。公司目前在宁夏地区的自营和加盟超市门店超过 20 家，年销售超过 7 亿元。

图 16、新华百货近 3 年百货、超市收入增速及超市收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

图 17、新华百货近 5 年归属母公司净利润增速

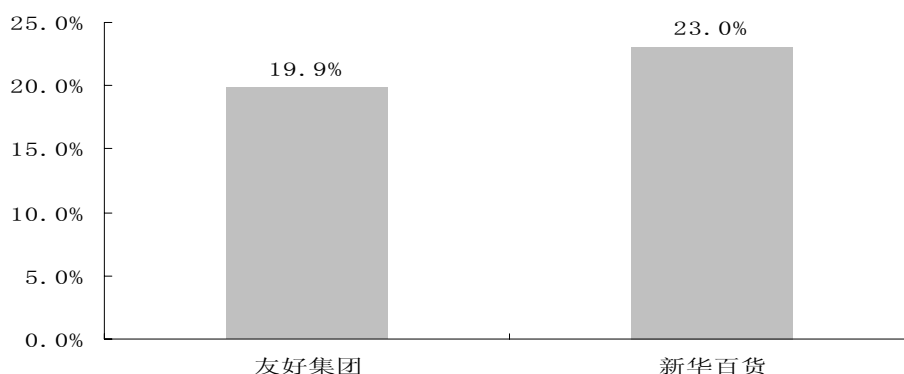


资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

根据此前的分析，我们认为，友好集团有着与新华百货类似的资源优势：1、其百货业务在乌鲁木齐占据核心商圈且居于领导地位；2、现阶段公司依附于友好商场、天山百货等的超市卖场经营情况非常理想，友好超市品牌在逐渐形成；因此，未来公司如果能成功将超市业态做大做强，则有望取得发展瓶颈上的突破。

当然，乌鲁木齐以及新疆零售行业竞争较之银川和宁夏要更为激烈，因此公司要想取得突破需要付出更多努力。

图 18、友好集团及新华百货超市收入占比比较（2009A）



资料来源：公司公告，统计局网站，兴业证券研发中心

5、公司各板块业务情况分析

5.1 百货业务：快速增长

友好商场

友好商场是公司第一家百货门店，始建于 1958 年，1987 年在原址上改扩建，1989 年一期营业大楼投入营业，1993 年友好二期商贸大厅奠基，1995 年二期裙楼友好餐饮娱乐广场投入使用。2009 年公司出资收购友好商场旁边佳雨大厦，计划与友好商场连通开出三期，预计将增加营业面积 4000 平米，三期我们预计在今年 8、9 月份能顺利开出，届时友好商场的营业面积达到 3.1 万平米。

友好商场最近三年营业收入增速都保持在 2 位数增长，一方面是公司对原有品

牌进行了调整，另一方面则是 08 年开始商场楼下超市扩建，带来收入增加。2009 年公司该店含税收入达到 7.1 亿元，同比增长 35% 左右，其中超市贡献约 2 亿元。

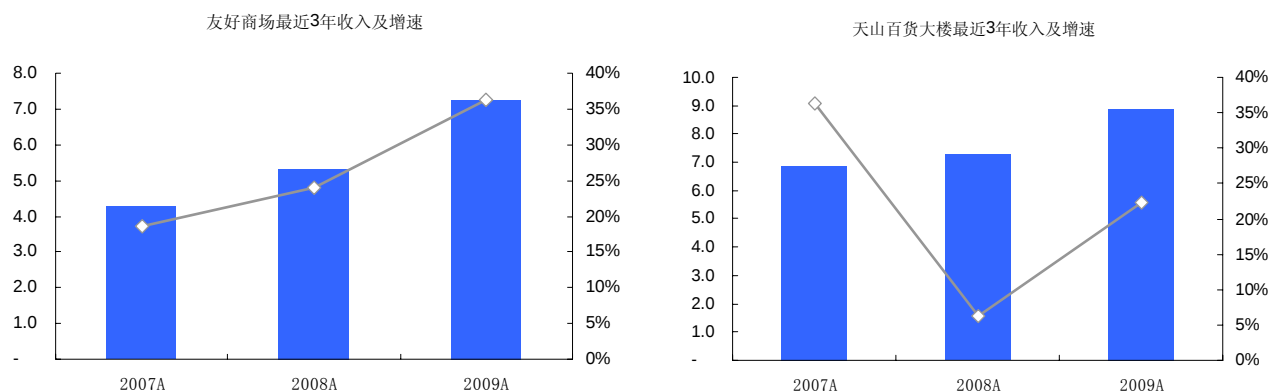
天山百货大楼

天山百货大楼始建于 1957 年，在 1992 年 7 月进行改扩建后，1994 年重新开业。2008 年公司对店进行了品牌升级，商场定位中高端精品百货，结果带来 09 年收入的大幅增长。目前该店营业面积超过 3 万平米，其中超市约 5000 平米。

09 年天山百货实现含税收入 8.9 亿元，同比增长 22%，其中超市贡献约 2 亿元左右。

虽然友好商场和天山百货大楼属于当地老商场，但是最近几年一直在进行品牌调整和升级，另一方面，两家商场的销售额中很大一部分由友好卡会员拉动，我们预计随着区域经济振兴，公司发卡额度提升，两家门店未来仍有望保持一个高的成长速度。

图 19、友好商场及天山百货大楼最近 3 年收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

友好美美

门店 08 年试营业，09 年 3 月正式开业，该店定位国际一线品牌，营业面积超过 4 万平米，是目前乌鲁木齐最高端的百货店，友好美美的奢侈品的品牌涵盖 LV、卡地亚、资生堂、兰蔻、阿玛尼等奢侈品。

09 年友好美美含税销售额约 1.75 亿元，亏损约 2600 万，主要原因是租金水平较高（09 年该店租金 2000 万，2010 年达到 3200 万，2011 年 4000 万，未来当该店收入超过 4.5 亿元时，超出部分的 6% 计提增加租金）。

同样，我们认为新疆区域经济开发会带动一批企业老板购物需求及大量的商务消费，这会对高端百货提出需求，友好美美的开业恰逢其时。我们预计 2010 年该店能实现 2.5 亿 - 3 亿的营业收入，进一步减亏，预计 2011 年销售达到 4 亿以上，按 15% 毛利率计算其毛利润达到 6000 万，实现盈亏平衡。

库尔勒、独山子店

库尔勒店 08、09 年的营业收入分别为 4300 万和 6800 万，09 年亏损约 400 万，2010 年有望实现盈亏平衡。库尔勒是南疆石油城市，有 40 万人口，以石油工人为主。该店最大的优势是租金成本低廉，年物业租金在 50 万/年，成本几乎

为零，我们预计 2010 年该店销售有望做到 1.3 亿元。

独山子店 08、09 年的营业收入分别为 1300 万和 5700 万，09 年亏损约 460 万，2010 年亦有望实现盈亏平衡。独山子为石化新城，也是以石油产业为主，我们预计该店 2010 年销售有望突破 7000 万元。

友好百盛

百盛租赁公司物业经营门店，2002 年开业，百货营业面积约为 5 万平米。百盛集团每年向公司支付租金 2500 万元，同时净利润的 49% 分成给友好集团。09 年该店实现收入 6.7 亿元，净利润接近 4000 万元。08、09 年公司从百盛获得投资收益 1248 万和 1626 万，我们预计 2010、2011 年该店为公司贡献投资收益将达到 2000 万和 2500 万。

除上述 6 家门店外，公司 2010 年发布公告，收购伊犁一处商业物业，面积超过 3 万平米，预计将在 2011 年开业。我们预计 2011、2012 年该项目将处于培育期。

5.2 超市业务：蓄势待发

超市业务将是公司未来重点拓展的一个领域。公司目前拥有约 5 家卖场以及数家小型超市，卖场中有 4 家是依附于百货店存在的。

09 年公司超市业务合计贡献收入在 4 亿多，公司未来每年将开业 5-10 家门店，计划在 3 年内占据乌鲁木齐超市业态一半的市场份额。我们认为公司发展超市业务最大的优势在于其友好会员卡带来的团购收入增长。我们预计未来 3 年公司超市板块收入相对现阶段(约 4 亿元)有望实现翻番。

5.3 房地产业务：两项目贡献 EPS 预计在 1.6 元左右

公司目前拥有两个房地产项目，其中骏景嘉园项目 2010 年开始销售，可售面积在 6 万平米，有望今年确认全部利润；

另一个项目是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，初次预计收购项目完成工业土地出让阶段的收购成本约为 34,707.6 万元，未来二次挂牌，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 23,460 万元，收购成本合计约为 58,167.6 万元。未来该地块项目将由公司与广汇发展合作开发(各持有 50% 股份)，有望做可售面积在 100 万平米左右的住宅，乐观情况下明年有望开始预售。

我们分别对两个项目进行了测算，其中假设项目营业税金及附加率 15.5%、两项费用率 8%，所得税率 25%。

表 7、房地产项目测算

项目	骏景嘉园	广汇合作项目
土地单位地价(元/平米)	600	600
建筑面积(万平米)	6	100
建筑单价(元/平米)	2,000	2,000
建筑成本(万元)	12,000	200,000
销售单价(元/平米)	4,800	5,000

销售额（万元）	28,800	500,000
毛利额（万元）	13,200	240,000
毛利率	45.83%	48.00%
营业税金及附加（万元）	4,464	77,500
两项费用（万元）	2,304	40,000
税前利润（万元）	6,432	122,500
税后利润（万元）	4,824	91,875
总股本	31,149	31,149
EPS	0.15	2.95
权益 EPS	0.15	1.47

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

根据我们的测算，两个地产项目未来有望对公司贡献净利润合计超过 5 亿元，合计贡献 EPS 在 1.63 元左右。

除百货、超市及地产业务外，公司还涉及公用供热及生物技术以及酒店等业务，其中供热项目公司每年贡献收入约 1 亿元，净利润 800 万左右，相对稳定，其余业务对利润影响很小。

6、盈利预测与估值

6.1 盈利预测假设

1、百货业务：

1) 成熟门店中，友好商场和天山百货大楼将最大程度受益于新疆区域振兴和乌鲁木齐居民收入水平提升，此外友好商场 2011 年将新增营业面积 4000 平米。

假设两家门店 2010-2012 年收入增速分别为 25%、20%、15%；2010-2015 年的复合增长率为 13.6%，同期新疆社销复合增长率 17.6%；

2) 中生代门店为两家外地门店，两地均为资源重镇，其中库尔勒体量达到 6 万平米，未来具备更大提升空间。

假设库尔勒店 2010-2012 年收入增速分别为 100%、50%、25%；到 2012 年收入达到 2.5 亿元，单位坪效 3800 元/平米；

假设独山子店 2010-2012 年收入增速分别为 30%、25%、20%；到 2012 年收入达到 1 亿元，单位坪效 8500 元/平米；

3) 新生店友好美美定位高端奢侈品，是目前新疆品牌最齐全，最高端的百货店，未来受益当地新兴老板需求和商务活动；

假设友好美美 2010-2012 年收入增速分别为 60%、60%、30%；到 2012 年收入达到 5.8 亿元，单位坪效 14500 元/平米；

4) 假设新开伊犁门店，面积 3 万平米，2011-2012 年贡献收入分别为 3000 万和 1 亿元；

2、超市业务：

不考虑原有超市卖场业务，假设 2011-2012 年新开超市门店贡献收入分别为 2 亿元、3 亿元；

表 8、商业零售业务收入预测表

门店	指标	2009A	2010E	2011E	2012E
友好商场	营业收入(万元)	72,400	90,500	108,600	124,890
	YOY	36.3%	25.0%	20.0%	15.0%
	营业成本(万元)	57,920	72,400	86,880	99,912
	毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
天山百货大楼	营业收入(万元)	89,100	111,375	133,650	153,698
	YOY	22.22%	25.0%	20.0%	15.0%
	营业成本(万元)	72,171	90,214	108,257	124,495
	毛利率	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
友好美美	营业收入(万元)	17,500	28,000	44,800	58,240
	YOY	663.53%	60.00%	60.00%	30.00%
	营业成本(万元)	14,875	23,800	38,080	49,504
	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
库尔勒天百	营业收入(万元)	6,797	13,593	20,390	25,488
	YOY	55.73%	100.00%	50.00%	25.00%
	营业成本(万元)	5,966	11,554	17,128	20,645
	毛利率	12.2%	15.0%	16.0%	19.0%
独山子金盛时尚	营业收入(万元)	5,727	7,445	9,307	11,168
	YOY	318.26%	30.0%	25.0%	20.0%
	营业成本(万元)	5,019	6,478	8,050	9,605
	毛利率	12.4%	13.0%	13.5%	14.0%
新增超市业务	营业收入			20,000	30,000
	YOY				50.0%
	营业成本			17,000	25,500
	毛利率			15.0%	15.0%
新增百货业务	营业收入			3,000	10,000
	YOY				233.3%
	营业成本			2,400	8,000
	毛利率			20.0%	20.0%
合计	营业收入	191,524	250,914	339,747	413,483
	YOY		31.0%	35.4%	21.7%
	营业成本	155,950	204,446	277,795	337,661
	毛利率	18.6%	18.5%	18.2%	18.3%

资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

3、房地产业务：

骏景嘉园项目 2010 年实现销售结算，贡献收入 2.88 亿元，项目毛利率 45.8%；

与广汇合作开发项目 2011 年开始投入建设，2012-2014 年分三年平均贡献收入和利润，其中 2012 年贡献收入 16.67 亿元，项目毛利率 48%；

4、其他业务：

除商业及地产业务外，公司还经营包括公用供暖、酒店、旅游等项目

公用供暖项目 2010-2012 年收入年同比增长 0.1%，毛利率 15%；

友好酒店项目 2010-2012 年收入同比增长 15%、10%、10%，毛利率 75%；

旅游业务 2010-2012 年收入同比增长 15%、10%、10%，毛利率 15%；

其他业务收入中，主要包括租金收取以及渠道费收取；

假设租金 2010-2012 年每年同比增长 2%，毛利率 8%；

渠道费占主营业务收入比重 2010-2012 年分别为 1.5%、1.8%、2.0%，毛利率

100%;

表 9、其他业务收入预测表

项目	指标	2009A	2010E	2011E	2012E
公用事业(供暖)	收入	10,745	10,751	10,756	10,761
	YOY	-0.8%	0.1%	0.1%	0.1%
	成本	9,397	9,138	9,143	9,147
	毛利率	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%
酒店服务业	收入	3,188	3,666	4,032	4,435
	YOY	-6.1%	15.0%	10.0%	10.0%
	成本	809	916	1,008	1,109
	毛利率	74.6%	75.0%	75.0%	75.0%
旅游业	收入	104	120	132	145
	YOY	-8.3%	15.0%	10.0%	10.0%
	成本	93	102	112	123
	毛利率	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%
租金	收入	4,282	4,368	4,455	4,545
	YOY	9.9%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	1,384	1,398	1,426	1,454
	毛利率	67.7%	68.0%	68.0%	68.0%
渠道费	收入	2,304	3,764	6,115	8,270
	YOY	37.0%	63.4%	62.5%	35.2%
	渠道费占商业收入比	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%
	成本				
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

5、两项费用：

假设 2010-2012 年销售费用率分别为 5%、5%、4.6%；

假设 2010-2012 管理费用率分别为 11%、10.5%、10%；

6、所得税率：

假设未来 3 年企业所得税率保持 25% 不变；

6.2 估值及投资建议

根据我们的盈利预测模型，公司 2010 年-2012 年贡献 EPS 分别为 0.44 元、0.44 元、1.09 元，其中地产业务 2010-2012 年贡献 EPS 分别为 0.14 元、0 元、0.49 元，主业贡献 EPS 分别为 0.30 元、0.44 元、0.60 元。

按公司收盘价 11.81 元，扣除地产业务对应价值 1.63 元，主业对应 EPS 分别为 34X、23X、17X。如前所述，新疆区域振兴有望使当地社会消费品零售及人均 GDP 增速大幅高于全国平均水平，因此公司未来业绩也存在很大超预期的可能，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1171	1294	2883	3679
货币资金	504	707	1354	1926
交易性金融资产	20	15	20	20
应收账款	59	98	116	192
其他应收款	51	68	75	117
存货	447	290	1166	1200
非流动资产	1223	1201	1110	1030
可供出售金融资产	97	100	100	100
长期股权投资	58	63	62	62
投资性房地产	223	251	247	244
固定资产	611	568	509	444
在建工程	44	22	11	5
油气资产	0	0	0	0
无形资产	114	112	110	108
资产总计	2394	2495	3993	4709
流动负债	1278	1256	2657	2902
短期借款	228	153	0	0
应付票据	8	17	19	30
应付账款	239	362	447	675
其他	804	723	2191	2198
非流动负债	97	100	99	99
长期借款	8	8	8	8
其他	89	91	90	91
负债合计	1376	1355	2756	3001
股本	311	311	311	311
资本公积	486	486	486	486
未分配利润	120	207	268	483
少数股东权益	81	81	82	253
股东权益合计	1018	1140	1237	1708
负债及权益合计	2394	2495	3993	4709

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	60	138	136	341
折旧和摊销	98	82	84	85
资产减值准备	-8	24	14	56
无形资产摊销	16	14	14	14
公允价值变动损失	8	0	0	0
财务费用	17	7	-5	-16
投资损失	-17	-20	-25	-35
少数股东损益	-6	0	2	170
营运资金的变动	102	171	608	-30
经营活动产生现金流量	269	382	825	570
投资活动产生现金流量	30	-21	12	26
融资活动产生现金流量	38	-157	-190	-25
现金净变动	336	203	647	571
现金的期初余额	297	504	707	1354
现金的期末余额	633	707	1354	1926

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2000	3060	3689	6120
营业成本	1587	2331	2910	4377
营业税金及附加	27	64	48	214
销售费用	105	153	184	282
管理费用	222	337	387	612
财务费用	17	7	-5	-16
资产减值损失	4	5	5	5
公允价值变动	8	0	0	0
投资收益	17	20	25	35
营业利润	64	184	184	682
营业外收入	11	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	70	184	184	682
所得税	15	46	46	170
净利润	55	138	138	511
少数股东损益	-6	0	2	170
归属母公司净利润	60	138	136	341
EPS (元)	0.19	0.44	0.44	1.09

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	27.4%	53.0%	20.6%	65.9%
营业利润增长率	5.6%	188.5%	0.3%	270.5%
净利润增长率	26.1%	127.7%	-1.1%	150.3%
盈利能力(%)				
毛利率	20.6%	23.8%	21.1%	28.5%
净利率	3.0%	4.5%	3.7%	5.6%
ROE	6.4%	13.0%	11.8%	23.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	57.5%	54.3%	69.0%	63.7%
流动比率	0.92	1.03	1.09	1.27
速动比率	0.57	0.80	0.65	0.85
营运能力(次)				
资产周转率	92.5%	125.1%	113.7%	140.7%
应收帐款周转率	2299.2	2522.7	2223.6	2567.7
每股资料(元)				
每股收益	0.19	0.44	0.44	1.09
每股经营现金	1.13	1.22	2.65	1.83
每股净资产	3.01	3.40	3.71	4.67
估值比率(倍)				
PE	60.9	26.7	27.0	10.8
PB	3.9	3.5	3.2	2.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。